



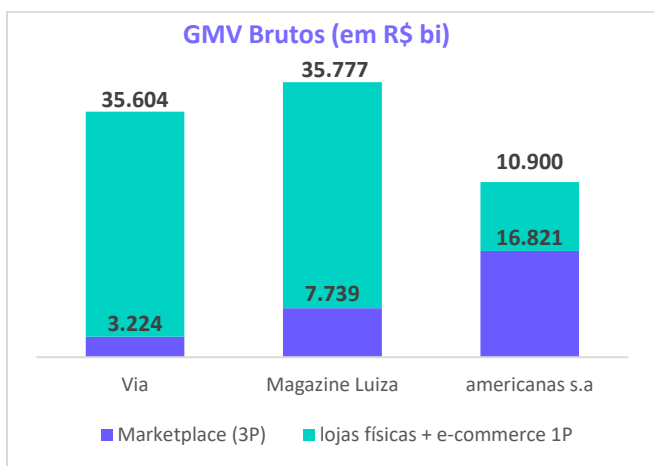
ETAPA 6 da 2ª Competição de Análise Fundamentalista TRADERSCLUB (VVAR3)

Membros: Alencar Vieira Gontijo Junior; Felipe dos Reis Lemos; Iago de Souza de Lima Araújo; Lucas Ataíde Heyden; Ruan Carlos Lovatti Sardi; Profª Ronara Cristina Bozi dos Reis

Visão do Setor

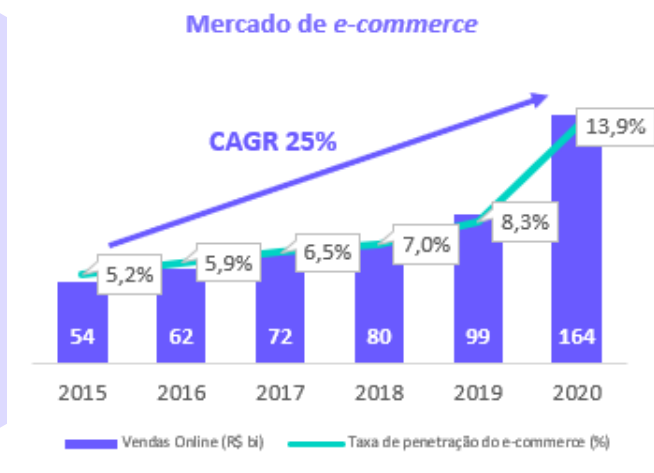
O mercado de varejo é pulverizado em grandes *players* em um ambiente altamente competitivo. Entre os principais participantes estão: Via, americanas s.a, Magazine Luiza e Mercado Livre.

O modelo de negócios consiste em canais de vendas diretas, *e-commerce* tradicional (1P) venda direta dos seus próprios produtos e o *e-commerce marketplace* (3P). A exceção é para o Mercado Livre que atua somente no 3P.



Fonte: RI das empresas

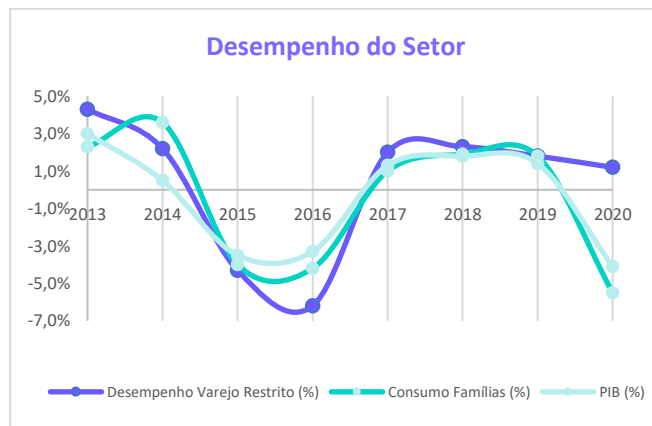
Devido à pandemia em 2020, as mudanças de hábitos no consumo dos brasileiros pelas restrições geraram um salto na penetração das vendas *online*.



Fonte: Euromonitor, RI Magazine Luiza

O setor de varejo tem alta dependência do desempenho econômico, possuindo forte influência na renda das famílias e no consumo de crédito.

