Varejo & Consumo: Analisando o setor de Vestuário

BTG Pactual – Equity Research:

Luiz Guanais

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Gabriel Disselli

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Victor Rogatis

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Luiz Temporini

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Analise.Acoes@btgpactual.com

Após a pandemia, a recuperação

Com resultados menores em 2020, a indústria da moda foi especialmente impactada pela COVID-19. O tamanho do mercado global de vestuário atingiu um valor de quase US$ 527 bilhões em 2020, tendo caído a uma taxa composta de crescimento anual de -0,6% desde 2015. O McKinsey estima que os lucros da indústria da moda global caíram 93% em 2020. O mercado deve então se recuperar e crescer a um CAGR de 9,8% a partir de 2020 e chegar a US$ 843 bilhões em 2025. Como muitos países suspenderam as restrições de *lockdown*, a demanda no mercado de vestuário foi retomada mais rápido do que o esperado anteriormente. Neste relatório, discutimos as principais tendências para o varejo de vestuário/calçados em um cenário de recuperação no consumo, bem como atualizamos nossas estimativas para as empresas desse segmento em nosso universo de cobertura.

As tendências estruturais dos varejistas de vestuário/calçados

Antes da pandemia da COVID-19, o Brasil já apresentava um crescimento muito modesto nas categorias de vestuário e calçados devido à fraca situação macroeconômica desde 2014. Quatro tendências principais devem abrir o debate no mercado de vestuário brasileiro: (i) maior consolidação do setor, com os cinco principais players ainda detendo uma participação de 26% do mercado, uma atividade de M&A aquecida e o número de fechamentos de lojas por empresas menores acelerando durante a pandemia, (ii) inflação de curto prazo, também impactada pelo câmbio, e uma cadeia de distribuição fragmentada, (iii) crescente penetração de modelos online e omnichannel e o papel do *social selling* (venda se utilizando de redes sociais) e (iv) consumidores socialmente conscientes abraçando o movimento da moda mais “lenta” (que detalhamos abaixo).

A tendência crescente de moda sustentável vs. moda rápida

Desde a Segunda Guerra Mundial, a moda foi dividida em estações: as linhas primavera/verão estreiam nas passarelas no início do outono, enquanto as linhas outono/inverno estreiam em fevereiro. A moda “rápida”, em que os designs passam rapidamente da passarela para as prateleiras das lojas, revirou esse modelo. Marcas como Zara e H&M construíram seus negócios com base na velocidade e agilidade (o que geralmente leva a uma melhor combinação de ROIC/margem bruta). Uma vez que esses varejistas identifiquem uma nova tendência, eles podem implantar seu design hiper-rápido e sistemas de cadeia de distribuição para trazer a tendência ao mercado o mais rápido possível. No entanto, os consumidores estão percebendo os pontos negativos dessa moda “rápida”: os compradores socialmente conscientes estão abraçando o movimento crescente da "moda lenta", que se concentra em materiais sustentáveis e transparentes, trabalho e manufatura éticos, uma tendência que deve pavimentar os movimentos pós-pandemia de varejistas de vestuário em todo o mundo, inclusive no Brasil.

Revisão das estimativas do setor; Visão geral positiva, mas com escolhas de teses de forma mais seletiva

Vemos o setor de vestuário/calçados em 27x P/L para 2022, já se ajustando para um cenário mais positivo este ano (e continuando em 2022), o que não é barato. Mas com o segmento em modo de recuperação em 2021 e os investidores olhando para múltiplos de 2022 como uma métrica mais normalizada para analisar o setor, mantemos nossa visão otimista mesmo após a recente valorização. Nesse sentido, nossas principais teses estruturais são Arezzo, Grupo Soma e Track & Field, com todas combinando um forte momentum de curto prazo, exposição à recuperação mais rápida do consumo das famílias de maior renda, uma proposta omnichannel e sólidas perspectivas de crescimento de longo prazo.

Nossas novas estimativas para o setor de vestuário e calçados

Tabela 1: Tabela de comparáveis: varejistas de vestuário e calçados (preços-alvo para o final de 2022)

	P/L			EV/EBITDA			Cresc. Vendas	Cresc. EBITDA	Cresc. Lucro Líq.	Margem EBITDA			Margem Líquida			Preço-alvo	
Empresa	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	CAGR 21-23E	CAGR 21-23E	CAGR 21-23E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	Anterior	Novo
Arezzo	41,3x	28,7x	22,2x	21,9x	16,9x	13,7x	13,1%	24,6%	36,5%	16,6%	18,5%	20,1%	8,5%	10,8%	12,4%	80	116
Grupo Soma	34,7x	26,3x	19,8x	22,6x	17,9x	13,5x	18,3%	25,5%	32,5%	16,7%	17,6%	18,8%	11,5%	12,9%	14,4%	17	22
Centauro	100,9x	51,9x	23,3x	20,1x	13,3x	9,0x	15,1%	43,0%	108,0%	10,9%	13,5%	16,8%	2,2%	3,6%	7,1%	39	46
Track & Field	38,5x	25,4x	18,6x	24,7x	15,6x	10,8x	36,1%	48,7%	43,9%	23,7%	26,4%	28,3%	16,2%	17,3%	18,1%	16	20
Lojas Renner	56,4x	30,1x	24,9x	25,4x	17,1x	13,4x	13,8%	34,2%	50,4%	16,7%	21,0%	23,3%	7,7%	12,6%	13,5%	46	56
C&A	n.m.	27,5x	16,5x	8,6x	5,8x	4,8x	13,6%	35,9%	n.m	11,0%	15,1%	15,7%	-0,8%	2,7%	3,9%	18	18
Vulcabras	15,5x	9,6x	8,0x	9,5x	6,9x	5,5x	11,0%	24,0%	39,4%	15,2%	17,7%	19,0%	9,2%	13,3%	14,5%	14	12

Fonte: BTG Pactual

Tabela 2: Varejistas de vestuário

	Receita Líquida					Lucro Bruto					EBITDA ajustado					Lucro Líquido				
Empresas	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Arezzo	1.679	1.591	2.703	3.076	3.460	776	755	1.344	1.529	1.726	301	149	448	570	695	162	58	230	331	428
Grupo Soma	1.304	1.244	1.964	2.292	2.750	863	757	1.322	1.543	1.865	205	66	329	403	518	127	-70	225	297	396
Centauro	2.545	2.407	4.304	5.024	5.705	1.254	1.050	1.794	2.187	2.648	444	173	469	680	960	305	-113	93	181	403
Track & Field	275	267	392	552	725	160	156	235	338	447	76	52	93	146	205	51	26	63	96	131
Renner	8.474	6.661	8.929	10.307	11.572	4.767	3.459	4.936	5.904	6.745	1.978	1.198	1.495	2.161	2.694	1.099	1.100	692	1.294	1.563
C&A	5.284	4.085	5.152	5.753	6.654	2.567	1.897	2.445	2.796	3.239	956	361	565	868	1.045	971	-166	-44	157	262
Vulcabras	1.360	1.179	1.780	1.990	2.194	472	385	627	726	824	223	112	270	353	416	143	32	163	264	318

