

Análise de Empresas

Varejo

Mapeando riscos e sensibilidades; Alteramos para Neutra (de Compra) a recomendação para Allied, C&A, Guararapes e Marisa

• A análise do BBI mapeou os riscos em todo o nosso universo de cobertura do Brasil para identificar os nomes mais resilientes em um cenário macro mais difícil, que reduziu a visibilidade em torno das estimativas de 2022. As ações que consideramos mais resilientes são Arezzo, Alpargatas, Assai, Carrefour, Grupo Mateus, e Renner.

• Desta forma, rebaixamos a recomendação para Allied (novo preço-alvo de R\$ 25,00), C&A (R\$ 10,00), Guararapes (R\$ 15,00) e Marisa (R\$ 6,00) para Neutro - apesar do potencial de alta material em relação aos preços-alvos - devido às pontuações abaixo da média em nossa análise de risco e menor convicção nas estimativas de 2022 em relação a outros nomes.

• Nossa análise de sensibilidade mostra que o impacto médio da redução do crescimento das vendas de 2022 em um trimestre é de -10% no lucro líquido (uma faixa de -4% a -72%) e -9% nos preços-alvo (faixa de 0% a -25 %). Guararapes, C&A e Marisa estão sujeitas a um impacto pelo menos 2x maior do que nossos nomes cuja a recomendação é de “Compra”.

• Mantemos a Alpargatas (novo preço-alvo de R\$ 58,00), Assai (R\$ 23,00) e Grupo SBF (R\$ 34,00) como as principais escolhas no setor, e adicionamos Renner (R\$ 45,00) devido à avaliação atrativa (múltiplo P/L de 19x em uma margem normalizada) e forte momentum. A Natura sai da lista de top picks por enquanto pela menor visibilidade nas estimativas, mas ainda temos boa convicção na tese de longo prazo.

Ajustando-se a uma nova realidade. As ações de varejo e comércio eletrônico no Brasil sofreram significativamente desde o final de junho, com nossa cobertura caindo 32% e todas as categorias caindo. O motivador disso tem sido claramente a deterioração das expectativas em torno do cenário macro do Brasil, com menor crescimento do PIB e maiores taxas de juros, inflação e prêmios de risco. Para a nossa cobertura, isso significa menos visibilidade em torno das estimativas de crescimento de vendas para 2022. Dada esta nova realidade, rebaixamos as ações onde temos menos convicção nas estimativas (vemos estimativas como um direcionador de preço de ação mais importante do que o potencial de valorização absoluto para o preço-alvo no atual ambiente) e reiteramos as recomendações sobre ações em que vemos o produto como mais resistente, com forte dinâmica de crescimento e avaliações atraentes.

Empresa	Recomendação	Preço-Alvo
ALPA4	COMPRA	58,00
ASAI3	COMPRA	23,00
CRFB3	COMPRA	25,00
GMAT3	COMPRA	11,00
SBFG3	COMPRA	34,00
LJQQ3	COMPRA	21,00
LREN3	COMPRA	45,00
MBLY3	COMPRA	15,00
NTCO3	COMPRA	63,00
ALLD3	NEUTRO	25,00
CEAB3	NEUTRO	10,00
GUAR3	NEUTRO	15,00
AMAR3	NEUTRO	6,00
AMER3	NEUTRO	39,00
ARZZ3	NEUTRO	92,00
BKBR3	NEUTRO	12,00
CVCB3	NEUTRO	20,00
PCAR3	NEUTRO	28,00
LAME4	NEUTRO	7,00
MGLU3	NEUTRO	17,00
NTCO3	COMPRA	63,00
VULC3	NEUTRO	11,00

Richard Cathcart 

ÁGORA INVESTIMENTOS
Flávia Meireles

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

Mapeamento de Risco: Arezzo, Alpargatas, Assai, Carrefour, Mateus e Renner são os mais resilientes. Analisamos seis fatores para avaliar o risco e a resiliência de cada empresa em nossa cobertura no Brasil (detalhado na figura 2): 1) histórico de ganhos de participação de mercado, 2) a natureza da oferta do produto (defensiva vs. discricionária), 3) posicionamento do consumidor (renda mais alta vs. renda mais baixa), 4) sensibilidade dos lucros e preço-alvo às premissas de crescimento de vendas mais baixas em 2022, 5) pressão potencial sobre a margem bruta, e 6) liquidez das ações. Em vez de fazer grandes mudanças em nossas estimativas de 2022, embora a visibilidade seja baixa, preferimos sinalizar onde os riscos são maiores e onde os ganhos e a avaliação são mais sensíveis. Dos seis nomes que são considerados mais resilientes, cinco tem recomendação de Compra.

