

Via Varejo (VVAR3): Atualizando nossas estimativas

O momentum sólido de curto prazo nos leva a manter nossa classificação de Compra

Em maio, promovemos o upgrade da Via Varejo com base nos resultados acima do esperado no início da pandemia (desde então, a ação subiu 92%). Neste relatório, atualizamos nossos números para incorporar a melhor estrutura de capital após o follow-on de R\$ 4,4 bilhões de junho e os fortes resultados esperados no curto prazo, especialmente na operação 1P, que apresenta riscos de alta em relação aos nossos números anteriores. Desde o ano passado, a VVAR vem divulgando iniciativas para dar a volta por cima em suas operações, visando inicialmente: (i) um melhor desempenho das lojas; (ii) mais capacidade online; (iii) melhor mix de produtos; (iv) maior penetração do CDC (crédito direto ao consumidor); (v) melhores níveis de estoque; (vi) maior eficiência de custos; e (vii) expansão online / offline. Embora ainda vejamos a Via Varejo como um trabalho em andamento, o forte aumento no tráfego nos últimos meses (um dos principais pilares para qualquer plataforma de e-commerce), aproveitando a migração mais rápida dos consumidores de offline para online e a crescente demanda por categorias mais discricionárias, parece promissor (também ajudado pelo Coronavoucher no Brasil). A liquidez (um problema no início da Covid-19) também está sob controle, permitindo mais investimentos na frente de capital de giro e em sua operação 3P.

Mais investimentos na plataforma digital

Após um sólido desempenho de sua operação online no 1S20, a VVAR reportou um conjunto decente de resultados no 3T, com a expansão do e-commerce e a alavancagem operacional como principais pontos positivos. O GMV online cresceu 219% a/a (embora com queda de 20% em relação ao 2T20), impulsionado por seu desempenho na operação de marketplace (GMV aumentou 83% a/a) e em 1P (GMV aumentou 294% a/a). A Via Varejo atingiu 8 mil vendedores (vs. 6 mil vendedores no 2T20) e 5 milhões de SKUs (vs. 4,2 milhões no 2T20), com as vendas no celular respondendo por 80% do GMV online (e com o aplicativo representando 27% do GMV de e-commerce). Além da AsapLog (empresa de logística de abrangência nacional, que se soma às 1.065 lojas e 27 CDs da empresa), a Via Varejo adquiriu recentemente a I9XP, empresa de tecnologia especializada no desenvolvimento de soluções de e-commerce para varejistas, com 17% de participação na Distrito, um polo de inovação e plataforma que apoia empresas em sua transformação digital. A VVAR também usa seus mais de 85 milhões de clientes para criar um ecossistema completo de dados para oferecer suporte a precificações, logística e marketing. Combinar mais tráfego e melhorias nos níveis de serviço será fundamental, uma vez que pretendem ganhar escala em sua plataforma 3P nos próximos trimestres, diversificando o número de categorias oferecidas.

BTG Pactual – Equity Research:

Luiz Guanais

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Gabriel Savi

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

Analise.Acoes@btgpactual.com

Viavarejo (VVAR3)

Data	20/11/2020
Ticker	VVAR3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	210
Preço (R\$)	17,9
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

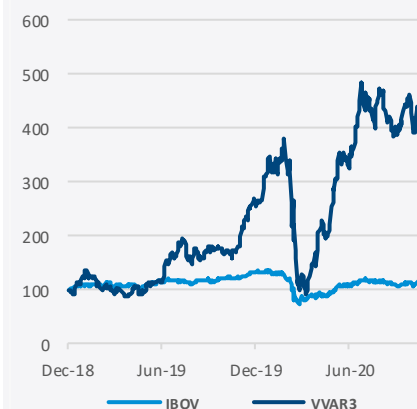
Market Cap. (R\$ mn)	28.645,10
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	1065,06

Valuation:

	2020E	2021E
P/L	29,6x	34,8x
EV/EBITDA	11,6x	11,4x

Stock Performance:

