

Casas Bahia

3T23. Um Turnaround sem fim.



Neutra

R\$ 0,70

Preço-justo
(#BHIA3)

Provando que não há nada tão ruim que não possa ficar pior, a Casas Bahia apresentou um resultado inquestionavelmente fraco no 3T23. Ainda que cercado por eventos rotulados como “não recorrentes”, o cenário para BHIA3 é desafiador. Fechamento de lojas, demissões, margens negativas, queda no faturamento – Uma combinação explosiva que levou a Casas Bahia a uma deterioração contínua de seu patrimônio, em queda pelo 9º trimestre consecutivo. O Follow-On recente foi suficiente apenas para compensar a queima de caixa realizada em um trimestre, e não há qualquer sinal no 3T23 de que o Turnaround (há muito tempo prometido) se traduza em bons resultados. Permanecemos cautelosos com BHIA3 e revisamos nosso preço-justo para R\$ 0,70.

A Casas Bahia apresentou no 3T23 uma Receita Líquida de R\$ 6,590 bilhões (6,0% abaixo do 3T22), acompanhado de uma queda de 4,1% no GMV total Bruto no mesmo período. O resultado veio acompanhado de uma margem bruta de 23,0% (vs 28,5% no 2T23 e 30,7% no 2T22), levando a um EBITDA ajustado negativo em R\$ 66 milhões (margem de -1,0%), sendo um contraste relevante frente ao observado nos períodos de comparação (6,3% no 2T23 e 5,6% no 3T22). Com um resultado financeiro negativo em R\$ 765 milhões, a Casas Bahia amargou mais um trimestre de prejuízo, agora de R\$ 836 milhões.

Destaques Positivos – I) Segundo trimestre consecutivo de aumento no *Take Rate*, passando de 12,0% no 1T23 para 12,4% no 2T23, chegando a 12,5% no 3T23, permitindo; **II)** Crescimento de 13,8% no GMV Bruto do Marketplace (3P) na comparação anual; **III)** Fluxo de Caixa Gerencial estável vs 2T23 (R\$ 2,788 bi → R\$ 2,800 bi) em virtude do Follow-On líquido de R\$ 602 milhões realizado no período.

Destaques Negativos – I) Novo trimestre consecutivo de deterioração no patrimônio líquido, que passou de R\$ 6,3 bilhões no 2T21 para R\$ 4,4 bilhões no 3T23; **II)** Queda de 4,4% no TPV (Valor Total Processado) no braço financeiro, agora em R\$ 11,8 bi (vs R\$ 12,4 bi no 3T22); **III)** Mais um trimestre de aumento na alavancagem, passando de 0,83x Dívida Líquida Ajustada/EBITDA no último trimestre para 0,95x; **IV)** Aumento nas despesas com vendas, gerais e administrativas quando comparadas à receita líquida, que agora representam 22,1% ante 20,2% observados no 2T23, apesar da queda anual de 3,1 p.p; **V)** Queda de 4,1% no GMV Total Bruto. (R\$ 10,2 → R\$ 9,8 bilhões).

Desempenho Financeiro & Estimativas

R\$ M	3T23	3T22	vs 3T22	Est 3T23 AR
Receita Líquida	6.590	7.008	-6,0%	6.706
Margem Bruta	23,0%	30,7%	-7,7 p.p.	25,4%
EBITDA Ajust.	-66	390	-	194
Margem EBITDA	-1,0%	5,6%	-6,6 p.p.	2,9%
Lucro Líquido	-836	-376	-	-412
Dívida* / EBITDA	1,0x	0,6x	+0,4x	0,8x

Preço / Lucro

-

EV/EBITDA

3,9x

Dividend Yield

0,0%

Dívida Líquida / EBITDA

1,0x

*Dívida Ajustada pela empresa contemplando recebíveis

O que achamos do resultado? – O 3T23 da Casas Bahia foi inquestionavelmente fraco. A empresa segue com muitas dificuldades (algumas internas e outras alheias à sua vontade) que impedem a geração de valor para os acionistas. Apenas no último trimestre foram fechadas 32 lojas que segundo a empresa, apresentavam uma performance abaixo do esperado e encontravam-se “sobrepostas” à outras (o que evidencia um erro de planejamento na abertura). Como consequência, um faturamento que já teria desafios com uma mesma base, foi agredido de forma mais severa com menos lojas (faturamento lojas físicas recuando 2,7% vs 3T22).