Não apenas uma postura defensiva. Menos visibilidade não significa necessariamente o pior cenário, portanto, existem dois nomes discricionários que mantemos recomendação de Compra com convicção. O primeiro é o Grupo SBF - atualizamos para Compra em agosto de 2021 - onde vemos um forte impulso de curto prazo juntamente com uma oportunidade significativa de crescimento de longo prazo (participação de cerca de 13% em um mercado com apenas dois *players* importantes) e uma avaliação atraente com múltiplo P/L de 21x para 2022 vs. um múltiplo justo de 30x. A segunda é a Renner, que tem um forte histórico de execução, e vemos um desempenho superior no 3T21 devido em parte à força da coleção; esta é uma vantagem competitiva chave na categoria de vestuário que nos dá confiança na capacidade da Renner de ter um desempenho superior em 2022.

Mudança de recomendação para nomes com maiores riscos. Nós rebaixamos quatro nomes que obtiveram pontuação mais baixa em nosso mapeamento de risco. 1) C&A, onde vemos o maior risco como sendo a alta sensibilidade dos lucros e da avaliação a vendas menores; 2) Guararapes, devido ao potencial de valorização e liquidez relativamente baixos; 3) Marisa, cuja base de clientes é a que mais sofre, em bases relativas, com alta inflação, além de baixa liquidez e estimativas altamente sensíveis; e 4) Allied, que tem maior exposição a itens discricionários de alto custo, que tendem a sofrer mais em períodos de alta inflação e taxas de juros e atividade econômica fraca. Todas as quatro empresas têm modelos de negócios sólidos e oportunidades de crescimento de longo prazo, mas não achamos que seja o momento certo para incentivar os investidores a comprar as ações.

Figura 1: Resumo das mudanças nas recomendações e preços-alvo em nossa cobertura de varejo e comércio eletrônico

	ALLD	ALPA	AMAR	AMER	ARCO	ARZZ	ASAI	BKBR	CEAB	CRFB	CVCB	GMAT	GUAR	LJQQ	LREN	MBLY	MGLU	NTCO	PCAR	SBFG	VIIA	VULC
Nova recomendação	N	C	N	N	N	N	C	N	N	C	N	C	N	C	C	C	N	C	N	C	N	N
Antiga recomendação	C	C	C	N	N	N	C	N	C	C	N	C	C	C	C	C	N	C	N	C	N	N
Novo preço-alvo	25,0	58,0	6,0	39,0	6,0	92,0	23,0	12,0	10,0	25,0	20,0	11,0	15,0	21,0	45,0	15,0	17,0	63,0	28,0	34,0	10,0	11,0
Antigo preço-alvo	35,0	63,0	11,0	50,0	8,0	92,0	23,0	12,0	17,0	28,0	28,0	11,0	18,0	28,0	52,0	20,0	25,0	75,1	28,0	46,0	17,0	12,0

Mapeamento de Risco

Nosso exercício de mapeamento de risco analisa seis fatores e pontua cada empresa em uma faixa de 1 a 5. Esses fatores são: 1) histórico de ganhos de participação de mercado; 2) a natureza da oferta do produto (defensiva vs. discricionária); 3) posicionamento do consumidor (alta vs. baixa renda); 4) sensibilidade dos lucros a mudanças nas premissas de vendas; 5) risco para a margem bruta; e 6) a liquidez das ações. Nós identificamos as ações mais resilientes como sendo as da Arezzo, Lojas Renner, Alpargatas, Assaí, Carrefour Brasil e Grupo Mateus. Classificamos cinco dessas seis ações com recomendação de Compra e vemos cada uma delas oferecendo uma forte dinâmica de crescimento, bem como a resiliência destacada em nossa análise.