Fonte: Empresa e BTG Pactual

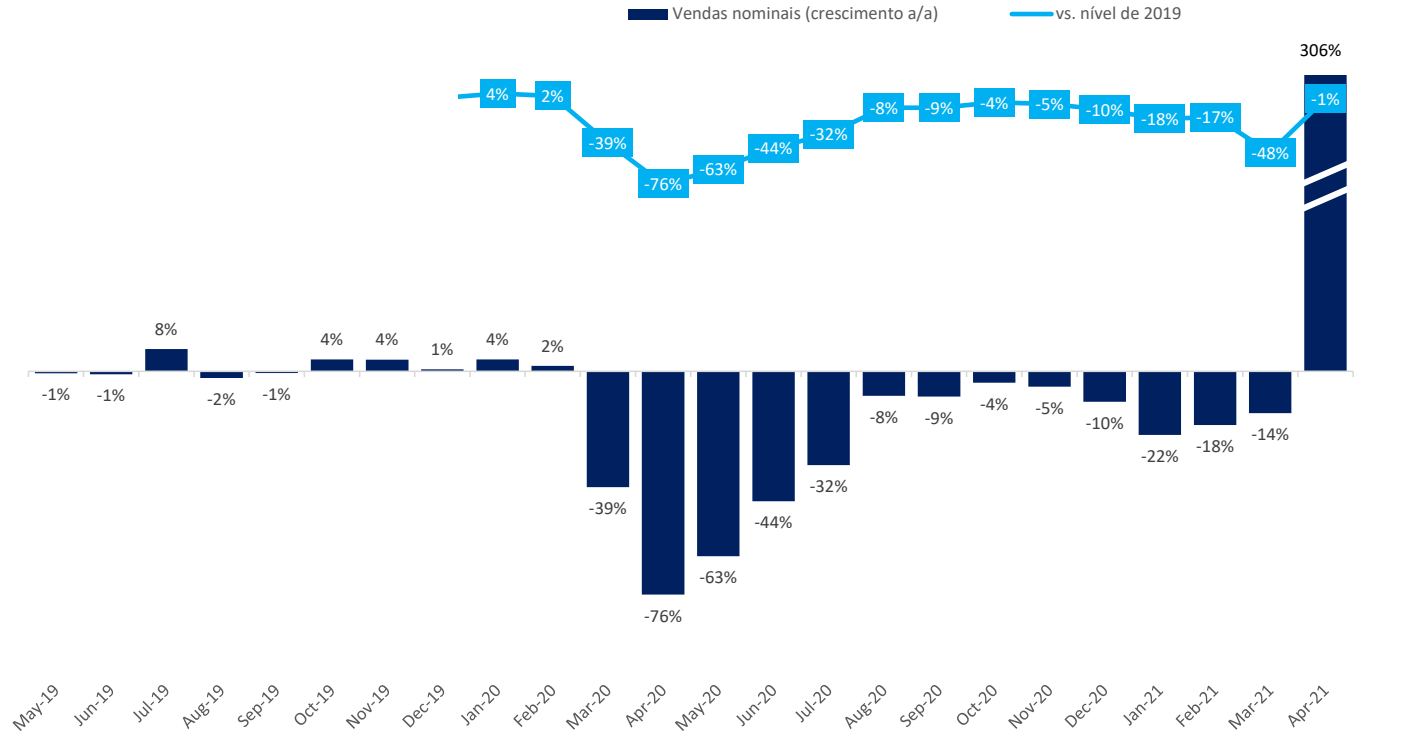
O setor de moda

Com resultados menores em 2020, a indústria da moda foi duramente impactada pela crise da COVID-19. O tamanho do mercado global de vestuário atingiu um valor de quase US$ 527 bilhões em 2020, tendo diminuído a uma taxa composta de crescimento anual de -0,6% desde 2015.

O mercado deve então se recuperar e crescer a um CAGR de 9,8% a partir de 2020 e chegar a US$ 843 bilhões em 2025. Como muitos países suspenderam as restrições de lockdown, a demanda no mercado de vestuário foi retomada mais rápido do que o esperado anteriormente.

Antes da COVID-19, o Brasil já havia visto um crescimento muito modesto nas categorias de vestuário e calçados devido à fraca situação macroeconômica desde 2014.

Tabela 3: Setor brasileiro de vestuário e calçados - Vendas nominais (crescimento a/a)



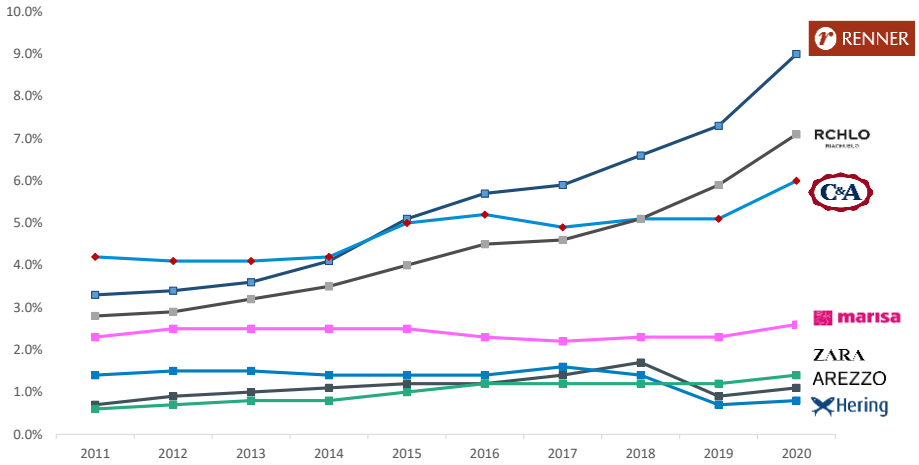
Fonte: IBGE, BTG Pactual

No geral, vemos quatro tendências principais que devem abrir o debate no mercado de vestuário brasileiro nos próximos anos: (i) maior consolidação do setor, com os cinco maiores players ainda detendo 26% do mercado, uma atividade de M&A aquecida e fechamentos de lojas por empresas menores acelerando durante a pandemia, (ii) inflação de curto prazo, também impactada pelo câmbio, e a fragmentação da cadeia de distribuição, (iii) a crescente penetração de modelos online e omnichannel e o papel do *social selling* (venda se utilizando de redes sociais) e (iv) consumidores socialmente conscientes abraçando o movimento da moda mais "lenta".

1. Varejo brasileiro de vestuário/calçados - uma análise demográfica

Embora empresas como a Renner tenham apresentado desempenho superior ao do mercado de forma consistente nos últimos anos, ainda possuem uma pequena participação em seus respectivos segmentos.

Tabela 4: Market Share - vestuário e calçados



Fonte: Euromonitor, BTG Pactual

Informalidade, desafios logísticos e um desenvolvimento ainda tímido do e-commerce são as razões por trás dessa tendência (enquanto em mercados mais maduros vemos players como Zara, Fast Retailing ou H&M com pelo menos 15% de participação de mercado).

E na oportunidade de expansão das lojas nos próximos anos, considerando também a crescente participação do e-commerce (bem como a proposição multicanal, como debateremos nas próximas seções), os principais varejistas brasileiros de vestuário ainda têm muito espaço para crescer em cidades menores, o que aliado à escala muito maior dos líderes de mercado deve favorecer a continuação da tendência de consolidação do setor.

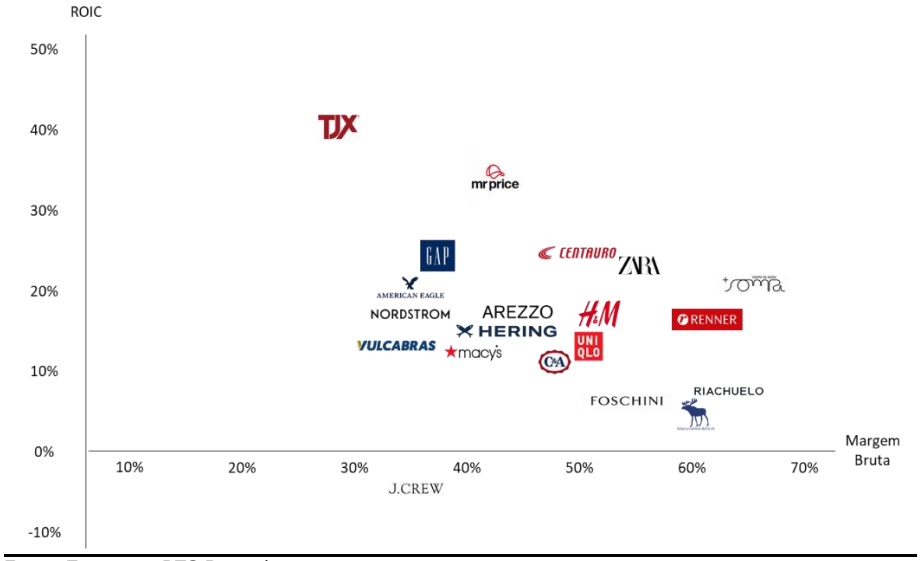
2. Vestuário e calçados: *Slow Fashion* (moda mais "lenta) - Quando menos é mais

Desde a Segunda Guerra Mundial, a moda foi dividida em estações: as linhas primavera/verão estreiam nas passarelas no início do outono, enquanto as linhas outono/inverno estreiam em fevereiro. O cronograma escalonado é projetado para dar às marcas tempo suficiente para avaliar o interesse dos compradores e clientes do varejo. No intervalo entre o lançamento das coleções e a chegada às prateleiras das lojas, as marcas avaliam a demanda para que possam fabricar a quantidade certa de peças para a estação. A moda rápida (*fast fashion*), em que os designs passam rapidamente da passarela para as prateleiras das lojas, revirou esse modelo.