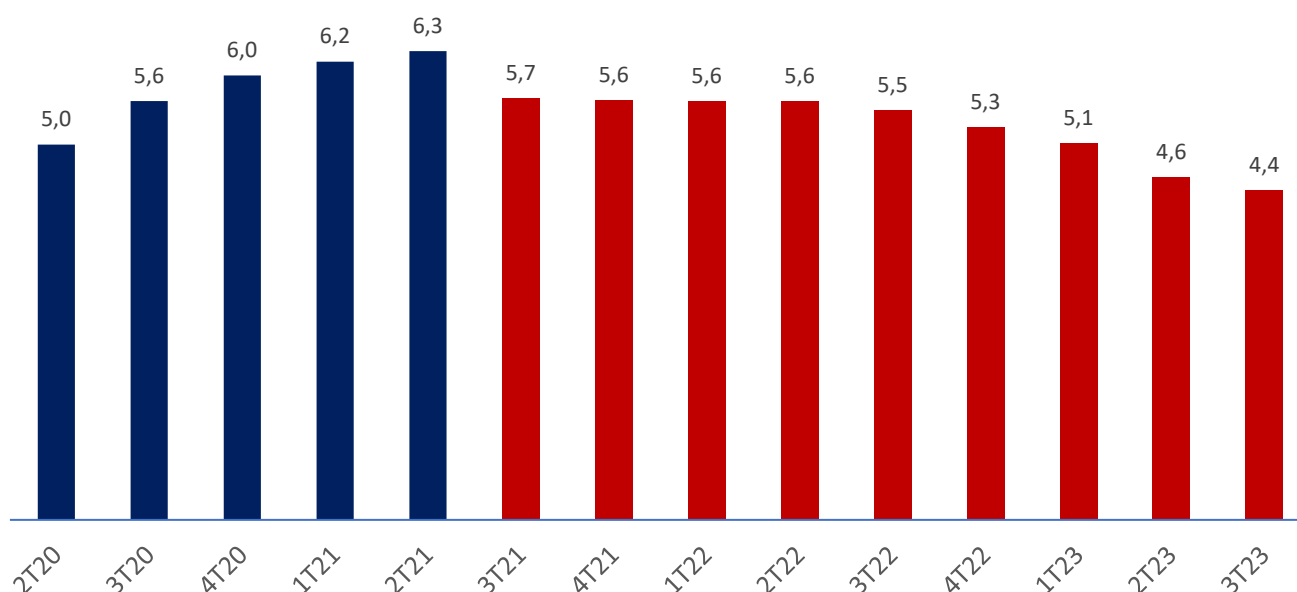
Apesar de insuficiente para recompor os demais segmentos, o Marketplace 3P se mostrou como a única fonte de crescimento da Casas Bahia, avançando 13,8% na comparação anual após fortalecimento da plataforma e novas iniciativas para clientes e sellers, incluindo serviços de logística, crédito e maior take rate (11,5% → 12,5%).

Mas não foi só o faturamento que deixou a desejar neste resultado de BHIA3. O processo de reestruturação em vigência na companhia foi novamente bastante oneroso à rentabilidade consolidada. A combinação explosiva de pagamento de processos trabalhistas (R\$ 183 M), rescisões de funcionários / fechamentos de lojas (R\$ 288 M) e redução de estoque via saldão (R\$ 309 M – acima dos R\$ 200 M esperados) levou a margem bruta a uma queda de 7,7 p.p. (30,7% no 3T22 para 23,0% no 3T23). Nem mesmo a redução de despesas operacionais e menores investimentos em marketing foram suficientes para fazer a empresa escapar de um EBITDA negativo (-R\$ 66 M).

O resultado só não foi pior em função do Follow-On que permitiu o complemento líquido de R\$ 602 milhões ao balanço, permitindo que a Casas Bahia mantivesse sua posição de caixa gerencial estável no 3T23, em R\$ 2,8 bilhões.

Vemos um desempenho que consome a paciência de investidores que veem há 9 trimestres consecutivos o patrimônio líquido da Casas Bahia apenas se deteriorando. O turnaround, há muito tempo prometido e constantemente repaginado, parece nunca se traduzir em resultados. Não há qualquer evidência no 3T23 que mostre que a empresa é capaz de voltar em breve a entregar bons resultados a seus acionistas.

