

Grupo Casas Bahia (antiga Via) Revisão de Preço

18 de setembro de 2023

Por **Georgia Jorge, CNPI-P**





Grupo Casas Bahia

Revisão de Preço: incorporação 1S23, plano de transformação e *follow on*

Revisamos o *valuation* do Grupo Casas Bahia, antiga Via, para incorporar os resultados do 1S23 e o plano de transformação divulgado pela nova gestão por ocasião da publicação do resultado referente ao 2T23. Com isso, **atribuímos novo preço-alvo para o final de 2024 para BHIA3 de R\$ 1,40 (antes R\$ 2,30) e rebaixamos nossa recomendação para neutra.**

Desempenho das Ações. Entendemos que, no último mês, as ações do Grupo Casas Bahia passaram por momentos bastante desafiadores. Em nosso último relatório, referente ao resultado do 2T23, comentamos que, apesar dos números fracos, a divulgação de um plano de transformação de 2 anos tendo como prioridades a geração de caixa e melhoria da rentabilidade poderia ser um catalisador de resultados mais construtivos já nos próximos trimestres, razão pela qual elevamos nossa recomendação para compra naquela ocasião.

No entanto, desde então, observamos medidas tomadas pela companhia que pressionaram o desempenho das ações, em especial no que se refere à oferta pública de ações (778.649.283 ações), precedida da necessidade de convocação de uma Assembleia Geral Extraordinária (AGE) para deliberar acerca da alteração do capital autorizado para até 3 bilhões de ações ordinárias. Esse movimento implicou em uma queda de cerca de 35% do preço das ações entre o dia 05/09 (data de lançamento da oferta) e 11/08 (pós divulgação do plano de transformação). Ao nosso ver, **essa queda refletiu a preocupação dos investidores com a iniciativa da companhia em captar recursos em um momento delicado em que, apesar da boa recepção do plano de transformação, ainda é incipiente para observar melhoras concretas decorrentes dos projetos ora em curso.** Nesse mesmo período, logo após o lançamento da oferta pública, a agência Standard & Poor's rebaixou o rating corporativo e o rating de um CRI da companhia, o que adicionou pressão à oferta em andamento.

Pesou sobre a nossa decisão de rebaixamento da recomendação o fato de a administração da companhia prosseguir com uma oferta que precificou suas ações a R\$ 0,80, desconto de 30% sobre o preço de fechamento do dia da precificação (13/09) e 57% abaixo do preço em 11/08, transmitindo uma mensagem negativa aos minoritários, em nossa visão. Com esse movimento, a companhia chancelou um novo patamar de preço para suas ações e sinalizou aos investidores a necessidade de captação de recursos "a qualquer preço" ao invés de aguardar até que o mercado pudesse vislumbrar os primeiros sinais positivos decorrentes do plano de transformação.

Reconhecemos os esforços da companhia em buscar melhorar sua estrutura de capital, além de entendermos que a obtenção de recursos junto ao mercado passa uma mensagem positiva aos detentores de crédito privado, sinalizando capacidade de fazer captações de volume elevado em velocidade adequada. Contudo, ao mesmo tempo, o desconto cobrado pelo mercado para participar do *follow on* emana uma mensagem negativa, que não pode ser ignorada.

Fonte: Grupo Casas Bahia e BB Investimentos



Grupo Casas Bahia

Vale pontuar que, apesar dos esforços da nova gestão para executar o plano de transformação e atingir os objetivos propostos, há situações alheias à vontade da companhia que podem dificultar o atingimento das metas propostas, tal como as discussões envolvendo questões tributárias e a entrada de novos players e consequente acirramento da concorrência. Além disso, consideramos também que seria importante que a companhia trouxesse ao mercado um cronograma de implementação das mudanças propostas com vistas a facilitar o acompanhamento do plano de transformação, fato que diminuiria a assimetria e, conseqüentemente, o prêmio de risco, em nossa visão.

Nesse contexto, optamos por rebaixar nossa recomendação para neutra, mesmo diante do alto potencial de valorização entre o preço corrente e nosso preço-alvo para o final de 2024, por entendemos que o destravamento de valor ocorrerá somente após avanços no plano de transformação, sendo esperado resultados pressionados no 2S23 em decorrência das despesas não recorrentes relacionadas às iniciativas de redução de pessoal e fechamento de lojas, por exemplo. Monitoraremos os resultados dos próximos trimestres, bem como o equilíbrio da relação risco-retorno – que hoje se encontra em patamar desfavorável para os nossos investidores – para revisar as premissas atribuídas à nossa recomendação atual.

