

Revisão 2024: Varejo Moda

Navegando por desafios e oportunidades

No ambiente macroeconômico, o que enxergamos para 2024 é um cenário para consumo em tendência de recuperação, no entanto, essa recuperação não deve ser em uma crescente linear, visto que podemos observar adversidades ao longo do ano, como níveis de endividamento em lenta recuperação ou uma inflação mais persistente do que o esperado. Neste sentido, o ano de 2024 nos traz mais incertezas do que respostas, tendo uma tendência positiva, porém, algumas pedras podem surgir no caminho, a depender do cenário macroeconômico, o que pode impactar o consumidor.

Olhando para as empresas, cada uma de nossa cobertura apresenta uma peculiaridade, mas que convergem para ganhos de volume e manutenção de margens. No caso da Arezzo & Co, nossa *top pick*, seu 2024 deve ser marcado por expansões e reformulações de marcas, bem como ajustes nas operações do exterior. Adicionalmente, somos otimistas com a boa produtividade de suas marcas. Já em Grupo Soma, devemos ver avanços na Hering, a fim de que a marca apresente o desempenho esperado pela companhia, além de avanços na FARM Global. Por fim, em Lojas Renner o cenário de crédito é mais relevante, visto que existe uma certa dependência do crédito como alavanca de volume de vendas, além da competitividade, tanto no mercado interno, quanto no externo, com o tema "importações" em alta na política.

Neste sentido, embora tenhamos uma visão moderada com a recuperação do consumo, entendendo que possam surgir entraves no caminho, bem como enxerguemos um desempenho melhor que 2023 para as empresa, optamos por ajustar nossas projeções, incorporando premissas mais conservadoras, a fim de tentarmos mitigar riscos macroeconômicos que possam surgir. Com isso, reavaliamos nossas estimativas, ajustando a relação risco x retorno de cada ação, e, ainda assim, dado níveis de *valuation* ainda atrativos, seguimos com recomendação de Compra para as três empresas, apenas reduzindo nossos preços-alvo para: ARZZ3 em R\$ 92,40, SOMA3 em R\$ 10,10 e LREN3 em R\$ 22,60, com Arezzo & Co sendo nossa favorita.

Resumo

No cenário macroeconômico, 2023 foi marcado por recuperações graduais. Observamos a inflação cedendo, melhorando a percepção do poder de compra dos consumidores, além de melhores expectativas quanto a renda, consumo, emprego e crédito. Olhando para a renda e o emprego, tivemos bons níveis de queda no desemprego, ampliando a renda da população e, conseqüentemente, melhorando o consumo. Com isso, também começamos a observar uma disponibilidade de crédito marginalmente menos conservadora, dado a recuperação do cenário. Para 2024, de maneira tímida, devemos seguir observando a recuperação no primeiro semestre. No entanto, como os níveis apresentam uma tendência de normalização, podemos observar indicadores mais estáveis, apresentando, até mesmo, um ritmo de desaceleração mais lento. Pelo lado negativo, o que podemos observar é um leve ganho na inflação, visto a renda populacional melhorando, o que pode impactar os preços no curto prazo, além de níveis endividamento mais lentos do que o esperado para se recuperarem. Com isso, 2024 deve ser um ano ainda desafiador para as empresas de varejo, onde esperamos que elas saiam de sua zona de conforto, a fim manter a competitividade e evitar perdas de margens, mantendo a boa gestão de capital de giro, e expandindo volumes gradativamente com movimentos que melhorem a percepção de valor em suas marcas.

Resumo

Recomendação

| | |
|-------|--------|
| ARZZ3 | Compra |
| SOMA3 | Compra |
| LREN3 | Compra |

| Potencial | Cotação | Preço-alvo | Potencial |
|-----------|-----------|------------|-----------|
| ARZZ3 | R\$ 57,50 | R\$ 92,40 | 60,7% |
| SOMA3 | R\$ 6,96 | R\$ 10,10 | 45,1% |
| LREN3 | R\$ 15,91 | R\$ 22,60 | 42,0% |

| Oscilação | 30d | 12m | 2024 |
|-----------|--------|--------|--------|
| ARZZ3 | -14,2% | -27,7% | -11,4% |
| SOMA3 | -9,9% | -28,5% | -9,8% |
| LREN3 | -10,7% | -19,7% | -9,2% |
| Ibov | -4,6% | 13,0% | -5,7% |

Research

research@ativainvestimentos.com.br

Pedro Serra, CNPI
pedro.serra@ativainvestimentos.com.br

Lucas Dias
lucas.dias@ativainvestimentos.com.br

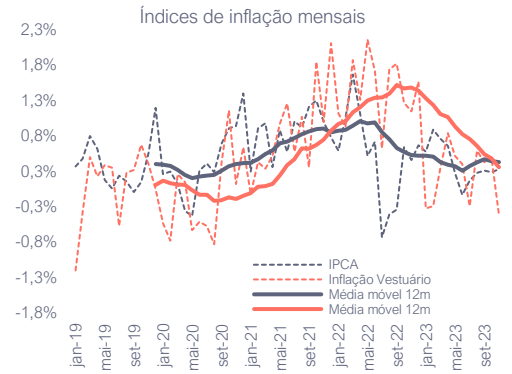
Victor Nishioka
victor.nishioka@ativainvestimentos.com.br

Varejo Moda

Cenário da demanda

- Recuperado confiança?

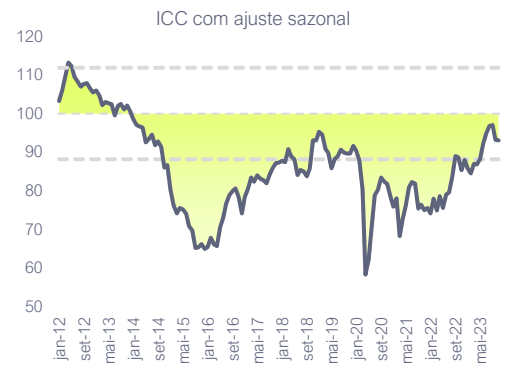
O Índice de Confiança do Consumidor (ICC), bem como a intenção de consumo das famílias nos mostram um cenário de recuperação pós-pandemia. Observamos que a população vem tendo melhores perspectivas de renda com o ambiente atual e isso pode impulsionar o consumo para 2024. Com a inflação cedendo e melhor dinâmica de crédito, estes índices devem seguir sua tendência, visto que os consumidores devem apresentar melhores percepções quanto ao ambiente de consumo, bem como a sua própria propensão a consumir. No entanto, vale pontuar que não acreditamos em uma crescente linear, visto que percalços podem ocorrer, devido a sensibilidade do cenário macroeconômico para o consumo às decisões políticas, como, por exemplo, a política monetária ou qualquer vento negativo que sobre, sendo capaz de interferir na percepção dos consumidores.



Crédito & Endividamento

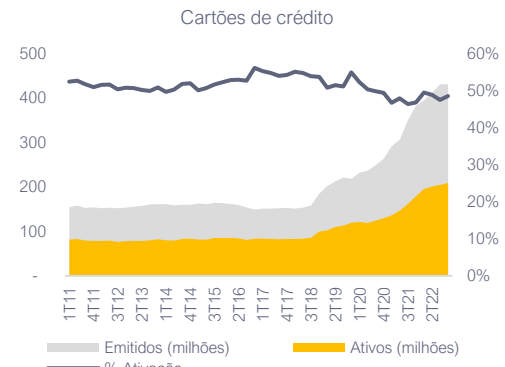
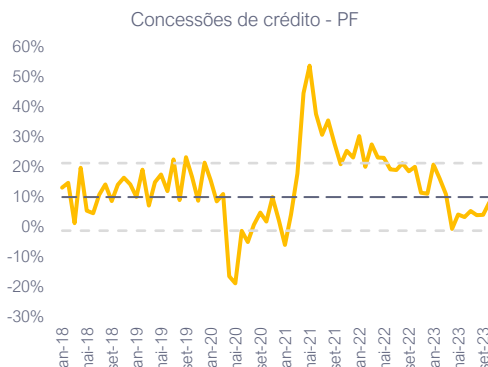
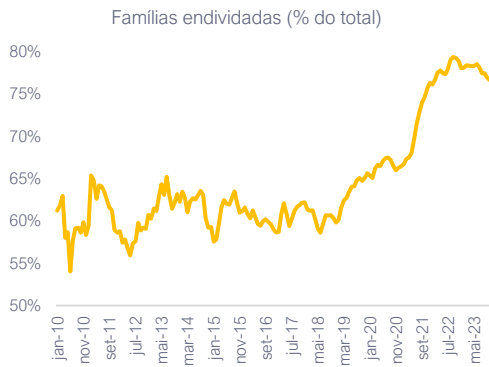
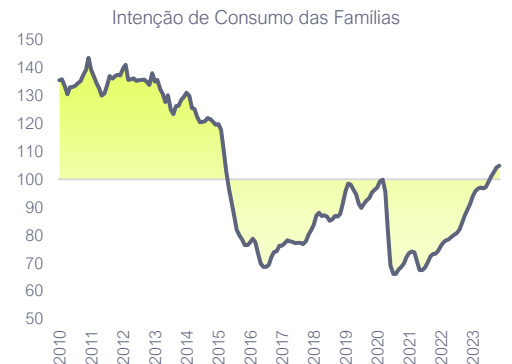
- Endividamento familiar

Os níveis de endividamento seguem melhorando, afetado positivamente pela queda no desemprego e aumento da renda da população. Além disso, com os indicadores de perspectivas de emprego apresentando melhora para 2024, bem como expectativas de queda de juros, podemos seguir vendo o endividamento melhorar ao longo deste ano.



