Revisão de Preço

Via Varejo

Transformação em curso vem gerando bons resultados

Após revisarmos nosso *valuation* de Via Varejo para incorporar os resultados referentes ao 4T20, bem como as novas medidas de restrição ao comércio físico em decorrência da 2ª onda do Covid-19, nosso novo preço-alvo de **VVAR3** para o final de 2021 é **R$ 18,50** (antes R$ 24,80), com manutenção da recomendação de **Compra**.

Desempenho das Ações. Os papéis VVAR3 acumulam alta de 132,2% nos últimos doze meses, apesar de apresentarem queda de 22,0% desde o início deste ano. O recente desempenho, ao nosso ver, está relacionado principalmente ao impacto da elevação da taxa de desconto sobre os papéis ligado ao e-commerce. Apesar do nosso novo preço-alvo incorporar o aumento da taxa de desconto, bem como um cenário mais desafiador em 2021, o preço corrente do papel não reflete o preço justo de VVAR3, dado que a companhia vem apresentando evolução do seu modelo de negócios trimestre após trimestre, de forma a não ficar para trás na corrida do varejo omnicanal. Nesse contexto, mantivemos nossa recomendação de Compra.

Evolução do Plano Estratégico. Os pilares estratégicos definidos pela Via Varejo para nortear sua atuação ao longo de 2020 consistem na expansão das lojas físicas em novas áreas geográficas, desenvolvimento da plataforma omnicanal integrada e aprofundamento do processo de transformação digital. Apesar da pandemia do Covid-19 ter dificultado a execução do plano de expansão, a companhia foi capaz de aproveitar a oportunidade para evoluir nos demais pilares estratégicos.

(i) **Expansão das lojas físicas –** o plano de abertura de 70-90 lojas para 2020 foi revisado ao longo do ano em função da pandemia do Covid-19, com a companhia encerrando o ano com a abertura de 23 lojas ao todo;

(ii) **Plataforma omnicanal –** transformação de 500 lojas em mini-hubs (lojas físicas que auxiliam na entrega de compras on-line) para acelerar a entrega *Ship From Store*, modalidade na qual o produto vendido on-line é estocado na loja física. A companhia adquiriu, em abril de 2020, a ***Asaplog***, plataforma logística para a entrega *last mile* (última milha) e iniciou os testes do sistema próprio de envios de mercadorias de lojistas do *marketplace* (Envvias);

(iii) **Transformação digital –** implementação do vendedor on-line e da plataforma "Me Chama no Zap" logo no início da pandemia. Além disso, houve a entrega de um novo processo de *onboard* (cadastramento de lojistas no *marketplace*). Ao longo de 2020, a companhia ainda adquiriu a startup ***Distrito***, um hub de inovação que apoia empresas através da tecnologia, e a ***I9XP***, empresa de tecnologia especializada no desenvolvimento de soluções para o *e-commerce*.

Desempenho econômico-financeiro em 2020. As vendas totais (GMV, na sigla em inglês) cresceu 19,6% a/a. Apesar das lojas físicas terem contribuído negativamente, com uma queda de 14,2% a/a, o canal on-line, tanto tradicional (1P), quanto do marketplace (3P) apresentaram crescimentos robustos de 174,0% e 89,9% a/a, respectivamente. Como resultado, a receita líquida atingiu R$ 28,9 bilhões, 12,7% superior na comparação anual.

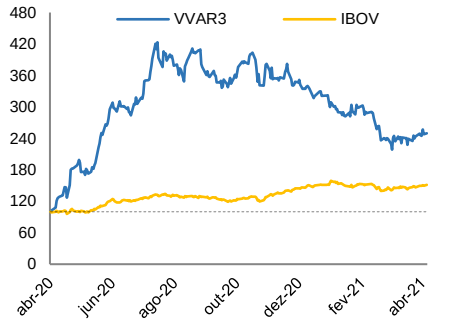
A margem bruta veio em 32,8%, 4,1 p.p. superior a/a, favorecida por iniciativas ligadas à renovação de estoque, maior penetração do crediário e nova estratégia comercial implementada desde o início da nova gestão. A margem ainda foi favorecida por eventos não recorrentes que, se excluídos, levariam a margem bruta a 29,9%, +0,9 p.p. a/a.

