

Magazine Luiza

Multicanalidade e Crescimento

2017: o ano de colher frutos

2017 foi um ano de crescimento consistente. Marcou o início da recuperação das vendas no setor, ganho de market share do Magazine Luiza e (parte dos) resultados provenientes dos altos investimentos em inovação e integração das plataformas. Nos 9M17, a receita líquida cresceu ~25% (vendas em mesmas lojas de 23%). Vale destacar o crescimento de 55% das vendas do e-commerce no 3T17, que levou o canal a uma participação de 30% nas vendas. Houve diluição de despesas em ~2 p.p. (em relação às receitas) nos 9 meses, e geração de lucro 5x maior. O capital de giro também evoluiu positivamente ao longo do ano, resultando em geração de caixa operacional de R\$ 320 mi nos 9M17 (vs. R\$ 3 mi nos 9M16). No início de Outubro a empresa realizou um follow-on com o objetivo de i) quitar algumas dívidas de curto prazo e ii) investir na abertura de lojas, em tecnologia, etc. O objetivo principal continua sendo digitalizar o processo de venda sem perder os pontos físicos.

Comércio eletrônico deve seguir em forte expansão e chegar a 50% das vendas

A empresa nos guia para participação de 50% do comércio eletrônico nas vendas nos próximos 5 anos, sendo o marketplace ("3P") ~10% disso (ou 50% do valor total da mercadoria vendida - vale lembrar que no marketplace a receita de MGLU é a comissão sobre o preço do produto). Além disso, o ritmo de abertura de lojas deve acelerar nos próximos dois anos em relação às 60 aberturas de 2017. Se colocarmos isso em números, esperaríamos abertura próxima a 90 lojas por ano, crescimento próximo a 30% a/a do comércio eletrônico no período e o marketplace mais que dobrando. Com o aumento da participação do e-commerce na receita, observaremos nos próximos anos margem bruta levemente menor. A margem EBITDA também será marginalmente penalizada por conta da aceleração na abertura de lojas (despesas). A margem bruta deve ir dos atuais 31% para níveis mais próximos de 29%, e a margem EBITDA deve oscilar em nível 0,5 p.p. menor (dos atuais 8,6% nos 9M17).

Expansão forte e cautelosa

As novas lojas abertas terão um formato diferente do convencional, que consiste em um mix entre loja e centro de distribuição. Esse modelo facilita a logística tanto da própria empresa como dos sellers, além de auxiliar o "retira loja" (modalidade de retirar produtos comprados online na loja). Outra medida que fortalecerá o marketplace é a possibilidade de vender produtos 3P também na loja física, e não só na plataforma. O fomento do 3P tem sido feito de forma cautelosa: hoje a plataforma tem ~700 sellers, mas ~360 sellers foram rejeitados ao longo do processo de seleção. A ideia é que o consumidor tenha experiência de compra similar tanto no 3P e no 1P, o que exige padrões de qualidade similares.

Apesar de tudo, investidor deve se atentar à concorrência

A integração prematura das plataformas física e online consiste em uma vantagem, visto que alguns players estão seguindo esse caminho apenas agora. No entanto, a competição é particularmente mais sensível no comércio eletrônico, dado que preço é um dos principais drivers de consumo. Assim, atuação agressiva de concorrentes no mercado brasileiro pode impactar o crescimento esperado para as vendas online de MGLU.

Avaliação

Ganhos de eficiência a partir de agora serão marginais, dado que o grande salto em termos de integração de plataformas, tecnologia e racionalização de custos já aconteceu. O próximo salto será o aumento da participação do e-commerce e do marketplace nas vendas. Assim, esperamos ver queda tímida nas margens (mg. bruta: aprox. -0,3 p.p. a/a em 2018 e mg. EBITDA -0,2 p.p.), mas alívio na necessidade de capital de giro. Giro do estoque do e-commerce é maior que o giro das lojas físicas (em ~15 dias), o que resultará em ganho gradual de fluxo de caixa operacional. No caso do marketplace, a necessidade de capital de giro é baixa. Em resumo, vemos a empresa em uma posição privilegiada dentro do setor. Se trata de um case que já gera caixa livre, com boa capilaridade e cadeia logística, dentro de um setor subpenetrado e que deve crescer nos próximos anos. Além disso, possui uma estrutura de capital confortável para sustentar o plano de expansão. O valuation atual de 28,5x P/E para 2018 já embute parte desses benefícios, o que nos

Positivo

Preço Atual: R\$ 77,3
27-dez-17

Celson Plácido, CNPI
(11) 3526-1866
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 - MGLU3



Cenários de Preço

	EV/EBITDA	Preço	Var %
Hoje	13,3x	R\$ 77,30	-
Base	13,1x	R\$ 85,00	10% ↑
Ótimo	13,9x	R\$ 90,00	16% ↑
Stress	11,0x	R\$ 71,00	-8% ↓

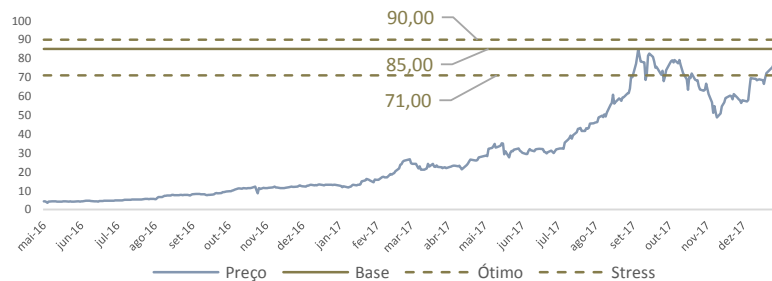
Fontes: XP Investimentos

Principais Múltiplos

	2017E	2018E
P/E	42,7x	28,5x
EV/EBITDA	15,3x	13,3x
P/B	10,1x	8,1x
Dividend Yield*	0,7%	
Dívida Líq/EBITDA**	0,4x	

Fontes: Bloomberg e XP Investimentos. *2018. **3T17.