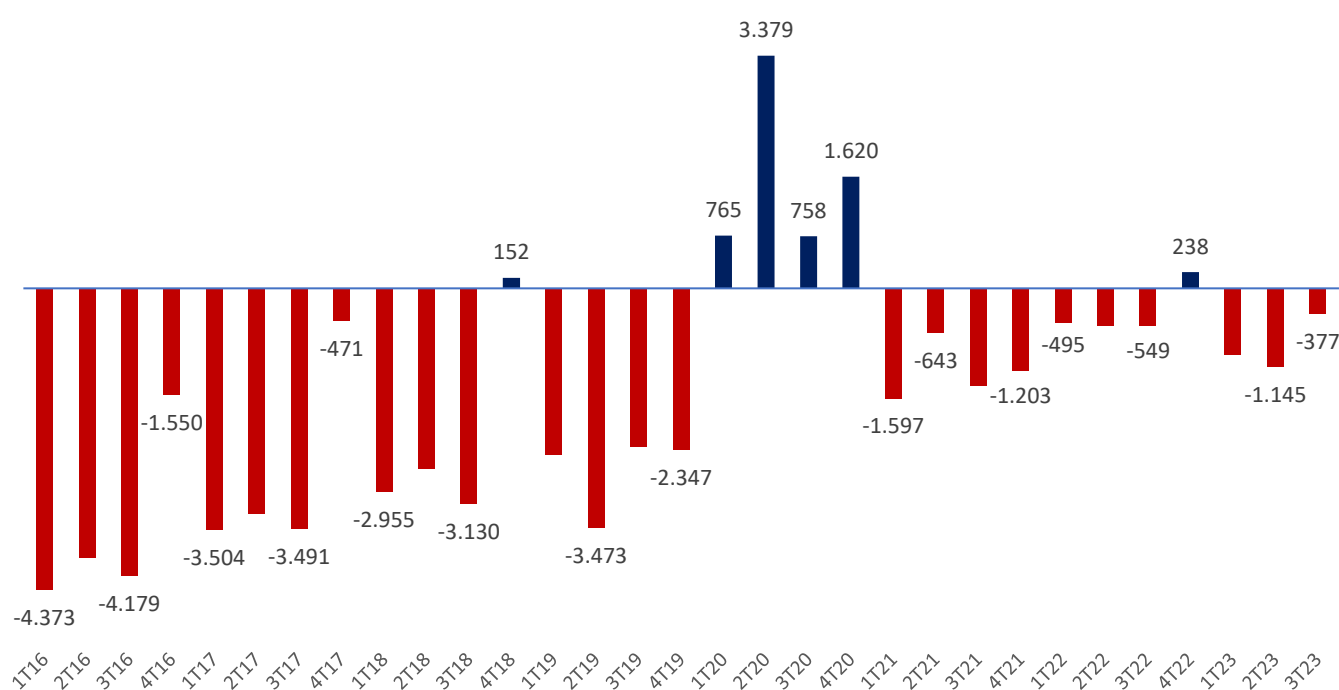
Imagem 1 Evolução do Patrimônio Líquido da Casas Bahia (R\$ Bilhões)



Fonte: Demonstrações Financeiras Casas Bahia; Elaborado por: Alkin Research

O que esperar para os próximos trimestres? – 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 31 trimestres, desde o 1T16, a Via mostrou somente geração de caixa total positivo (visão acumulado ano) em 6 ocasiões, queimando caixa nas outras 25 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%) – algo que dificilmente voltará a ser visto no Brasil. O passado prova que a Casas Bahia 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 da Geração / Queima de Caixa Trimestral da Casas Bahia - visão acumulado ano (R\$ Milhões)



Fonte: Demonstrações Financeiras Casas Bahia; Elaborado por: Alkin Research.

Ainda que haja um plano de transformação em andamento, vemos o discurso de “Turnaround” como uma promessa constante, apenas repaginada entre ciclos de gestão, que não se traduz em uma transformação verdadeira. Estamos no maior nível de cautela que já tivemos para BHIA3 e vemos os próximos trimestres como decisivos para uma empresa que acabou de fazer Follow-On e em apenas um trimestre consumiu todo o montante.

Nossa preocupação é intensificada uma vez que a diretoria destacou que o atual ritmo de geração de caixa operacional ainda é insuficiente para cumprir com as obrigações financeiras. A fraqueza operacional, combinada à menor disposição de crédito dos bancos, obriga a empresa a buscar alternativas bastante custosas para recompor seu capital de giro – um desafio que deve continuar nos próximos trimestres.

Apesar do rótulo de “não recorrente” atribuído aos eventos adversos que afetaram o 3T23, somos enfáticos em discordar. O plano de transformação ainda deve ser bastante custoso ao curto prazo das Casas Bahia. A limpeza de estoques via saldão (que trouxe um impacto de R\$ 309 milhões ao trimestre) ainda não está encerrada, com uma parcela remanescente (30%) projetada para o 4T23.

Para o início de 2024, os desafios permanecem. A própria diretoria declarou que o processo de fechamento de lojas ainda não está encerrado. A empresa deve pausar o processo no 4T23 para tentar absorver alguma demanda proveniente de Black Friday e Natal para no 1T24, voltar ao processo de fechamentos de lojas e desligamentos. Além do impacto de curto prazo, vemos um efeito negativo de médio e longo prazo com a redução na estrutura, o que irá afetar a capacidade de vendas da empresa.

A queda da Selic será inquestionavelmente bem-vinda. 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 Casas Bahia. Ainda que o cenário macro melhore, a competição não traz quaisquer perspectivas de alívio. Apesar da fragilidade compartilhada por Americanas e Magazine Luiza, players de maior porte, como Mercado Livre e Amazon têm realizado investimentos expressivos para potencializar suas operações no Brasil.

Diante dos desafios que empresa terá que enfrentar para alcançar suas metas estabelecidas para 2025, atualizamos novamente a tese. Além da revisão realizada no 2T23, no qual abandonamos qualquer direcionamento de compra para as ações da empresa (que desde então caiu 64%), atribuímos agora um novo preço-justo, contemplando não só a deterioração do cenário como também a nova estrutura de capital pós Follow-On.

Nosso Preço-Justo passa de R\$ 2,50 por ação BHIA3 para R\$ 0,70. 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.