Novembro (%)	4,5%
LTM (%)	140,8%



Valuation	12/2018E	12/2019E	12/2020E	12/2021E	12/2022E
RoIC (EBIT) %	10,7	4,8	19,1	17,3	22,1
EV/EBITDA	11,2	23,5	11,6	11,4	9,3
P/L	-23,6	-35,1	29,6	34,8	24,9
Dividend Yield %	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2018E	12/2019E	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	26.928	25.642	29.156	33.970	38.821
EBITDA	686	1.149	2.991	2.959	3.521
Lucro Líquido	-267	-509	951	808	1.131
LPA (R\$)	-0,21	-0,32	0,60	0,51	0,71
DPA líquido (R\$)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,13
Dívida Líquida/Caixa	-688	-9.120	-6.664	-5.451	-4.718

Fonte: Relatórios da empresa, Bovespa, estimativas do BTG Pactual S.A. / Valuations: com base no último preço das ações do ano; (E) com base no preço das ações de R\$ 17,62, em 18 de Novembro de 2020.

Novo preço-alvo de R\$ 21 (vs. R\$ 13 anteriormente); 0,8x EV/GMV 2021 implica um grande desconto

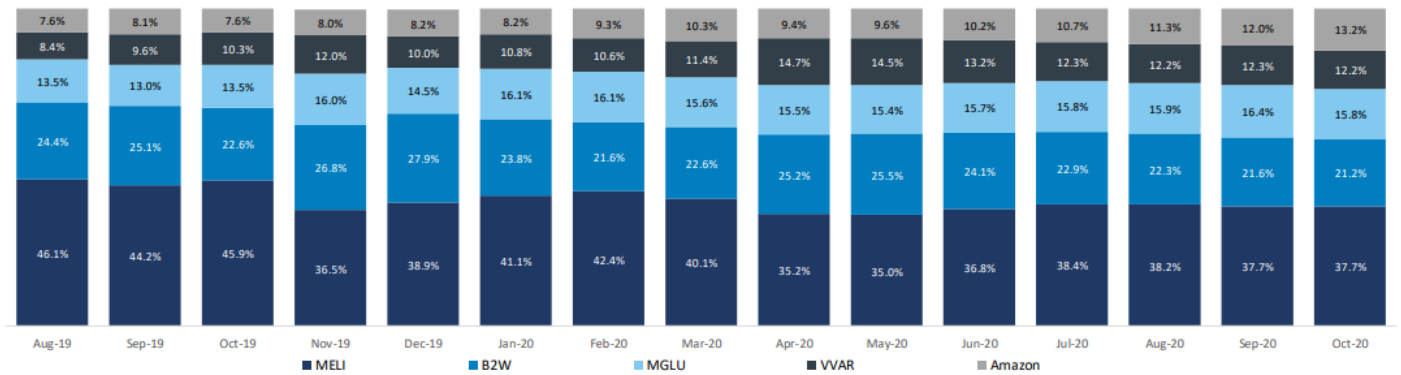
Ajustamos nossas estimativas para incorporar melhor o estágio de desenvolvimento da empresa: uma operação de e-commerce em aceleração que ganhou um impulso mais forte em sua divisão 1P e oportunidades na divisão 3P com a integração de vendedores nos próximos trimestres. Embora não haja dúvidas de que o e-commerce irá desacelerar no próximo ano (= maior volatilidade das ações), vemos uma tendência de consolidação à nossa frente e uma baixa participação do e-commerce nas vendas de varejo, o que deve favorecer players maiores e mais capitalizados. Vemos a Via Varejo sendo negociada a 0,8x EV / GMV 2021, abaixo de seus pares, oferecendo um potencial de valorização para os investidores no curto prazo. Nossos números de vendas e EBITDA são 9% e 25% maiores que as estimativas anteriores, respectivamente, e usamos uma abordagem DCF trifásica, o que implica que a VVAR deve superar o mercado, atingindo um novo preço-alvo de R\$ 21/ação.