Marcas como Zara e H&M construíram seus negócios com base na velocidade e agilidade. Uma vez que esses varejistas identifiquem uma nova tendência, eles podem implantar seu design hiper-rápido e sistemas de cadeia de distribuição para trazer a tendência ao mercado o mais rápido possível.

Enquanto isso, os players de *fast-fashion* estão entre aqueles com as combinações de ROIC/margem bruta mais altas em comparação com outros varejistas de vestuário.

Tabela 9: Players de fast fashion têm alguns dos melhores combos de margem/ ROIC (2019)



Fonte: Empresas, BTG Pactual

As redes sociais estão acelerando esse ciclo. O marketing de influência e outras estratégias das redes sociais ajudam as novas tendências a viajar rapidamente, criando uma demanda rápida do consumidor por peças de moda hiper-baratas.

Os consumidores atendem a essa demanda instantaneamente, graças às ferramentas "Veja agora, compre agora" em plataformas como Instagram e Pinterest. A Shein, em particular, conquistou participação no mercado de *fast fashion* de empresas maiores como Zara e H&M. O site de compras baseado em Nanjing cresceu e se tornou o maior negócio de moda exclusivamente online do mundo, medido pelas vendas de produtos de sua própria marca. A Shein pretende levar apenas 3 dias para produzir e enviar os designs. A empresa-mãe da Zara, a Inditex, leva em média cerca de três semanas para mover os designs da prancheta para a loja.

O site de Shein ocupa o primeiro lugar no mundo em tráfego da web na categoria de moda e vestuário, de acordo com a SimilarWeb, colocando-a à frente de nomes conhecidos como Nike, Zara, Macy's, Lululemon e Adidas, enquanto foi a marca mais comentada no TikTok em 2020.

Mas no debate sobre o crescimento da "moda rápida" (ou moda em tempo real, como o caso de Shein), a sustentabilidade se tornou uma tendência emergente crucial em todos os setores nos últimos anos. Os produtos comercializados com sustentabilidade impulsionaram mais da metade do crescimento da indústria de bens de consumo embalados (CPG) entre 2015 e 2019, apesar de representarem apenas 16% do mercado, de acordo com a *NYU Stern Center for Sustainable Business*.

Os consumidores estão percebendo os aspectos negativos da moda rápida: os compradores com consciência social estão adotando o movimento crescente da "moda lenta", que se concentra em materiais sustentáveis e trabalho e manufatura transparentes e éticos. Em resposta a essa demanda do consumidor, uma série de marcas de destaque também anunciaram novas linhas de roupas e iniciativas com foco na sustentabilidade.

A mudança para materiais mais sustentáveis não é a única maneira pela qual a indústria da moda está adotando práticas mais ecologicamente corretas. Plataformas de revenda e consignação como a Depop, ThredUp, Poshmark (bem como a brasileira Enjoei), que permitem que as pessoas comprem e vendam roupas usadas, ganharam popularidade à medida que a sustentabilidade se torna mais importante para os consumidores.

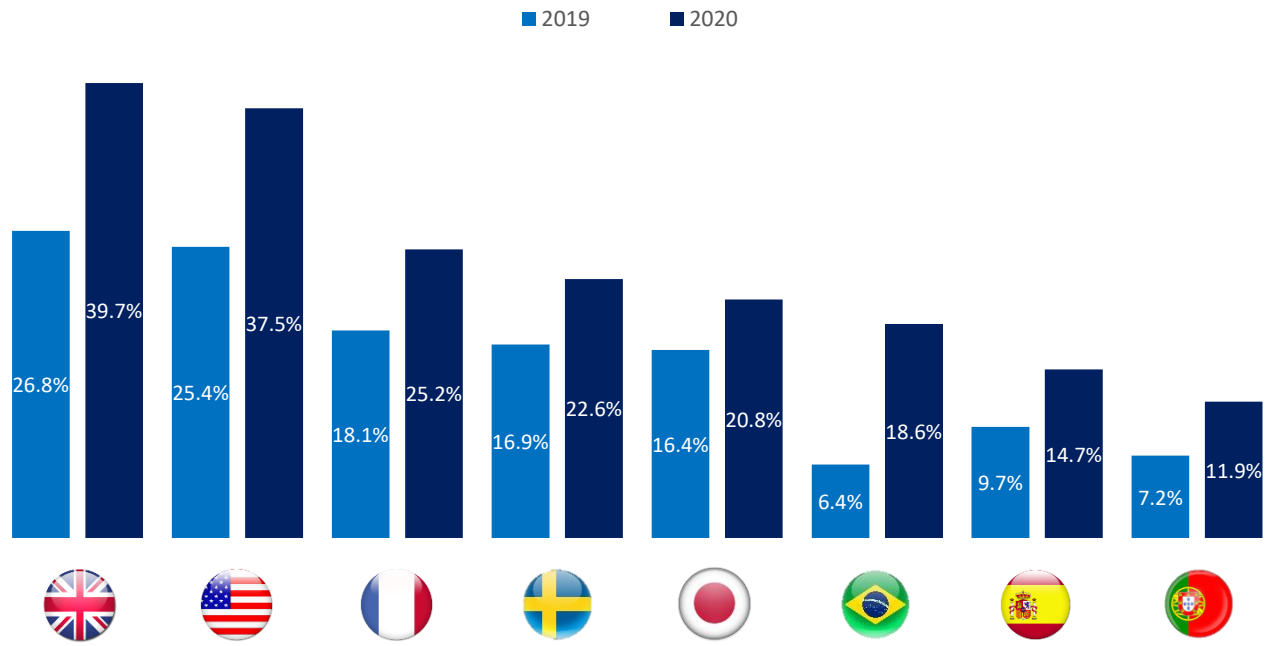
O caminho para a recuperação envolverá cada vez mais esforços coletivos de ESG por parte dos players de vestuário/calçados em todo o mundo (um dos setores de maior impacto ambiental, especialmente com a expansão do modelo *fast fashion* nas últimas décadas), e as empresas brasileiras não estão imunes. Aqui, surgem três temas principais:

(i) economia circular (e revenda), (ii) impacto ambiental e (iii) parcerias mais fortes com fornecedores e saúde dos funcionários.

3. A crescente mudança digital e o papel do *Social Selling*

Mas, além de uma tendência mais sustentável, em meio à crescente pressão sobre o desempenho, mudanças no comportamento do consumidor e aceleração da demanda por digital, é imperativo agir de forma decisiva para se preparar para o 'próximo normal' (embora ainda com muitas oportunidades em países como o Brasil). Só nos Estados Unidos, o e-commerce na indústria da moda foi responsável por 37% das vendas no varejo do setor em 2020, contra 25% um ano atrás.

Tabela 11: Varejo de vestuário (% do canal online nas vendas totais por país) - 2020



Fonte: Euromonitor, BTG Pactual

A Nike anunciou a aceleração de sua estratégia digital e investimento em suas áreas de maior potencial, o que, segundo a empresa, levaria a cortes de empregos nas lojas. A Zara passou por uma grande transformação em seu modelo de negócios. A empresa disse que planeja cortar 1.200 lojas em dois anos e investir € 2,7 bilhões na estratégia multicanal, e atingir ~25% de suas vendas totais através do canal online até 2022 (vs. 14% em 2019).