VVAR3

Recomendação	***Compra***
Preço-alvo – 2021E	**18,50**
Preço da ação – 13/04/2021	12,61
Potencial de Valorização	46,7%

Dados de Mercado

		em 13/04/2021
Valor de Mercado	*R$ milhões*	20.139
Variação 1 mês	*%*	6,9%
Variação UDM	*%*	132,2%
Variação 2021	*%*	-22,0%
Min. 52 sem.	*R$*	5,62
Máx. 52 sem.	*R$*	22,36



Fonte: Economatica

Múltiplos

	2021e	2022e	2023e
EV/GMV (x)	0,8 x	0,7 x	0,6 x
EV/EBITDA (x)	12,2 x	9,8 x	8,0 x
P/L (x)	61,6 x	42,7 x	28,5 x

Fonte: BB Investimentos, considerando preço-alvo 21e.

Georgia Jorge
georgiadaj@bb.com.br

A margem EBITDA Ajustada, por sua vez, atingiu 10,1%, +5,9 p.p. a/a, favorecida por um maior controle das despesas de VG&A ao longo do ano, combinado com um ganho de alavancagem operacional decorrente do crescimento da receita líquida. Ao excluirmos o impacto de eventos não recorrentes, a margem EBITDA Ajustada teria atingido 8,0%, 1,2 p.p. superior na comparação anual.

Por fim, a margem líquida veio em 3,5%, revertendo o prejuízo observado no ano anterior (-1,9%). Além de refletir o ganho de margem operacional, o resultado líquido ainda foi favorecido por uma queda de 27,7% no resultado financeiro líquido. Se excluirmos os eventos não recorrentes, a margem líquida teria sido de 0,6%, 2,4 p.p. superior a/a.

No que se refere à estrutura de capital da companhia, observamos que houve um acréscimo de R$ 2,3 bilhões no endividamento bruto, mas melhoria da posição de caixa líquido em R$ 1,8 bilhão, com a relação caixa líquido/EBITDA Ajustado vindo em 1,4x.

Já em relação aos investimentos do período, o Capex totalizou R$ 436 milhões, o que corresponde a 1,2% do GMV total. Desse montante, cerca de 11,2% foi direcionado para investimentos em logística, 12,6% em novas lojas, 10,8% em reforma de lojas, 59,4% em TI e 6,0% em outros.

Performance 2020

R$ milhões	2020	2019	a/a
GMV Total	37.307	31.206	19,6%
Lojas Físicas	21.317	24.849	-14,2%
GMV 1P	12.766	4.659	174,0%
GMV 3P (Marketplace)	3.224	1.698	89,9%
Receita Líquida	28.901	25.655	12,7%
Lucro Bruto	9.466	7.343	28,9%
Margem Bruta (%)	32,8%	28,6%	4,1 p.p.
EBITDA Ajustado	2.917	1.076	171,1%
Margem EBITDA Ajustado (%)	10,1%	4,2%	5,9 p.p.
Lucro Líquido	1.004	-1.433	-170,1%
Margem Líquida (%)	3,5%	-5,6%	9,1 p.p.

Fonte: Via Varejo e BB Investimentos

Perspectivas. A Via Varejo segue focada nos três pilares estratégicos acima elencados e, em 2021, pretende avançar em cada um com iniciativas já em curso. Em relação à expansão das lojas físicas, a companhia pretende retomá-la este ano com a abertura de 100-120 lojas ao todo e foco nas regiões Norte e Nordeste. Já na omnicanalidade, a companhia pretende acelerar as entregas na modalidade *Ship From Store*, o que deve impulsionar a entrega no mesmo dia, bem como escalar a solução de logística para os lojistas do *marketplace*, a Envvias. Já no aspecto da transformação digital, destacamos o foco de ampliar o segmento do *marketplace* no consolidado da companhia, mediante melhorias nos processos de *onboarding*, entrada em novas categorias de produtos, melhoria dos níveis de serviços e crediário para os clientes do *marketplace*.