Via Varejo

Tabela 1: Visitas mensais aos sites dos players brasileiros de e-commerce (milhões)

Visitas mensais totais (milhões)	Aug-19	Sep-19	Oct-19	Nov-19	Dec-19	Jan-20	Feb-20	Mar-20	Apr-20	May-20	Jun-20	Jul-20	Aug-20	Sep-20	Oct-20
Mercado Livre	286.0	267.8	273.8	263.0	261.0	268.8	234.5	224.0	231.5	265.5	259.0	268.0	259.3	237.9	251.5
Americanas.com (B2W)	115.5	109.5	99.6	140.0	134.5	115.0	89.6	93.5	121.2	142.5	126.6	119.5	116.2	98.5	104.5
Submarino.com (B2W)	20.9	28.4	21.3	32.2	33.3	26.0	18.5	20.5	24.4	29.1	23.7	22.0	19.7	23.0	20.2
Shoptime (B2W)	15.0	14.1	14.1	21.1	19.5	14.9	11.5	12.0	19.9	21.1	18.8	17.8	15.6	14.1	16.3
Supermercado Now (B2W)						0.1	0.1	0.4	0.3	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
Magazine Luiza (MGLU)	44.8	47.7	45.6	62.0	50.2	62.9	47.0	48.5	60.5	73.0	71.0	67.4	63.0	63.2	63.0
Netshoes (MGLU)	29.5	23.2	26.5	40.5	35.8	30.2	25.9	22.0	23.3	23.0	20.7	23.3	25.6	22.6	23.5
Zattini (MGLU)	9.5	7.7	8.6	13.0	11.6	9.1	7.8	8.2	9.1	9.9	8.3	9.1	9.1	7.6	8.3
Estante Virtual (MGLU)							5.4	5.3	5.8	6.1	6.0	6.0	5.9	5.5	5.6
Epoca Cosméticos (MGLU)				4.2	3.9	3.2	2.9	2.9	3.7	5.0	4.8	4.6	4.5	4.7	4.7
Casas Bahia (VVAR)	28.8	32.2	35.3	48.1	36.4	40.5	34.7	38.2	61.5	70.0	59.3	54.7	52.0	47.5	49.1
Ponto Frio (VVAR)	9.7	10.7	10.1	17.7	13.6	13.3	11.1	11.0	14.7	17.6	14.4	12.9	13.5	13.7	14.9
Extra.com.br (VVAR)	13.8	15.4	16.3	21.0	17.0	16.9	12.9	14.5	20.6	22.4	19.5	18.3	17.5	16.7	17.1
Amazon	47.0	49.2	45.2	57.8	54.9	53.7	51.6	57.5	62.0	72.8	71.7	74.5	77.1	75.6	88.4
Total	620.5	605.8	596.3	720.6	671.7	654.6	553.5	558.4	658.5	758.0	703.9	698.2	679.2	631.0	667.4

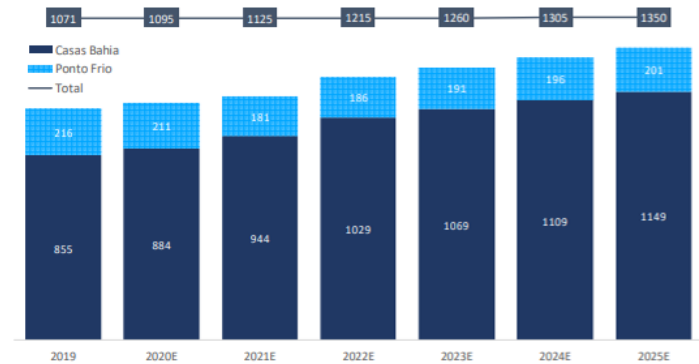
Fonte: Similarweb e BTG Pactual

Tabela 2: Visitas de sites comparáveis (% do total de visitas em sites de players de e-commerce selecionados)