Players de e-commerce como Asos, Farfetch, Etsy e Zalando tiveram desempenho superior consistente em 2020, pois clientes em *lockdown* usaram dispositivos digitais. Vemos marcas repensando os formatos das lojas e aproveitando dados e análises para prever o movimento, gerenciar sortimentos e criar ofertas personalizadas. Mais importante, as marcas devem ser mais digitais.

Os varejistas estão se concentrando em maior produtividade de vendas removendo locais com baixo desempenho e estão migrando para lojas menores e mais vistosas, já que uma maior % dos orçamentos são desviados para as experiências online e omnichannel esperadas pelos consumidores.

Mas o crescimento digital não significa o fim da loja. Mesmo os varejistas que lidaram ativamente com as disrupções no varejo dos últimos anos foram forçados a reduzir significativamente sua rede de lojas. Macy's, Zara, J.C. Penney, John Lewis, Onuma e Isetan Mitsukoshi anunciaram fechamentos em todo o mundo. E no Brasil, os maiores players não reduziram a base de lojas durante a pandemia.

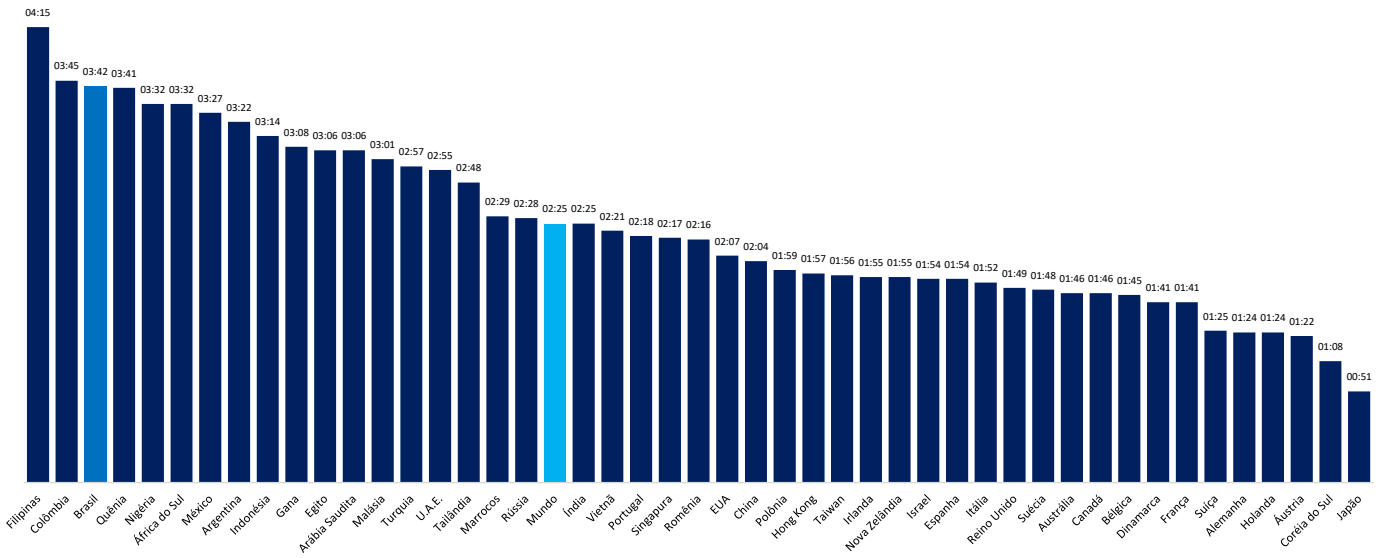
Tabela 14: Total de lojas ao final do período - varejistas brasileiros de vestuário

Período	AREZZO &CO	C&A	GRUPO SBF	RCHLO	soma	Hering	RENNER	TRACK & FIELD
1T20	754	286	211	323	221	736	485	231
2T20	741	288	211	323	271	719	485	234
3T20	735	289	209	325	269	763	492	237
4T20	901	295	233	332	264	778	493	262
1T21	893	297	232	330	265	775	493	262

Fonte: Empresas, BTG Pactual

O papel das redes sociais no e-commerce: as plataformas de rede social oferecem uma riqueza de dados que podem ajudar marcas de luxo e moda a encontrar novos insights e oportunidades de vendas, também favorecendo a crescente penetração do canal online (os consumidores brasileiros são grandes usuários de plataformas de rede social).

Tabela 15: Tempo diário gasto nas redes sociais por país (horas) - janeiro de 2021



Fonte: Global Web Index, BTG Pactual

Nesse sentido, o e-commerce de transmissão ao vivo conquistou a China. O fenômeno foi em parte alimentado pela pandemia, com lojas físicas fechando temporariamente e consumidores abrigados em casa. Mas, um ano depois, as compras ao vivo ainda estão fortes no país.

Nos últimos meses, quase todas as principais redes sociais dos EUA expandiram seus serviços e introduziram novas oportunidades de transmissão ao vivo, muitas das quais destinadas a impulsionar o comércio nas plataformas.

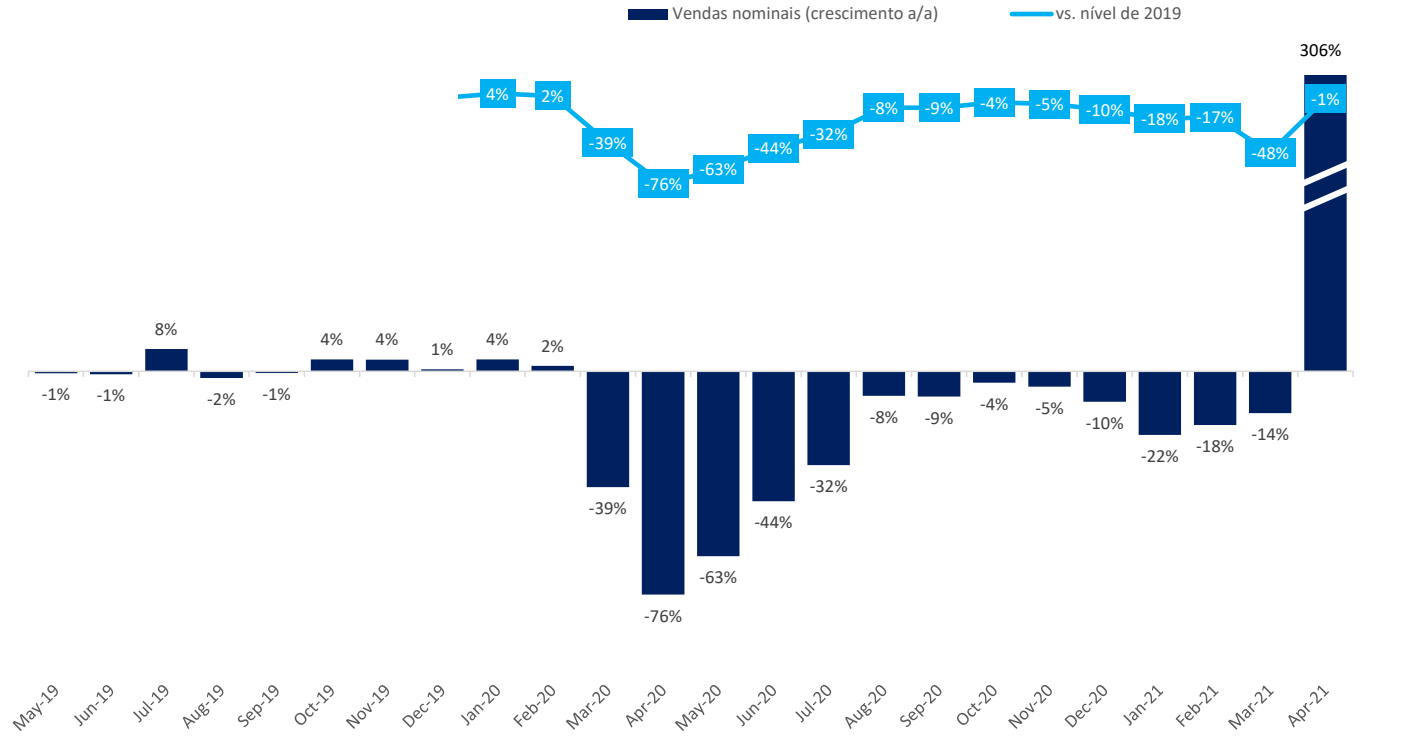
Não há dúvida de que as ferramentas das redes social serão cada vez mais usadas por players de e-commerce (especialmente em categorias de "aspiração", como o caso de vestuário/calçados). As plataformas de *social selling* (vendas se utilizando das redes sociais), ao distinguir entre formas de compra, transformam um processo utilitário (quase uma mercadoria) em uma experiência mais pessoal.

