

## Via Varejo

### Integração e Valuation Atrativo

#### Raio-X

A Via Varejo é composta pelas redes Casas Bahia e Ponto Frio. Até o 3T17, a rede contava com 966 lojas, das quais 217 eram lojas do Ponto Frio e 749 da Casas Bahia. Desde o final de 2016, os esforços da companhia estiveram voltados para a integração das plataformas online (Cnova) e digital, movimento que foi bem recebido pelo mercado e tem se mostrado assertivo. Em pouco mais de um ano, a distribuição e a logística estão integradas, faltando apenas a junção integral dos sistemas. Até Set/17, os investimentos têm se direcionado majoritariamente para tecnologia (>50%) e reforma de lojas (35%). Investimentos devem se intensificar nos próximos anos, e parte relevante será voltada também para a abertura de novas lojas (~80 novas lojas em 2018, +8%). As novas lojas terão um formato menor em termos de área, mas utilizarão mais tecnologia e deverão apresentar venda/m<sup>2</sup> superior. A rede tem investido na modalidade "Retira Rápido", em que a compra feita no site pode ser retirada em um ponto físico (custo é ~10% do custo de entregar na residência). Essa modalidade de entrega deve ficar em patamar superior a 30% das vendas elegíveis no 4T17, vs. 10% no início do ano. Nos 9M17, vendas online representaram 29% do valor de mercadorias vendidas (GMV).

#### Cenário macroeconômico benigno e posicionamento forte de mercado

A Via Varejo (i) tem melhorado o nível de serviço e é considerada *top-of-mind* no mercado de atuação, (ii) possui exposição a diversas classes sociais e (iii) tem alta cobertura do território brasileiro. A forte presença de marca é benéfica no segmento digital, dado que conhecer a marca é um dos pré-requisitos para a decisão de comprar em determinado site (fora o preço, que é o principal driver do ato de comprar). Além disso, o setor deverá passar por crescimento interessante, com base em i) maior concessão de crédito livre (nominalmente, expectativa de crescimento de 16% em crédito pessoal e 4% na modalidade cartão de crédito em 2018), ii) aumento na renda disponível e iii) melhora de indicadores de confiança e emprego.

#### ROE em crescimento, em parte já precificado.

Podemos analisar o retorno sobre patrimônio (ROE) da Via Varejo em três dimensões: margem líquida, giro do ativo e alavancagem. Desde 2014, quando o volume de vendas começou a cair, as despesas cresceram fortemente em relação às receitas (aumentaram a participação em ~6 p.p. até 2016), o que resultou em queda das margens operacional e líquida, e trouxe o ROE para o patamar atual de ~3% (9M17). A margem líquida é o componente que tem exercido maior pressão sobre o ROE. O vale aconteceu em 2016, e o movimento tem apresentado reversão ao longo de 2017: o crescimento de vendas nos 9M17 (+38%) já proporcionou redução no montante de despesas em relação à receita (queda de 2 p.p. em relação a 2016), o que já deve levar o ROE de 2017 próximo a 4%. Historicamente as ações da Via Varejo possuem correlação alta com o ROE, mas já tendo em parte antecipado esse primeiro salto. A diluição de custos com a retomada da atividade em conjunto com a expansão no número de lojas e, principalmente, a queda na taxa de juros média, devem resultar em lucro ~R\$ 300 mi maior em 2018.

#### M&A?

A Via Varejo continuará sendo tratada como atividade descontinuada para o GPA (Grupo Pão de Açúcar), mas o grupo afirma que não há pressa para a venda. Não há informações sobre timing ou interessados no ativo, mas no passado chegou a atrair interesse de fundos de private equity e até da chinesa Alibaba (~13x EV/Vendas 2018, vs. VVAR11 0,5x) de acordo com a mídia local.

#### Avaliação

Em termos de valuation, as ações da Via Varejo negociam a desconto razoável em relação aos principais pares (Magazine Luiza e B2W). Hoje os papéis negociam a EV/Vendas 2018 de 0,47x, desconto de ~60% em relação à média de 1,2x dos outros players. Em termos de P/E, o desconto ainda é de ~30%, com o papel negociando a 19x. Acreditamos que o momento seja positivo para o setor, com a recuperação de indicadores de atividade, crédito e consequente aceleração nas vendas. A alavancagem operacional resultante disso e despesas financeiras menores deverão sustentar crescimento forte do lucro em 2018, permitindo geração de caixa livre saudável (FCF yield próximo a 6%).

## Positivo

Preço Atual: R\$ 23,83

16-jan-18

Celson Plácido, CNPI

(11) 3526-1866

celson.placido@xpi.com.br

Marco Saravalle, CNPI

(11) 3027-2285

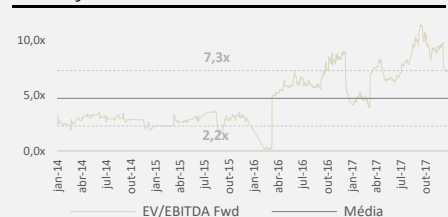
marco.saravalle@xpi.com.br

Bruna Pezzin, CNPI

(11) 3526-1452

bruna.pezzin@xpi.com.br

#### Evolução EV/EBITDA Est - VVAR11



#### Cenários de Preço

	EV/EBITDA	Preço	Var %
Hoje	7,3x	R\$ 23,83	-
Base	8,4x	R\$ 28,00	17% ↑
Ótimo	9,3x	R\$ 32,00	34% ↑
Stress	6,5x	R\$ 20,00	-16% ↓

