

B2W

Marketplace pode ser divisor de águas

Raio-X

O portfólio da B2W é composto pelas marcas Americanas.com, Submarino, Shoptime e SouBarato. Além disso, possui um segmento de serviços financeiros, logísticos e outros negócios. Em 2012 a empresa iniciou um ciclo pesado de investimentos. Entre outras benfeitorias, o ciclo resultou na incorporação de empresas de logística, o que levou o e-commerce a uma grande verticalização, abertura de novos centros de distribuição, e início da atuação no Marketplace a partir de 2014. Desde o início da execução do plano até o primeiro semestre desse ano a empresa precisou de diversos aportes de capital, e teve sua autossustentabilidade questionada.

O que é o Marketplace e por que pode ser um divisor de águas?

O Marketplace é um espaço da plataforma digital destinado à venda de produtos de terceiros, os chamados *sellers*. Nesse modelo de negócio, a B2W recebe uma comissão sobre o valor da mercadoria vendida e é responsável pela transação financeira, ficando sob responsabilidade do seller a logística em geral. Embora haja uma redução na magnitude da receita (que é um % do valor da mercadoria), o negócio roda a margens muito mais altas (>60% Mg. EBITDA), tem incidência menor de impostos (não tem ICMS, por exemplo) e tem necessidade de capital de giro baixa. No 2T17 essa categoria chegou a uma participação de 29,6% no GMV (valor total da mercadoria vendida - importante lembrar que a receita proveniente do Marketplace é um % do GMV), até o ano que vem é esperado que essa categoria atinja 50%, e que chegue a patamar próximo a 70% em 2020.

Escala é fundamental para geração de caixa futura

Tudo mais constante, supondo um cenário hipotético em que a empresa mantivesse o mesmo GMV de 2016 (R\$ 12,5 bi), mas tivesse na média 45% do GMV em Marketplace, estimamos que a margem EBITDA da cia. poderia atingir ~11,5% (+3,5 p.p. vs. 2016, quando Marketplace representava 17,5% do GMV). Ainda nesse cenário, se considerássemos a materialização de um patamar menor de investimentos (Capex), de ~R\$ 350 mi, poderíamos vislumbrar um cenário com fluxo caixa livre menos negativo. Nesse mesmo exercício, um GMV ~20% maior poderia ter um impacto superior a 40% no fluxo de caixa livre.

O Lado Positivo: Valuation ainda está longe dos principais pares globais

O mercado de certa forma "pagou à frente" o breakeven da empresa, ou seja, o momento em que operação passa a gerar caixa mesmo após deduzir os investimentos, o capital de giro e os juros. Ainda assim, hoje a ação negocia a ~1,5x EV/Receita, enquanto players globais que já atuam em maior escala nesse segmento negociam acima de 4,0x EV/Receita (ex: e-Bay 4,2x, Mercado Libre 5,4x). Acreditamos que os investimentos realizados no último ciclo representem uma barreira relevante. Com 11 Centros de Distribuição, a empresa possui um posicionamento privilegiado no segmento de e-commerce, e novos entrantes precisariam arcar com investimentos altíssimos para chegar em uma estrutura logística similar. Além disso, quanto maior a participação no Marketplace, maiores serão as margens e menor a necessidade de capital de giro. Tendo a plataforma já operacional, o segmento é altamente escalável (e quanto mais *sellers*, melhor). Lembremos que esse é um jogo de escala. A concretização de um cenário em que a B2W atua em larga escala no marketplace seria um divisor de águas, e poderia resultar em um re-rating dos múltiplos atuais.

A Ressalva: Volatilidade e competição

No entanto, acreditamos que ainda há um caminho para que BTOW negocie a esses múltiplos, especialmente se lembrarmos que ainda não há track record de geração de caixa recorrente. Outro fator importante é a sensibilidade ao cenário competitivo. Não acreditamos que a forma como a Amazon atua no Brasil hoje impacte materialmente o cenário competitivo. No entanto, se a empresa optasse por ampliar sua atuação local no e-commerce também, haveria duas vias possíveis: crescimento orgânico e M&A. Dada a complexidade logística e o tempo que o processo orgânico levaria, acreditamos que a probabilidade desse cenário seja menor. Já a aquisição de um player local (seja pela Amazon ou outras empresas) poderia mudar drasticamente a dinâmica competitiva do setor, trazendo um risco que hoje não acreditamos ser material. Nesse caso, se o veículo fosse a B2W, veríamos potencial grande de upside. Se o veículo fosse uma empresa concorrente, o cenário seria de volatilidade seria ainda maior para as ações.