No debate sobre como as margens irão evoluir para empresas que têm investido consistentemente no canal online (complementando suas próprias operações offline), o crescimento do *social selling* também deve ajudar as empresas a

compensar parcialmente os custos crescentes de aquisição de clientes no setor, atraindo mais compradores (recorrentes) e monetizar ainda mais seu tráfego.

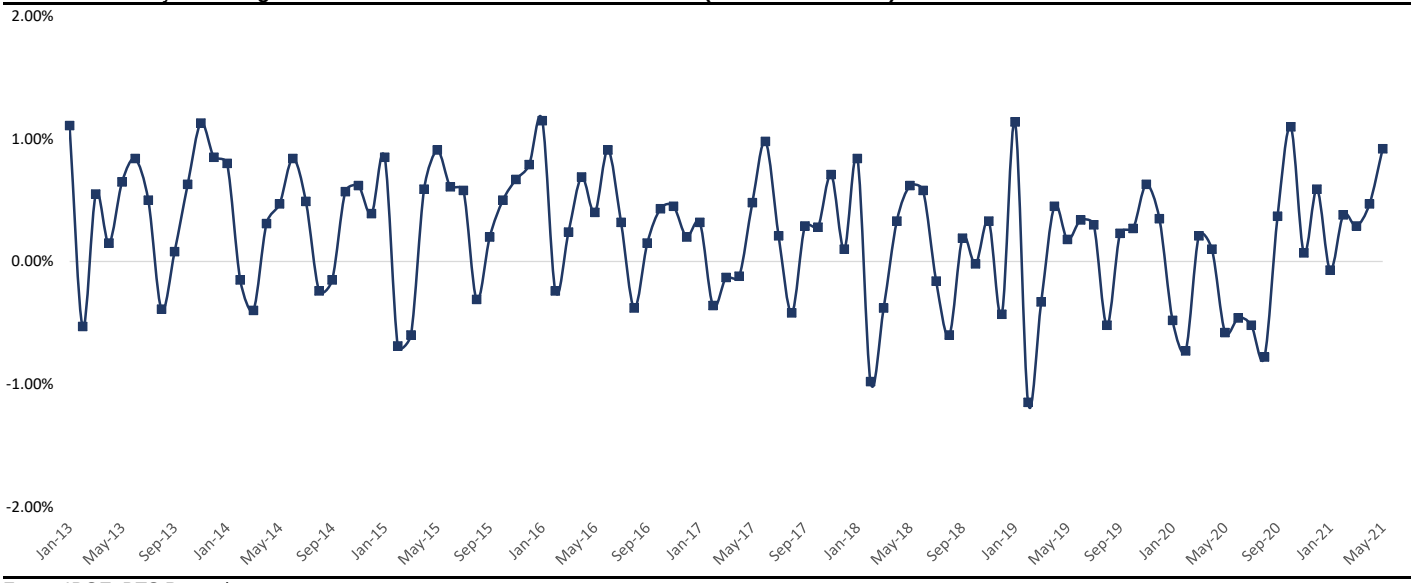
Resumo - Vestuário e calçados no Brasil

Tabela 1: Setor brasileiro de vestuário e calçados - Vendas nominais (crescimento a/a)



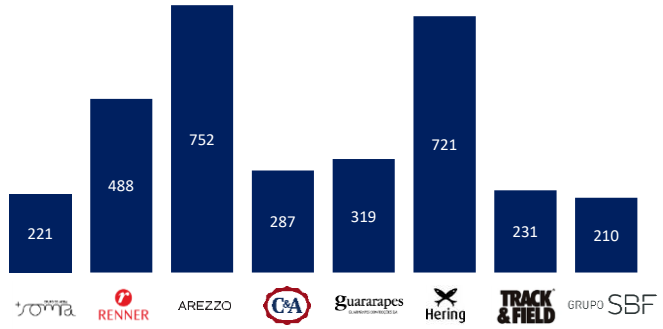
Fonte: IBGE, BTG Pactual

Tabela 17: Inflação no segmento de vestuário no acumulado do mês (crescimento m/m)



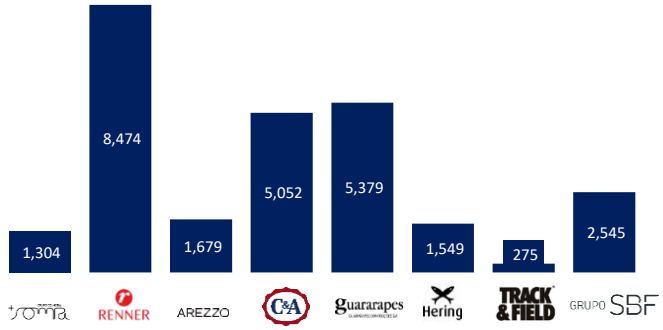
Fonte: IBGE, BTG Pactual

Tabela 18: Número de lojas (consolidado) - 2019



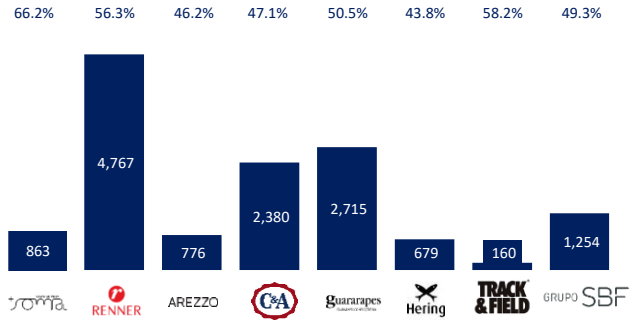
Fonte: Empresas, BTG Pactual

Tabela 19: Receita líquida (R$ milhões) - 2019



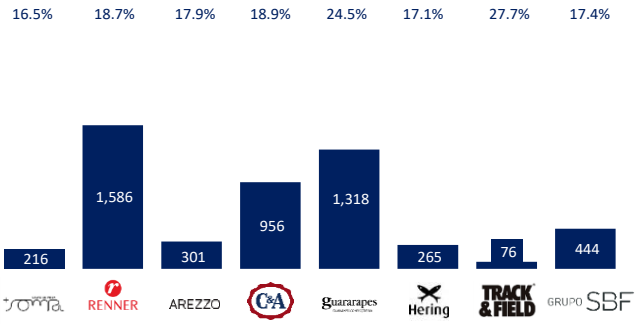
Fonte: Empresas, BTG Pactual

Tabela 20: Lucro bruto (R$ milhões) e margem bruta - 2019



Fonte: Empresas, BTG Pactual

Tabela 21: EBITDA (R$ milhões) e margem EBITDA - 2019



Fonte: Empresas, BTG Pactual

Atualizando estimativas para varejistas brasileiros de vestuário e calçados

Vemos o setor de vestuário/calçados em 27x P/L 2022, já se ajustando para um cenário mais positivo este ano (e se estendendo para 2022), que não é barato. Mas com o segmento em modo de recuperação em 2021 (embora ainda abaixo dos níveis de 2019) e os investidores olhando para múltiplos de 2022 como uma métrica mais normalizada para analisar o setor, mantemos nossa visão otimista mesmo após a recente alta (com um momentum positivo para todos os empresas deste segmento).

Nesse sentido, nossas principais teses estruturais são Arezzo, Grupo Soma e Track & Field, todas combinando forte momentum de curto prazo, exposição à recuperação mais rápida do consumo das famílias de maior renda, uma proposta omnichannel e sólidas perspectivas de crescimento de longo prazo.