Vale observar que, apesar de esperarmos que a maturação de iniciativas em andamento contribua positivamente nos resultados deste ano, as novas medidas de restrição ao comércio físico e o fim do auxílio emergencial devem pesar negativamente na balança, adicionando uma pressão sobre os resultados.

Revisão de Preço. Nossa revisão de preço contempla a incorporação dos resultados referentes ao 4T20 e (i) menor crescimento de vendas nas lojas físicas e no 1P em decorrência do impacto da 2ª onda do Covid-19, combinada ao fim do auxílio emergencial; (ii) crescimento mais expressivo das vendas do *marketplace* em função da maturação de iniciativas relacionadas a esse canal, como o Envvias e o novo processo de *onboard*; (iii) maior pressão sobre margem EBITDA Ajustada e margem líquida em decorrência dos ajustes no crescimento da receita total.

Tudo considerado, nosso novo preço-alvo de **VVAR3** para o final de 2021 é de **R$ 18,50** (antes R$ 24,80), com manutenção da recomendação de **Compra**.

Tese de Investimento. A tese de investimento da Via Varejo baseia-se (i) na ampla rede de lojas e centros de distribuição combinados com uma nova estrutura digital, criando a logística omnicanal; (ii) no desenvolvimento das sinergias existentes entre o varejo e sua fábrica de móveis Bartira, contribuindo para

incremento de margens; (iii) investimentos em novos produtos e serviços além do varejo; e (iv) robusta base de clientes de serviços financeiros, mediante a realização de vendas a prazo no crediário.

Riscos. Os riscos existentes à tese de investimento da Via Varejo são: (i) impacto de investimentos em aquisição de cliente e no desenvolvimento da omnicanalidade acima do esperado; (ii) incapacidade de atrair e reter os melhores *sellers* (vendedores) na sua plataforma de *marketplace*; (iii) incapacidade de escalar e rentabilizar a solução financeira oferecida aos seus clientes (BanQi); e (iv) incremento das provisões com devedores duvidosos acima do esperado.

ESG. O rating ESG da Via Varejo, atribuído pela Refinitiv, é C (C+ no pilar ambiental, B no pilar social e C no pilar Governança), com apontamento de controvérsias envolvendo práticas contábeis (rating C-). Desde 2013, a companhia publica relatórios anuais com indicadores e impactos socioambientais.

Dado que, desde o nosso último relatório analisado aspecto ESG da companhia (veja aqui), não houve a divulgação de um novo relatório de sustentabilidade, destacamos alguns pontos elencados pela companhia quando da divulgação do seu resultado em 2020.

No aspecto **ambiental**, a Via Varejo triplicou o número de coletores de eletroeletrônicos usados nas lojas, enviou 5 mil toneladas de material para reciclagem em conjunto com 11 cooperativas parceiras e contratou duas usinas solares para geração de energia elétrica em 57 filiais no estado do Rio de Janeiro a partir de 2021 (atualmente, 79 lojas em Minas Gerais, já contam com energia gerada por usina solar).

Já no aspecto **social**, houve um incremento de 74% em investimentos realizados pela Fundação Casas Bahia.

Valor da Empresa

R$ Milhões	**35.561**
VP do FCFF	12.829
VP do Valor Terminal	22.732
Dívida Líquida / (Caixa Líquido)	6.071
Valor para o Acionista	29.490
Número de Ações (mi)	1.597
Valor Justo por Ação	**18,50**

Premissas Valuation

WACC	9,1%
Beta	1,13
Taxa Livre de risco	1,3%
Prêmio de Mercado	7,7%
Risco País	2,6%
Crescimento na perpetuidade	5,5%

Endividamento

R$ Milhões	2019a	2020a	2021e	2022e	2023e
Dívida Bruta	2.155	4.449	4.894	5.383	5.922
Caixa	1.364	2.984	2.786	3.073	3.644
Dívida Líquida (Caixa Líquido)	791	1.465	2.108	2.310	2.277
Dívida Líquida/EBITDA Aj. (x)	(5,0)x	0,6 x	0,7 x	0,6 x	0,5 x