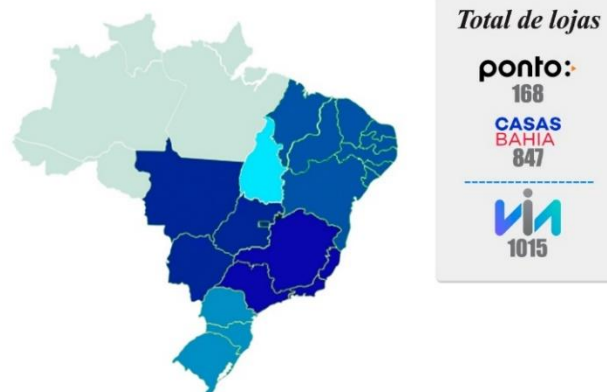
Desempenho do Setor



Fonte: IBGE

A Empresa

A Via é umas das principais varejistas do Brasil. Atualmente, a companhia lançou a estratégia com foco nos mercados do norte e nordeste com a abertura de mais 120 lojas. Ademais, é dona da Bartira, maior fábrica de móveis do Brasil, com 35% de *market share*.



A logística que antes era considerada um ponto de fraqueza da companhia, tornou-se um braço de extrema importância para a retomada operacional. A ASAP Log e a Envias para a recuperação da empresa.

**ASAP Log**  
Mais de 300 mil entregadores com suporte das lojas funcionando como mini hubs logísticos – poder de capilaridade da cia é potencializado.

**envias**  
Suporte aos sellers do marketplace desde a venda dos produtos até a entrega ao cliente, gerando entregas até 20% mais rápidas. Conta com mais de 50% dos sellers ativos, servindo de catalisador para atrair mais usuários ao marketplace.



## Breve história da companhia



A COMPANHIA SURTIU NO ANO DE 2010, A PARTIR DA COMPRA DAS CASAS BAHIA, PERTENCENTE À FAMÍLIA KLEIN, POR PARTE DO GRUPO PÃO DE AÇÚCAR (GPA), QUE NA ÉPOCA TRANSFERIU SUA VAREJISTA PARA A GLOBEX UTILIDADES S.A., QUE EM 2012 PASSOU A SE CHAMAR VIA VAREJO, QUE, EM 2013, REALIZOU SEU IPO.



NO ANO DE 2014, FOI CRIADA UMA EMPRESA MULTINACIONAL DE COMÉRCIO ELETRÔNICO, NOMEADA DE CNOVA, FUNDADA A PARTIR DE UM EMPREENDIMENTO CONJUNTO ENTRE CASINO, GRUPO PÃO DE AÇÚCAR, VIA VAREJO E GRUPO ÉXITO, QUE FOI ADQUIRIDA EM 2016 PELA VIA VAREJO.



EM 2021, POR FIM, A EMPRESA SOFREU UMA NOVA MUDANÇA DE NOME, PASSANDO A SER RECONHECIDA COMO VIA, E REESTRUTUROU DIGITALMENTE TAMBÉM SUAS SUBSIDIÁRIAS. POR FIM, NO MESMO ANO, MICHAEL KLEIN VOLTA A SER ACIONISTA MAJORITÁRIO DA COMPANHIA