Tabela 22: Resumo de nossos novos preços-alvo para 2022

	Anterior							Novo						
	Arezzo	Grupo Soma	Centauro	Track & Field	Lojas Renner	C&A	Vulcabras	Arezzo	Grupo Soma	Centauro	Track & Field	Lojas Renner	C&A	Vulcabras
Preço-alvo	80	17	39	16	46	18	14	116	22	46	20	56	18	12

Fonte: Empresas, BTG Pactual

Tabela 23: Painel das varejistas de vestuário

	Receita Líquida					Lucro Bruto					EBITDA ajustado					Lucro Líquido				
Empresas	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Arezzo	1.679	1.591	2.703	3.076	3.460	776	755	1.344	1.529	1.726	301	149	448	570	695	162	58	230	331	428
Grupo Soma	1.304	1.244	1.964	2.292	2.750	863	757	1.322	1.543	1.865	205	66	329	403	518	127	-70	225	297	396
Centauro	2.545	2.407	4.304	5.024	5.705	1.254	1.050	1.794	2.187	2.648	444	173	469	680	960	305	-113	93	181	403
Track & Field	275	267	392	552	725	160	156	235	338	447	76	52	93	146	205	51	26	63	96	131
Renner	8.474	6.661	8.929	10.307	11.572	4.767	3.459	4.936	5.904	6.745	1.978	1.198	1.495	2.161	2.694	1.099	1.100	692	1.294	1.563
C&A	5.284	4.085	5.152	5.753	6.654	2.567	1.897	2.445	2.796	3.239	956	361	565	868	1.045	971	-166	-44	157	262
Vulcabras	1.360	1.179	1.780	1.990	2.194	472	385	627	726	824	223	112	270	353	416	143	32	163	264	318

Fonte: Empresas, BTG Pactual

Teses de Investimento

Arezzo - Novo preço-alvo de R$ 116 vs. R$ 80 antes (rating de Compra)

Há anos, a Arezzo é vista como uma empresa premium no varejo brasileiro, justificando seu valuation mais caro, com execução superior na gestão da marca e na operação com sucesso de seu modelo de franquia *asset-light*, que a empresa agora está ampliando para se tornar uma casa de marcas, considerando as recentes aquisições da Reserva, Troc e BAW (além do acordo de licenciamento com a Vans desde 2019).

Nossa tese positiva reflete: (i) expansão resiliente no mercado local (ajudada pelo e-commerce e crescimento multicanal nos próximos anos), também ajudada pela recuperação do consumo das classes de renda mais alta; (ii) novas marcas a bordo, como Vans e Reserva; e (iii) resultados mais saudáveis na operação dos EUA, com base nos canais de atacado e e-commerce e reposicionamento de preços desde o ano passado.

De acordo com nossas novas estimativas, alcançamos um CAGR de lucro líquido de 29% para os próximos 5 anos, justificando múltiplos mais altos em comparação com os pares de varejo. Nosso preço-alvo de R$ 116/ação (vs. R$ 80/ação anterior) reflete perspectivas de maior crescimento após o ano de 2020 para as bandeiras e Vans da Arezzo, bem como a incorporação da Reserva, implicando 22% de potencial de valorização em relação aos preços atuais, com a ARZZ3 atualmente sendo negociada a 29x P/L 2022.

Tabela 2: Novo vs. Antigo – Arezzo

	Novo					Antigo			Variação		
R$ milhões	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
Receita Bruta	**1.849**	**2.022**	**3.352**	**3.796**	**4.268**	**3.119**	**3.397**	**3.783**	**7,5%**	**11,7%**	**12,8%**
Receita Líquida	1.679	1.591	2.703	3.076	3.460	2.478	2.699	3.007	9,1%	13,9%	15,1%
Lucro Bruto	776	755	1.344	1.529	1.726	1.162	1.270	1.420	15,7%	20,4%	21,5%
Margem Bruta	46,2%	47,5%	49,7%	49,7%	49,9%	46,9%	47,1%	47,2%	284bps	266bps	266bps
EBITDA (pós-IFRS16)	**301**	**149**	**448**	**570**	**695**	**380**	**450**	**532**	**17,8%**	**26,5%**	**30,7%**
Margem EBITDA	17,9%	9,4%	16,6%	18,5%	20,1%	15,3%	16,7%	17,7%	123bps	184bps	240bps
Lucro líquido	**162**	**39**	**230**	**331**	**428**	**214**	**252**	**305**	**7,7%**	**31,5%**	**40,6%**

Fonte: Empresas, BTG Pactual

Grupo Soma - Novo preço-alvo de R$ 22 vs. R$ 17 antes (rating de Compra)

O Grupo Soma foi criado em 2010 pela fusão entre a Animale e a Farm (duas marcas líderes no segmento de moda feminina no Brasil). Na última década, o grupo expandiu-se para outras sete marcas: (i) Fabula (roupa infantil), (ii) Foxton (roupa masculina), adquirida em 2015, (iii) Cris Barros (roupa feminina super premium), adquirida em 2017, (iv) Maria Filó, adquirida em 2020, e (v) NV (Nati Vozza), adquirida em outubro de 2020, com foco em roupas femininas, com precificação entre a Animale e Cris Barros, com venda majoritariamente online. Além das marcas adquiridas, o Grupo Soma também possui A.Brand (spin-off conceitual da Animale) e Off Premium (posicionamento off-price).

Na verdade, a principal força da proposta de valor do Grupo Soma é sua experiência na gestão de diferentes marcas, o que não apenas mitiga o risco de concentrar receitas em uma única marca, mas também abre caminho para novas aquisições de novas marcas. Além de um balanço mais forte, sinergias da cadeia de suprimentos, incentivos fiscais e uma plataforma omni, o Grupo Soma oferece às marcas adquiridas (como o caso recente da NV) um banco de dados mais rico dos padrões dos consumidores.

Usando um modelo DCF, chegamos a um preço-alvo de R$ 22/ação. Assumimos um custo de capital próprio (em USD) de 9,5% e um crescimento de longo prazo de 4,0% (também em USD).

A preços atuais, o Grupo Soma é negociado a 35x P/L 2021 e 26x P/L 2022 (com nosso preço-alvo implicando 37% de potencial de valorização em relação aos níveis atuais). Embora não seja barata, considerando o CAGR de LPA consolidado de 29% de 2021 a 2025, o valuation atual ainda oferece um potencial de valorização atraente para os investidores.

Mas além de seu negócio sozinho, no final de abril, a empresa anunciou que fechou um acordo para unir seus negócios com a Hering. A transação avalia as ações da Hering em R$ 32,5, em linha com os níveis pré-Covid. A Soma deve pagar R$ 5,2 bilhões pela Hering: R$ 1,5 bilhão em dinheiro e R$ 3,7 bilhões em ações. Os acionistas da Hering deterão 36% da empresa combinada (7,6% nas mãos da família Hering).

Considerando os números da Hering do 2S21 em diante, de acordo com nossas estimativas, isso adicionaria ~80% às receitas do Grupo Soma nos próximos anos e ~70% ao seu EBITDA.

Em uma análise de sensibilidade para incluir a Hering, para a NewCo, usamos um valuation da soma das partes, avaliando o negócio atual da Soma em R$ 14/ação, enquanto vemos a Hering em R$ 7/ação (ambos considerando a nova contagem de ações após a fusão). Neste exercício, já levamos em consideração a nova contagem de ações de 739 milhões após a aprovação do negócio. Com isso, a Hering adiciona 37% ao nosso preço-alvo atual do Grupo Soma (com o negócio previsto para ser aprovado em agosto deste ano).