- Acesso ao crédito

O acesso ao crédito vem melhorando, o que pode ser observado no gráfico de concessões de crédito para a pessoa física. Os níveis de concessões vem apresentando melhora dado as melhores perspectivas de taxa de juros e empregabilidade, que afetam diretamente a análise de crédito das instituições financeiras no Brasil. Com isso, o saldo de crédito também está se expandindo, embora em um ritmo de desaceleração. Essa expansão traz mais confiança ao consumo, principalmente pelo uso de cartões de crédito. Isso deve impulsionar moderadamente o varejo ao longo de 2024, com ênfase nos bens discricionários.



Varejo Moda

Volume de vendas

• Como andam as vendas do setor?

O volume de vendas vem se recuperando lentamente conforme vemos o ambiente macroeconômico melhorando. Após alta volatilidade ao longo da pandemia em 2020 e do pós-pandemia em 2021, vimos uma certa normalização nos ritmos de crescimento.

Nossa visão para 2024 segue de forma cautelosa, dado que a base de comparação de 2023 veio mais fraca se comparado com 2021 e 2022, anos em que o varejo estava se recuperando da pandemia. Com isso, embora o volume possa, sim, apresentar quedas pontuais, enxergamos maiores chances do ritmo de crescimento se manter menos instável, mesmo diante de incertezas macroeconômicas.

O que esperar em 2024?

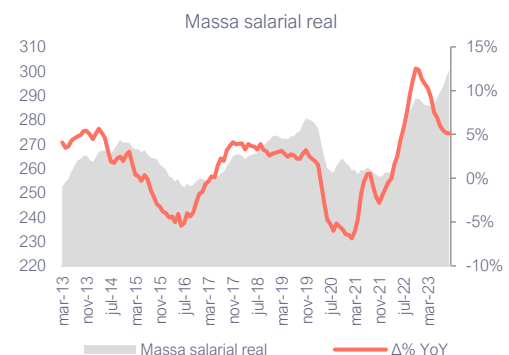
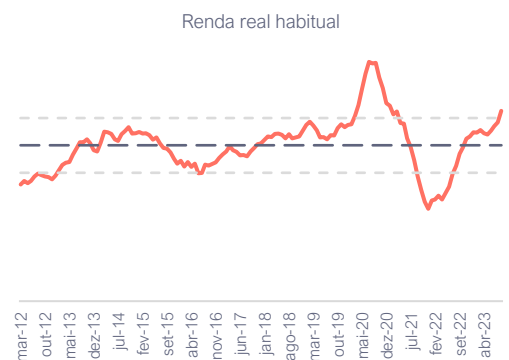
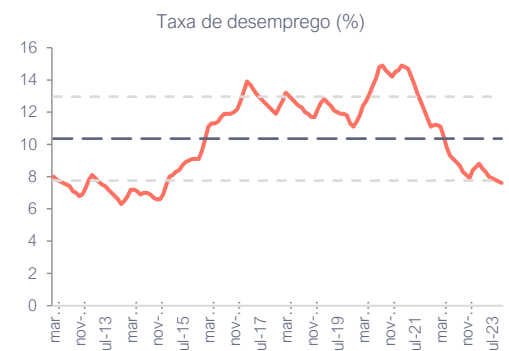
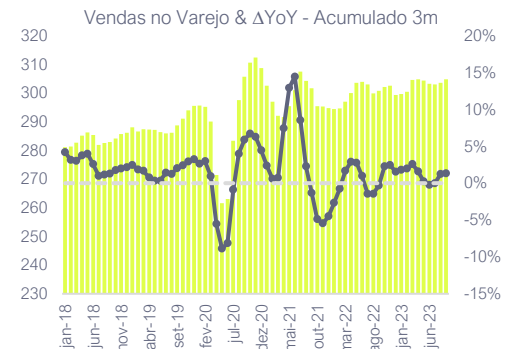
O cenário de demanda para 2024 está diretamente ligado com as decisões de política monetária que veremos por parte do Copom e do Fed. Com a inflação arrefecendo, a percepção de poder de compra melhorando e o crédito marginalmente mais acessível, o cenário ainda é incerto do ponto de vista da demanda por bens de consumo, dado que os consumidores ainda estão em processo de entender os rumos reais (por além de apenas expectativas) da economia doméstica. Neste sentido, nossa visão é mais cautelosa e esperamos um mercado de consumo ainda lento em termos de crescimento.

Ocupação profissional e poder de compra

Esse ano, até outubro, vimos uma melhora no cenário de desemprego com queda de, aproximadamente, 0,8 p.p. na taxa medida pelo IBGE. Esse movimento vem acontecendo desde o final da pandemia, com as empresas retomando sua intensidade. Com isso, o poder de compra da população volta a subir e vemos níveis de renda se expandindo. Como visto no gráfico abaixo, após fortes demissões ao longo da pandemia, a renda real habitual voltou a subir, o que vem impulsionando o varejo.

Ao longo de 2023, observamos os índices de inflação cederem um pouco em relação ao ano passado. Ainda assim, o setor de vestuário apresentou fortes desafios, impactado pelo cenário de crédito, que pressionou as expectativas da população no consumo. Apesar disso, com os esforços em conter a inflação através da redução gradual na taxa de juros, o consumo recuperou fôlego no 2S23. Com a inflação de vestuário cedendo, a percepção de poder de compra da população se reergueu, fazendo com que as perspectivas otimistas para 2024 começassem a ressurgir.

Neste sentido, observamos um progresso na massa salarial real. No entanto, nota-se a desaceleração no crescimento YoY, o que nos sugere sinais de normalização no curto prazo. Olhando para 2024, além da normalização dos indicadores de empregabilidade nos primeiros meses, podemos ver a inflação apresentar leves avanços, dado os níveis de renda em expansão e o apetite por consumo recuperando.



Varejo Moda

Visão empresas

Nossa análise para 2024 é de recuperação para nossa cobertura. Na Arezzo & Co, foco em rentabilidade no exterior, abertura de lojas no Brasil e melhorar a força de suas marcas. Para o Grupo Soma, ainda vemos os ajustes na Hering ocorrendo ao longo do ano, mas vemos com bons olhos a FARM e a FARM Global. Por fim, para Lojas Renner, ainda acreditamos que a empresa terá uma postura restritiva de crédito ao longo do 1S24, para equalizar seu financeiro, porém, já enxergamos uma recuperação em suas vendas e melhor rentabilidade após o início efetivo do Centro de Distribuição de Cabreúva.

• Produtividade das lojas físicas

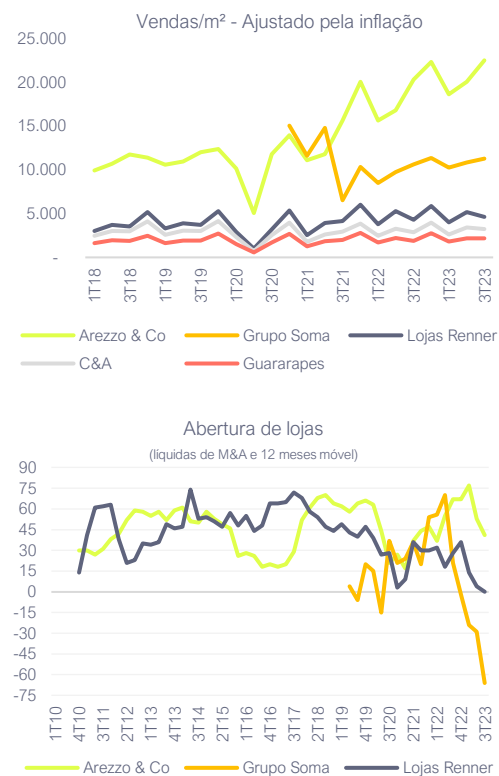
Primeiro, em termos de vendas, o que enxergamos são níveis de produtividade marginalmente melhores nas varejistas de departamento, crescendo timidamente. Isso se deve a alta competitividade do setor, que vem pressionando as lojas. No entanto, olhando para o alta renda, observamos Arezzo & Co destoando de sua concorrência. A empresa vem sustentando uma excelente produtividade em suas lojas, impulsionado, principalmente, pela marca Reserva, que vem ganhando espaço, com novas marcas, como a Oficina Reserva e a Reserva Simples. Essa melhor produtividade da Arezzo & Co também pode ser percebida no ritmo de abertura de lojas, respeitando sua sazonalidade e expandindo vendas, mesmo em lojas ainda em estágio de maturação.