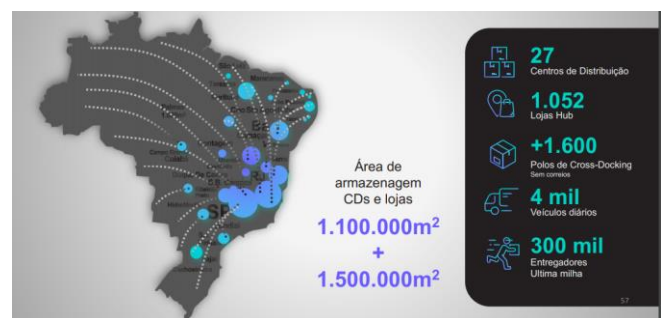
Total de lojas

ponto: 168

CASAS BAHIA 847

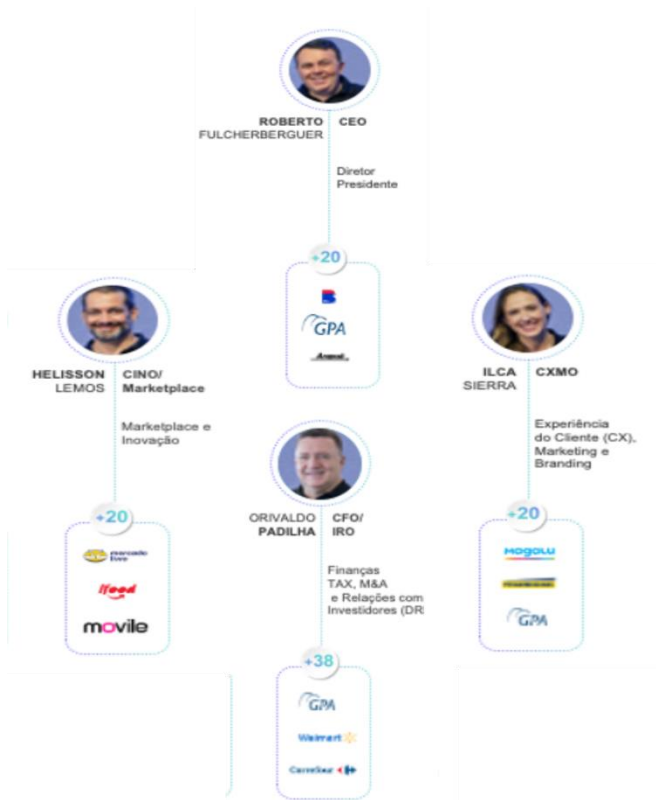
VIA 1015

Fonte: RI Via



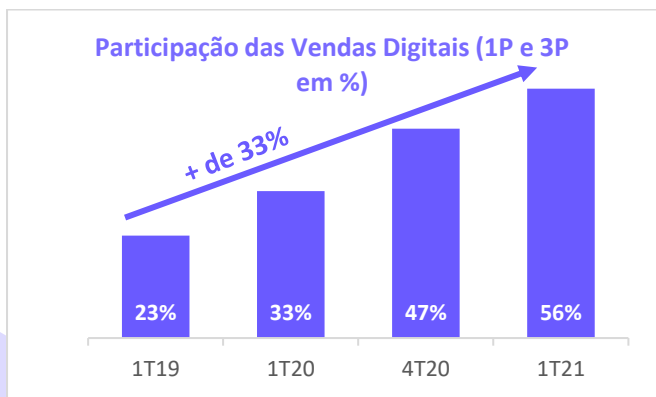
Fonte: RI Via

Em 2019, diretores e vice-presidentes foram demitidos para dar espaço a novos executivos com forte bagagem na carreira, focando no *turnaround* e digitalização da cia. Executivos como Ilca Sierra, da área de *marketing*, foram contratados diretamente de concorrentes como a Magalu ou o Mercado Livre.



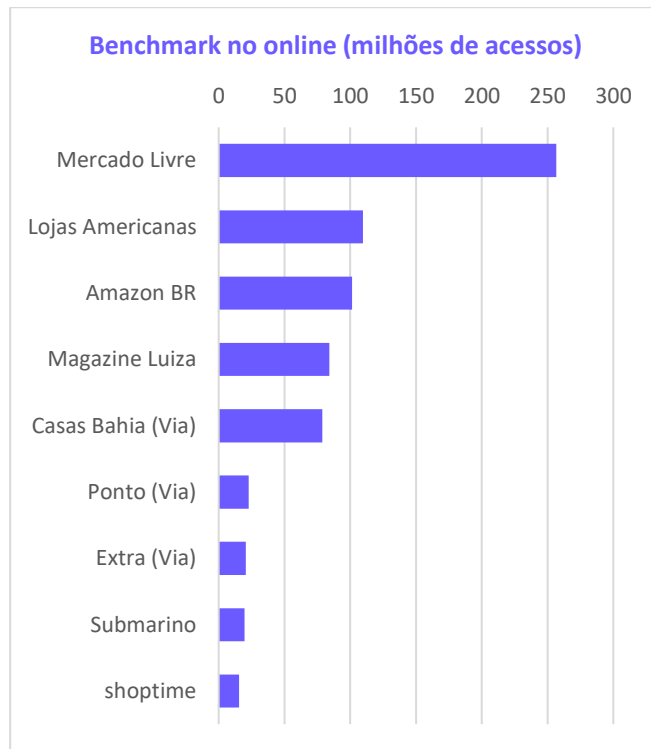
Fonte: RI Via / adaptado

Os esforços têm gerado resultados da participação das vendas digitais.



Fonte: RI Via

Consolidando digitalmente as suas marcas, a Via possui um *market share* digital relevante, sendo a marca Casas Bahia a 5ª no número de acessos digitais.



Fonte: similarweb jun/21

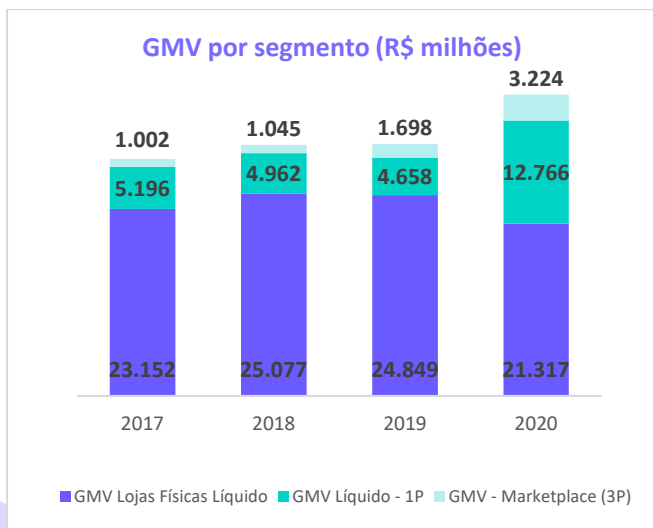
O banco digital banQi, lançado em 2019 tendo como público alvo as classes C e os vendedores da plataforma 3P, busca gerar sinergias das várias áreas da empresa e em especial, no segmento de crediário, do qual a Via possui R\$ 4,6 bilhões em carteira.