Balanço Patrimonial

R$ Milhões	2019a	2020a	2021e	2022e	2023e
Ativos	**24.424**	**33.056**	**37.396**	**40.802**	**44.515**
Circulantes	12.452	19.248	22.024	24.153	26.506
Realizável de Longo Prazo	5.573	7.457	8.794	9.767	10.738
Investimentos, Imobilizado e Intangível	6.399	6.351	6.577	6.882	7.270
Passivos	**24.424**	**33.056**	**37.396**	**40.802**	**44.515**
Circulante	15.733	18.497	21.657	23.859	26.083
Exigível de Longo Prazo	8.113	8.580	9.394	10.071	10.773
Patrimônio Líquido	578	5.979	6.344	6.871	7.660

Fonte: Via Varejo e BB Investimentos

DRE

R$ Milhões	2019a	2020a	2021e	2022e	2023e
GMV Total	**31.206**	**37.307**	**44.746**	**52.044**	**60.431**
Lojas Físicas	24.849	21.317	25.026	27.523	29.837
1P	4.659	12.766	14.062	15.468	17.015
3P	1.698	3.224	5.658	9.053	13.579
Receita Líquida	**25.655**	**28.901**	**34.084**	**37.856**	**41.618**
crescimento	*-4,7%*	*12,7%*	*17,9%*	*11,1%*	*9,9%*
CMV	-18.312	-19.435	-23.567	-25.984	-28.356
Lucro Bruto	**7.343**	**9.466**	**10.517**	**11.872**	**13.262**
Margem Bruta (%)	*28,6%*	*32,8%*	*30,9%*	*31,4%*	*31,9%*
Vendas	-5.564	-5.892	-6.817	-7.382	-7.907
G&A	-931	-891	-988	-1.098	-1.207
Equivalência Patrimonial	47	53	51	57	62
Outras Receitas/Despesas	-1.235	-386	-68	-76	-42
D&A	-702	-731	-813	-931	-1.069
EBIT	**-1.042**	**1.619**	**1.882**	**2.443**	**3.099**
Margem EBIT (%)	*-4,1%*	*5,6%*	*5,5%*	*6,5%*	*7,4%*
EBITDA Ajustado	**1.076**	**2.917**	**2.982**	**3.691**	**4.474**
Margem EBITDA Ajustado (%)	*4,2%*	*10,1%*	*8,7%*	*9,7%*	*10,8%*
Resultado Financeiro	**-962**	**-696**	**-1.240**	**-1.510**	**-1.691**
despesas financeiras	-1.154	-1.118	-1.272	-1.601	-1.819
receitas financeiras	192	422	31	91	128
EBT	**-2.004**	**923**	**641**	**932**	**1.408**
Margem EBT (%)	*-7,8%*	*3,2%*	*1,9%*	*2,5%*	*3,4%*
impostos	571	81	-162	-242	-373
Lucro Líquido	**-1.433**	**1.004**	**479**	**690**	**1.035**
Margem Líquida (%)	*-5,6%*	*3,5%*	*1,4%*	*1,8%*	*2,5%*

Fluxo de Caixa

R$ Milhões	2019a	2020a	2021e	2022e	2023e
EBIT	**-1.042**	**1.619**	**1.882**	**2.443**	**3.099**
(-) IR&CSLL	297	142	-476	-633	-821
(-) Custo de recebíveis descontados	-311	-180	-235	-315	-368
NOPAT	**-1.056**	**1.581**	**1.171**	**1.494**	**1.910**
(+) D&A	883	912	1.033	1.173	1.333
(-) CAPEX	-435	-434	-561	-675	-800
(-) Renovação Direito Uso	-4.342	-360	-697	-802	-922
(-) Capital de Giro	2.577	4.211	700	438	399
(=) FCFF	**-2.373**	**5.910**	**1.645**	**1.627**	**1.920**