Nossa visão para 2024 não diverge muito do que vem ocorrendo. Seguimos enxergando oportunidades de expansão para as três empresas de nossa cobertura, incorporando, também, os respectivos *guidances* das companhias. Lojas Renner possui boas oportunidades nos interiores para a marca Renner, além de expandir Youcom e reorganizar a Camicado. A Arezzo & Co anunciou um *guidance* expressivo para a Anacapri, intensificando a marca, como fez com Arezzo há algum tempo. Grupo Soma, por fim, tem oportunidades em Hering, reestruturando o posicionamento da marca (efeito visto nos últimos fechamentos), algo que vem sendo um desafio para a companhia, em nossa visão, mas que deve começar a se desenvolver positivamente ao longo de 2024.

• Evolução das marcas

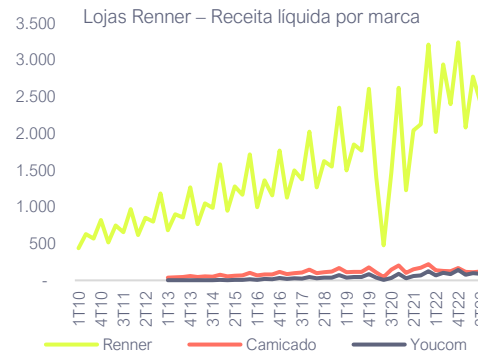
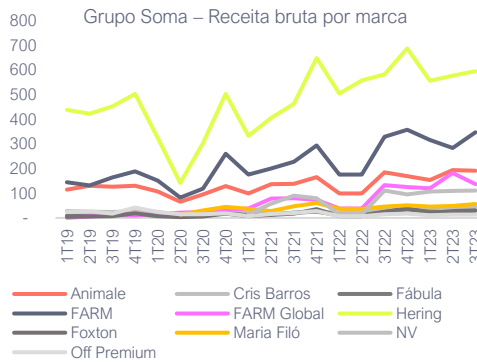
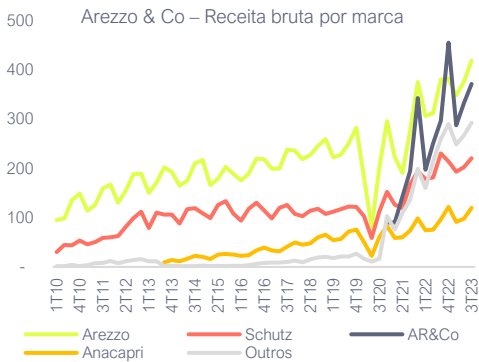
Olhando individualmente para as marcas presentes em cada grupo, as evoluções que temos visto seguem em linha com as estratégias de cada companhia. Olhando primeiro para a Arezzo & Co, com a chegada da Reserva, criando a AR&CO, o grupo se inseriu mais firme no seguimento de vestuários, abrindo seu leque para além de bolsas e calçados. Além disso, o foco maior na evolução da Anacapri que vimos em 2023 e que devemos seguir vendo em 2024, chega para somar com a estratégia de tentar ser uma marca mais jovem. Por fim, enxergamos o grupo com o foco em todas as marcas, a fim de equalizar o *top-line* individual, trazendo uma vantagem quando falamos de diversificação de marcas, visto que não vemos marcas sendo deixadas para trás.

Grupo Soma, por outro lado, temos um foco maior nas marcas *core*, como a FARM, FARM Global e Animale, que vem sendo marcas “carro-chefe” do grupo. Adicionalmente, a aquisição da Hering soma um forte *top-line* para a companhia, no entanto, o trabalho de implementação da nova proposta pós aquisição ainda gera custos acima de ideal, sendo ainda um trabalho em andamento. Por fim, a NV, uma das últimas marcas a integrar o grupo, vem se destacando através de bons resultados trimestrais, podendo, no futuro, se tornar uma marca *core* para a empresa.



Varejo Moda

Por fim, falando a respeito de Lojas Renner, a criação da Youcom veio para “jovializar” a marca, a fim de alcançar outros públicos e diversificar seu posicionamento. Outro ponto para a Lojas Renner é a reformulação de lojas da Camicado, que vem trazendo um desempenho fraco com os fechamentos de lojas e que deve ser monitorado, a fim de entender se a reformulação está sendo eficaz, a fim de voltar a contribuir com o consolidado da empresa. Para a marca Renner, com as aberturas de lojas em interiores, devemos ver volumes expandindo, no entanto, para um maior ganho de volumes, precisamos ver uma postura de crédito mais flexível, sem comprometer seus recebimentos. Acreditamos que a Renner está trabalhando neste equilíbrio entre risco de crédito e ganho de volume, a fim de encontrar a relação mais rentável.

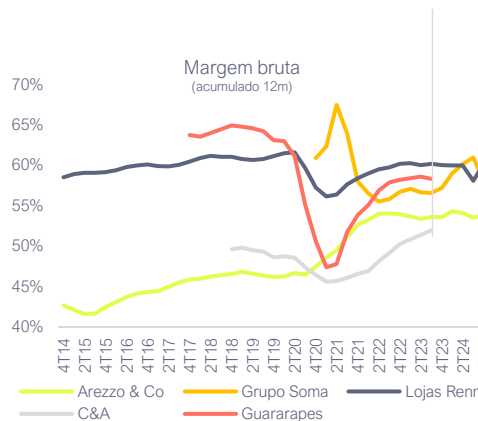


• Rentabilidade

Antes da COVID-19, tínhamos uma Arezzo & Co operando com margens menores, ficando, na média, em torno de 46,3% de rentabilidade bruta. No entanto, pós pandemia, o que observamos foi que, após os impactos sentidos por um evento não programado, a empresa se reorganizou, melhorando sua cadeia de custos e sua proposta de valor, além de remodelar algumas de suas marcas, o que vem trazendo benefícios atualmente.

Semelhante, temos Grupo Soma, que fez uma de suas maiores aquisições, a Hering, que trouxe para a empresa um novo público-alvo, diversificando suas operações e alcançando uma proposta de valor diferenciada, também impactando suas margens.

Por fim, em Lojas Renner a visão é um pouco diferente. Embora ela opere com margens superiores (que muito se deve ao seu modelo de negócio), suas margens ainda não estão recuperadas de fato, dado que o consumidor classe média viu sua renda mais afetada com o ambiente macroeconômico. No entanto, ao longo de 2023 vimos a companhia não medir esforços para recuperar margens e controlar a situação negativa de crédito em suas operações.



Varejo Moda

• Capital de giro

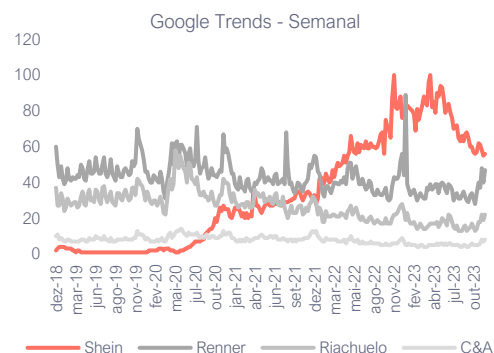
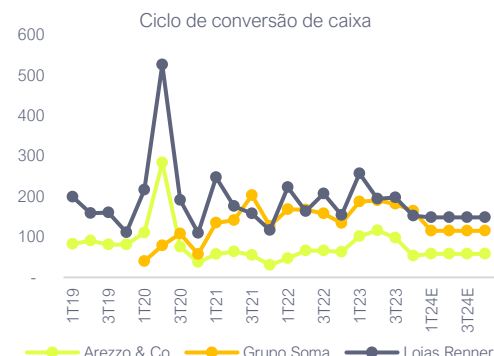
Com relação a gestão de capital de giro das companhias, o que observamos ao longo de 2023 foi uma dinâmica de redução de ciclo de caixa generalizada, dado as necessidades de reestruturar suas operações pós pandemia. Observamos melhor giro de estoque (mesmo que em alguns casos isso signifique maiores promoções) e melhor prazo de recebíveis (mesmo que isso tenha implicado em maior conservadorismo em crédito). Também vimos esforços nas negociações com fornecedores, a fim de alongar os pagamentos e trazer melhor manuseio de capital de curto prazo. Para 2024, seguimos observando a mesma tendência, visto que as empresas necessitam de maiores vantagens competitivas para se ajustarem operacionalmente, a fim de se manterem competitivas, tanto na visão corporativa, quanto para seu consumidor.