Figura 2: Mapeamento de risco em seis fatores diferentes para nossa cobertura de varejo e comércio eletrônico

	Histórico de ganhos de participação de mercado	Produto defensivo vs. discricionário	Posicionamento do consumidor (alta vs. baixa renda)	Liquidez das ações	Sensibilidade dos lucros a mudanças nas premissas de vendas	Potencial pressão sobre a margem bruta
Allied	***	*	***	*	****	***
Alpargatas	****	*****	***	*****	*****	**
Americanas	***	***	***	*****	*	***
Arcos Dorados	****	****	***	**	**	****
Arezzo & Co.	*****	***	*****	****	***	*****
Assai	*****	*****	***	*****	*****	***
Burger King	****	****	***	**	*	****
C&A	***	***	***	**	*	***
Carrefour	*****	*****	***	****	*****	***
CVC	***	*	***	*****	*	*****
GPA	*	****	***	****	****	***
Grupo Mateus	*****	*****	***	***	*****	***
Grupo SBF	*****	***	***	***	***	***
Guararapes	***	***	***	*	**	***
Magalu	*****	**	***	*****	****	***
Marisa	*	***	*	***	*	**
Mobly	*****	***	***	*	**	***
Natura & Co.	****	****	***	*****	*****	**
Quero-Quero	****	**	***	***	****	***
Renner	*****	***	****	*****	***	****
Via Varejo	***	**	***	*****	*	***
Vulcabras	***	***	***	*	****	*****

Histórico de ganhos de participação de mercado - cinco pontos significam ganhos de participação de mercado consideráveis, três significam participação praticamente estável e um ponto significa perda de participação de mercado.

Produtos defensivos vs. discricionários - pontuamos com base nos artigos básicos vs. discricionários de ticket alto (cinco estrelas para supermercados, uma estrela para viagens); alto vs. baixo ticket (*fast food* recebem quatro pontos, enquanto roupas recebem três); e diversificação de produtos, então Magalu obtém dois pontos (exposição considerável, com alguma diversificação) e a Allied obtém um devido à exposição significativa a categorias discricionárias de alto valor.

Grupo de renda do consumidor - cinco pontos para exposição a consumidores de alta renda, três pontos por serem amplamente representativos do consumo, e um ponto para exposição ao consumidor de baixa renda.

Liquidez das ações - cinco pontos para ADTV (volume médio de negociações diárias) maior que US\$ 25 milhões, quatro pontos para US\$ 10-25 milhões, três pontos para US\$ 5-10 milhões, dois pontos por US\$ 3-5 milhões e um ponto para menor que US\$ 3 milhões.

Sensibilidade dos lucros - cinco pontos para empresas onde uma redução de 25% da nossa previsão de crescimento de vendas (somente Brasil) tem impacto menor que 5% no lucro líquido, quatro pontos para aqueles onde o impacto é de 5-10%, três pontos para 10-15%, dois pontos para 15-20%, e um ponto onde o impacto é superior a 20%.

Identificamos as ações mais resilientes como Arezzo, Renner, Alpargatas, Assaí, Carrefour Brasil e Grupo Mateus. Todos têm pontuação de quatro ou mais, com cada um tendo motivadores ligeiramente diferentes de maior resiliência em um ambiente difícil. Por exemplo, a Alpargatas se beneficia da exposição internacional, o que significa que a sensibilidade para diminuição das vendas no Brasil está acima da média; Arezzo & Co. e Renner focam no consumidor de maior renda, que costuma ter menos pressão sobre seu orçamento em um cenário inflacionário; e, claramente, os varejistas de alimentos têm o produto mais resiliente entre as categorias.

O impacto médio da redução do crescimento das vendas em um trimestre é de 10% em nossa cobertura (com algumas exceções). Dada a expectativa de atividade econômica mais fraca para 2022, além das pressões provenientes do aumento da inflação e taxas de juros mais altas, nós achamos que o principal risco para os varejistas será o crescimento da receita surpreendendo negativamente.

O impacto médio que essa redução nas vendas tem sobre os preços-alvo é de cerca de 9%, com uma faixa que vai de estável até 25%.

Mudanças nas estimativas

Fizemos alterações nas estimativas de apenas algumas empresas, visto que fizemos revisões nas estimativas recentemente em toda a nossa cobertura.

