



ÁGORA
INVESTIMENTOS

ÁGORA INSIGHTS

Análise de Empresas

Varejo



12/12/2024

Para onde vão os lucros e valuations quando os juros sobem

- Examinamos os fundamentos do setor de Consumo e Varejo nos dois últimos ciclos de alta das taxas de juros para debater os níveis de *valuation*/múltiplos justos e a vulnerabilidade relativa dos lucros das empresas. A categoria de bens duráveis (eletrônicos e eletrodomésticos) tem sido historicamente a mais impactada, tendo experimentado uma recuperação em "forma de U" que levou de 2 a 3 anos no último ciclo de alta da taxa Selic, seguida por vestuário.
- Além do debate sobre resiliência da linha de receita, nesse cenário, empresas com balanços patrimoniais mais alavancados, como Grupo Casas Bahia, Magazine Luiza, Assaí e Carrefour, seriam as que teriam maior vulnerabilidade aos lucros. Por outro lado, Lojas Renner, Vivara e Grupo Mateus seriam as empresas mais resilientes.
- Em termos de *valuation*, embora os múltiplos das empresas de Varejo possam parecer baratos à primeira vista, a compressão do setor é amplamente explicada pela deterioração do ROE e maior percepção de risco, traduzida em maior custo de capital. Um retorno aos níveis históricos de ROE de 2010 a 2019 (acima de 20%) parece improvável neste momento, portanto, uma reclassificação do setor dependeria principalmente do menor custo de capital.
- Dentro desse quadro "estressado" (que por enquanto não é nosso cenário base), as histórias de crescimento mais resilientes e menos expostas a externalidades, como Vivara e Grupo Mateus, se destacariam em um cenário de taxas de juros persistentemente mais altas. As empresas negociam a 10x e 11x o múltiplo P/L esperado para 2025, respectivamente, contra a média de aproximadamente 9x para outras empresas, o que pode ser atribuído aos menores riscos de revisão de lucros para baixo e avenidas de crescimento mais resilientes.

As avaliações do setor de varejo estão próximas de mínimas históricas, impulsionadas por retornos mais baixos e maior custo de capital. Analisamos os múltiplos históricos do setor de varejo e descobrimos que eles estavam em mínimas históricas (cerca de 9,0x). Acreditamos que isso pode ser atribuído a uma alta taxa de juros real (taxa de 5 anos a 7,3%, impactando o custo de capital) e retornos mais baixos. Desde 2019, a busca por crescimento de nossas empresas cobertas, apoiada em muitos casos por ofertas subsequentes e/ou aquisições e movimentos inorgânicos, resultou em um aumento significativo em suas bases de capital sem um aumento correspondente nos lucros, que permaneceram amplamente estáveis no período de 2019 a 2024. Essa mudança reduziu seus ROEs premium para uma média de 8,6% em 2023 para nossas 9 principais empresas cobertas, subsequentemente amortecendo o potencial múltiplo P/L justo do setor.

Pedro Pinto 

Flávia Meireles 

A ÁGORA tem direito exclusivo de distribuição dos relatórios do Bradesco BBI para pessoas físicas.

Nossa análise de sensibilidade mostra que 2,50 p.p. de compressão do custo de capital seriam necessários para que os múltiplos de avaliação voltassem aos níveis históricos. Simulamos cenários nos quais os fundamentos voltam aos seus melhores anos (ROE de cerca de 23%, crescimento de cerca de 10% - varejo excluindo Natura&Co) ou o custo do capital é reduzido em 0,50-2,50 p.p. Os resultados indicaram que no cenário atual de alta taxa de juros (e custo do capital), uma recuperação improvável, mas pronunciada, dos fundamentos (ROE de 23%, crescimento de 10%) não seria suficiente para atingir avaliações em linha com os níveis históricos. Por outro lado, uma redução de 2,50 p.p. no custo do capital, mantendo perspectivas mais realistas dos fundamentos do setor (ROE de 15%; crescimento de 10%) resultaria em múltiplos P/L justos na faixa de 16x, mais próximos dos níveis históricos de avaliação. Essa magnitude da redução do custo do capital próprio se alinha um pouco com o prêmio de rendimento de lucros atual, que é cerca de 2,50 p.p. acima da média histórica.