Tabela 27: Novo vs. Antigo - Grupo Soma (não incluindo a Hering)

	Novo					Antigo			Variação		
R$ milhões	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
Receita Bruta	**1.540**	**1.466**	**2.323**	**2.713**	**3.255**	**2.206**	**2.486**	**2.858**	**5,3%**	**9,1%**	**13,9%**
Receita Líquida	1.304	1.244	1.964	2.292	2.750	1.864	2.100	2.415	5,4%	9,1%	13,9%
Lucro Bruto	863	757	1.322	1.543	1.865	1.241	1.408	1.632	6,5%	9,5%	14,3%
Margem Bruta	66,2%	60,9%	67,3%	67,3%	67,8%	66,6%	67,1%	67,6%	72bps	24bps	24bps
EBITDA (pós-IFRS16)	**205**	**66**	**329**	**403**	**518**	**302**	**376**	**451**	**9,0%**	**7,3%**	**14,8%**
Margem EBITDA	15,7%	5,3%	16,7%	17,6%	18,8%	16,2%	17,9%	18,7%	56bps	-30bps	15bps
Lucro Líquido	**127**	**(70)**	**225**	**297**	**396**	**208**	**272**	**344**	**8,3%**	**9,0%**	**14,8%**

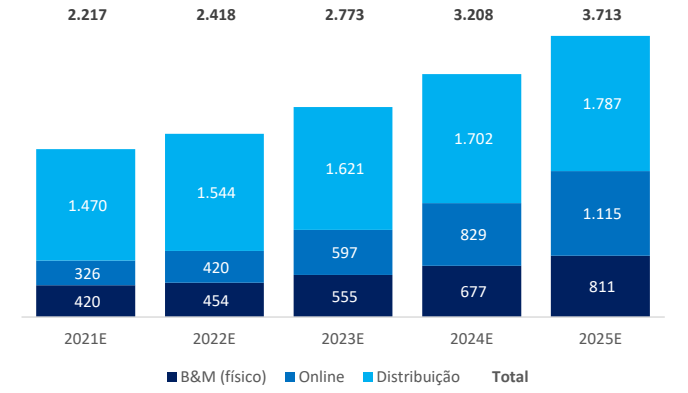
Fonte: Empresas, BTG Pactual

Centauro - Novo preço-alvo de R$ 46 vs. R$ 39 antes (rating de Compra)

Apesar dos números fracos do início do ano, vemos melhor momentum para a Centauro com o processo de vacinação no Brasil. Enquanto isso, com sua posição de liderança em um mercado de artigos esportivos muito fragmentado e uma sólida estrutura de capital, vemos muito espaço para ganhos de participação de mercado nos próximos anos, o que, juntamente com uma plataforma omnichannel de rápido crescimento e a operação da Nike, sustentam nossa tese positiva de longo prazo no nome.

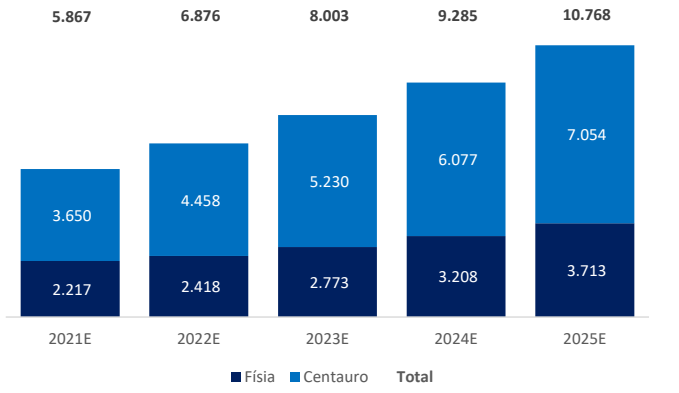
Nosso novo preço-alvo de R$ 46 vs. R$ 39 antes reflete uma recuperação esperada no tráfego de lojas conforme as restrições da pandemia diminuem, bem como melhores estimativas vindas da Fisia (Nike).

Tabela 29: Físia - Composição da Receita Bruta



Fonte: Empresas, BTG Pactual

Tabela 30: Centauro + Físia - Composição da Receita Bruta



Fonte: Empresas, BTG Pactual

Tabela 31: Novo vs. Antigo - Centauro

	Novo					Antigo			Variação		
R$mn	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
SSS	**5%**	**-30,0%**	**33,9%**	**9,0%**	**7,8%**	**33,0%**	**7,7%**	**7,6%**	90bps	131bps	18bps
Receita Bruta	**3.193**	**3.075**	**5.512**	**6.434**	**7.488**	**5.815**	**6.899**	**8.051**	**-5,2%**	**-6,7%**	**-7,0%**
Receita Líquida	2.545	2.407	4.304	5.024	5.705	4.584	5.434	6.194	-6,1%	-7,5%	-7,9%
Lucro Bruto	1.254	1.050	1.794	2.187	2.648	1.837	2.261	2.623	-2,4%	-3,3%	1,0%
Margem Bruta	49,3%	43,6%	41,7%	43,5%	46,4%	40,1%	41,6%	42,3%	160bps	191bps	407bps
EBITDA (pós-IFRS16)	**444**	**173**	**469**	**685**	**966**	**521**	**752**	**932**	**-10,1%**	**-8,8%**	**3,7%**
Margem EBITDA	17,4%	7,2%	10,9%	13,6%	16,9%	11,4%	13,8%	15,0%	-48bps	-19bps	189bps
Lucro Líquido	**305**	**(113)**	**94**	**176**	**398**	**120**	**252**	**338**	**-21,5%**	**-30,0%**	**17,8%**

Fonte: Empresas, BTG Pactual

Track&Field - Novo preço alvo de R$ 20, vs. R$ 16 antes (rating de Compra)

Apesar da grande turbulência para os varejistas de vestuário no início do ano, a Track & Field teve um desempenho positivo no 1T21, que esperamos continuar avançando, ajudada pela retomada do consumo das classes de renda mais alta.

Em resumo, nossa visão positiva é baseada em quatro pilares principais: (i) modelo de negócios de alta margem, alto-ROIC e *asset-light*, (ii) forte alinhamento com os franqueados (royalties sobre *sell-out*) e proximidade com a cadeia de fornecedores, (iii) presença nacional com formato de loja flexível e (iv) ecossistema de vendas sociais com mais de 100 eventos esportivos promovidos a cada ano.

Nosso preço-alvo de R$ 20 implica um P/L 2022 de 32x (vs. 25x agora, o que não é barato). A baixa liquidez das ações e a listagem no Nível 2 da B3 (com uma super estrutura de PN) podem ser considerados empecilhos, mas um modelo de negócios *asset-light* significa que sua expansão sólida não virá à custa dos retornos (na verdade, é o contrário), posicionando a empresa entre os players com maior ROIC em nossa cobertura, o que combinado com um CAGR de 37% até 2025 justifica nossa classificação de Compra.

Tabela 33: Novo vs. Antigo – Track&Field

	Novo					Antigo			Variação		
R$ milhões	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
SSS	**13%**	**-8,3%**	**25,6%**	**7,7%**	**10,9%**	**26,4%**	**12,2%**	**11,2%**	-77bps	-443bps	-28bps
Receita Bruta	**350**	**369**	**522**	**707**	**930**	**490**	**691**	**910**	**6,6%**	**2,3%**	**2,2%**
Receita Líquida	275	267	392	552	725	383	540	710	2,1%	2,3%	2,2%
Lucro Bruto	160	156	235	338	447	226	322	426	3,9%	4,9%	4,8%
Margem Bruta	58,2%	58,3%	60,1%	61,1%	61,6%	59,1%	59,6%	60,1%	103bps	153bps	153bps
EBITDA	**76**	**52**	**93**	**146**	**205**	**99**	**150**	**208**	**-6,1%**	**-2,9%**	**-1,2%**
Margem EBITDA	27,7%	19,3%	23,7%	26,4%	28,3%	25,8%	27,8%	29,3%	-209bps	-141bps	-96bps
Lucro Líquido	**37**	**27**	**63**	**96**	**131**	**68**	**109**	**131**	**-6,4%**	**-11,7%**	**-0,1%**

Fonte: Empresas, BTG Pactual

Lojas Renner - Novo preço-alvo de R$ 56 vs. R$ 46 antes (rating de Compra)

A tendência de enfraquecimento (mas esperada) no início do ano ilustra como o cenário era difícil para a maioria dos varejistas de vestuário em meio à pandemia. No entanto, vemos uma recuperação gradual nos próximos meses e damos as boas-vindas às iniciativas (e investimentos) da Lojas Renner para desenvolver um ecossistema mais completo de vestuário/estilo de vida (que também deve incluir M&As), que deve ser gradualmente incorporado pelo mercado no valuation de múltiplos da ação.