Fonte: RI Via

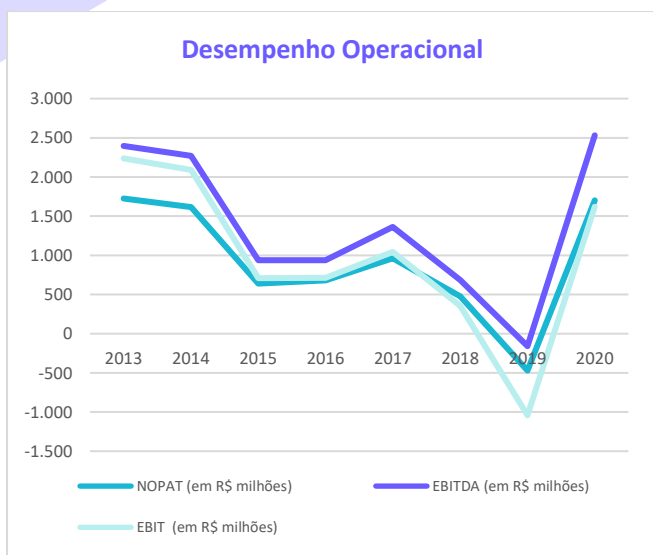
### Análise Financeira

A reestruturação da empresa nos segmentos do e-commerce próprio e marketplace surtiu efeito devido à mudança de hábitos em 2020. Houve ganhos em cada segmento de 2,7x no 1P e 1,9x no 3P.

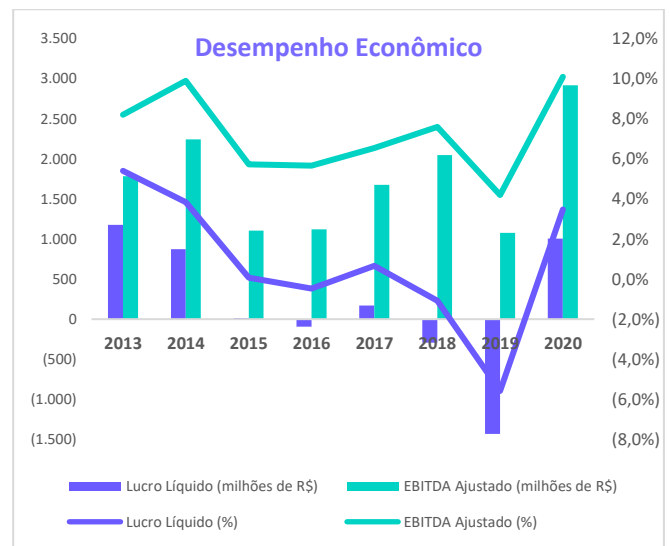


Fonte: RI Via

Os indicadores de geração operacional da Via apresentaram retomada em 2020, retornando aos valores de 2014, fruto da reestruturação dos canais de vendas.



Já em 2019, houve uma auditoria nos balanços da empresa que apontou um valor a ser ajustado de R\$ 1,169 bilhão na correção de erros e de mudanças de estimativas.



Fonte: RI Via, TC Matrix

O ROE, ROA e ROIC mostram um histórico de diminuição, seguido da recuperação em 2020 em função de uma retomada no lucro líquido e na geração operacional.

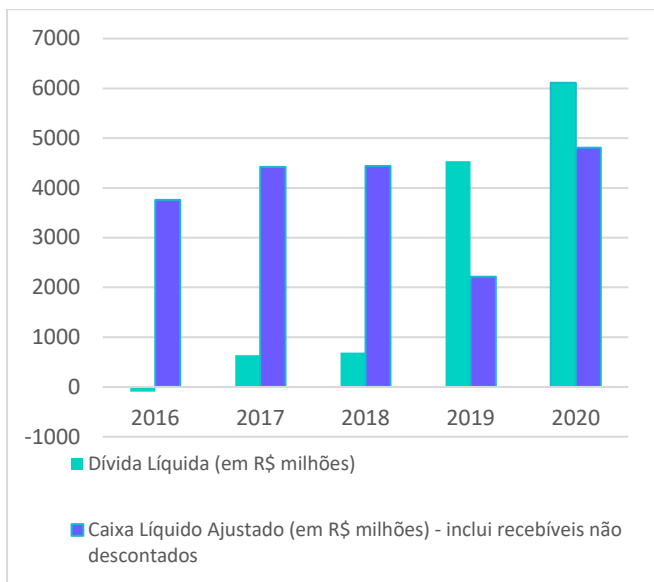
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ROA	8,84%	6,18%	0,09%	-0,60%	1,07%	-1,35%	-6,20%	3,18%
ROE	32,17%	20,30%	0,32%	-2,73%	6,68%	-10,01%	-139,67%	17,29%
ROIC	36,27%	35,14%	18,37%	14,37%	17,34%	9,85%	1,61%	10,97%