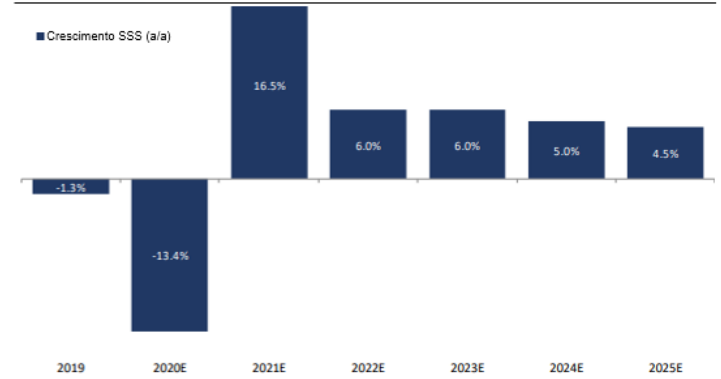
Fonte: Similarweb e BTG Pactual

Tabela 3: Uma plataforma de logística em evolução

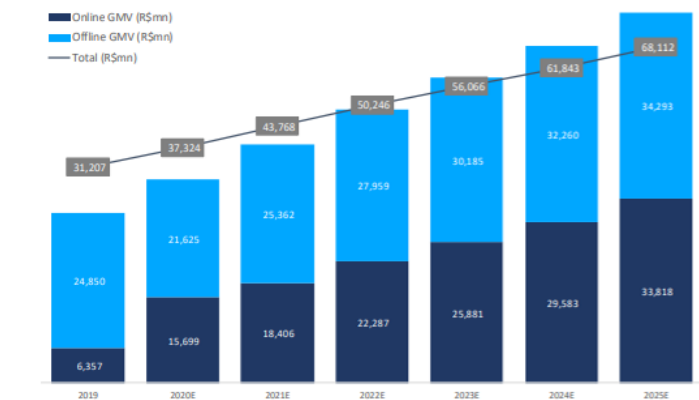

Fonte: Similarweb e BTG Pactual

Tabela 4: Nº de lojas - Via Varejo


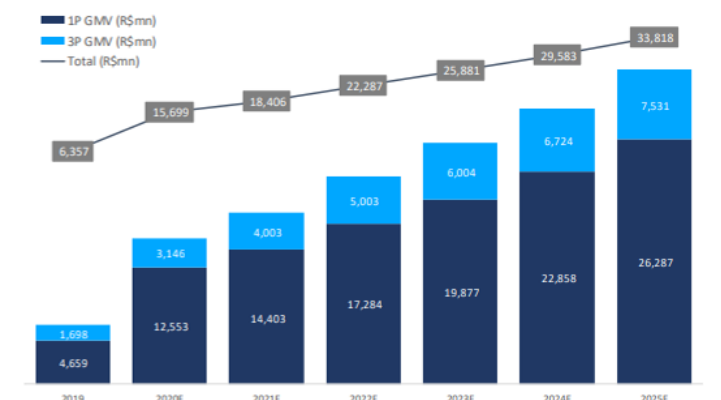
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 5: Crescimento do SSS - Via Varejo


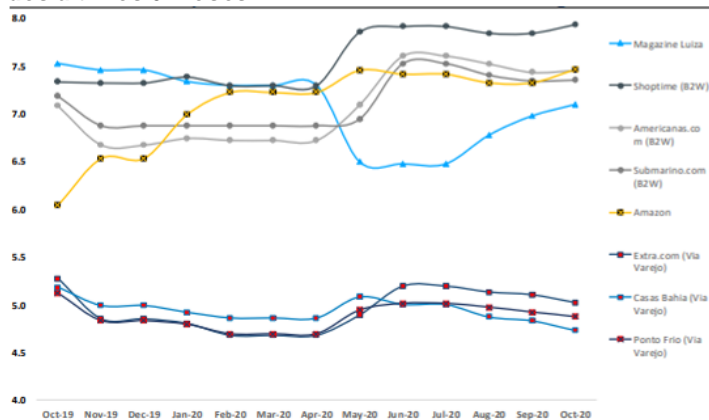
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 6: GMV total (online + offline)


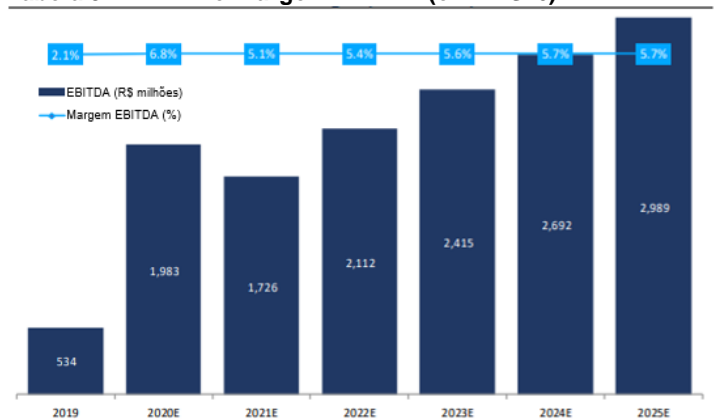
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 7: Detalhamento do GMV online