Fonte: Via Varejo e BB Investimentos

Múltiplos e Rentabilidade

R$ Milhões	2019a	2020a	2021e	2022e	2023e
EV/GMV			0,8 x	0,7 x	0,6 x
EV/EBITDA			12,2 x	9,8 x	8,0 x
P/E			61,6 x	42,7 x	28,5 x
ROE	-92,4%	30,6%	7,8%	10,4%	14,2%
ROIC	-33,8%	24,0%	10,8%	12,7%	14,8%
Dividend Yield	0,0%	0,0%	0,6%	0,8%	1,2%

Análise de Sensibilidade

	Preço-alvo 21E				
g/WACC	**8,1%**	**8,6%**	**9,1%**	**9,6%**	**10,1%**
4,5%	20,1	17,4	15,2	13,5	12,1
5,0%	22,7	19,2	16,7	14,6	13,0
5,5%	26,3	21,7	**18,5**	16,0	14,0
6,0%	31,6	25,2	20,9	17,7	15,3
6,5%	40,4	30,3	24,2	20,0	17,0

Fonte: Via Varejo e BB Investimentos

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 ICVM 598, 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), mas 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.

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			
	3	4	5	6
Georgia Jorge	-	-	-	-
	-	-	-	-

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.

BB Banco de Investimento S.A. - BB-BI

e-mail: pesquisa@bb.com.br

+55 (11) 4298 7000

Diretor

Francisco Augusto Lassalvia

Gerente Executivo

Alfredo Savarego

Gerentes da Equipe de Pesquisa

Estratégia - Wesley Bernabé, CFA
wesley.bernabe@bb.com.br

Análise de Empresas - Victor Penna
victor.penna@bb.com.br

Renda Variável

Açúcar e Etanol
Daniel Cobucci
cobucci@bb.com.br

Agronegócios, Alimentos e Bebidas
Mary Silva
mary.silva@bb.com.br
Luciana Carvalho
luciana_cvl@bb.com.br

Bancos e Serviços Financeiros
Rafael Reis
rafael.reis@bb.com.br

Bens de Capital
Catherine Kiselar
ckiselar@bb.com.br

Educação
Melina Constantino
mconstantino@bb.com.br

Imobiliário
Kamila Oliveira
kamila@bb.com.br

Óleo e Gás
Daniel Cobucci
cobucci@bb.com.br

Papel e Celulose
Mary Silva
mary.silva@bb.com.br

Siderurgia e Mineração
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
Richardi Ferreira
richardi@bb.combr

Macroeconomia e Estratégia de Mercado

Hamilton Moreira Alves
hmoreira@bb.com.br
Henrique Tomaz, CFA
htomaz@bb.com.br
Richardi Ferreira
richardi@bb.combr

Renda Fixa

Renato Odo
renato.odo@bb.com.br
José Roberto dos Anjos
robertodosanjos@bb.com.br

Equipe de Vendas

Gerente - Henrique Reis
henrique.reis@bb.com.br

Denise Rédua de Oliveira
Eliza Mitiko Abe
Fábio Caponi Bertoluci
Marcela Andressa Pereira
Pedro Gonçalves
Sandra Regina Saran

Contatos

bb.distribuicao@bb.com.br
acoes@bb.com.br

BB Securities - London

4th Floor, Pinners Hall – 105-108 Old Broad St.
EC2N 1ER – London – UK
+44 (20) 7367 5800

Managing Director
Juliano Marcatto de Abreu — julianomarcatto@bb.com.br

Head of Sales and Trading
Henrique Catarino — henrique.catarino@bb.com.br

Syndicate
Daniel Bridges — daniel.bridges@bb.com.br

Trading
Bruno Fantasia — bruno.fantasia@bb.com.br
Gianpaolo Rivas — gianpaolo.rivas@bb.com.br

Banco do Brasil Securities LLC - New York

535 Madison Avenue, 33th Floor
New York City, NY 10022 - USA
(Member: FINRA/SIPC/NFA)

Managing Director
Andre Haui — andrehaui@bb.com.br

Institutional Sales
Michelle Malvezzi — m.malvezzi@bb.com.br
Fabio Frazão — fabio.frazao@bb.com.br