• Compras online e tributação

Observamos as buscas online pela Shein aparentemente se normalizando, após a alavancada dos últimos três anos. Inclusive, o que temos no gráfico ao lado são níveis já bem próximos da Lojas Renner. Dessa forma, percebemos, de forma clara, que a estabilização está a caminho, após a febre por itens da marca chinesa.

Quanto ao andamento das discussões a respeito das importações até US\$ 50, tudo o que temos são rumores quanto ao interesse do Governo em tributar compras até esse valor, visto que ainda enxergamos um desbalanceamento competitivo no setor, mesmo após o Remessa Conforme. O programa, apesar de taxar as compras acima de US\$ 50, permitiu mais agilidade no processo alfandegário dessas importações. Quanto as recentes conversas de tributos para compras abaixo do limite, entendemos que, para as varejistas locais, isso seria vantajoso, enquanto que, para estrangeiras, como a Shein, poderia impactar seu desempenho, reduzindo sua vantagem competitiva.

Quanto a reforma tributária aprovada dia 15/12, o que temos é a criação do IVA (Imposto sobre Valor Agregado), que será dividido em dois grupos: o IBS (Imposto sobre Bens e Serviços) e CBS (Contribuição sobre Bens e Serviços), a fim de substituir os atuais PIS/PASEP, COFINS, IPI, ICMS e ISS). No caso, não se sabe ao certo a magnitude do impacto, mas estimativas afirmam que será maior do que o atual. Com relação ao JCP e aos benefícios fiscais para subvenções, estes ainda estão em andamento e devem ser votados em 2024. No final, visto que o interesse do Governo é em cumprir a meta fiscal de déficit zero, esperamos que as empresas sejam prejudicadas com restrições gradativas (ou mesmo o fim) de diversos benefícios fiscais que, no final das contas, impactará o preço final para o consumidor, a fim de compensar suas perdas.

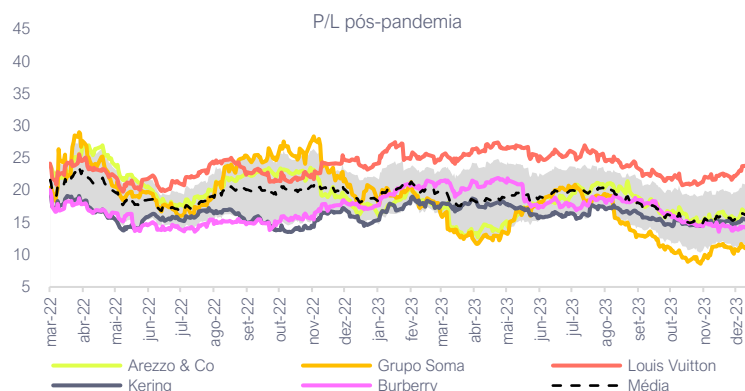
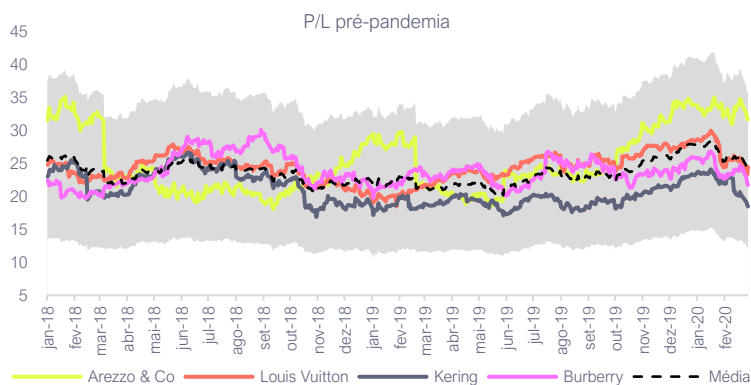


Varejo Moda

Múltiplos

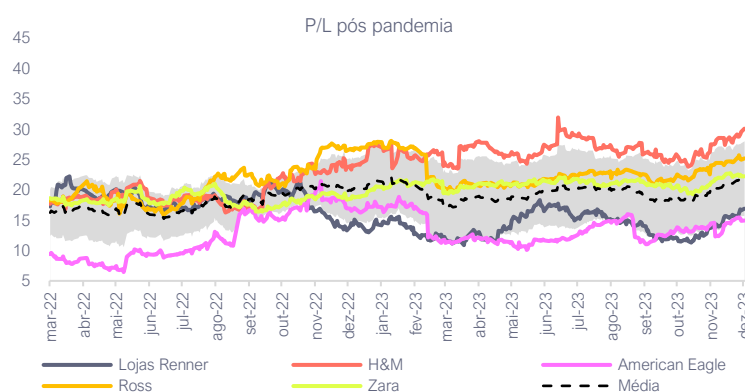
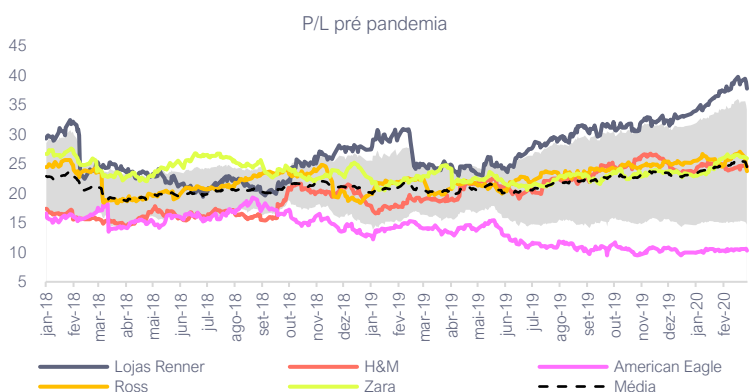
Ao fazermos uma análise de múltiplos pré e pós pandemia para o varejo alta renda, no pré-pandemia tínhamos uma Arezzo & Co negociando acima de seus pares globais, dado uma maior expectativa de crescimento para aquele momento, até que surgiu a pandemia da COVID-19 que afetou praticamente todos os setores da economia, como varejo sendo um dos mais afetados. Atualmente, observamos uma Arezzo & Co mais em linha com a média do mercado, enquanto Grupo Soma vem sendo pressionada.

Outro ponto que vale destacar foi o afunilamento dos desvios padrões máximos e mínimos observados na área cinza do gráfico, indicando uma maior retração a média por parte dos múltiplos, reflexo de uma postura mais conservadora tomada pelo mercado. Destoando um pouco disso, temos apenas Louis Vuitton, que veio entregando resultados acima das expectativas, e Grupo Soma, que negocia com um certo desconto dado maiores preocupações com o impacto do cenário em suas operações.



Ao analisar as varejistas com público-alvo mais ampliado, mais especificamente Lojas Renner, observamos uma inversão clara em seu múltiplo negociado. No pré-pandemia, tínhamos a companhia como a de maior múltiplos preço x lucro, chegando a negociar a quase 40x lucro. Atualmente, muito pelos receios quanto ao cenário macroeconômico, no que diz respeito ao ambiente de crédito e varejo, observamos uma empresa que negocia a um dos menores múltiplos do setor, chegando a atingir 11x lucro.

Nesse sentido, podemos concluir que, além dos *triggers* de valor que temos em nossa tese exposta mais à frente, temos uma ação negociando a um múltiplos inferior aos seus pares, possuindo ainda algum espaço para destrave, o que devemos observar com a melhora do cenário de crédito e consumo (que já estamos observando).



Arezzo & Co | ARZZ3

Compra

Indicação

A Arezzo & Co apresentou um 2023 desafiador, em processo de recuperar números. Para 2024, podemos esperar ainda margem ebitda com pouca expansão, dado um *guidance* de expansão expressivo, pressionando o G&A. No entanto, devemos seguir vendo uma boa gestão de capital de giro, volumes recuperando e melhor equalização das operações no exterior. Também devemos ver ganhos expressivos de volume na Anacapri, que vem sendo o foco da companhia nos últimos trimestres e seguirá assim em 2024. Seu *valuation* ainda segue atrativo, no entanto, a fim de ajustar a relação risco x retorno e incorporar novas premissas e seu *guidance* em nosso modelo, estamos reduzindo nosso preço-alvo para **R\$ 92,40**, mantendo recomendação de **Compra**.