Ticker	BHIA3	Recomendação	Neutra
Variação 30 dias	-55,0%	Preço em 15-set-2023	R\$ 0,76
Variação em 2023	-68,3%	Preço-alvo 31-dez-2024	R\$ 1,40
Variação 12 meses	-75,6%	Potencial de Valorização	84,2%
Mínimo 12 meses	R\$ 0,74		
Máximo 12 meses	R\$ 4,04		

Estratégia e nova denominação social

Por ocasião da divulgação de resultado do 2T23, o novo CEO do Grupo Casas Bahia Casas Bahia (Renato Franklin) abordou o plano de transformação que servirá de norte para a atuação da companhia pelos próximos 2 anos e que tem por foco a geração de caixa e rentabilidade para voltar a crescer após 2025.

Fonte: Grupo Casas Bahia, BB Investimentos



Grupo Casas Bahia

O plano desenhado conta com duas grandes frentes de atuação: alavancas operacionais e estrutura de capital. Na primeira – **Alavancas Operacionais** – a atuação está centrada na adoção de um novo modelo de gestão, baseado em métricas de margem e ciclo de caixa, redução de despesas com pessoal, otimização de *footprint* de lojas, migração de categorias com margens negativas do 1P para o 3P e redução adicional de estoques. Já na segunda – **Estrutura de Capital** – estão sendo conduzidas iniciativas para estruturação de um FIDC para alterar o modelo de *funding* do crediário e para a monetização de ativos.

Ainda sob a frente de Estrutura de Capital, a companhia procedeu a uma oferta pública primária de 778.649.283 ações, além de bônus de subscrição, visando ao levantamento de R\$ 981 milhões em recursos a serem utilizados para reforçar o capital de giro e investir em quotas subordinadas da operação de FIDC da carteira de crediário. Mediante a oferta, o Grupo Casas Bahia captou R\$ 623 milhões, bem como emitiu 622.919.426 bônus de subscrição aos subscritores das ações, alocados à razão de 4 bônus de subscrição para cada 5 ações subscritas. Caso a totalidade dos bônus de subscrição seja exercida ao longo dos próximos 12 meses, a companhia captará adicionais R\$ 498 milhões, totalizando R\$ 1,1 bilhão de novos recursos.

Abaixo, listamos as principais iniciativas ora em andamento sob a alavanca operacional do Plano de Transformação, bem como o potencial impacto em termos de GMV (vendas brutas), lucro operacional e estoques:

	Iniciativa	Impacto Potencial		
1. Footprint lojas e CDs	1a. redução 50-100 lojas	redução de 2-3% do GMV	adição de R\$ 80-150 mi em LAIR	redução de R\$ 100-200 mi em estoque
	1b. renegociação aluguel			
	1c. revisão de sortimento ideal			
	1d. sublocação de espaço ocioso			
	1e. readequação de ocupação de CDs	-	adição de R\$ 90 mi em LAIR	-
2. Desenvolvimento de DRE por categorias, subcategorias e SKUs	2a. migração de categorias com margens negativas do 1P para venda exclusiva no 3P	redução de 1-2% do GMV	adição de R\$ 50 mi em LAIR	redução de R\$ 150 mi em estoque
3. Readequação de despesas pessoal	3a. redução permanente de posições administrativas e de lojas	-	adição de R\$ 370 mi em LAIR	-
4. Otimização de estoque potencial	4a. saldão para produtos online	-	-	redução de R\$ 100 mi em estoque
	4b. saldão para produtos lojas físicas	-	-	redução de R\$ 420 mi em estoque
	4c. melhoria de algoritmos de abastecimento	-	-	redução de R\$ 100 mi em estoque
RESUMO		redução de 5% do GMV	adição de R\$ 590-660 mi em LAIR	redução de R\$ 870-970 mi em estoque