Neutro

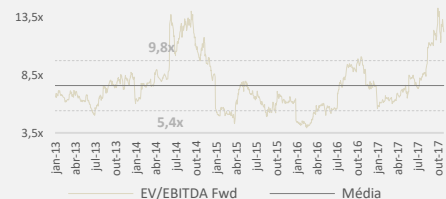
Preço Atual: R\$ 21,01
30-out-17

Celson Plácido, CNPI
(11) 3526-2286
celson.placido@xpi.com.br

Marco Saravalle, CNPI
(11) 3027-2285
marco.saravalle@xpi.com.br

Bruna Pezzin, CNPI
(11) 3526-1452
bruna.pezzin@xpi.com.br

Evolução EV/EBITDA Est - BTOW3



Cenários de Preço

	EV/EBITDA	Preço	Var %
Hoje	12,3x	R\$ 21,01	-
Base	13,3x	R\$ 23,20	10% ↑
Ótimo	15,9x	R\$ 28,70	37% ↑
Stress	8,7x	R\$ 13,50	-36% ↓

Fontes: XP Investimentos

Principais Múltiplos

	2017E	2018E
P/E	-	-
EV/EBITDA	16,6x	12,3x
P/B	2,3x	2,4x
Dividend Yield*	0,0%	
Dívida Líq/EBITDA**	3,1x	

Fontes: Bloomberg e XP Investimentos. *2017. **2T17.

Gráfico 1. Histórico de Preço e Possíveis Cenários | 2018e



Fontes: Bloomberg e XP Investimentos.

CENÁRIO BASE

R\$ 23,20 (+10%)

Cenário base implica que a empresa apresente leve queima de caixa no ano completo de 2017, e que siga a trajetória esperada de migração para o marketplace. Com isso, margens devem melhorar ao longo dos próximos trimestres, e a receita líquida ainda pode sofrer o impacto da migração.

CENÁRIO ÓTIMO

R\$ 28,70 (+37%)

O cenário ótimo poderia se concretizar com fatores que alterem a percepção de risco da empresa, como i) geração de caixa positiva no ano de 2017, ii) migração mais rápida que o antecipado para o marketplace e fatores político-econômicos. Um cenário de aquisição em que a BTOW é o veículo poderia representar upside para esse cenário.

CENÁRIO STRESS

R\$ 13,50 (-36%)

Esse cenário contemplaria queima de caixa no ano de 2017 e resultados trimestrais piores que o esperado. Fatores que alterem a percepção de risco, como piora no cenário político-econômico, e mesmo o não cumprimento de metas estratégicas pré-estabelecidas, também podem resultar nesse cenário. Movimentos de consolidação que envolvam outros players locais podem resultar em stress.

Tabela 1. Consenso Bloomberg

R\$ Milhões	2015	2016	2017E	2018E
Receita Líquida	9.014	8.601	7.793	8.049
Crescimento A/A		-5%	-9%	3%
EBITDA	610	688	712	961
Crescimento A/A		13%	3%	35%
Margem EBITDA	6,8%	8,0%	9,1%	11,9%
Lucro Líquido	-418	-486	-365	-84
Crescimento A/A		16%	-25%	-77%
Margem Líquida	-4,6%	-5,6%	-4,7%	-1,0%

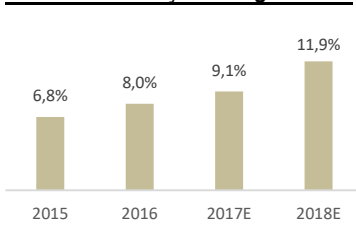
Fontes: Bloomberg, Empresa e XP Investimentos

Tabela 2. Outras Informações

R\$ Milhões (Exceto %)	
Dívida (Caixa) Líquida	2.019
Ações em Circulação	453
Market Capitalization	9.524
Performance da Ação	
Últ. Semana	-4%
Últ. Mês	14%
Acumulada Ano	111%
Últimos 12 Meses	37%

Fontes: Bloomberg e XP Investimentos

Gráfico 2. Evolução da Mg. EBITDA



Fontes: Bloomberg, Empresa e XP Investimentos

CATALISADORES

1. Geração de Caixa. A B2W tem sido historicamente uma fonte de queima de caixa, tanto por conta do perfil do negócio como pelo momento que a empresa passa (pós-crise econômica e transição de modelo). Caso a operação passe a gerar caixa recorrentemente nos próximos trimestres (mesmo após considerar investimentos e juros), podemos esperar re-precificação das ações para múltiplos acima do atual 1,5x EV/Receitas. Confirmação de resultados trimestrais positivos pode ser um catalisador relevante para os papéis