Fonte: TC Matrix

Já o endividamento da empresa mostra-se de forma crescente com a estratégia da cia de M&A, logística e reforços nos estoques, com a Dívida líquida/EBITDA atingindo 3,04x no 1T21. Vale destacar a grande composição do endividamento de curto prazo, que pode se tornar um desafio em momentos de estresse no mercado de crédito.

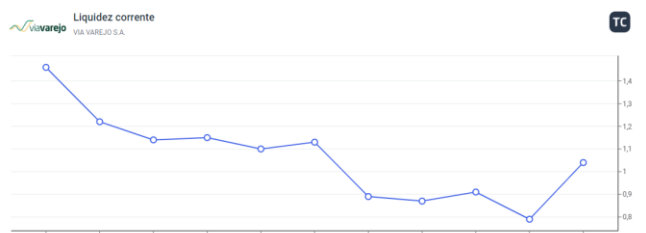
Endividamento	4T16	4T17	4T18	4T19	4T20	1T21
Endividamento de Curto Prazo (%)	89,67%	90,55%	76,79%	83,78%	73,52%	78,77%
Endividamento de Longo Prazo (%)	10,33%	9,45%	23,21%	16,22%	26,48%	21,23%
Dívida Líquida/EBITDA	-2,47	-0,1	0,47	-28,53	2,41	3,04

Fonte: TC Matrix



Fonte: TC Matrix

A capitalização de R\$4,4 bilhões e os esforços da cia têm resultado no aumento do caixa e na melhora dos índices de liquidez para a cobertura dos seus passivos.

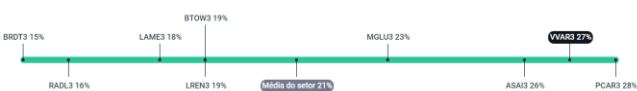


Fonte: TC Matrix



Fonte: TC Matrix

Por fim, a Via apresenta um risco de insolvência superior aos seus pares do varejo, dado o seu perfil de endividamento.



Fonte: TC Matrix

### Environmental, Social and Governance (ESG)

As medidas tomadas pela companhia em 2020 indicam esforços quanto a inclusão e transformação digital.

**Ambiente E**

Programa REVIVA, com o beneficiamento de famílias através da reciclagem; Contratação de duas usinas solares para geração sustentável de energia e abastecimento próprio.