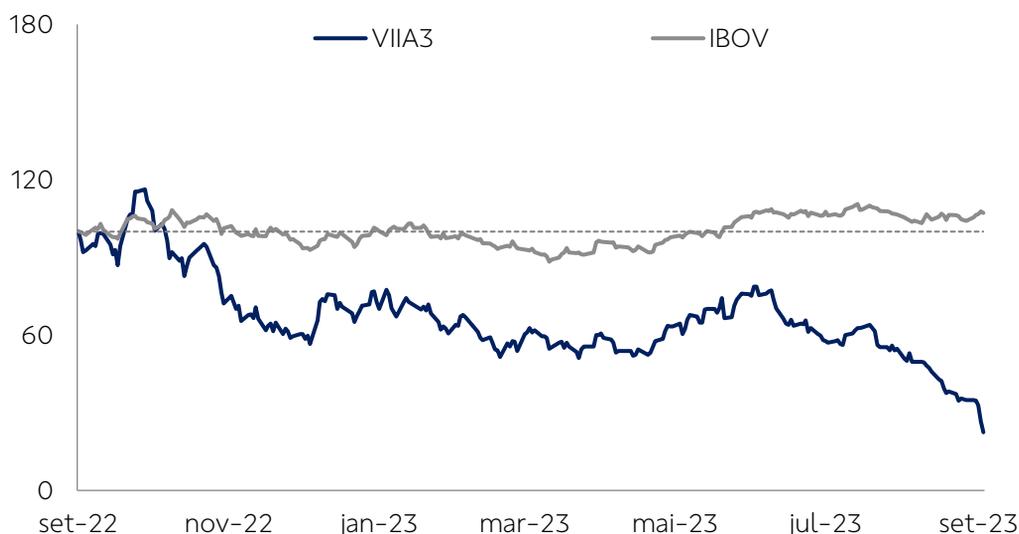
Além do Plano de Transformação, a companhia optou por alterar sua denominação social para **Grupos Casas Bahia S.A.**, com alteração do código de negociação (ticker) de suas ações na B3 para BHIA3 a partir de 20/09/2023, reforçando a estratégia da companhia em focar no DNA de sua principal bandeira e visando resgatar o histórico de bons resultados das categorias *core*, nas quais são especialistas.

Fonte: Grupo Casas Bahia e BB Investimentos.



Grupo Casas Bahia

VIIA3 vs. IBOV



Revisão de Preço

Nossa revisão do *valuation* do Grupo Casas Bahia contempla:

- A incorporação dos resultados do 1S23 e ajuste de premissas de crescimento e rentabilidade conforme mudança na estratégia da companhia por ocasião do Plano de Transformação. Esperamos que os resultados no 3º e 4º trimestre venham pressionados por ocasião (i) da redução dos estoques no 1P, impactando margem bruta, e (ii) de despesas não recorrentes atreladas à demissão de funcionários e fechamento de lojas físicas.
- A atualização de premissas macroeconômicas, com piora da taxa de desconto em função da elevação do beta, taxa livre de risco e risco país.

Tese de Investimentos

A tese de investimento do Grupo Casas Bahia baseia-se em (i) maior seletividade em SKUs com foco na rentabilidade, com migração de categorias do 1P para o 3P; (ii) disciplina na alocação de capital com menores níveis de estoque e rentabilização dos ativos; (iii) estabilização do negócio core em categorias e canais mais rentáveis e redução de custos e despesas;

Fonte: Grupo Casas Bahia e BB Investimentos



Grupo Casas Bahia

Riscos

Os principais riscos à tese de investimento do Grupo Casas Bahia são: (i) execução do plano estratégico; (ii) impacto de investimentos em aquisição de cliente e no desenvolvimento da omnicanalidade acima do esperado; (iii) incapacidade de atrair e reter os melhores *sellers* (vendedores) na sua plataforma de *marketplace*; (iv) incapacidade de escalar e rentabilizar a solução financeira oferecida aos seus clientes (BanQi), assim como as novas soluções logísticas; e (v) incremento das provisões acima do esperado.

Valor da Empresa (R\$ milhões)	11.160	Premissas Valuation DCF	
VP do FCFE	6.006	WACC	16,2%
VP do Valor Terminal	5.154	Beta	1,83
Dívida Líquida	7.785	Taxa Livre de Risco	3,0%
Valor para Acionistas	3.376	Prêmio de Mercado	6,6%
Número de Ações (mi)	2.365	Risco País	3,2%
Valor Justo por ação (R\$)	1,40	Crescimento perpetuidade	5,5%

Tabelas

Indicadores de Rentabilidade

R\$ milhões	2021	2022	2023e	2024e	2025e
RSPL	-5,1%	-6,3%	-27,4%	-6,4%	0,2%
RSCI	-0,6%	3,7%	0,9%	8,6%	11,8%
Dividend Yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Fonte: Grupo Casas Bahia e BB Investimentos



Grupo Casas Bahia

Demonstração de Resultado do Exercício (DRE)