Tese de Investimento

O ano para Arezzo & Co foi marcado por um desempenho se normalizando em relação ao ano passado e atrasado, que foram anos atípicos com a retomada do consumo pós pandemia. Com isso, o desempenho na comparação anual foi bem impactado pela base mais forte, que pressionou também sua rentabilidade ao longo de 2023. Com os desafios do ano, o exterior também foi prejudicado, levando a empresa a tomar a decisão de fechar duas lojas agora em 2024, a fim de focar em multimarcas e outras lojas mais rentáveis.

Quanto às franquias, vimos um SSS sell in mais fraco. Apesar disso, o ticket médio sustentou o faturamento da marca, no entanto, o aumento de preço não se enquadra como alavanca de crescimento para o grupo. A empresa vem observando maiores vendas *full price*, reduzindo a necessidade de promoções e ampliando marginalmente suas margens. Para 2024, a empresa forneceu um *guidance* expressivo de 80 lojas (sendo 40 só da Anacapri). Com isso, o foco na Anacapri está claro, no entanto, recuperar Schutz e fortalecer Arezzo seguem no *pipeline* da companhia, além de consolidar o estilo mais luxuoso da Alexandre Birman.

Olhando o *top-line*, os ganhos de volume, impulsionados pela Reserva, favorecem nossa visão positiva, visto que a marca apresenta uma forte produtividade, vendas/m² fortes e bom nível de expansões muito bem gerenciadas. O excelente trabalho da gestão é uma vantagem competitiva forte que enxergamos. Embora os esforços da companhia em ganhos de margem, não enxergamos grandes avanços e olhamos para ganhos marginais YoY, ainda observando dinâmicas de custos em processo de melhora e exterior pressionando. Além disso, nossa tese também se baseia em maiores níveis de G&A dado as fortes aberturas de lojas, embora devemos observar a equalização desses custos no médio prazo. Capital de giro segue melhorando, com boas negociações com fornecedores e melhora no giro, dado menos necessidades de promoções (o que pode impulsionar a margem, mesmo que timidamente).

Com isso, seguimos gostando da Arezzo & Co, de suas marcas e de seu posicionamento, além da gestão de capital e dos bons níveis de *top-line*. Porém, o cenário pode ser desafiador dado um ambiente macroeconômico ainda não estável e maior necessidade de capital e gestão no forte *guidance* de expansões. Também reconhecemos os esforços da companhia na recuperação de margens, no entanto, com COGS e Opex ainda pressionando, seguimos acreditando em pouca expansão de margens para 2024. Com isso, seguimos com recomendação de **Compra**, porém, reduzindo nosso preço-alvo para **R\$ 92,40**, a fim de ajustarmos a relação risco x retorno, incorporando premissas mais conservadoras.

Riscos

Deterioração do cenário macroeconômico e, conseqüentemente, do consumo.

Falhas em M&As, dado que o objetivo em ser uma *house of brands* depende disso.

Maior competitividade com concorrentes estrangeiros.

| ARZZ3 | | | |
|----------------------------|--------|--------|---------|
| Valor de mercado (R\$ mi.) | R\$ | | 6.347,5 |
| Últ. preço | R\$ | | 57,19 |
| Preço-alvo | R\$ | | 92,40 |
| Potencial | | | 61,6% |
| Múltiplos | 12m | 24m | Média |
| P/L | 14,6x | 11,8x | 20,0x |
| Ev/Ebitda | 9,4x | 7,8x | 13,6x |
| P/VPA | 2,1x | 1,9x | 3,8x |
| Oscilação | 30d | 12m | 2024 |
| ARZZ3 | -14,2% | -27,7% | -11,4% |
| Ibov | -4,6% | 13,0% | -5,7% |
| Comps | 2023 | 2024 | 2025 |
| ROE | 14,2% | 12,9% | 14,9% |
| ROIC | 22,3% | 18,7% | 21,6% |
| Alavancagem | 0,1x | 0,4x | 0,5x |

Histórico (base 100 = 24 meses)



Balanço Patrimonial, DRE e Fluxo de Caixa

R\$ MM

| Balanço Patrimonial | 4T22 | 1T23 | 2T23 | 3T23 | 4T23 | 2023 | 2024 | 2025 |
|---------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Ativo Total | 4.659,3 | 5.131,9 | 5.435,1 | 5.634,4 | 5.628,9 | 5.628,9 | 6.500,3 | 7.353,2 |
| Caixa & Aplicações | 476,4 | 783,1 | 682,0 | 643,6 | 658,0 | 658,0 | 704,6 | 778,2 |
| Estoques | 772,1 | 842,5 | 864,5 | 866,8 | 886,7 | 886,7 | 991,9 | 1.075,2 |
| Contas à Receber | 867,6 | 743,0 | 781,5 | 921,8 | 863,8 | 863,8 | 1.046,1 | 1.217,1 |
| Outros Ativos CP | 2.383,4 | 2.691,0 | 2.771,1 | 2.683,8 | 2.663,0 | 2.663,0 | 3.034,1 | 3.392,2 |
| Outros Ativos LP | 2.275,8 | 2.440,9 | 2.663,9 | 2.950,7 | 2.965,8 | 2.965,8 | 3.466,1 | 3.961,0 |
| Ativo Fixo | 1.958,2 | 2.143,6 | 2.378,0 | 2.409,3 | 2.342,5 | 2.342,5 | 2.752,4 | 3.173,6 |
| Passivo & PL | 4.659,3 | 5.131,9 | 5.435,1 | 5.634,4 | 5.628,9 | 5.628,9 | 6.500,3 | 7.353,2 |
| Fornecedores | 671,7 | 571,5 | 483,4 | 569,1 | 812,3 | 812,3 | 921,0 | 1.012,8 |
| Dívida (Curto Prazo) | 392,3 | 663,0 | 642,5 | 1.087,4 | 754,9 | 754,9 | 1.066,6 | 1.328,1 |
| Outros Passivos CP | 571,4 | 355,0 | 577,3 | 516,7 | 564,8 | 564,8 | 637,7 | 693,2 |
| Dívida (Longo Prazo) | 9,6 | 397,1 | 385,5 | 5,1 | 18,5 | 18,5 | 26,2 | 32,6 |
| Outros Passivos LP | 359,7 | 403,3 | 540,7 | 546,8 | 556,4 | 556,4 | 635,8 | 699,3 |
| Patrimônio Líquido | 2.654,6 | 2.742,0 | 2.805,7 | 2.909,3 | 2.922,0 | 2.922,0 | 3.213,0 | 3.587,2 |

R\$ MM

| DRE | 4T22 | 1T23 | 2T23 | 3T23 | 4T23 | 2023 | 2024 | 2025 |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|-----------|-----------|
| Receita Líquida | 1.311,4 | 1.025,3 | 1.131,0 | 1.265,8 | 1.455,3 | 4.877,5 | 5.597,2 | 6.175,3 |
| CMV | (606,4) | (488,5) | (516,5) | (585,1) | (673,1) | (2.263,1) | (2.585,9) | (2.843,7) |
| Lucro Bruto | 705,0 | 536,8 | 614,5 | 680,7 | 782,3 | 2.614,3 | 3.011,3 | 3.331,5 |
| Total de Despesas Op. | (566,1) | (432,0) | (489,0) | (505,5) | (534,0) | (1.960,5) | (2.290,1) | (2.364,3) |
| EBIT | 138,9 | 104,8 | 125,5 | 175,2 | 248,3 | 653,8 | 721,2 | 967,3 |
| Resultado Fin. | (40,5) | (39,6) | (43,7) | (48,1) | (81,7) | (213,0) | (211,4) | (305,5) |
| IR & CSLL | 5,4 | (18) | 18,7 | (13,4) | (29,5) | (26,1) | (94,1) | (127,2) |
| Lucro Líquido | 103,8 | 63,4 | 100,5 | 113,7 | 137,1 | 414,6 | 415,6 | 534,6 |
| EBITDA | 190,9 | 166,3 | 198,2 | 224,8 | 268,7 | 813,7 | 918,1 | 1.184,6 |

Margens

| | | | | | | | | |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Bruta | 53,8% | 52,4% | 54,3% | 53,8% | 53,8% | 53,6% | 53,8% | 54,0% |
| EBIT | 10,6% | 10,2% | 11,1% | 13,8% | 17,1% | 13,4% | 12,9% | 15,7% |
| EBITDA | 14,6% | 16,2% | 17,5% | 17,8% | 18,5% | 16,7% | 16,4% | 19,2% |
| Líquida | 7,9% | 6,2% | 8,9% | 9,0% | 9,4% | 8,5% | 7,4% | 8,7% |

Crescimento Ano/Ano

| | | | | | | | | |
|----------------|--|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Δ Receita Líq. | | 22,1% | 19,7% | 11,2% | 11,0% | 15,2% | 14,8% | 10,3% |
| Δ EBITDA | | 23,8% | 22,9% | 39,7% | 40,8% | 23,8% | 12,8% | 29,0% |
| Δ Lucro Líq. | | -34,8% | -16,2% | 11,8% | 32,1% | -1,9% | 0,2% | 28,6% |

