

VIA

2T23. Hora de rever nossa tese.

ALKIN
Equities Research

Neutra

R\$ 2,50

Preço-justo
(#VIIA3)

Diante de uma expectativa que já era baixa, a Via foi capaz de apresentar um resultado Neutro no 2T23. Entretanto, a despeito de um avanço saudável no marketplace e maior market share, o desempenho evidenciou alguns fatores preocupantes, que foram inclusive responsáveis pela revisão da nossa tese. Vemos uma companhia que está apresentando deterioração contínua de seu patrimônio, em queda pelo décimo trimestre consecutivo após uma sequência de resultados ruins. O EBITDA gerado no 2T23, apesar de positivo em R\$ 469 milhões, foi apenas 54,1% do necessário para quitar as despesas financeiras do período. A companhia trouxe junto ao resultado projeções animadoras para 2025, porém, estamos “Neutro” em VIIA3 até que a promessa se traduza em números.

A Via apresentou no 2T23 uma Receita Líquida de R\$ 7,488 bilhões (2,1% abaixo do 2T22), apesar da estabilidade no GMV total Bruto no mesmo período. O resultado veio acompanhado de uma margem bruta de 28,5% (vs 32,1% no 1T23 e 31,4% no 2T22), levando a um EBITDA ajustado de R\$ 469 milhões (margem de 6,3%), sendo 2,7 p.p. inferior aos 9,0% observada no mesmo período do ano anterior. Com um resultado financeiro negativo em R\$ 801 milhões (39,5% maior), a Via amargou mais um trimestre de prejuízo, agora de R\$ 492 milhões.

Destaques Positivos – I) Ganho de 1,5 p.p. no market share online vs 1T23, chegando ao recorde histórico (15,3%) vs 7,8% no 3T19; **II)** Aumento do número de sellers (155k no 1T23 → 158k no 2T23) e SKUs (71 M vs 67 M no 1T23) e; **III)** Aumento no *Take Rate*, que passou de 12,0% no 1T23 para 12,4% no 2T23, permitindo; **IV)** Crescimento de 9,0% no GMV Bruto do Marketplace (3P); **V)** Menores despesas com vendas, gerais e administrativas quando comparadas à receita líquida, que agora representam 20,2% ante 22,5% no mesmo período de 2022.

Destaques Negativos – I) Oitavo trimestre consecutivo de deterioração no patrimônio líquido, que passou de R\$ 6,3 bilhões no 2T21 para R\$ 4,6 bilhões no 1T23; **II)** Aumento de 47,8% nas despesas financeiras, que passaram a representar 11,6% da Receita Líquida (vs 8,5% no 2T22); **III)** Queda de 4% no TPV (Valor Total Processado) no braço financeiro da Via, agora em R\$ 11,9 bilhões (vs R\$ 12,3 bilhões no 2T22); **IV)** Mais um trimestre de aumento no endividamento ajustado, passando de R\$ 447 milhões no 4T22 para R\$ 2,425 bilhões; **V)** Aumento na inadimplência com maior saldo de PDD / Carteira Ativa comparado ao 1T23 (11,3% → 11,4%), acompanhado de maior Perda Sobre Carteira (4,5% → 4,9%) e retração na Carteira Ativa (R\$ 5,4 bi → R\$ 5,3 bi).

Desempenho Financeiro & Estimativas

R\$ M	2T23	2T22	vs 2T22	Est 2T23 AR
Receita Líquida	7.488	7.646	-2,1%	7.594
Margem Bruta	28,5%	31,4%	-2,9 p.p.	30,6%
EBITDA Ajust.	469	690	-32,1%	494
Margem EBITDA	6,3%	9,0%	-2,7 p.p.	6,5%
Lucro Líquido Aj.	-492	6	-	-364
Dívida / EBITDA	1,1x	1,2x	-0,1x	1,0x

Preço / Lucro

-

EV/EBITDA

2,5x

Dividend Yield

0,0%

Dívida Líquida / EBITDA

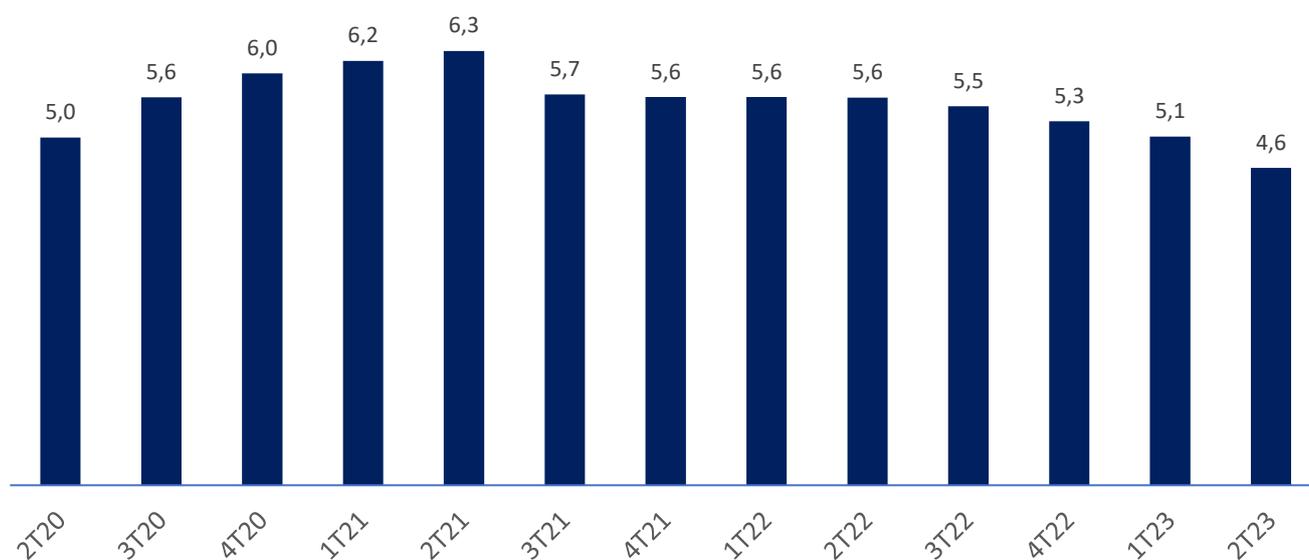
1,1X

O que achamos do resultado? – A Via apresentou mais um fraco desempenho no 2T23, ainda muito penalizado pelas despesas financeiras, agora em R\$ 882 milhões (praticamente o dobro do EBITDA de R\$ 469 milhões no trimestre). Enquanto as lojas físicas apresentaram um crescimento ainda abaixo da inflação (GMV Bruto das mesmas lojas crescendo apenas 0,6%) diante de menor disponibilidade de crédito, o 3P se mostrou como uma boa alternativa para recompor o resultado, colhendo os frutos de menor concorrência (impacto Americanas) e maior *take rate* (taxa cobrada aos Sellers). Apesar do resultado financeiro ruim, a Via apresentou uma boa eficiência operacional, vide menor SG&A/ROL e alcançou a maior fatia que já obteve no mercado, agora em 15,3% no online.

No aspecto financeiro, mesmo com a monetização de R\$ 659 milhões em impostos, destacamos a queima de caixa reportada de R\$ 760 milhões, fruto principalmente de três eventos negativos, sendo: **I)** Resultado líquido negativo de R\$ 492 milhões; **II)** R\$ 575 milhões para pagamento de dívida e; **III)** R\$ 341 M para demandas judiciais trabalhistas.

Nossa interpretação do resultado é neutra, mas vemos um desempenho que consome a paciência de investidores que veem há 10 trimestres consecutivos o patrimônio líquido da Via se deteriorando. O turnaround parece não sair do papel, mas a empresa apresentou novas perspectivas sob as quais abordaremos nos próximos parágrafos.