R\$ milhões	2021	2022	2023e	2024e	2025e
GMV Total	44.604	44.378	44.741	46.600	50.677
Lojas Físicas	21.405	23.819	24.604	25.157	27.089
On-line 1P	16.825	15.207	14.143	14.850	16.335
On-line 3P	6.374	5.352	5.994	6.594	7.253
Receita Líquida	30.899	30.898	30.514	31.485	34.134
crescimento	6,9%	0,0%	-1,2%	3,2%	8,4%
CMV	-21.572	-21.308	-21.719	-21.679	-23.261
Lucro Bruto	9.327	9.590	8.795	9.806	10.872
Margem Bruta (%)	30,2%	31,0%	28,8%	31,1%	31,9%
Despesas Operacionais	-8.871	-7.534	-7.751	-7.525	-8.090
D&A	-799	-895	-943	-958	-1.026
Resultado Operacional	-343	1.161	102	1.323	1.756
EBITDA Ajustado	1.368	2.382	1.800	2.582	3.106
Mg. EBITDA Ajustado (%)	4,4%	7,7%	5,9%	8,2%	9,1%
Resultado Financeiro	-1.217	-2.244	-2.596	-1.846	-1.737
Lucro antes IR	-1.560	-1.083	-2.494	-523	19
Impostos	1.263	741	1.147	241	-9
Lucro Líquido	-297	-342	-1.347	-283	10
Margem líquida (%)	-1,0%	-1,1%	-4,4%	-0,9%	0,0%

Fonte: Grupo Casas Bahia e BB Investimentos.



Grupo Casas Bahia

Balanço Patrimonial

R\$ milhões	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Ativos	35.340	35.574	35.393	35.056	37.490
Ativo Circulante	18.464	17.123	16.980	16.110	17.080
Ativo Realizável de Longo Prazo	9.489	10.929	10.793	11.136	12.072
Investimentos, Intangível e Imobilizado	7.387	7.522	7.620	7.809	8.337
Passivo	35.340	35.574	35.393	35.056	37.490
Passivo Circulante	18.677	19.750	20.020	19.867	21.758
Passivo Exigível de Longo Prazo	11.026	10.540	10.813	10.911	11.445
Patrimônio Líquido	5.637	5.284	4.560	4.278	4.288

Indicadores de Endividamento

R\$ milhões	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Dívida Bruta	-4.594	-4.137	-3.962	-3.774	-3.688
Caixa	1.781	2.019	1.955	1.632	1.458
Dívida Líquida	-2.813	-2.118	-2.007	-2.142	-2.230
Dívida Líquida / EBITDA	(4,3)x	(0,9)x	(1,6)x	(0,9)x	(0,7)x

Fonte: Grupo Casas Bahia e BB Investimentos.



Grupo Casas Bahia

Fluxo de Caixa

R\$ milhões	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Lucro Operacional	-343	1.161	102	1.323	1.756
(-) Impostos	278	-794	-23	-608	-808
NOPAT	-65	367	78	714	948
(+) D&A	1.005	1.118	1.150	1.165	1.247
(-) Capex	-1.058	-1.006	-595	-552	-827
(-) Renovação Direito Uso	-839	-325	-652	-801	-949
(-) Capital de Giro	1.001	1.746	910	288	337
(=) FCFF	44	1.900	890	813	757

Sensibilidade Preço-alvo 2023e (WACC x Crescimento Perpetuidade)

R\$	15,2%	15,7%	16,2%	16,7%	17,2%
4,5%	1,70	1,50	1,20	1,00	0,80
5,0%	1,80	1,60	1,30	1,10	0,90
5,5%	2,00	1,70	1,40	1,20	1,00
6,0%	2,10	1,80	1,50	1,30	1,10
6,5%	2,30	2,00	1,70	1,40	1,20

Fonte: Grupo Casas Bahia e BB Investimentos.



Siga os conteúdos do **BB Investimentos** nas redes sociais.

Clique em cada ícone para acessar. 



Playlist
BB | Economia e Mercado



Canal Podcast
BB | Empreendedorismo e Negócios



bb.com.br/analises



bb.com.br/carteirasugerida





Disclaimer

Informações Relevantes

Este é um relatório público e foi produzido pelo BB-Banco de Investimento S.A. ("BB-BI"). As informações e opiniões aqui contidas foram consolidadas ou elaboradas com base em informações obtidas de fontes, em princípio, fidedignas e de boa-fé. Embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não sejam incertas ou equivocadas, no momento de sua publicação, o BB-BI não garante que tais dados sejam totalmente isentos de distorções e não se compromete com a veracidade dessas informações. Todas as opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e derivam do julgamento de nossos analistas de valores mobiliários ("analistas"), podendo ser alteradas a qualquer momento sem aviso prévio, em função de mudanças que possam afetar as projeções da empresa, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança. Quaisquer divergências de dados neste relatório podem ser resultado de diferentes formas de cálculo e/ou ajustes.