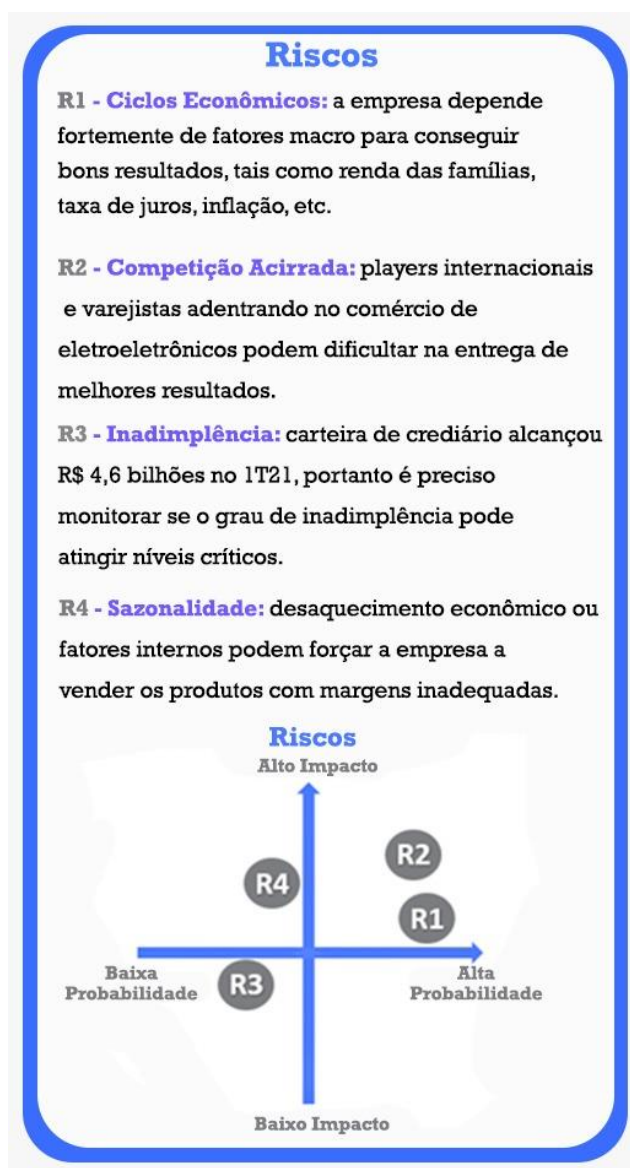
**Sociais S**

Aumento de 74% no investimento na Fundação Casas Bahia; Priorização das comunidades afetadas pela Covid-19; Nova identidade visual; Foco na diversidade para inclusão.

**Governança G**

Revisão no código de conduta ética; Novo Conselho de Administração; Operação de follow-on para transformação digital e inovação; Expansão para o Norte do país.

Fonte: Equipe



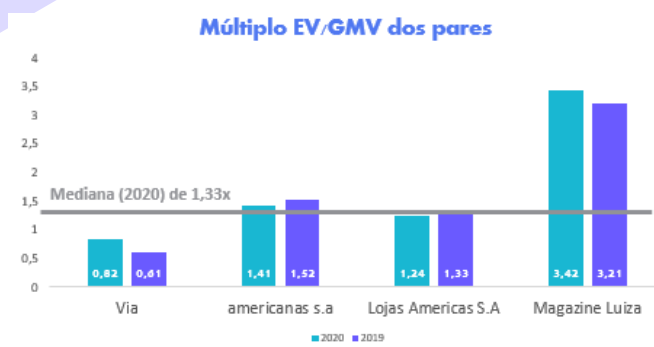
Fonte: Equipe



## Tese de Investimentos

Iniciamos nossa cobertura de Via (VVAR3) com a recomendação de compra, com **preço-alvo de R\$18,67**, que implica em um **upside de 41,41%**. Consideramos alguns *drivers* de crescimento, que são: (i) Forte retomada econômica em 2021; (ii) Processo de *turnaround* mostrando resultados mais sólidos; (iii) *Marketplace* apresentando maior robustez com a maturação dos projetos desenvolvidos; (iv) Múltiplo EV/GMV bastante descontado em relação ao setor (negociado em 0,82x em 2020, contra uma mediana do setor de 1,33x).

Na comparação EV/GMV, vemos que existe um *gap* entre a cia e seus pares, uma vez que eles se adiantaram na transformação digital de seus negócios. Mesmo a Via tendo entrado nos canais digitais tarde, acreditamos que esse *gap* tende a diminuir.



Fonte: Equipe, RI das empresas.

## Valuation

Chegamos ao preço alvo de R\$ 18,67/ação através da combinação: (i) valuation por múltiplo EV/NOPAT justo; (ii) fluxo de caixa descontado da firma de 6 anos.

Para as premissas, partiu-se:

- O custo de capital foi calculado utilizando o modelo CAPM. O custo de capital próprio (ke) foi medido usando a taxa livre de risco (Rf) como o juro de 10 anos do Brasil, expectativa de retorno (Rm) medido pelo Market-Risk-Premia. Já o custo do capital de terceiros (kd) usou-se as projeções do boletim Focus e um *spread* da debênture mais recente de emissão.

Cálculo do WACC	
Taxa Livre de Risco (Rf)	9,29%
Retorno Ibovespa (Rm)	10,53%
<b>Ke</b>	<b>11,87%</b>
CDI longo prazo	7,00%
spread	2,10%
<b>Kd</b>	<b>9,10%</b>
CSLL+IR	34,00%
Beta desalavancado	1,65
Beta alavancado	2,08
Equity/Capital Total	60,70%
Debt/Capital Total	39,30%
<b>WACC</b>	<b>9,56%</b>

Fonte: Equipe, BCB, Investing, TC matrix, Bloomberg.

- Crescimento na perpetuidade de 5,7% para ambos os modelos, considerando um crescimento real de 2,2% e 3,5% para inflação de longo prazo, posto que é um setor cíclico com o PIB.