Magazine Luiza	Atual			Anterior			Δ (%)		
R\$ milhões	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
Crescimento de Mesmas Lojas (%)	5,8	6,1	8,3	7,9	7,2	8,3	--	--	--
Receita Líquida	37.987	47.678	57.196	38.249	48.138	57.728	-0,6%	-0,8%	-0,7%
Ebitda	1.931	2.915	3.596	1.944	2.914	3.635	-0,7%	0,0%	-1,1%
Margem Ebitda	5,1%	6,1%	6,3%	5,1%	6,1%	6,3%	--	--	--
Lucro Líquido	281	614	1.141	294	705	1.163	-4,5%	-12,9%	-1,8%

Fonte: Companhia e Bradesco BBI

Marisa	Atual			Anterior			Δ (%)		
R\$ milhões	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
Crescimento vendas mesmas lojas (%)	22,8	17,7	10,9	48,1	13,1	12,5	--	--	--
Receita Líquida	2.513	2.906	3.218	2.776	3.197	3.486	-9,5%	-9,1%	-7,7%
Ebitda	1	121	196	176	340	336	-99,2%	-64,5%	-41,8%
Margem Ebitda	0,1%	4,2%	6,1%	1,3%	5,1%	6,4%	--	--	--
Lucro Líquido Ajustado	-187	-122	-69	-18	-57	-42	948,3%	115,7%	62,8%

Fonte: Bradesco BBI

Mobly		Atual			Anterior			Δ (%)		
R\$ milhões	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
Receita Líquida	739	1.107	1.773	739	1.107	1.771	0,0%	0,0%	0,1%	
Ebitda	-19	4	73	-19	4	73	0,0%	0,0%	0,0%	
Margem Ebitda	-2,5%	0,4%	4,1%	-2,5%	0,4%	4,1%	0,0%	0,0%	0,4%	
Lucro Líquido	-70	-68	-81	-69	-73	-110	--	--	--	

Via Varejo	Atual			Anterior			Δ (%)		
R\$ milhões	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
Crescimento vendas mesmas lojas (%)	7,1	12,5	5,2	25,3	7,9	8,1	--	--	--
Receita Líquida	32,218	37,437	41,869	32,043	35,991	39,870	0,5%	4,0%	5,0%
Ebitda	2208	2952	3583	2892	3216	3573	-23,7%	-8,2%	0,3%
Margem Ebitda	6,9%	7,9%	8,6%	9,0%	8,9%	9,0%	--	--	--
Lucro Líquido Ajustado	169	-186	338	614	591	467	-72,5%	-131,5%	-27,6%

Fonte: Companhia e Bradesco BBI

RESEARCH ÁGORA**José Francisco Cataldo Ferreira**

CNPI - Estrategista de Análise - Pessoas Físicas

Ricardo Faria França

CNPI - Analista de Investimentos

Maurício A. Camargo

CNPI-T - Analista Gráfico

Ernani Teixeira R. Júnior

CNPI-T - Analista Gráfico

Maria Clara W. F. Negrão

CNPI - Analista de Investimentos

Flávia Andrade Meireles

CNPI - Analista de Investimentos

Wellington Antonio Lourenço

CNPI - Analista de Investimentos

Henrique Procopio Colla

CNPI-T - Analista Gráfico

DIRETOR GERAL

Luis Claudio de Freitas Coelho Pereira

DIRETOR

Ricardo Barbieri de Andrade

Região Metropolitana (RJ e SP)

4004 8282

Demais Regiões do Brasil

0800 724 8282

Ligações Internacionais

+55 21 2529 0810

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. A Ágora esclarece que reproduziu no presente relatório análises realizadas pela Bradesco Corretora de Títulos e Valores Mobiliários, sendo ambas sociedades integrantes do grupo econômico do Banco Bradesco S.A. Os analistas de investimentos declaram que pactuam com as opiniões expressadas nas referidas análises ora reproduzidas.

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.

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

O Banco Bradesco S.A. tem participação acionária indireta, por meio de suas subsidiárias, acima de 5% nas empresas Cielo S.A. e Fleury S.A.. A BRADESPAR S.A., cujo grupo controlador é composto pelos mesmos acionistas que controlam o Bradesco, tem participação acima de 5% na VALE S.A..