Ainda vemos a Renner bem posicionada para ganhar participação de mercado nos próximos anos no fragmentado segmento do varejo de vestuário brasileiro, dada (i) sua estrutura de ponta na cadeia de suprimentos; (ii) execução de premium; e (iii) iniciativas omnichannel, que sustentam nossa visão positiva de longo prazo sobre o nome.

Em resumo, esperamos que a receita líquida da Renner se recupere nos próximos meses, crescendo 5,4% no ano fiscal de 2021 vs. 2019. Nosso preço-alvo de R$ 56/ação (vs. R$ 46/ação anteriormente) reflete as perspectivas de recuperação após o ano de 2020 e incorpora o follow-on de R$ 3,9 bilhões da Renner.

Tabela 34: Novo vs. Antigo – Lojas Renner

	Novo					Antigo			Variação		
R$ milhões	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
SSS	**8,6%**	**-24,0%**	**29,0%**	**8,6%**	**8,0%**	**18,1%**	**8,2%**	**8,1%**	**1085bps**	**37bps**	**-9bps**
Receita Líquida	8.474	6.661	8.929	10.307	11.572	10.458	11.925	13.486	-14,6%	-13,6%	-14,2%
Lucro Bruto	*4.767*	*3.459*	*4.936*	*5.904*	*6.745*	5.865	6.891	7.820	-15,8%	-14,3%	-13,7%
Margem Bruta	*56,3%*	*51,9%*	*55,3%*	*57,3%*	*58,3%*	*56,1%*	*57,8%*	*58,0%*	-80bps	-50bps	30bps
EBITDA (pós-IFRS16)	**1.978**	**1.198**	**1.495**	**2.161**	**2.694**	**2.381**	**3.009**	**3.534**	**-37,2%**	**-28,2%**	**-23,8%**
Margem EBITDA	23,3%	18,0%	16,7%	21,0%	23,3%	22,8%	25,2%	26,2%	-602bps	-427bps	-292bps
Lucro Líquido	**1.099**	**1.100**	**692**	**1.294**	**1.563**	**1.323**	**1.753**	**2.130**	**-48%**	**-26%**	**-27%**

Fonte: Empresas, BTG Pactual

C&A – Preço-alvo de R$ 18 permanece inalterado (rating de Compra)

Por +40 anos, tem sido um dos poucos varejistas de roupas estrangeiros a fazer negócios com sucesso aqui. Após um período de reviravolta e crescimento mais fraco da receita líquida em relação aos pares, a empresa melhorou a execução e estabeleceu os pilares para a expansão no Brasil, explorando sua vasta base de lojas, reconhecimento de marca e o que é um setor de varejo de vestuário fragmentado.

Como outros varejistas de vestuário, a C&A teve um início difícil em 2021 com a segunda onda de restrições operacionais de lojas, e esperamos ver uma recuperação (fraca) nas receitas de vendas durante o ano.

Nosso preço-alvo de R$ 18/ação (inalterado em relação ao modelo anterior) incorpora a recuperação gradual da demanda, juntamente com uma visão de longo prazo mais construtiva sobre o nome graças às oportunidades de expansão de lojas, a iniciativa *push-and-pull* e seu evolução da proposição omnichannel.

Tabela 35: Novo vs. Antigo – C&A

	Novo					Antigo			Variação		
R$ milhões	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
SSS	***1,7%***	***-23,6%***	***21,6%***	***6,1%***	***6,6%***	***8,0%***	***5,0%***	***5,0%***	*1363bps*	*110bps*	*162bps*
Receita Líquida	5.284	4.085	5.152	5.753	6.654	5.538	6.306	7.194	-7,0%	-8,8%	-7,5%
Lucro Bruto	2.567	1.897	2.445	2.796	3.239	2.674	3.058	3.503	-8,6%	-8,6%	-7,5%
Margem Bruta	*48,6%*	*46,4%*	*47,5%*	*48,6%*	*48,7%*	*48,3%*	*48,5%*	*48,7%*	*-84bps*	*11bps*	*-2bps*
EBITDA (pós IFRS16)	**956**	**361**	**565**	**868**	**1.045**	**757**	**903**	**1.031**	**-25,3%**	**-3,9%**	**1,4%**
Margem EBITDA	*18,1%*	*8,8%*	*11,0%*	*15,1%*	*15,7%*	*13,7%*	*14,3%*	*14,3%*	*-269bps*	*76bps*	*137bps*
Lucro Líquido	**263**	**(166)**	**(44)**	**157**	**262**	**142**	**250**	**353**	**-130,8%**	**-37,2%**	**-25,8%**

Fonte: Empresas, BTG Pactual

Vulcabras - Novo preço-alvo de R$ 12, vs. R$ 14 antes (rating de Compra)

Apesar das preocupações persistentes com as margens vis-à-vis a expansão da receita, também impactada pelos preços mais altos das matérias-primas (uma tendência que deve persistir neste ano), vemos um melhor momentum para a VULC à frente, especialmente considerando as oportunidades dos acordos com a Under Armour e com a Mizuno (atualmente fazendo 7 dos 34 modelos Mizuno planejados na fábrica da Vulcabras).

Em setembro do ano passado, a Vulcabras anunciou que havia assinado um acordo com a Alpargatas para assumir as operações da Mizuno no Brasil e adquirir alguns estoques e ativos fixos por R$ 32,5 milhões. A Mizuno já era operada pela Alpargatas no país desde 1997 (parceria que foi renovada em 2014) e registrou vendas líquidas de R$ 444 milhões (28% da receita líquida da VULC) em 2019.

Pelo acordo, a Vulcabras terá um Distribuidor Master e Acordo de Licenciamento com a Mizuno Corporation, sendo responsável por: (i) o desenvolvimento e fabricação dos produtos Mizuno no Brasil, incluindo calçados, vestuário e acessórios; (ii) distribuição da Mizuno no Brasil e (iii) venda dos produtos Mizuno por meio de suas lojas próprias (6 lojas próprias) e plataforma de e-commerce por um período superior a 10 anos. Enquanto isso, a Vulcabras deve pagar royalties a Mizuno e ter um nível mínimo de gastos com marketing (em uma porcentagem semelhante à que a Vulcabras tem com a Under Armour).

Usando um modelo DCF, alcançamos um preço-alvo de R$ 12/ação (16% de potencial de valorização vs. preço atual), implicando um 11x P/L 2022. Assumimos um custo de capital próprio (em USD) de 9,5% e crescimento de longo prazo de 4,0% (também em USD).

Tabela 36: Novo vs. Antigo – Vulcabras

	Novo				Antigo		Variações	
R$ milhões	2019	2020	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
Receita Bruta	**1.606**	**1.393**	**2.103**	**2.351**	**2.256**	**2.463**	**-6,8%**	**-4,6%**
Receita Líquida	1.360	1.179	1.780	1.990	1.926	2.102	-7,5%	-5,3%
Lucro Bruto	472	385	627	726	771	852	-18,7%	-14,7%
Margem Bruta	34,7%	32,6%	35,2%	36,5%	40,1%	40,5%	-484bps	-402bps
EBITDA (pós-IFRS16)	**223**	**112**	**270**	**353**	**416**	**450**	**-35,0%**	**-21,6%**
Margem EBITDA	16,4%	9,5%	15,2%	17,7%	21,6%	21,4%	-641bps	-368bps
Lucro Líquido	**143**	**32**	**163**	**264**	**355**	**402**	**-54,0%**	**-34,4%**

Fonte: Empresas, BTG Pactual

Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTG Pactual 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 BTG Pactual 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 fatores sobre os quais o BTG Pactual 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 BTG Pactual 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 BTG Pactual digital e os seus clientes. O BTG Pactual 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 pessoas 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 BTG Pactual 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 BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiadas do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual 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 BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.
O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual 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 BTG Pactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.
O BTG Pactual 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 BTG Pactual 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 BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, consequentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual 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 BTG Pactual 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