Gráfico 1. Histórico de Preço e Possíveis Cenários



Fontes: Bloomberg e XP Investimentos.

CENÁRIO BASE

R\$ 85,00 (+10%)

No cenário base a empresa tem sucesso na abertura acelerada de lojas (mantendo o bom nível de execução) e mantém crescimento forte nas vendas online e marketplace, de forma que o canal digital se aproxime da metade das receitas no longo prazo.

CENÁRIO ÓTIMO

R\$ 90,00 (+16%)

Em nosso cenário otimista, o crescimento de receitas é mais acentuado e resulta em ganhos de participação de mercado. Mudança em fatores conjunturais também podem resultar na materialização desse cenário (aprovação de reformas, cenário político favorável e consequência disso em fatores conjunturais).

CENÁRIO STRESS

R\$ 71,00 (-8%)

O cenário de stress pode se materializar com fatores como i) o acirramento do ambiente competitivo e ii) com piora no ambiente político (tal que haja mudança em fatores conjunturais, como taxa de inflação de longo prazo, PIB potencial, taxa de juros e risco).

Tabela 1. Consenso Bloomberg

R\$ Milhões	2015	2016	2017E	2018E
Receita Líquida	9.067	9.509	11.667	13.557
Crescimento A/A		5%	23%	16%
EBITDA	465	715	992	1.134
Crescimento A/A		54%	39%	14%
Margem EBITDA	5,1%	7,5%	8,5%	8,4%
Lucro Líquido	-66	87	322	481
Crescimento A/A		-232%	272%	49%
Margem Líquida	-0,7%	0,9%	2,8%	3,5%

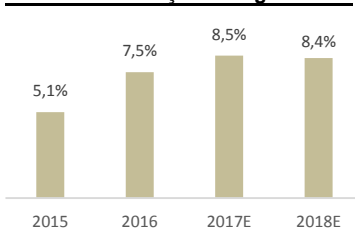
Fontes: Bloomberg, Empresa e XP Investimentos

Tabela 2. Outras Informações

R\$ Milhões (Exceto %)	
Dívida (Caixa) Líquida	430
Ações em Circulação	170
Market Capitalization	15.057
Performance da Ação	
Últ. Semana	6%
Últ. Mês	37%
Acumulada Ano	489%
Últimos 12 Meses	489%

Fontes: Bloomberg e XP Investimentos

Gráfico 2. Evolução da Mg. EBITDA



Fontes: Bloomberg, Empresa e XP Investimentos

CATALISADORES

1. Melhora Econômica e Mercado Subpenetrado.

Nosso cenário base assume que a economia mantenha trajetória positiva em 2018 (queda do desemprego, aumento da renda disponível, etc). Além da recuperação natural das vendas, o fomento do canal online e o seu baixo grau de penetração são importantes para sustentar o crescimento da empresa em nossa visão. Para ilustrar, ~5% das vendas totais no comércio Brasileiro em 2016 vieram do e-commerce. Isso se compara com 20% na China e 12% nos EUA. Com cada vez mais pessoas com acesso a smartphones, com ganho crescente de confiança em transações online e com a opção de receber o produto no domicílio ou retirá-lo na loja, há espaço para crescimento desse percentual.

2. Ganho de market share.

A empresa vem obtendo sucesso em aumentar sua participação de mercado nos últimos trimestres. Surpresas positivas nesse indicador podem catalisar a performance dos papéis.

RISCOS

1. Concorrência.

A competição nesse setor é acirrada, e pode vir a afetar o plano de expansão. É particularmente mais acirrada no marketplace e no e-commerce, onde preço e frete são os principais drivers. Uma atuação mais agressiva de competidores, como Mercado Livre, pode impactar o ritmo de crescimento do canal online. Vale relembrar que um dos pilares de MGLU é o crescimento forte desses canais. Uma das principais vantagens da multicanalidade é mitigar esse risco com a operação de varejo físico, que embora também sofra com a concorrência, tem outros drivers importantes além do preço, e que a MGLU tem trabalhado bem.

2. Incerteza política.

Acreditamos que a Economia esteja de fato em trajetória de recuperação, e que veremos melhora em indicadores como emprego e renda disponível no próximo ano. No entanto, o ambiente político, especialmente no que tange a realização de reformas e eleição presidencial, deve trazer volatilidade para o mercado acionário como um todo. Decisões políticas podem afetar fatores conjunturais (como risco do país e crescimento potencial de longo prazo), que consequentemente impactam a avaliação das empresas.

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.