Este material tem por finalidade apenas informar e servir como instrumento que auxilie a tomada de decisão de investimento. Não é, e não deve ser interpretado como material promocional, recomendação, oferta ou solicitação de oferta para comprar ou vender quaisquer títulos e valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. É recomendada a leitura dos prospectos, regulamentos, editais e demais documentos descritivos dos ativos antes de investir, com especial atenção ao detalhamento do risco do investimento. Investimentos nos mercados financeiros e de capitais estão sujeitos a riscos de perda superior ao capital investido. A rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura. O BB-BI não garante o lucro e não se responsabiliza por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações divulgadas nesse material. É vedada a reprodução, distribuição ou publicação deste material, integral ou parcialmente, para qualquer finalidade.

Nos termos do art. 22 da Resolução CVM 20/2021, o BB-Banco de Investimento S.A declara que:

1 - A instituição pode ser remunerada por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s); o Conglomerado Banco do Brasil S.A ("Grupo") pode ser remunerado por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório, ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s).

2 - A instituição pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), e poderá adquirir, alienar ou intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado; o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), e poderá adquirir, alienar e intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado.

3 - O Banco do Brasil S.A. detém indiretamente 5% ou mais, por meio de suas subsidiárias, de participação acionária no capital da Cielo S.A, companhia brasileira listada na bolsa de valores e que pode deter, direta ou indiretamente, participações societárias em outras companhias listadas cobertas pelo BB-Banco de Investimento S.A.



Disclaimer

Informações Relevantes: **analistas de valores mobiliários.**

Declarações dos Analistas

O(s) analista(s) envolvido(s) na elaboração deste relatório declara(m) que:

1 – As recomendações contidas neste relatório refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao BB-Banco de Investimento S.A e demais empresas do Grupo.

2 – Sua remuneração é integralmente vinculada às políticas salariais do Banco do Brasil S.A. e não recebem remuneração adicional por serviços prestados para a(s) companhia(s) emissora(s) objeto do relatório de análise ou pessoas a ela(s) ligadas.

O(s) analista(s) declara(m), ainda, em relação à(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório:

Analistas	Itens					
	1	2	3	4	5	6
Georgina Jorge	X	X	-	-	-	-

3 – O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, detêm, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, ações e/ou outros valores mobiliários de emissão da(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

4 – O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, possuem, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação à(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

5 – O(s) analista(s) tem vínculo com pessoa natural que trabalha para a(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

6 – O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, estão, direta ou indiretamente envolvidos na aquisição, alienação ou intermediação de valores mobiliários da(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

RATING

“RATING” é uma opinião sobre os fundamentos econômico-financeiros e diversos riscos a que uma empresa, instituição financeira ou captação de recursos de terceiros, possa estar sujeita dentro de um contexto específico, que pode ser modificada conforme estes riscos se alterem. “O investidor não deve considerar em hipótese alguma o “RATING” como recomendação de Investimento.



Disclaimer

Mercado de Capitais | Equipe Research

Diretor BB-BI

Francisco Augusto Lassalvia

lassalvia@bb.com.br

Head de Private Bank

Guilherme Rossi

guilhermerossi@bb.com.br

Gerente Executiva

Karen Ferreira

karen.ferreira@bb.com.br

Gerentes da Equipe de Pesquisa

Victor Penna

victor.penna@bb.com.br

Wesley Bernabé, CFA

wesley.bernabe@bb.com.br

Renda Variável

Agronegócios, Alimentos e Bebidas

Mary Silva

mary.silva@bb.com.br

Melina Constantino

mconstantino@bb.com.br

Bancos

Rafael Reis

rafael.reis@bb.com.br

Educação e Saúde

Melina Constantino

mconstantino@bb.com.br

Imobiliário

André Oliveira

andre.oliveira@bb.com.br

Óleo e Gás

Daniel Cobucci

cobucci@bb.com.br

Serviços Financeiros

Luan Calimerio

luan.calimerio@bb.com.br

Sid. e Min, Papel e Celulose

Mary Silva

mary.silva@bb.com.br

Transporte e Logística

Renato Hallgren

renatoh@bb.com.br

Utilities

Rafael Dias

rafaeldias@bb.com.br

Varejo

Georgia Jorge

georgiadaj@bb.com.br

Fundos Imobiliários

Richardi Ferreira

richardi@bb.com.br

BB Securities - London

Managing Director – Tiago Alexandre Cruz

Henrique Catarino

Bruno Fantasia

Gianpaolo Rivas

Niklas Stenberg

Banco do Brasil Securities LLC - New York

Managing Director – Andre Haui

Marco Aurélio de Sá

Leonardo Jafet