Bens duráveis e vestuário foram as categorias mais impactadas no ciclo ascendente da Selic de 2014 a 2016. O ciclo de juros ascendente de 2014 a 2016 no Brasil teve um impacto significativamente mais pronunciado nas categorias de bens duráveis e vestuário do que nos setores mais resilientes de supermercados e farmacêuticos. Examinando a recuperação das vendas após o aumento em 2018 em comparação a 2014, a categoria de bens duráveis experimentou um declínio mais substancial (-19%), seguido por vestuário (-13%). Enquanto isso, supermercados permaneceram estáveis, e farmacêuticos mostraram resiliência com um aumento de 9% durante este período. Essa tendência também foi evidente nas empresas que cobrimos, com a categoria de bens duráveis/eletrodomésticos sofrendo mais no primeiro ano de aperto monetário (SSS - vendas de mesmas lojas em 2015: -15% para Magazine Luiza, e -16% para Grupo Casas Bahia), seguido por uma recuperação "em forma de U" que levou de 2 a 3 anos. Notavelmente, a Lojas Renner - uma história clara de crescimento autossuficiente naquela época (por exemplo, expansão de área de vendas de dois dígitos até 2017) - conseguiu navegar na crise do setor de vestuário com impacto mínimo, mantendo o SSS estável em 2016.

Outro ciclo de aumento da taxa de juros pode adiar o processo de recuperação. O recente ciclo de aumento da taxa de juros em 2021 a 2022 foi rápido e significativo, com um aumento de cerca de 12pp em 18 meses, que impactou primeiro a categoria de bens duráveis/eletrodomésticos no final de 2021 e o vestuário no início de 2023, juntamente com outros ventos contrários específicos do setor (por exemplo, competição internacional). Entre as empresas afetadas, o Grupo Casas Bahia foi o mais atingido devido à desaceleração do setor e ao seu próprio processo de recuperação. Em contraste, as vendas do Magazine Luiza permaneceram relativamente estáveis, enquanto a Lojas Renner demonstrou resiliência, mostrando melhora apenas a partir de 2024. No futuro, no entanto, as perspectivas de recuperação podem ser um pouco prejudicadas pela interrupção do ciclo de flexibilização e pelo potencial início de outro ciclo de alta nas taxas de juros.

Balancos patrimoniais mais fortes se sairiam melhor em um cenário de potencial alta nas taxas de juros. Os desenvolvimentos macroeconômicos recentes no Brasil têm representado desafios significativos para ações de consumo, particularmente empresas que são altamente alavancadas ou dependem amplamente de crédito para impulsionar suas receitas. Em antecipação a um cenário de taxa Selic mais alta, conduzimos uma análise de sensibilidade para entender o impacto potencial nos lucros, focando apenas nas despesas financeiras líquidas sem considerar os impactos nas vendas devido a restrições de crédito ou efeitos nas divisões de serviços financeiros. Esta análise indica que em um cenário potencial de taxa Selic de 15% para 2025, as revisões mais significativas para baixo do EBT em relação às nossas estimativas atuais (que incluem uma taxa Selic média de 11,3% em 2025) seriam para Magazine Luiza (-52%), Assaí (-40%), Carrefour Brasil (-20%) e Grupo Casas Bahia (EBT negativo). Por outro lado, empresas com balanços patrimoniais mais fortes mostraram mais resiliência: Lojas Renner (+3,1%), Vivara (+0,3%) e Grupo Mateus (-1,8%) experimentaríamos o menor impacto.