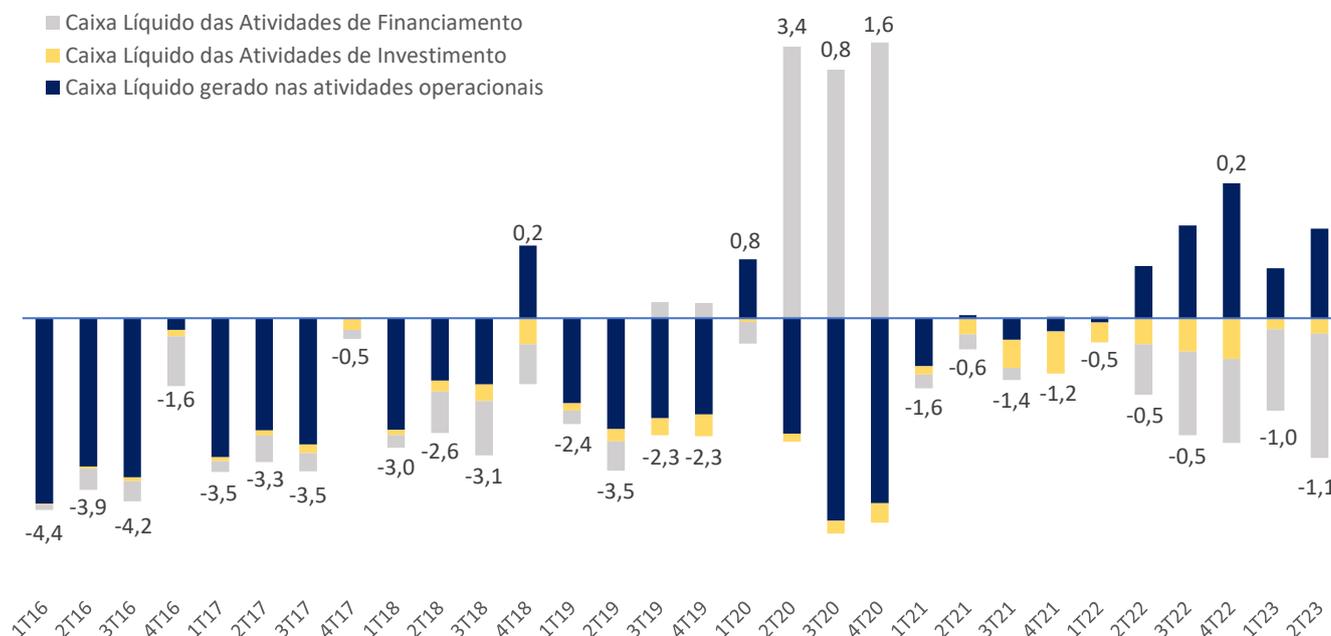
Imagem 1 Evolução do Patrimônio Líquido da Via (R\$ Bilhões)



Fonte: Demonstrações Financeiras Via; Elaborado por: Alkin Research

O que esperar para os próximos trimestres? – Os próximos trimestres serão decisivos para a Via. A empresa se vê cada vez mais pressionada por uma geração de valor que a cada resultado se confirma como um evento raro. Nos últimos 30 trimestres, desde o 1T16, a Via mostrou somente geração de caixa total positivo em 6 ocasiões, queimando caixa nas outras 24 vezes. Dentre as 6 ocasiões, 4 ocorreram em 2020, quando a companhia desfrutava de uma taxa Selic atipicamente baixa (entre 4,5% e 2,0%). O passado prova que a Via é amplamente dependente do alívio nas taxas de juros para ter menores custos de captação e poder investir no crescimento de suas operações sem comprometer a geração de valor para os acionistas.

Imagem 2 Evolução dos Fluxos de Caixa Operacional, de Financiamento e Investimentos. No rótulo, a geração de caixa final (R\$ Bilhões)



Fonte: Demonstrações Financeiras Via; Elaborado por: Alkin Research.

Apesar da promessa contínua de um *Turnaround* que até hoje não se traduziu em resultados, a nova diretoria anunciou um novo “Plano de Transformação” para que a empresa possa gerar valor até 2025. Dentre os destaques:

- I) Modelo de gestão baseado em novas métricas de margem e ciclo de caixa; (+R\$ 370 M/ano no Lucro antes de impostos (LAIR) até 2025);
- II) Redução significativa de despesa de pessoal;
- III) Otimização do *footprint* de lojas, com potencial redução de 50 a 100 lojas em 2023, impactando em queda de aproximadamente 2,5% no GMV; + ~R\$ 115 M no LAIR e; -R\$ 150 M em estoques até 2025;
- IV) Migração de categorias com margens negativas do 1P para venda exclusiva no 3P, de forma rentável;
- V) Reduções adicionais de estoques, com potencial de até R\$ 1 bilhão e;
- VI) Mudanças no modelo de funding do crediário através de FIDCs com potencial liberação de até R\$ 5 bilhões.

Apesar das projeções animadoras, temos a cautela em primeiro plano para a Via após as decepções consecutivas nos últimos resultados. Apesar da fraqueza de um de seus principais competidores (Americanas), enxergamos uma concorrência elevada, principalmente após investimentos relevantes de Mercado Livre e Amazon. A queda da Selic será inquestionavelmente bem-vinda para a empresa. Entretanto, o patamar de duplo dígito deve perdurar por mais alguns trimestres até que se mostre menos onerosa às despesas financeiras e não comprometa o resultado da Via.

Diante dos desafios que empresa terá que enfrentar para alcançar suas metas estabelecidas para 2025, preferimos reconsiderar nossa tese. Estamos recalculamos as projeções para VIIA3, que nos levaram a um novo valor justo para as ações, agora em R\$ 2,50, acompanhado de uma recomendação Neutra. Ainda que o valor justo ofereça alguma margem de desconto sobre o valor atual das ações, julgamos a cautela pertinente até que a companhia seja capaz de provar, com números, sua capacidade de gerar valor para os acionistas.

Disclaimer

Este relatório foi elaborado e distribuído pela Alkin Research para uso exclusivo de de seus assinantes com o objetivo de informar e auxiliar os investidores em suas decisões de investimento, não constituindo oferta de compra ou venda de nenhum título ou valor mobiliário contido neste relatório.

Todo o conteúdo, análise e elaboração deste relatório foi feito sob a ótica da Instrução 20 da CVM, que regulamenta a atividade do analista de valores mobiliários e estabelece as diretrizes necessárias para que este produto seja transparente e imparcial.

Conforme o artigo 20, parágrafo único da Resolução CVM 20, o analista responsável, Anderson de Almeida Meneses, detentor da certificação CNPI nº 2362, declara-se responsável pela recomendação proferida neste relatório de análise.

De acordo com a exigência regulatória do artigo 21 previsto na Resolução CVM 20, de 25 de fevereiro de 2021, o analista de valores mobiliários, responsável principal por este relatório, declara:

(i) que as recomendações contidas neste relatório refletem única e exclusivamente sua opinião pessoal sobre a companhia analisada e seus valores mobiliários e foram elaborados de forma independente e (ii) que as informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas às mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança.

Nos termos da CVM, o analista responsável por este relatório, o faz respeitando às normas estabelecidas pela Comissão de Valores Mobiliários na Resolução CVM 20, Artigo 13.

Todas as informações utilizadas nesta publicação foram baseadas em informações públicas e de fontes consideradas fidedignas. Embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis de diligência para verificar a qualidade e veracidade das informações reportadas, a Alkin Research e os seus analistas não se responsabilizam por futuras e eventuais rerepresentações de informações contábeis e financeiras das instituições.

A Alkin Research reserva-se ao direito de atualizar seus relatórios e preços-alvos em periodicidade que julgar apropriada, com base nos desenvolvimentos com a empresa em questão, o setor ou o mercado que possam ter um impacto material nas visões ou opiniões de pesquisa aqui expressas.

Reforçamos que o referido preço-alvo mencionado neste relatório não constitui promessa ou garantia, por parte do analista responsável e da Alkin Research, de que este será alcançado em qualquer período de tempo. A instituição provedora deste conteúdo busca a proteção de capital e maximização do patrimônio em suas recomendações, mas exime-se da responsabilidade pela tomada de decisão no investimento, a qual deve ser restrita ao investidor.

Este relatório é destinado exclusivamente aos assinantes da Alkin Research. A sua reprodução ou distribuição não autorizada, sob qualquer forma, no todo ou em parte, implicará em sanções cíveis e criminais cabíveis, incluindo a obrigação de reparação de todas as perdas e danos causados, nos termos da Lei nº 9.610/98 e de outras aplicáveis.