R\$ MM

| Fluxo de Caixa | 4T22 | 1T23 | 2T23 | 3T23 | 4T23 | 2023 | 2024 | 2025 |
|--------------------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| NOPLAT | 138,3 | 113,6 | 176,6 | 176,6 | 204,3 | 622,8 | 588,0 | 781,4 |
| (-) IR & CSLL | 5,4 | (18) | 18,7 | (13,4) | (29,5) | (26,1) | (94,1) | (127,2) |
| (+) Depreciação & Amort. | 59,8 | 49,4 | 54,5 | 27,3 | 20,4 | 151,6 | 197,0 | 217,3 |
| (-) Δ Capital de Giro | (17,8) | (317,5) | (47,1) | 74,0 | 326,4 | 35,9 | (142,9) | (137,1) |
| (-) CAPEX | (72,6) | (51,0) | (74,5) | (47,7) | (68,0) | (241,2) | (269,4) | (266,2) |
| (=) FCFE | 107,7 | (205,5) | 109,5 | 230,2 | 483,2 | 569,1 | 372,7 | 595,5 |



Grupo Soma | SOMA3

Compra

Indicação

O ano de 2023 foi bem desafiador para o Grupo Soma, que apresentou desempenho mais fraco nas franquias Hering. No entanto, o grupo vem tentando buscar espaço com a marca, a fim de consolidar a mesma no mercado nacional. No exterior, FARM Global vem apresentando um bom desempenho, no entanto, a mudança de localização do centro de distribuição deve pressionar o G&A. Além disso, maiores necessidades de remarcações observadas em 2023 podem ser novamente vistas em 2024 (porém, em menor magnitude), dado que o ano que vem ainda deve apresentar desafios para a varejista. A fim de ajustar nosso modelo, incorporando premissas atualizadas e ajustando a relação risco x retorno, ainda enxergamos um *upside* que apresenta boa margem de segurança e, com isso, seguimos com recomendação de **Compra**, no entanto, reduzindo nosso preço-alvo para **R\$ 10,10**, a fim de mantermos uma postura mais conservadora com o *case*.

Tese de Investimento

Para o Grupo Soma, o objetivo vem sendo o crescimento de suas marcas *core*, em especial a FARM e FARM Global, e a consolidação da marca Hering e sua mudança de posicionamento. Para tal, o grupo vem tentando ganhar espaço em Hering nos shoppings, mas apresentou pressão em franquias, o que deixou seu resultado mais pressionado esse ano, além de uma base comparativa mais forte. Também temos o fator competição, que pressiona o desempenho dado que o nicho em que a Hering se insere está mais alinhado com Renner, por exemplo, do que com o setor mais luxuoso, o que aumenta a competitividade.

Com relação à rentabilidade, dado o ambiente desafiador de 2023, o ano foi marcado por maiores remarcações, pressionando as margens da empresa. Se o cenário seguir apresentando desafios (como acreditamos) devemos seguir vendo maiores remarcações a fim de evitar estoque parado, o que vai pressionar a margem bruta do Grupo Soma. Olhando para as despesas operacionais, temos uma boa diluição olhando para Brasil, porém, com a mudança de localização do CD no Europa (da Holanda para a Bélgica), devemos olhar um G&A mais presente ao longo de 2024.

Esse ano, para a Black Friday, a empresa diz ter apresentado estoques mais agressivos, dado melhores expectativas. Caso, quando o 4T23 for reportado, observarmos uma Black Friday mais fraca para o setor, os níveis de estoque podem ser pressionados, aumentando a necessidade de maiores remarcações e, conseqüentemente, margem bruta mais pressionada. Com isso, embora enxerguemos espaço para a margem recuperar, não somos tão otimistas e estimamos um crescimento mais tímido.

Nesse sentido, enxergando que existem barreiras para serem quebradas a fim de ganhar espaço em Hering, além de desafios em outras marcas (tanto por competitividade, quanto pelo ambiente macroeconômico), e também enxergando um 2024 ainda desafiador, embora mais sólido que 2023, ajustamos nosso modelo, incorporando premissas atualizadas e ajustando a relação risco x retorno, estamos reduzindo nosso preço-alvo para **R\$ 10,10**, mantendo recomendação de **Compra** para as ações do Grupo Soma.

Riscos

Acirramento da competição doméstica e entre *players* estrangeiros (Shein, por exemplo), que operam com preços competitivos e vêm ganhando *market share*.

Deterioração do cenário macroeconômico (renda disponível para as famílias, taxa de câmbio, juros, inflação e etc) poderia significar uma queda no consumo.

Competitividade com pares nacionais na consolidação da Hering pode ocasionar em frustrações com a marca e seu desempenho.

| SOMA3 | | | |
|---------------------------|-------|--------|---------|
| Valor de mercado (R\$mi.) | R\$ | | 5.273,5 |
| Últ. preço | R\$ | | 6,72 |
| Preço-alvo | R\$ | | 10,10 |
| Potencial | | | 50,3% |
| Múltiplos | 12m | 24m | Média |
| P/L | 15,4x | 12,0x | 17,7x |
| Ev/Ebitda | 8,0x | 6,7x | 12,5x |
| P/VPA | 0,7x | 0,7x | 1,1x |
| Oscilação | 30d | 12m | 2024 |
| SOMA3 | -9,9% | -28,5% | -9,8% |
| Ibov | -4,6% | 13,0% | -5,7% |
| Comps | 2023 | 2024 | 2025 |
| ROE | 4,3% | 4,2% | 5,6% |
| ROIC | 6,6% | 5,8% | 6,7% |
| Alavancagem | 1,1x | 0,7x | 0,6x |



Balço Patrimonial, DRE e Fluxo de Caixa

R\$ MM

| Balço Patrimonial | 4T22 | 1T23 | 2T23 | 3T23 | 4T23 | 2023 | 2024 | 2025 |
|---------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Ativo Total | 10.638,0 | 10.772,1 | 10.746,1 | 10.750,1 | 11.263,7 | 11.263,7 | 11.663,1 | 12.006,7 |
| Caixa & Aplicações | 337,6 | 384,5 | 240,6 | 175,9 | 698,4 | 698,4 | 864,4 | 922,6 |
| Estoques | 1207,6 | 1378,3 | 1390,6 | 1406,6 | 1323,3 | 1323,3 | 1380,7 | 1530,6 |
| Contas à Receber | 1345,8 | 1221,3 | 1267,4 | 1303,6 | 1429,6 | 1429,6 | 1556,6 | 1644,3 |
| Outros Ativos CP | 3.338,3 | 3.421,9 | 3.385,6 | 3.359,8 | 3.939,6 | 3.939,6 | 4.345,5 | 4.700,4 |
| Outros Ativos LP | 7.299,7 | 7.350,2 | 7.360,5 | 7.390,3 | 7.324,1 | 7.324,1 | 7.317,6 | 7.306,2 |
| Ativo Fixo | 6.421,8 | 6.443,0 | 6.438,3 | 6.441,7 | 6.391,4 | 6.391,4 | 6.278,8 | 6.154,8 |
| Passivo & PL | 10.638,0 | 10.772,1 | 10.746,1 | 10.750,1 | 11.263,7 | 11.263,7 | 11.663,1 | 12.006,7 |
| Fornecedores | 794,4 | 757,3 | 689,6 | 721,5 | 826,4 | 826,4 | 913,9 | 1010,8 |
| Dívida (Curto Prazo) | 446,5 | 409,6 | 496,1 | 774,6 | 580,1 | 580,1 | 592,3 | 598,9 |
| Outros Passivos CP | 486,6 | 476,6 | 381,0 | 409,6 | 508,5 | 508,5 | 559,4 | 615,3 |
| Dívida (Longo Prazo) | 757,7 | 955,7 | 966,8 | 554,5 | 984,3 | 984,3 | 1005,0 | 1016,3 |
| Outros Passivos LP | 747,9 | 706,7 | 671,6 | 652,1 | 715,1 | 715,1 | 794,2 | 879,1 |
| Patrimônio Líquido | 7.404,9 | 7.466,2 | 7.540,9 | 7.637,7 | 7.649,3 | 7.649,3 | 7.798,4 | 7.886,2 |