Neste cenário, histórias de crescimento autossuficientes resilientes seriam propensas a navegar no cenário de taxas de juros persistentemente mais altas. No ambiente macroeconômico instável, empresas altamente alavancadas ou dependentes de crédito são mais suscetíveis a riscos de queda. Em nosso exercício de "teste de estresse", empresas com exposição à alta renda ou menor alavancagem, como Vivara e Grupo Mateus, teriam mostrado resiliência. Ambas as empresas teriam, em última análise, menor risco relativo para suas perspectivas de crescimento (taxa média de crescimento anual do lucro no período de 2025 a 2027 em cerca de 16% e 20%, para Vivara e Grupo Mateus respectivamente) e podem ser percebidas com uma melhor relação risco/retorno em um contexto de maior aversão ao risco.



ÁGORA
INVESTIMENTOS



Região Metropolitana (RJ e SP)

4004 8282

Demais Regiões do Brasil

0800 724 8282

Demais Regiões do Brasil

0800 724 8282

ECONOMIA

Dalton Gardimam

Economista – Chefe

Maria Clara W. F. Negrão

Economista, CNPI

RESEARCH ÁGORA

José Francisco Cataldo Ferreira

CNPI – Superintendente de Research

ANÁLISE FUNDAMENTALISTA

Ricardo Faria França

CNPI - Analista de Investimentos

Flávia Andrade Meireles

CNPI - Analista de Investimentos

Wellington Antonio Lourenço

CNPI - Analista de Investimentos

Renato Cesar Chanes

CNPI - Analista de Investimentos

José Ricardo Rosalen

CNPI-P - Analista de Investimentos

Larissa Fidelis Monte

Analista Assistente de Investimentos

ANÁLISE GRÁFICA

Ernani T. Reis

CNPI-T - Analista Gráfico

Henrique Procopio Colla

CNPI-P - Analista de Investimentos

DIRETOR

Ricardo Barbieri de Andrade



Acompanhe nossas redes sociais



Disclaimer

Este relatório foi preparado pela equipe de análise de investimentos da Ágora Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. (Ágora), sociedade sob controle indireto do Banco Bradesco S.A. O presente relatório se destina ao uso exclusivo do destinatário, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa sem a expressa autorização da Ágora.

A distribuição desse relatório é realizada somente com o objetivo de prover informações e não representa uma oferta ou recomendação de qualquer valor mobiliário. As informações contidas neste relatório são consideradas confiáveis na data de sua publicação, entretanto, não representam por parte da Ágora garantia de exatidão dos dados factuais utilizados. As opiniões, estimativas, projeções e premissas relevantes contidas neste relatório são baseadas no julgamento dos analistas de investimento envolvidos na sua elaboração e são limitadas às companhias e aos ativos objetos de sua análise nos termos da Resolução CVM nº 20, e estão, portanto, sujeitas a modificações sem aviso prévio.

Declarações dos analistas de investimento envolvidos na elaboração deste relatório nos termos do art. 21 da Resolução CVM nº 20:

Os analistas de investimento declaram que as opiniões contidas neste relatório refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais sobre o comportamento dos valores mobiliários objeto desse relatório, e que foram elaboradas de forma totalmente independente e autônoma, inclusive em relação à Ágora e demais empresas do grupo Bradesco.

A remuneração dos analistas de investimento está, direta ou indiretamente, influenciada pelo resultado proveniente dos negócios e operações financeiras realizadas pela Ágora.

Consulte os riscos da operação e compatibilidade com o seu perfil antes de investir. Rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura.

Este relatório foi preparado pela equipe de análise de investimentos da Ágora Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. (Ágora), sociedade sob controle indireto do Banco Bradesco S.A. O presente relatório se destina ao uso exclusivo do destinatário, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa sem a expressa autorização da Ágora.