2. Migração mais rápida para o Marketplace. O cenário base assume que até o final de 2018 o Marketplace da B2W chegue a 50% do GMV, e 70% em 2020. Caso essa migração ocorra de forma mais rápida que o esperado, tudo mais constante, é de se esperar que os fundamentos apresentem melhora mais rápida (margem consolidada maior, necessidade de capital de giro menor). O oposto, no entanto, também é verdadeiro.

RISCOS

1. Consolidação e Competição. A entrada de uma empresa estrangeira - ou até mesmo uma aquisição local - via B2W pode representar um potencial de upside relevante. Porém, caso o veículo escolhido seja uma empresa concorrente, esse pode se tornar um dos maiores riscos para o setor. Acreditamos que poderia haver um forte de-rating nas ações, por conta de fatores como (i) aumento na competição, (ii) nova dinâmica de preços (risco de guerra de preços), (iii) possível aumento do poder de barganha dos concorrentes com os sellers e fornecedores.

2. Fundamentos abaixo do esperado. Da mesma forma que a geração de caixa no ano seria um catalisador positivo, a não concretização desse cenário representa um risco relevante de downside. Além do caixa, resultado operacional pior que o esperado, como fruto da migração ou da política de preços, também representa um risco.

Disclaimer

- 1) Este relatório de análise foi elaborado pela XP Investimentos CCTVM S.A. ("XP Investimentos ou XP") de acordo com todas as exigências previstas na Instrução CVM nº 483, de 6 de julho de 2010, tem como objetivo fornecer informações que possam auxiliar o investidor a tomar sua própria decisão de investimento, não constituindo qualquer tipo de oferta ou solicitação de compra e/ou venda de qualquer produto. As informações contidas neste relatório são consideradas válidas na data de sua divulgação e foram obtidas de fontes públicas. A XP Investimentos não se responsabiliza por qualquer decisão tomada pelo cliente com base no presente relatório.
- 2) Este relatório foi elaborado considerando a classificação de risco dos produtos de modo a gerar resultados de alocação para cada perfil de investidor.
- 3) O(s) signatário(s) deste relatório declara(m) que as recomendações refletem única e exclusivamente suas análises e opiniões pessoais, que foram produzidas de forma independente, inclusive em relação à XP Investimentos e que estão sujeitas a modificações sem aviso prévio em decorrência de alterações nas condições de mercado, e que sua(s) remuneração(es) é(são) indiretamente influenciada por receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pela XP Investimentos.
- 4) O analista responsável pelo conteúdo deste relatório e pelo cumprimento da Instrução CVM nº 483/10 está indicado acima, sendo que, caso constem a indicação de mais um analista no relatório, o responsável será o primeiro analista credenciado a ser mencionado no relatório.
- 5) Os analistas da XP Investimentos estão obrigados ao cumprimento de todas as regras previstas no Código de Conduta da APIMEC para o Analista de Valores Mobiliários e na Política de Conduta dos Analistas de Valores Mobiliários da XP Investimentos.
- 6) O atendimento de nossos clientes é realizado por empregados da XP Investimentos ou por agentes autônomos de investimento que desempenham suas atividades por meio da XP, em conformidade com a ICVM nº 497/2011, os quais encontram-se registrados na Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários – ANCORD. O agente autônomo de investimento não pode realizar consultoria, administração ou gestão de patrimônio de clientes, devendo atuar como intermediário e solicitar autorização prévia do cliente para a realização de qualquer operação no mercado de capitais.
- 7) Os produtos apresentados neste relatório podem não ser adequados para todos os tipos de cliente. Antes de qualquer decisão, os clientes deverão realizar o processo de suitability e confirmar se os produtos apresentados são indicados para o seu perfil de investidor. Este material não sugere qualquer alteração de carteira, mas somente orientação sobre produtos adequados a determinado perfil de investidor.
- 8) A rentabilidade de produtos financeiros pode apresentar variações e seu preço ou valor pode aumentar ou diminuir num curto espaço de tempo. Os desempenhos anteriores não são necessariamente indicativos de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. As informações presentes neste material são baseadas em simulações e os resultados reais poderão ser significativamente diferentes.
- 9) Este relatório é destinado à circulação exclusiva para a rede de relacionamento da XP Investimentos, incluindo agentes autônomos da XP e clientes da XP, podendo também ser divulgado no site da XP. Fica proibida sua reprodução ou redistribuição para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento expresso da XP Investimentos.