R\$ MM

| DRE | 4T22 | 1T23 | 2T23 | 3T23 | 4T23 | 2023 | 2024 | 2025 |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|-----------|-----------|
| Receita Líquida | 1357,5 | 1202,7 | 1295,2 | 1364,1 | 1267,5 | 5.129,5 | 5.713,7 | 6.334,7 |
| CMV | (625,0) | (514,7) | (551,0) | (576,2) | (553,5) | (2.195,4) | (2.399,8) | (2.635,3) |
| Lucro Bruto | 732,5 | 688,0 | 744,2 | 787,9 | 713,9 | 2.934,0 | 3.314,0 | 3.699,5 |
| Total de Despesas Op. | (623,5) | (618,8) | (622,3) | (664,2) | (525,4) | (2.430,7) | (2.680,7) | (2.942,6) |
| EBIT | 109,0 | 69,2 | 121,9 | 123,7 | 188,6 | 503,4 | 633,2 | 756,8 |
| Resultado Fin. | (56,2) | (50,8) | (64,4) | (39,9) | (47,5) | (202,6) | (131,2) | (91,7) |
| IR & CSLL | 19,7 | 30,5 | 27,9 | 15,1 | (48,0) | 25,5 | (170,7) | (226,1) |
| Lucro Líquido | 72,5 | 48,9 | 85,4 | 98,9 | 93,1 | 326,3 | 331,3 | 439,0 |
| EBITDA | 210,6 | 142,5 | 215,4 | 196,8 | 278,7 | 815,5 | 980,8 | 1134,4 |

Margens

| | | | | | | | | |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Bruta | 54,0% | 57,2% | 57,5% | 57,8% | 56,3% | 57,2% | 58,0% | 58,4% |
| EBIT | 8,0% | 5,8% | 9,4% | 9,1% | 14,9% | 9,8% | 11,1% | 11,9% |
| EBITDA | 15,5% | 11,9% | 16,6% | 14,4% | 22,0% | 15,9% | 17,2% | 17,9% |
| Líquida | 5,3% | 4,1% | 6,6% | 7,3% | 7,3% | 6,4% | 5,8% | 6,9% |

Crescimento Ano/Ano

| | | | | | | | | |
|----------------|--|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Δ Receita Líq. | | 18,2% | 7,4% | 5,8% | -6,6% | 5,3% | 11,4% | 10,9% |
| Δ EBITDA | | 48,4% | 2,9% | -7,3% | 32,4% | 12,0% | 20,3% | 15,7% |
| Δ Lucro Líq. | | 15,0% | -27,7% | -3,2% | 28,5% | -2,7% | 1,6% | 32,5% |

R\$ MM

| Fluxo de Caixa | 4T22 | 1T23 | 2T23 | 3T23 | 4T23 | 2023 | 2024 | 2025 |
|--------------------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| NOPLAT | 179,6 | 193,6 | 202,3 | 146,0 | 124,4 | 546,1 | 417,9 | 499,5 |
| (-) IR & CSLL | 19,7 | 30,5 | 27,9 | 15,1 | (48,0) | 25,5 | (170,7) | (226,1) |
| (+) Depreciação & Amort. | 79,7 | 69,6 | 79,2 | 73,1 | 90,2 | 312,1 | 347,6 | 377,6 |
| (-) Δ Capital de Giro | 88,1 | (83,7) | (270,9) | 21,7 | 146,4 | (186,6) | (101,6) | (143,8) |
| (-) CAPEX | (77,5) | (49,8) | (54,5) | (72,7) | (32,7) | (209,7) | (235,0) | (253,6) |
| (=) FCFF | 269,8 | 129,7 | (43,9) | 168,0 | 328,3 | 461,9 | 428,9 | 479,7 |

Lojas Renner | LREN3

Compra

Indicação

A postura da Lojas Renner ao longo de 2023 demonstrou a preocupação da companhia em se manter sólida, porém, prejudicou seus volumes de vendas. Neste sentido, a empresa viu seu *top-line* pouco expandir, além de um desempenho financeiro mais fraco. No entanto, essa postura pode fortificar a empresa para 2024, trazendo, ainda que em um ano de recuperação, melhor dinâmica de margens (em especial, com o novo CD de Cabreúva) e maior solidez operacional. A postura conservadora em crédito deve ser mantida, visto que ainda temos um cenário macroeconômico desafiador, porém, frutos do conservadorismo em 2023 devem começar a surgir em 2024. A fim de ajustarmos nosso modelo de *valuation* para incorporar novos cenários, reiteramos nossa recomendação de **Compra**, porém, temos reduzindo nosso preço-alvo para **R\$ 22,60**, seguindo uma postura mais conservadora.

Tese de Investimento

O ano para a Lojas Renner foi desafiador tanto em relação ao varejo, quanto em relação ao crédito. A empresa tomou uma postura mais conservadora, a fim de equalizar suas despesas financeiras, inadimplência e volumes, no entanto, a conta chegou e a empresa viu seus volumes de vendas caírem, o que fez com que as suas ações fossem bastante penalizadas. A empresa deve reportar um SSS mais franco na visão anual em 2023, fruto dessa pressão em volumes, além de um Dia das Mães mais fraco e uma possível Black Friday também fraca.

Olhando a rentabilidade, por outro lado, a empresa deve apresentar melhor crescimento de margem bruta, dado as mudanças na percepção de valor de suas peças, sem a necessidade de aumentar preços para o consumidor final. Além disso, uma postura mais conservadora em crédito favorece a margem financeira (em detrimento de volumes), o que deve favorecer a margem consolidada.

Nas despesas, devemos seguir vendo ainda certa pressão dado as despesas com merchandising, a fim de seguir melhorando a proposta de valor da marca, porém, isso deve favorecer a marca ao longo de 2024 em termos de vendas. Além disso, devemos ter um alívio com a plena operação do centro de distribuição de Cabreúva, melhorando também toda a malha logística da companhia, inclusive melhorando os prazos de estoques e assertividade de coleções

A postura conservadora na concessão de crédito deve seguir sendo observada, trazendo ainda volumes pressionados, com pouco ganho, porém, deve ir aliviando ao longo do ano, caso vejamos um cenário melhorando. Caso contrário, devemos observar um postura conservadora por mais tempo, o que deve trazer malefícios para a companhia em termos de vendas.

Outro ponto que deve ser levado em consideração é a competição com *players* estrangeiros, como a Shein. Sua expansão foi nítida e, acreditamos que a Lojas Renner precisará tomar medidas fora de sua zona de conforto para mitigar a competição, além de depender de decisões do Governo em relação aos impostos nas importação.

Neste sentido, atualizamos nossas premissas para um cenário mais conservador e ajustamos nossa relação risco x retorno, a fim de incorporar em nosso modelo um possível cenário mais pessimista para 2024. Com isso, dado que suas ações ainda apresentam um *upside* atrativo, reiteramos nossa recomendação de **Compra**, porém, ajustamos nosso preço-alvo, reduzindo-o para **R\$ 22,60**.

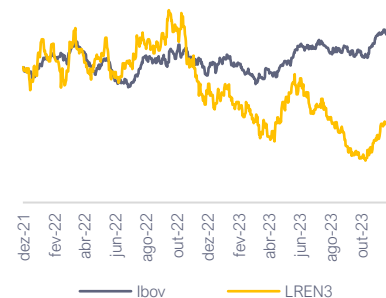
Riscos

Deterioração do cenário macro, que pode impactar negativamente o poder de compra da população e reduzir a demanda, bem como levar a maiores níveis de inadimplência nas operações financeiras.

Acirramento da competição no varejo de moda em lojas físicas e canais digitais, resultando em perda de *market share* e possível redução de margens.

| LREN3 | | | |
|---------------------------|--------|--------|----------|
| Valor de mercado (R\$mi.) | R\$ | | 15.228,6 |
| Últ. preço | R\$ | | 17,30 |
| Preço-alvo | R\$ | | 22,60 |
| Potencial | | | 30,6% |
| Múltiplos | 12m | 24m | Média |
| P/L | 15,5x | 13,3x | 16,3x |
| Ev/Ebitda | 9,4x | 7,5x | 9,5x |
| P/VPA | 1,5x | 1,4x | 2,1x |
| Oscilação | 30d | 12m | 2024 |
| LREN3 | -10,7% | -19,7% | -9,2% |
| Ibov | -4,6% | 13,0% | -5,7% |
| C comps | 2023 | 2024 | 2025 |
| ROE | 8,2% | 10,8% | 11,9% |
| ROIC | 9,3% | 10,9% | 12,0% |
| Alavancagem | -0,4x | -0,2x | 0,0x |

Histórico (base 100 = 24 meses)