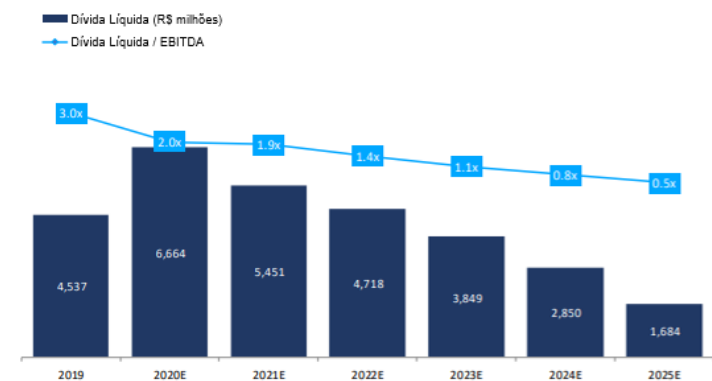
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 8: NPS na plataforma 1P - Nota dos consumidores dos últimos 6 meses


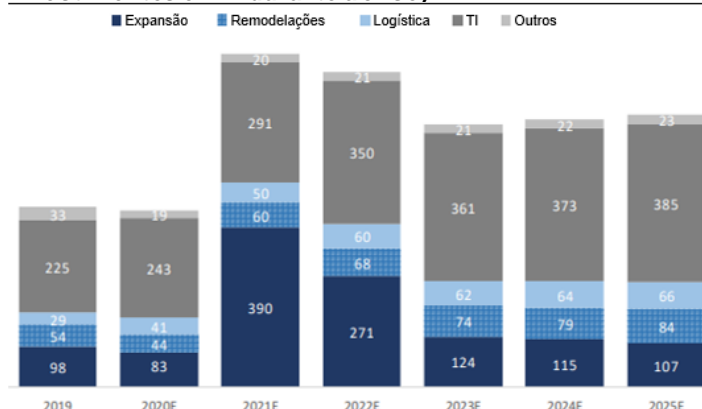
Fonte: Reclame Aqui e BTG Pactual * Amazon e Magazine Luiza consideram as operações 1P e 3P

Tabela 9: EBITDA e margem EBITDA (ex-IFRS16)


Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 10: Dívida líquida / EBITDA (com IFRS16)


Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 11: Composição do Capex (manutenção dos investimentos em TI durante a crise)


Fonte: Empresa e BTG Pactual

Valuation

Depois de números melhores do que os esperados no 2T e 3T e o follow-on de R\$ 4,4 bilhões em junho deste ano, ajustamos nossas estimativas e incorporamos premissas de crescimento do GMV mais otimistas para B2C e o marketplace nos próximos trimestres, bem como margens melhores. Nossos números de vendas e EBITDA são, em média, 9% e 25% maiores do que as estimativas anteriores, respectivamente.