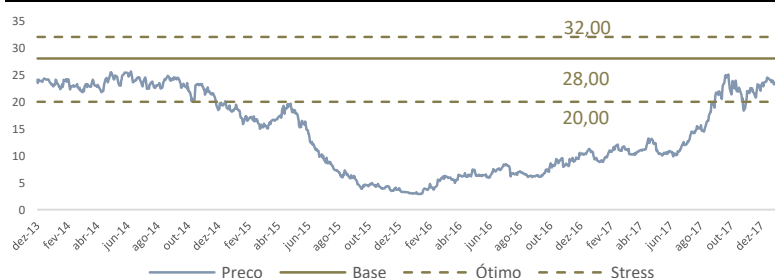
Fontes: XP Investimentos

#### Principais Múltiplos

	2018E	2019E
P/E	19,0x	15,1x
EV/EBITDA	7,2x	6,1x
P/B	3,1x	2,8x
Dividend Yield*	1,3%	
Dívida Líq/EBITDA**	-1,2x	

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

**Gráfico 1. Histórico de Preço e Possíveis Cenários**



Fontes: Bloomberg e XP Investimentos.

**CENÁRIO BASE**

**R\$ 28,00 (+17%)**

No cenário base, as vendas mantêm a trajetória acelerada de crescimento, resultando em ganhos operacionais e financeiros (com juros menores). O ativo negociaria a ~0,55x Vendas 2018e.

**CENÁRIO ÓTIMO**

**R\$ 32,00 (+34%)**

Um cenário ótimo poderia se materializar com (i) corte mais forte que o previsto na taxa básica de juros, (ii) retomada mais forte que a antecipada na atividade. Possíveis movimentos de M&A não estão contemplados nesse cenário, e poderiam resultar em valorização maior.

**CENÁRIO STRESS**

**R\$ 20,00 (-16%)**

O cenário de stress poderia ocorrer caso os fatores mencionados no último item surpreendessem na ponta negativa. Acirramento da concorrência, sobretudo se houver mudança material na dinâmica competitiva (ex: M&A em outra empresa do setor) pode resultar em um cenário de stress.

**Tabela 1. Consenso Bloomberg**

R\$ Milhões	2015	2016	2017E	2018E
<b>Receita Líquida</b>	19.268	19.829	25.249	28.232
Crescimento A/A		3%	27%	12%
<b>EBITDA</b>	938	936	1.386	1.840
Crescimento A/A		0%	48%	33%
<b>Margem EBITDA</b>	4,9%	4,7%	5,5%	6,5%
<b>Lucro Líquido</b>	14	-95	295	619
Crescimento A/A		-779%	-411%	109%
<b>Margem Líquida</b>	0,1%	-0,5%	1,2%	2,2%

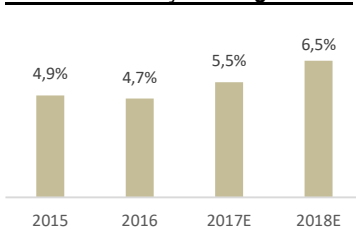
Fontes: Bloomberg, Empresa e XP Investimentos

**Tabela 2. Outras Informações**

R\$ Milhões (Exceto %)	
Dívida (Caixa) Líquido	-1.836
Ações em Circulação	431
Market Capitalization	10.263
<b>Performance da Ação</b>	
Últ. Semana	2%
Últ. Mês	-3%
Acumulada Ano	-3%
Últimos 12 Meses	150%

Fontes: Bloomberg e XP Investimentos

**Gráfico 2. Evolução da Mg. EBITDA**



Fontes: Bloomberg, Empresa e XP Investimentos

**CATALISADORES**

**1. Melhora Econômica.** Nosso cenário base assume que a economia mantenha trajetória positiva ao longo de 2018, seja via melhora da atividade e/ou melhora da confiança. Surpresas positivas podem resultar em venda maior que a prevista, o que resultaria em valorização dos papéis. Corte mais forte que o esperado nos juros também pode impulsionar os papéis, tendo em vista a influência sobre o lucro (via despesa financeira menor).

**2. Ganho de participação de mercado.** A Via Varejo tem um posicionamento forte no mercado de atuação, e deve acelerar a abertura de lojas e o marketplace nos próximos anos. Crescimento superior aos outros participantes da indústria, e conseqüente ganho de participação de mercado, poderia resultar em valorização dos papéis.

**3. M&A.** A discussão sobre uma possível venda do controle da Via Varejo, hoje sob controle do Grupo Pão de Açúcar, há algum tempo deixou de ser pauta recorrente. No entanto, o grupo ainda trata a Via Varejo como atividade descontinuada, e a venda não está descartada (o que muda é a urgência). O ativo chegou a atrair interesse de fundos de private equity e até da chinesa Alibaba, que negocia a múltiplos muito mais altos. Uma eventual venda de controle não está nas contas, e pode resultar em valorização extra dos papéis.

**RISCOS**

**1. Concorrência.** A competição é um fator relevante no setor, especialmente no segmento online, em que o principal driver de compra é preço. Acirramento da concorrência, seja por meio de guerra de preços, abertura mais agressiva de pontos por parte de outros players ou consolidação (M&A), podem resultar em i) perda de participação de mercado, ii) queda nas margens e piora na geração de caixa, conseqüentemente impactando negativamente o preço das ações.

**2. Incerteza política.** O cenário político tem influência principalmente sobre a percepção de risco para os investidores, e pode exercer influência negativa sobre as ações (e o mercado em geral) no caso de eleições turbulentas e/ou dificuldade no avanço de reformas estruturais.

#### **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](http://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.