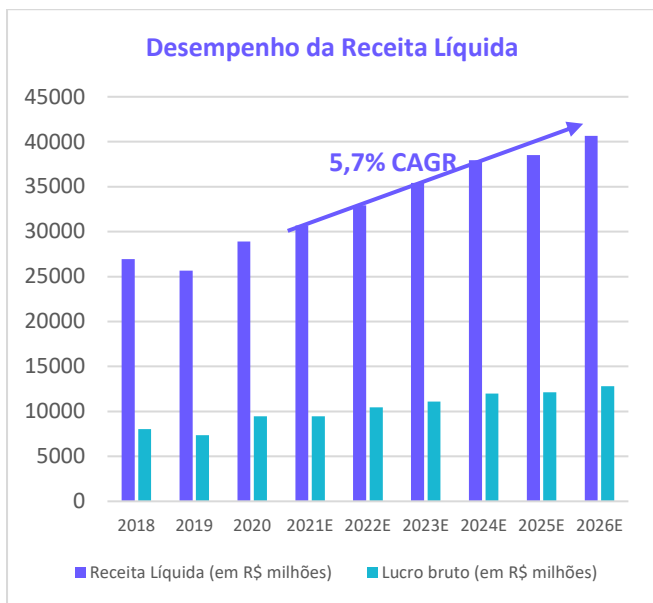
O múltiplo EV/NOPAT justo calculado por duas etapas: (i) crescimento de 8,80% em um horizonte de 6 anos e um ROIC de 11%; (ii) crescimento na perpetuidade de 5,7% e um ROIC de 17%, visto que esperamos que a cia volte a recuperar esse patamar ao valor que se encontrava em 2015 de (~18%). Já o NOPAT utilizado foi a média do esperado para 2021 e 2022.

## EV/NOPAT justo por duas etapas

ROIC 1	11,00%
ROIC2	17,00%
g1	8,80%
g2	5,70%
WACC	9,56%
Duração do período 1 (anos)	6,00
<b>Múltiplo estimado</b>	<b>17,21</b>
NOPAT (média 2021/2022)	1.721
Dívida Líquida	(7.100)
Número de ações	1.597
<b>Valor estimado</b>	<b>R\$ 14,10</b>
Preço atual (29/07)	R\$ 13,20
<b>Upside</b>	<b>6,79%</b>

Fonte: Equipe, BCB, Investing, TC matrix, Bloomberg.

Metodologia feita pelo fluxo de caixa descontado, com base de um fluxo de caixa para a firma de 6 anos. As projeções da receita líquida foram baseadas em um crescimento mais forte no triênio (2021/2023) nas receitas e uma melhora nas margens operacionais.



Fonte: RI Via, equipe.

Em (%)	CAGR			
	Histórico		Previsto	
	2018-2020	2021-2023	2024-2026	
Receita Bruta	4,1%	5,1%	4,3%	
Receita Líquida	2,4%	5,0%	4,3%	
Lucro Bruto	5,7%	5,6%	4,2%	
EBIT	30,8%	13,4%	8,0%	
NOPAT	25,7%	10,1%	7,2%	
EBITDA	18,9%	10,1%	6,7%	
Resultado Financeiro	-15,2%	28,8%	10,7%	
Resultado Financeiro Líquido	-15,3%	-3,5%	2,3%	
Lucro Líquido	-251,0%	28,8%	10,7%	

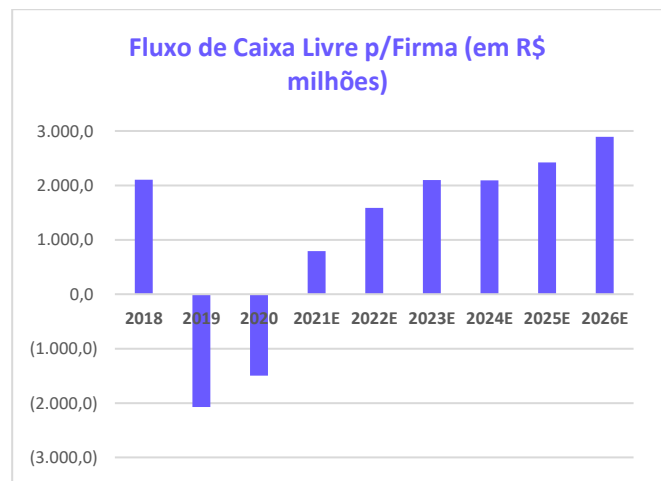
Fonte: Equipe.

Estima-se que uma maior participação e volume dos canais digitais devem contribuir para alavancagem operacional da cia, contribuindo para melhora nas margens.

	Histórico				Esperado				
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Lucro Bruto (%)	29,8%	28,6%	32,8%	30,9%	31,8%	31,4%	31,6%	31,5%	31,5%
EBITDA (%)	5,6%	-0,6%	8,8%	8,4%	9,7%	9,7%	10,0%	9,9%	10,7%
NOPAT (%)	3,2%	-1,8%	5,9%	4,7%	5,4%	5,4%	5,7%	5,6%	6,2%
Lucro Líquido (%)	-1,1%	-5,6%	3,5%	1,7%	3,0%	3,1%	3,2%	3,2%	3,8%

Fonte: RI Via, estimativas da equipe.

A retomada econômica, o aumento da penetração do e-commerce, ganho de share de pequenos e médios lojistas e a consolidação dos canais digitais devem contribuir para a geração do FCLF.



Fonte: Equipe.

Estimamos um crescimento da dívida líquida para 2021, dado que a cia continua sua estratégia de expansão. Chegando a um preço estimado de R\$ 23,23.

Valor da Empresa	
FCLF Estimado (R\$ bi)	7.411,76
FCLF Perpetuidade (R\$ bi)	36.793,75
Dívida Líquida (R\$ bi)	-7.100,00
Valor de mercado (R\$ bi)	37.105,51
Número de ações *	1.597
Valor da Ação (calculado)	R\$ 23,23
Preço atual (29/07)	R\$ 13,20
<b>Upside</b>	<b>76,02%</b>

Fonte: RI Via, Equipe.

Por fim, utilizamos uma média simples entre os dois métodos para o preço-alvo da ação.

Recomendação	VVAR3
Método Fluxo de Caixa Descontado	R\$ 23,23
EV/NOPAT justo	R\$ 14,10
Preço atual (29/07)	R\$ 13,20
<b>Preço-Alvo</b>	<b>R\$ 18,67</b>
<b>Upside</b>	<b>41,41%</b>

Fonte: Equipe.



## Apêndice

- Melhorias: *benchmark* do online do setor, análise dos indicadores operacionais, introdução do novo *management* e da diretoria atual, correção do valor da auditoria, mudança do múltiplo para EV/NOPAT com premissas mais conservadoras e melhor captura do fluxo de caixa da empresa.
- A Taxa Interna de Retorno (TIR) calculada foi de 16,22%, ou seja, acima do WACC e, portanto, este é um investimento com capacidade de gerar valor.
- Apesar da retomada econômica em 2021, surge a incerteza em relação ao cenário macro para os próximos anos. O índice TC Expectativa capta uma maior incerteza do investidor em relação à economia.

Cálculo da TIR implícita	
EV	-28180,4
2021E	571,3
2022E	1.560,7
2023E	1.973,5
2024E	1.952,2
2025E	2.122,0
2026E	2.406,0
Perpetuidade	63.645,55
<b>TIR calculada</b>	<b>16,22%</b>

Fonte: Equipe.

- A nossa matriz de sensibilidade apresenta mais cenários de *upsides*.

g (%)	WACC (%)						
	8,81%	9,06%	9,31%	9,56%	10,06%	10,56%	11,06%
0,70%	16,65	15,54	14,54	13,63	12,04	10,71	9,57
1,20%	18,60	17,25	16,05	14,97	13,11	11,57	10,28
1,70%	21,08	19,40	17,92	16,61	14,40	12,60	11,11
2,20%	24,37	22,19	20,32	18,69	15,99	13,84	12,10
2,70%	28,91	25,96	23,48	21,38	17,98	15,36	13,29
3,20%	35,61	31,33	27,86	25,01	20,57	17,28	14,75
3,70%	46,46	39,57	34,32	30,18	24,06	19,77	16,59

Fonte: Equipe

Em R\$ milhões	Histórico			Esperado					
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Receita Bruta	30.583,0	29.847,7	34.458,0	38.593,0	41.680,4	44.848,1	47.763,2	50.629,0	54.173,1
Receita Líquida	26.928,1	25.655,1	28.901,0	32.741,7	35.171,3	37.942,5	40.358,4	42.805,7	45.788,7
Lucro Bruto	8.026,9	7.342,9	9.466,0	10.111,5	11.176,8	11.895,9	12.735,5	13.462,6	14.423,0
EBIT	722,8	(1.041,9)	1.619,0	1.825,6	2.446,4	2.660,1	2.963,7	3.122,2	3.735,7
NOPAT	855,7	(470,7)	1.700,0	1.544,9	1.897,2	2.061,0	2.296,6	2.413,1	2.830,4
EBITDA	1.507,0	(158,8)	2.530,8	2.764,0	3.429,0	3.686,6	4.036,3	4.243,1	4.907,3
Resultado Financeiro	132,9	571,2	81,0	(280,7)	(549,3)	(599,1)	(667,1)	(709,1)	(905,3)
Resultado Financeiro Líquido	(1.147,0)	(961,5)	(696,0)	(1.000,0)	(830,9)	(898,0)	(1.001,6)	(1.036,7)	(1.073,0)
Lucro Líquido	(291,3)	(1.432,2)	1.004,0	544,9	1.066,3	1.163,0	1.295,0	1.376,4	1.757,4

Fonte: Equipe.

### Incerteza TC Expectativa



Fonte: TC Matrix