Tabela 12: Estimativas novas vs. antigas - VVAR

R\$ milhões	Novo						Anterior						Anterior					
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Total GMV	37.324	43.768	50.246	56.066	61.843	68.112	33.280	38.511	42.566	46.277	50.229	54.543	12,2%	13,6%	18,0%	21,2%	23,1%	24,9%
GMV Online	15.699	18.406	22.287	25.881	29.583	33.818	12.072	14.486	16.225	18.172	20.352	22.794	30,0%	27,1%	37,4%	42,4%	45,4%	48,4%
Receita Líquida	29.156	33.970	38.821	43.042	47.454	52.167	26.832	31.157	34.800	37.856	40.976	44.101	8,7%	9,0%	11,6%	13,7%	15,8%	18,3%
Margem Bruta	32,4%	30,4%	30,5%	30,6%	30,6%	30,7%	28,9%	29,2%	29,3%	29,4%	29,4%	29,5%	353 bps	120 bps	119 bps	119 bps	119 bps	120 bps
EBITDA (com IFRS16)	3.196	3.231	3.832	4.322	4.795	5.300	2.117	2.593	3.103	3.397	3.697	3.996	51,0%	24,6%	23,5%	27,2%	29,7%	32,6%
Margem EBITDA ajust. (com IFRS16)	11,0%	9,5%	9,9%	10,0%	10,1%	10,2%	7,9%	8,3%	8,9%	9,0%	9,0%	9,1%	307 bps	119 bps	95 bps	107 bps	108 bps	110 bps
Resultado Financeiro líquido	-765	-1.132	-1.313	-1.665	-1.787	-1.916	-925	-827	-995	-1.134	-1.565	-1.666	-17,3%	37,0%	32,0%	26,7%	14,2%	15,0%
Lucro Líquido	220	808	1.131	1.231	1.522	1.826	88	629	923	901	944	1.107	150,5%	28,4%	22,5%	36,6%	61,3%	64,9%

Fonte: Empresa e BTG Pactual

Também usamos uma abordagem DCF de 3 fases, devido à sua ainda alta penetração no negócio de B&M, mas com uma operação de e-commerce crescente. Na análise DCF, assumimos que, de 2025 (nosso último ano de projeção) até 2030, a VVAR aumentará seu FCF em 12%, enquanto de 2031 a 2035 crescerá 8% (em dólares). Na perpetuidade, assumimos um crescimento de 3% (em USD, 100 bps acima de nossas estimativas anteriores).

Tabela 13: Modelo DCF trifásico

Fluxos de caixa (modelagem até 2025E)						
	Ano	Ano	Ano	Ano	Ano	Ano
	-	-	1	2	3	4
Valor Futuro da Firma FCF	233	252	218	226	250	324
Valor Presente FCF	233	252	198	186	187	220

Crescimento do primeiro estágio (anos 5 a 10):						
	Ano	Ano	Ano	Ano	Ano	Crescim
	5	6	7	8	9	Médio
Valor Futuro da Firma FCF	363	406	455	510	571	12.0%
Valor Presente FCF	223	227	231	234	238	

Crescimento do segundo estágio (anos 10 a 15):						
	Ano	Ano	Ano	Ano	Ano	Crescim
	10	11	12	13	14	Médio
Valor Futuro da Firma FCF	616	666	719	777	839	8.0%
Valor Presente FCF	233	229	224	220	215	

Terceiro estágio (crescimento perpétuo)	
Valor da Firma FCF Ano 20	864
Valor Presente da perpetuidade	3,080

Fonte: BTG Pactual

Embora os riscos não possam ser negligenciados, especialmente considerando a competição acirrada no mercado de e-commerce, com os pares da VVAR acelerando suas plataformas de e-commerce / omnichannel, sinalizamos o sólido tráfego da empresa nos últimos trimestres e o conhecimento da marca como pilares importantes para superar o mercado no curto prazo, enquanto o valuation ainda oferece uma grande diferença em relação os pares, que poderia ser reduzida à medida que os resultados continuem evoluindo, daí a nossa Compra.

Tabela 14: Via Varejo - Grande desconto para pares

	EV/GMV					
	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Magazine Luiza	3.6x	2.5x	1.9x	1.6x	1.3x	1.0x
B2W	1.3x	1.0x	0.8x	0.6x	0.5x	0.4x
Mercado Libre*	2.3x	2.2x	1.7x	1.3x	1.1x	1.0x
Via Varejo	0.9x	0.8x	0.7x	0.6x	0.6x	0.5x

Fonte: BTG Pactual; * Excluindo MercadoPago, implicando em um múltiplo EV / TPV 2021 de 0,5x

Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTGPactual Digital.

- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

Disclaimer Global

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTGPactual digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatos sobre os quais o BTGPactual digital não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTGPactual digital não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTGPactual digital e os seus clientes. O BTGPactual digital ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTGPactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTGPactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTGPactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTGPactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTGPactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTGPactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTGPactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTGPactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTGPactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTGPactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

Certificação dos analistas: Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTGPactual S.A. e / ou suas afiliadas, conforme o caso. ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTGPactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTGPactual S.A. e / ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTGPactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx