

Via

3T21. Uma surpresa nada agradável.



Neutra

R\$ 6,50

Preço-justo
(#VIIA3)

Em um trimestre que tinha tudo para ser positivo, a revisão expressiva nas provisões com processos trabalhistas (R\$ 1,2 bi no 2T21 para R\$ 2,5 bi no 3T21) tirou do holofote qualquer desempenho positivo da Via, e minou todo o potencial que seria destravado com a monetização de R\$ 9,5 bilhões em créditos tributários. Olhando para os destaques operacionais, o desempenho não foi ruim (GMV +5,7% vs 3T20, marketplace representando 29,8% das vendas e forte avanço nas operações do banQi). Entretanto, não bastassem os ventos contrários em função da perda no poder de compra, inflação de custos e competição cada vez mais elevada, agora a companhia tem um revés muito maior na justiça do trabalho para lidar. Diante desses fatores, **revisamos nossa recomendação de Compra para Neutra, com um novo preço-alvo de R\$ 6,50.**

No 3T21 a Via apresentou um avanço de 5,7% no GMV total Bruto, que chegou R\$ 11,075 bi no 3T21 com uma participação de 59,8% dos canais digitais (vs 65,4% no 2T21). A partir do EBITDA já foi possível observar o efeito negativo na revisão das provisões com processos trabalhistas, que será detalhado adiante. Sob a visão contábil, (a que julgamos mais apropriada e que não descarta o ajuste), o EBITDA da Via no trimestre foi negativo em R\$ 342 M vs um resultado positivo em R\$ 627 M no 3T20. Na visão “operacional” divulgada pela companhia, que não considera a mudança na provisão, o EBITDA Ajustado seria de R\$ 669 M, com margem de 9,1% (1,1 p.p. superior ao 3T20).

O prejuízo contábil de R\$ 638 milhões registrado no 3T21 teria chegado ao território positivo em R\$ 101 M e avançado 1% em relação ao período anterior se não fosse o impacto das demandas judiciais e os créditos fiscais. Destacamos que a Via reconheceu no 3T21 créditos tributários na ordem de R\$ 254 milhões, de modo a mitigar parcialmente o efeito negativo do revés com a provisão.

Adicionalmente, a companhia apresentou no último trimestre um endividamento bruto de R\$ 5,146 bi (vs R\$ 4,460 bi no 2T21 e R\$ 4,509 bi no 3T20). Acompanhado de um caixa + aplicações financeiras de R\$ 1,575 bilhões, encerrou o 2T21 com uma dívida líquida de R\$ 3,571 bi (2,8x o EBITDA Ajustado dos últimos 12 meses). Diferente das métricas apresentadas pela companhia, não consideramos contas a receber do cartão de crédito (R\$ 4,181 bi) e antecipações (R\$ 602 M) e outras contas a receber (R\$ 531 M) para mensurar a alavancagem, uma vez que tais valores não apresentam liquidez ou probabilidade satisfatória.

Desempenho Financeiro & Estimativas

R\$ M	3T21	3T20	vs 3T20	Est 3T21 AR
Receita Líquida	7.349	7.812	-5,9%	8.092
EBITDA	-342	627	-	658
Margem EBITDA	-4,7%	8,0%	-12,7 p.p	8,1%
Lucro Líquido	-638	100	-	171
CAPEX	294	110	+168%	178
Dívida Líquida	3.575	2.387	+49,8%	2.009

Preço / Lucro

-

EV/EBITDA

11,6x

Dividend Yield

0,0%

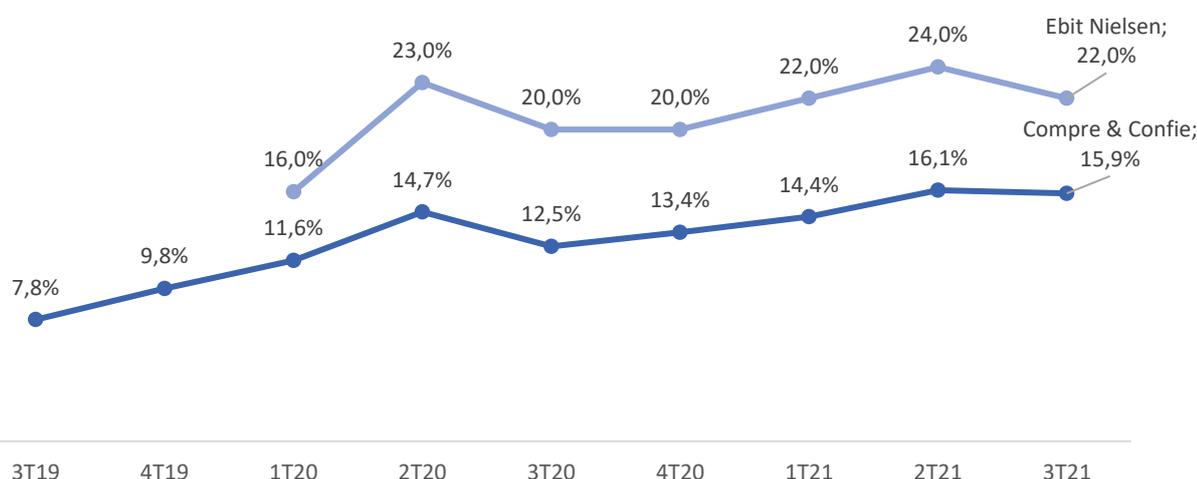
Dívida Líquida / EBITDA

2,8x

O destaque positivo fica mais uma vez para o marketplace (3P), que cresceu 132,8% em relação ao terceiro trimestre de 2020 e contribuiu com R\$ 1,9 bilhão nas vendas (29,8% do GMV online vs 17,3% no 2T20) após atingir 100 mil sellers e 34 milhões de SKUs. A participação dos canais online recuou em relação ao 2T21 (59,8% vs 65,0%) apesar do avanço em relação ao mesmo período do ano anterior, quando era de 47,0%

Uma pequena pausa no avanço de market share. Nos últimos trimestres a companhia aumentou seu market share online de forma consistente, chegando no 2T21 a uma participação de 24,0% segundo dados da Ebit Nielsen. Entretanto, foi possível observar um recuo de 2 p.p. no 3T21 (22,0%), sendo de 0,2 p.p. de acordo com a Compre & Confie. Lembramos que a companhia tem o objetivo de chegar em pelo menos 20% de participação de mercado até 2025, desafio que pode ser intensificado pela maior competição.

Imagem 1 Evolução do market share da Via no e-commerce brasileiro.



Fonte: Demonstrações Financeiras Via; Elaborado por: Alkin Research

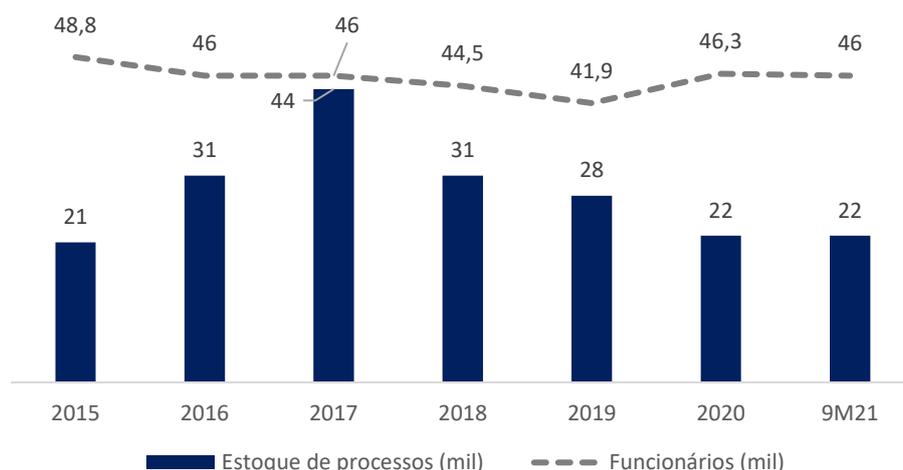
Olhando para os próximos trimestres, nos preocupa também a abertura programada de 72 novas lojas no 4T21 em um momento de fraco desempenho nas lojas físicas (-14,3% vs 3T20), estratégia que julgamos arriscada e que pode se traduzir em um fechamento posterior de unidades caso a expansão não atinja a performance esperada.

A provisão para processos trabalhistas saiu de R\$ 1,2 bi ao final do 2T21 para R\$ 2,5 bi ao final do 3T21. Destacamos que o impacto no resultado do 3T21, deduzidos os valores reembolsáveis e líquido de IR e CSLL foi de R\$ 810 milhões. De acordo com a companhia, três fatores resumem a revisão de mais de 100% na provisão: i) Aumento de 32% vs 2019 e 2020 no tíquete médio dos processos sentenciados em 2021; ii) Aumento de 82% no volume de processos no primeiro semestre de 2021 em comparação ao mesmo período de 2020 e; iii) Os processos estão sendo acionados mais rapidamente pelos trabalhadores, ocorrendo agora 9 meses após o encerramento do vínculo empregatício, ante um acionamento que ocorria em média 22 meses após o desligamento. Acreditamos os dois últimos itens tenham se intensificado pela deterioração do cenário econômico brasileiro, que pode ter influenciado uma parcela dos trabalhadores a decidir por ingressar com um processo na justiça do trabalho.

Apuramos que a companhia possuía aproximadamente 22.000 processos trabalhistas ao final do 3T21. Ainda que o volume seja uma parcela do que foi observado em 2017 (44.000), trata-se de um montante expressivo para uma companhia que atualmente possui apenas 46 mil funcionários. Nos últimos anos, a companhia optou (de forma arriscada) por levar os processos até a última instância, incorrendo em perdas potenciais relevantes diante das

correções de juros ao longo do processo. Segundo a própria Via, o tempo médio de tramitação de um processo na justiça do trabalho é de 3 a 4 anos. Entretanto, a companhia apurou que há processos com tempo médio de 5 a 6 anos, que se tornam muito mais caros e se refletem no aumento mencionado de 32% no tíquete médio.

Imagem 2 Evolução do estoque de processos e total de funcionário da Via de 2015 ao final do 3T21



Fonte: Fato Relevante divulgado pela companhia; Elaborado por: Alkin Research

Paralelamente aos processos trabalhistas, a companhia afirma possuir R\$ 9,524 bilhões em créditos fiscais, que tentem a neutralizar o impacto negativo no caixa nos próximos anos. Para 2022, a companhia espera monetizar R\$ 1 em créditos fiscais para cada R\$ 1 gasto com processos trabalhistas (ou dos antigos sócios, ou aproveitando créditos fiscais). De 2023 a 2026 a expectativa é de recuperação de R\$ 3,50 para cada R\$ 1,00 gasto. Considerando o saldo final entre os montantes a serem pagos com processos trabalhistas, e a monetização dos créditos fiscais, a companhia estima em um cenário base que o valor presente de tais fluxos é na ordem de R\$ 3,6 bilhões.

Entretanto, a própria companhia afirma que há uma complexidade na gestão dos créditos fiscais, e que não basta simplesmente haver o direito sobre os créditos para monetizá-los. Para que isso ocorra, é necessário o cumprimento de uma série de exigências de natureza burocrática, sobre a qual atribuímos um risco de execução que possa reduzir o valor esperado e ampliar o impacto negativo no saldo final.

Em virtude da reformulação na estrutura de análise jurídica da Via, identificamos ainda algumas mudanças que devem impactar negativamente as despesas administrativas e pressionar as margens nos próximos trimestres, contemplando: Reforço na estrutura do time jurídico, especialização dos times de defesa e contratação de novos escritórios externos.

Entretanto, o aumento na provisão de processos trabalhistas não é o único desafio que consideramos para a Via. Elencamos alguns dos ventos contrários à companhia no curto e médio prazo, dentre eles: i) Aumento estrutural das taxas de juros, impactando negativamente na obtenção de capital e nas despesas financeiras sobre as dívidas atuais; ii) Inflação e desemprego elevados, contribuindo para uma redução no poder de compra dos consumidores e consequentemente no menor consumo de produtos discricionários; iii) Competição notoriamente mais elevada com avanço dos players asiáticos e; iv) Novamente inflação, mas sob a ótica da oferta restrita nas cadeias de produção globais, elevando o custo dos produtos ofertados pela empresa.

Destacamos a combinação explosiva de uma oferta de produtos mais caros, aliada à redução no poder de compra dos consumidores. A partir dos fatores acima, e do imbróglio enfrentado a justiça do trabalho, renunciamos nossa expectativa antes positiva para a Via, ainda que o avanço na digitalização seja honrável e o e-commerce seja uma forte tendência para os próximos anos.

Apesar da inviabilidade em identificar a deterioração no cenário de processos, que são atualizados pela Via apenas trimestralmente, erramos em não atribuir o risco a este fator de forma adequada. Portanto, revisamos nossas estimativas, sendo mais conservadores com o cenário para a companhia, que agora uma série ainda maior de problemas (elencados anteriormente) para lidar. **Atribuimos um novo preço alvo de R\$ 6,50 para as ações #VIA3, com uma recomendação neutra perante o valor atual de mercado.**

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 reapresentações 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.