Ágora, Bradesco Corretora, 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 está participando como coordenador na oferta pública de distribuição de Energisa S.A., Hapvida Participações e Investimentos S.A., Hospital Mater Dei S.A., Light Serviços de Eletricidade S.A., Oceanpact Serviços Marítimos e Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A.

A Ágora CTVM está participando como distribuidora nas ofertas públicas das seguintes empresas: CSHG Recebíveis Imobiliários FII.

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: AES Brasil Energia S.A., Allied Tecnologia S.A., Ânima Holding S.A., B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão; Banco BTG Pactual S.A., Banco Inter S.A., Blau Farmaceutica S.A., Brisanet Participacoes S.A., CCR S.A., Companhia Brasileira de Alumínio, Companhia Brasileira de Distribuição, CTEEP - Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista, Companhia de Saneamento do Paraná - Sanepar, Cruzeiro do Sul Educacional S.A., CSN Mineração S.A., Cyrela Commercial Properties S.A. Empreendimentos e Participações, Desktop - Sigmanet Comunicação Multimídia S.A., Diagnósticos da América S.A., Dimed S.A., Distribuidora de Medicamentos, Ecorodovias Infraestrutura e Logística S.A., Eletromidia S.A., Energisa S.A., Enjoei.com.br Atividades de Internet S.A., Fleury S.A., G2D Investment Ltd., Guararapes Confeções S.A., Hospital Mater Dei S.A., Hypera S.A., HBR Realty Empreendimentos Imobiliários S.A., JHSF Participações S.A., Livetech da Bahia Indústria e Comércio S.A., LOG Commercial Properties e Participações S.A., Magazine Luiza S.A., Méliuz S.A., Mobly S.A., Movida Participações S.A., Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A., Natura & CO Holding S.A., Notre Dame Intermédica Participações S.A., Oceanpact Serviços Marítimos S.A., Plano & Plano Desenvolvimento Imobiliário S.A., Positivo Tecnologia S.A., Raizen S.A., Rede D'or S.A., Rumo S.A., Sendas Distribuidora S.A., Vale S.A., Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A. e Via Varejo S.A.

Nos últimos 12 meses, a Ágora e/ou a Bradesco Corretora participaram, como instituições intermediárias, das ofertas públicas de títulos e valores mobiliários das companhias: AES Brasil Energia S.A., Allied Tecnologia S.A., Ânima Holding S.A., B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão; Banco BTG Pactual S.A., Banco Inter S.A., Blau Farmaceutica S.A., Brisanet Participacoes S.A., CCR S.A., Companhia Brasileira de Distribuição, Companhia Brasileira de Alumínio, CTEEP - Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista, Companhia de Saneamento do Paraná - Sanepar, Cruzeiro do Sul Educacional S.A., CSHG Logística - FII, CSN Mineração S.A., Cyrela Commercial Properties S.A. Empreendimentos e Participações, Desktop - Sigmanet Comunicação Multimídia S.A., Diagnósticos da América S.A., Dimed S.A., Distribuidora de Medicamentos, Ecorodovias Infraestrutura e Logística S.A., Eletromidia S.A., Energisa S.A., Enjoei.com.br Atividades de Internet S.A., Fleury S.A., G2D Investment Ltd., Guararapes Confeções S.A., Hospital Mater Dei S.A., Hypera S.A., HBR Realty Empreendimentos Imobiliários S.A., JHSF Participações S.A., Livetech da Bahia Indústria e Comércio S.A., LOG Commercial Properties e Participações S.A., Magazine Luiza S.A., Méliuz S.A., Malls Brasil Plural - FII, Mobly S.A., Movida Participações S.A., Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A., Natura & CO Holding S.A., Notre Dame Intermédica Participações S.A., Oceanpact Serviços Marítimos S.A., Plano & Plano Desenvolvimento Imobiliário S.A., Petrobras Distribuidora S.A. Positivo Tecnologia S.A., Raizen S.A., Petro Rio S.A., Rede D'or S.A., Rumo S.A., Sendas Distribuidora S.A., Vale S.A., Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A., Via Varejo S.A. e Vinci Logística - FII.

A Bradesco Corretora recebe remuneração por serviços prestados como formador de mercado de ações da AMBIPAR Participações e Empreendimentos S.A. e Fomento Econômico Mexicano FEMSA (FMXB34).