- 10) A Ouvidoria da XP Investimentos tem a missão de servir de canal de contato sempre que os clientes que não se sentirem satisfeitos com as soluções dadas pela empresa aos seus problemas. O contato pode ser realizado por meio do telefone: 0800 722 3710.
- 11) O custo da operação e a política de cobrança estão definidos nas tabelas de custos operacionais disponibilizadas no site da XP Investimentos: www.xpi.com.br.
- 12) A XP Investimentos se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização deste relatório ou seu conteúdo.
- 13) A Avaliação Técnica e a Avaliação de Fundamentos seguem diferentes metodologias de análise. A Análise Técnica é executada seguindo conceitos como tendência, suporte, resistência, candles, volumes, médias móveis entre outros. Já a Análise Fundamentalista utiliza como informação os resultados divulgados pelas companhias emissoras e suas projeções. Desta forma, as opiniões dos Analistas Fundamentalistas, que buscam os melhores retornos dadas as condições de mercado, o cenário macroeconômico e os eventos específicos da empresa e do setor, podem divergir das opiniões dos Analistas Técnicos, que visam identificar os movimentos mais prováveis dos preços dos ativos, com utilização de "stops" para limitar as possíveis perdas.
- 14) O investimento em ações é indicado para investidores de perfil moderado e agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. Ação é uma fração do capital de uma empresa que é negociada no mercado. É um título de renda variável, ou seja, um investimento no qual a rentabilidade não é preestabelecida, varia conforme as cotações de mercado. O investimento em ações é um investimento de alto risco e os desempenhos anteriores não são necessariamente indicativos de resultados futuros e nenhuma declaração ou garantia, de forma expressa ou implícita, é feita neste material em relação a desempenhos. As condições de mercado, o cenário macroeconômico, os eventos específicos da empresa e do setor podem afetar o desempenho do investimento, podendo resultar até mesmo em significativas perdas patrimoniais. A duração recomendada para o investimento é de médio-longo prazo. Não há quaisquer garantias sobre o patrimônio do cliente neste tipo de produto.
- 15) O investimento em opções é preferencialmente indicado para investidores de perfil agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. No mercado de opções, são negociados direitos de compra ou venda de um bem por preço fixado em data futura, devendo o adquirente do direito negociado pagar um prêmio ao vendedor tal como num acordo seguro. As operações com esses derivativos são consideradas de risco muito alto por apresentarem altas relações de risco e retorno e algumas posições apresentarem a possibilidade de perdas superiores ao capital investido. A duração recomendada para o investimento é de curto prazo e o patrimônio do cliente não está garantido neste tipo de produto.
- 16) O investimento em termos é indicado para investidores de perfil agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. São contratos para compra ou a venda de uma determinada quantidade de ações, a um preço fixado, para liquidação em prazo determinado. O prazo do contrato a Termo é livremente escolhido pelos investidores, obedecendo o prazo mínimo de 16 dias e máximo de 999 dias corridos. O preço será o valor da ação adicionado de uma parcela correspondente aos juros – que são fixados livremente em mercado, em função do prazo do contrato. Toda transação a termo requer um depósito de garantia. Essas garantias são prestadas em duas formas: cobertura ou margem.
- 17) O investimento em Mercados Futuros embute riscos de perdas patrimoniais significativos, e por isso é indicado para investidores de perfil agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. Commodity é um objeto ou determinante de preço de um contrato futuro ou outro instrumento derivativo, podendo consubstanciar um índice, uma taxa, um valor mobiliário ou produto físico. É um investimento de risco muito alto, que contempla a possibilidade de oscilação de preço devido à utilização de alavancagem financeira. A duração recomendada para o investimento é de curto prazo e o patrimônio do cliente não está garantido neste tipo de produto. As condições de mercado, mudanças climáticas e o cenário macroeconômico podem afetar o desempenho do investimento.
- 18) ESTA INSTITUIÇÃO É ADERENTE AO CÓDIGO ANBIMA DE REGULAÇÃO E MELHORES PRÁTICAS PARA ATIVIDADE DE DISTRIBUIÇÃO DE PRODUTOS DE INVESTIMENTO NO VAREJO.