Balço Patrimonial, DRE e Fluxo de Caixa

R\$ MM

| Balço Patrimonial | 4T22 | 1T23 | 2T23 | 3T23 | 4T23 | 2023 | 2024 | 2025 |
|---------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Ativo Total | 21.148,9 | 19.691,8 | 19.953,7 | 19.959,8 | 21.498,2 | 21.498,2 | 22.369,9 | 24.175,0 |
| Caixa & Aplicações | 3.503,5 | 2.763,5 | 2.901,4 | 3.273,8 | 3.333,1 | 3.333,1 | 3.262,8 | 2.878,6 |
| Estoques | 1.836,9 | 2.175,6 | 1.939,0 | 1.979,7 | 1.942,5 | 1.942,5 | 1.866,6 | 2.026,2 |
| Contas à Receber | 6.524,8 | 5.790,1 | 6.134,6 | 5.691,1 | 6.780,5 | 6.780,5 | 6.678,1 | 7.239,7 |
| Outros Ativos CP | 13.053,8 | 11.681,2 | 11.838,6 | 11.701,9 | 12.993,3 | 12.993,3 | 12.751,3 | 13.185,1 |
| Outros Ativos LP | 8.095,1 | 8.010,6 | 8.115,1 | 8.257,9 | 8.504,9 | 8.504,9 | 9.618,7 | 10.989,9 |
| Ativo Fixo | 7.079,5 | 6.900,7 | 6.991,6 | 7.024,4 | 7.464,2 | 7.464,2 | 8.570,6 | 9.834,3 |
| Passivo & PL | 21.148,9 | 19.691,8 | 19.953,7 | 19.959,8 | 21.498,2 | 21.498,2 | 22.369,9 | 24.175,0 |
| Fornecedores | 1.702,9 | 1.353,0 | 1.359,3 | 1.536,3 | 1.793,1 | 1.793,1 | 1.747,2 | 1.894,4 |
| Dívida (Curto Prazo) | 704,2 | 1.230,6 | 1.131,8 | 996,6 | 749,5 | 749,5 | 823,6 | 881,4 |
| Outros Passivos CP | 4.598,5 | 4.077,1 | 4.344,0 | 4.368,7 | 4.751,0 | 4.751,0 | 4.742,6 | 5.216,1 |
| Dívida (Longo Prazo) | 1.701,2 | 1.160,7 | 1.194,8 | 1.164,2 | 1.810,6 | 1.810,6 | 1.921,8 | 2.056,5 |
| Outros Passivos LP | 2.354,6 | 2.204,6 | 2.211,3 | 2.128,8 | 2.154,0 | 2.154,0 | 2.153,0 | 2.375,1 |
| Patrimônio Líquido | 10.087,5 | 9.665,8 | 9.712,5 | 9.765,1 | 10.240,1 | 10.240,1 | 10.981,7 | 11.751,5 |

R\$ MM

| DRE | 4T22 | 1T23 | 2T23 | 3T23 | 4T23 | 2023 | 2024 | 2025 |
|-----------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Receita Líquida | 4.014,1 | 2.775,3 | 3.504,1 | 3.097,1 | 4.221,8 | 13.598,3 | 13.693,9 | 15.099,9 |
| CMV | (1.605,1) | (1.072,8) | (1.406,3) | (1.249,4) | (1.710,3) | (5.454,0) | (5.450,5) | (6.012,8) |
| Lucro Bruto | 2.409,0 | 1.702,5 | 2.097,8 | 1.847,7 | 2.511,5 | 8.144,3 | 8.243,4 | 9.087,1 |
| Total de Despesas Op. | (1.781,1) | (1.729,1) | (1.873,4) | (1.755,9) | (1.795,2) | (7.153,5) | (6.771,6) | (7.164,9) |
| EBIT | 627,9 | (26,7) | 224,4 | 91,8 | 716,3 | 990,8 | 1.471,8 | 1.922,2 |
| Resultado Fin. | (36,5) | (15,0) | (28,7) | (15,5) | (24,4) | (83,5) | 1,7 | (73,3) |
| IR & CSLL | (109,6) | 88,5 | 33,9 | 96,5 | (168,7) | (69,8) | (288,2) | (449,3) |
| Lucro Líquido | 481,8 | 46,8 | 229,7 | 172,9 | 523,3 | 837,5 | 1.185,3 | 1.399,6 |
| EBITDA | 918,6 | 251,7 | 481,6 | 362,6 | 1.046,2 | 2.089,2 | 2.522,5 | 3.022,9 |

Margens

| | | | | | | | | |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Bruta | 60,0% | 61,3% | 59,9% | 59,7% | 59,5% | 59,9% | 60,2% | 60,2% |
| EBIT | 15,6% | -1,0% | 6,4% | 3,0% | 17,0% | 7,3% | 10,7% | 12,7% |
| EBITDA | 22,9% | 9,1% | 13,7% | 11,7% | 24,8% | 15,4% | 18,4% | 20,0% |
| Líquida | 12,0% | 1,7% | 6,6% | 5,6% | 12,4% | 6,2% | 8,7% | 9,3% |

Crescimento Ano/Ano

| | | | | | | | | |
|----------------|--|--------|--------|--------|-------|--------|-------|-------|
| Δ Receita Líq. | | 6,2% | -3,4% | 2,6% | 5,2% | 2,5% | 0,7% | 10,3% |
| Δ EBITDA | | 16,8% | -31,4% | -21,1% | 13,9% | -13,0% | 20,7% | 19,8% |
| Δ Lucro Líq. | | -75,6% | -36,3% | -32,9% | 8,6% | -35,2% | 41,5% | 18,1% |

R\$ MM

| Fluxo de Caixa | 4T22 | 1T23 | 2T23 | 3T23 | 4T23 | 2023 | 2024 | 2025 |
|--------------------------|--------------|---------------|--------------|--------------|----------------|----------------|--------------|--------------|
| NOPLAT | 539,4 | 5,5 | 274,5 | 222,6 | 541,7 | 914,6 | 1.183,9 | 1.455,1 |
| (-) IR & CSLL | (109,6) | 88,5 | 33,9 | 96,5 | (168,7) | (69,8) | (288,2) | (449,3) |
| (+) Depreciação & Amort. | 256,6 | 256,6 | 247,6 | 264,3 | 329,8 | 1.098,4 | 1.050,8 | 1.100,7 |
| (-) Δ Capital de Giro | 177,0 | (238,7) | 253,8 | 710,8 | (593,1) | 132,8 | 117,4 | (197,3) |
| (-) CAPEX | (408,6) | (81,4) | (235,9) | (244,1) | (445,6) | (1.007,0) | (1.677,7) | (1.835,7) |
| (=) FCFE | 564,4 | (58,1) | 540,1 | 953,6 | (167,1) | 1.138,7 | 674,3 | 522,9 |



DISCLAIMER

Este relatório foi elaborado exclusivamente pela Ativa Investimentos e está sendo fornecido exclusivamente para fins informativos. As informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas a mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação prévia, exceto quando encerrar a cobertura do emissor dos títulos discutidos neste relatório.

Este relatório não é uma oferta ou solicitação de qualquer instrumento financeiro. Antes de tomar a decisão de aplicar em qualquer operação, os potenciais investidores devem considerar cuidadosamente sua própria situação financeira, seus objetivos de investimento, todas as informações disponíveis e, em particular, avaliar os fatores de risco aos quais o investimento está sujeito. Os investidores deverão procurar aconselhamento financeiro em relação aos produtos ou estratégias de investimentos discutidas neste relatório, quando necessário. Os investidores devem observar que os rendimentos de títulos ou outros investimentos, mencionados neste relatório, podem flutuar e o preço de tais títulos e investimentos pode aumentar ou diminuir. O desempenho passado não é necessariamente um guia para o desempenho futuro. A Ativa Investimentos não aceita responsabilidade por qualquer perda direta ou indireta decorrente do uso deste relatório.

Os traders e demais profissionais da Ativa Investimentos e das empresas do conglomerado podem realizar comentários ou estratégias de negociação que refletem opiniões contrárias à opinião expressa neste relatório. Esses comentários de mercado ou estratégias de negociação refletem os diferentes prazos, premissas, visões e métodos analíticos das pessoas que as elaboraram, e a Ativa Investimentos e seu conglomerado não possuem nenhuma obrigação de garantir que tais comentários de mercado ou estratégias de negociação sejam levados ao conhecimento de qualquer destinatário deste relatório. Este relatório é baseado em informações publicamente disponíveis e que a Ativa Investimentos considera confiável, porém não representa que é preciso e/ou completo, sendo assim, não deve ser considerado como tal.

Research

research@ativainvestimentos.com.br

Institucional

Ações | Renda Fixa | Mercados Futuros

Mesa RJ: (55 21) 3515-0290
Mesa SP: (55 11) 3339-7036
Sales: (55 21) 3515-0202

Pessoa Física

Mesa RJ: (55 21) 3515-0256/3958-0256
Mesa RS: (55 51) 3017-8707
Mesa SP: (55 11) 3896-6994/6995/6996
Mesa GO: (55 41) 3270-4100
assessoriadigital@ativainvestimentos.com.br

Atendimento

0800 285 0147

Ouvidoria

0800 717 7720