A distribuição desse relatório é realizada somente com o objetivo de prover informações e não representa uma oferta ou recomendação de qualquer valor mobiliário. As informações contidas neste relatório são consideradas confiáveis na data de sua publicação, entretanto, não representam por parte da Ágora garantia de exatidão dos dados factuais utilizados. As opiniões, estimativas, projeções e premissas relevantes contidas neste relatório são baseadas no julgamento dos analistas de investimento envolvidos na sua elaboração e são limitadas às companhias e aos ativos objetos de sua análise nos termos da Resolução CVM nº 20, e estão, portanto, sujeitas a modificações sem aviso prévio.

Declarações nos termos do Art. 22 da Resolução Nº 20, referentes às empresas cobertas pelos analistas de investimento da Ágora CTVM:

O Bradesco BBI tem participação societária e interesses econômicos relevantes na empresa Cosan Dez Participações S.A., uma empresa gerenciada pela Cosan S.A. O Banco Bradesco S.A, detentor do Bradesco BBI e da Ágora CTVM, tem participação acionária indireta em Log Commercial Properties, Vitru e Zamp S.A.

Ágora, Bradesco BBI e demais empresas do grupo Bradesco têm interesses financeiros e comerciais relevantes em relação ao emissor ou aos valores mobiliários objeto de análise.

O Bradesco BBI pode prestar serviços relacionados a assessoria financeira/M&A para a(s) companhia(s) mencionada(s) neste relatório.

Bradesco BBI está participando como coordenador na Oferta Pública de Valores Mobiliários de Atacado S.A., Cogna Educação S.A., Localiza S.A e Oceanpact S.A.

Nos últimos 12 meses, o Bradesco BBI participou como coordenador nas ofertas públicas de distribuição de títulos e valores mobiliários das companhias e/ou prestou serviços de outra natureza para as seguintes empresas: Ânima Educação S.A., Ambipar S.A., Americanas S.A., Assaí S.A., Auren Energia S.A., B3 S.A., Boa Safra S.A., Brisnet S.A., C&A Modas S.A., CCR S.A., Cogna S.A., Cosan S.A., Ecorodovias S.A., Eletrobras S.A., Eletromidia S.A., Energisa S.A., Eneva S.A., Engie S.A., GPA S.A., Grupo Casas Bahia S.A., Hapvida S.A., Hypera S.A., Iochpe Maxion S.A., Localiza S.A., Movida S.A., Multiplan S.A., MRV S.A., Oceanpact S.A., Pague Menos S.A., RD S.A., Rede D'Or S.A., Sabesp S.A., Tupy S.A., VALE S.A., VAMOS S.A., Vibra Energia S.A., Vitru S.A. e Yduqs S.A.

Nos últimos 12 meses, a Ágora CTVM participou, como instituição intermediária, das ofertas públicas de títulos e valores mobiliários das companhias: Ânima Educação S.A., Ambipar S.A., Assaí S.A., Auren Energia S.A., B3 S.A., Boa Safra S.A., Brisnet S.A., C&A Modas S.A., CCR S.A., Cemig S.A., Cogna S.A., Cosan S.A., CPFL Energia S.A., Ecorodovias S.A., Eletrobras S.A., Eletromidia S.A., Eneva S.A., Engie S.A., GPA S.A., Grupo Casas Bahia S.A., Hapvida S.A., Hypera S.A., Iochpe Maxion S.A., Jalles Machado S.A., Localiza S.A., Movida S.A., Multiplan S.A., MRV S.A., Oceanpact S.A., Pague Menos S.A., RD S.A., Rede D'Or S.A., Sabesp S.A., Santos Brasil S.A., Tupy S.A., VALE S.A., VAMOS S.A., Vibra Energia S.A., Vitru S.A. e Yduqs S.A.

A Ágora CTVM recebe remuneração por serviços prestados como formador de mercado de ações da AMBIPAR Participações e Empreendimentos S.A., Enjoei S.A. e Fomento Economico Mexicano FEMSA (FMXB34).