

# Guararapes

## Assumindo a Cobertura: Do fio até a última parcela do cartão de crédito

Varejo Vestuário

Assumimos a cobertura de **Guararapes (GUAR3)** com recomendação de **MANTER** e um **preço-alvo 12M de R\$7,60**. Entendemos que uma melhora do cenário macroeconômico deve aliviar a pressão sobre o setor de consumo discricionário ao longo de 2024. Ainda assim, acreditamos que a alavancagem financeira, o alto custo de capital, as pressões de inadimplência e uma concorrência cada vez mais acirrada no setor de vestuário *low price* devem impedir uma recuperação operacional mais significativa ao longo dos próximos trimestres.

Negociando a um EV/EBITDA 2024E de 5,6x, entendemos que o preço atual da Guararapes já incorpore majoritariamente as expectativas de crescimento da operação, de modo que não temos perspectivas para grandes evoluções do papel no curto prazo.

**Principais pontos positivos da tese:** (I) oportunidades de ganhos de alavancagem operacional com melhora do cenário macroeconômico, (II) reestruturação das lojas deve trazer ganhos de produtividade ao redirecionar a metragem de itens de decoração para aumento da categoria feminina (core) e (III) apesar de não considerarmos no cenário base, existe a possibilidade de monetização de até R\$ 2b Genial Est. via venda de ativos imobilizados.

**Principais riscos da tese:** (I) setor muito correlacionado com a atividade econômica, (II) estrutura de capital alavancada, (III) desafios da concessão de crédito e aumentos da inadimplência na Midway e (IV) ambiente competitivo cada vez mais acirrado com a entrada de grandes players estrangeiros no mercado.

### Tese de Investimento

Com mais de 75 anos de história, a Guararapes é uma das maiores varejistas de moda do Brasil e a única empresa do setor que opera de forma verticalmente integrada – isto é, atua na confecção de roupas (fábrica Guararapes), no varejo (Loja Riachuelo, Casa Riachuelo, Carter's, FANLAB e e-commerce), na distribuição (Transportadora Casa Verde) e em serviços financeiros (Midway Financeira). Além de suas atividades principais, o grupo também possui o controle do Midway Mall (236 mil m<sup>2</sup> de área total), situado na cidade de Natal (RN).

**Intensivo em capital.** O grupo se diferencia dos demais concorrentes (Lojas Renner e C&A) por possuir um portfólio imobilizado. Dos 404 endereços físicos espalhados pelo Brasil, 48 lojas estão instaladas em imóveis pertencentes ao grupo – cerca de 18% área de vendas total. São mais de 750 mil m<sup>2</sup> em área bruta construída própria.

### Analistas

Iago Souza

iago.souza@genial.com.vc

Vinicius Esteves

vinicius.esteves@genial.com.vc

Nina Mirazon

nina.mirazon@genial.com.vc

### Empresa

**GUAR3 BZ Equity**

**Manter**

**Preço:** R\$ 6,40 (13 Setembro, 2023)

**Preço alvo 12M:** R\$ 7,60

**Este é um ponto interessante que pode endereçar liquidez para a companhia no futuro.** Ao nosso ver, existem **dois caminhos viáveis** aqui: **(I)** destravar valor através de uma operação de *carve-out* de sua unidade imobiliária – uma operação parecida com a estrutura que o Grupo Carrefour estuda realizar; e/ou **(II)** contratos de *Sales and Leaseback* – onde a companhia vende um ativo imobilizado e imediatamente assina um contrato de aluguel do mesmo, continuando a usufruir do ativo – que poderiam reforçar a liquidez pela entrada de caixa da venda, ao mesmo tempo em que tornariam o portfólio mais leve em ativos imobilizados.

**A recuperação de caixa deve ser lenta.** Estamos céticos quanto a recuperação operacional da Guararapes no curto prazo, dado a maior competição por produtos *low price* combinado ao cenário macroeconômico desafiador para a Midway, braço financeiro da companhia, – dado que a inadimplência das safras mais antigas e a menor cobertura de crédito (acima de 90 dias) podem exigir maiores provisões para perda de crédito ao longo de 2023. Como ponto de atenção, monitoraremos a evolução do programa Desenrola e possíveis impactos positivos para a Guararapes.

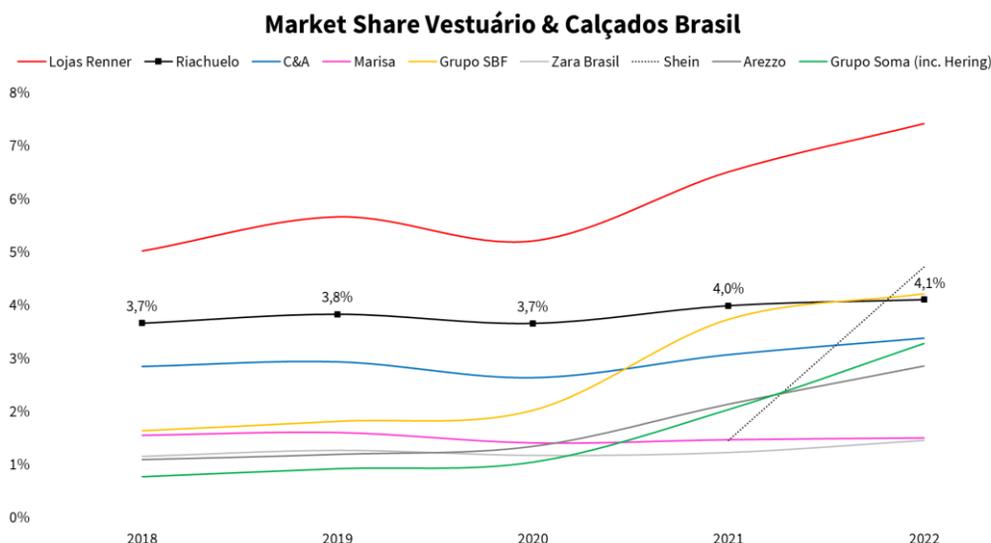
## Oportunidades e Riscos

### Oportunidades e forças

#### (1) Alavancagem operacional

A redução da taxa Selic e a estabilização da inflação podem dar um fôlego para o varejo discricionário em 2024. Dado a força que a Riachuelo tem em um mercado altamente fragmentado (Figura 1), a companhia pode experimentar um cenário de maior alavancagem operacional – isto é, maiores vendas e diluição de despesas por metro quadrado – e ganhar *market share*. Atualmente, as seis maiores empresas do setor detêm 25,5% de participação de mercado.

Figura 1: *Market share* dos maiores players de vestuário no Brasil.



Fonte: Genial e dados das companies.

**Riachuelo está se reestruturando para crescer.** A principal diferença de sortimentos entre a lojas Renner e a Riachuelo se dava nas categorias feminina e infantil. Enquanto a Renner se aprofundava mais nas categorias de roupas femininas, a Riachuelo reservava um espaço maior de sua loja para exposição de roupas de crianças e bebês.

Com a reformulação de lojas nos últimos trimestres, a companhia vem diminuindo o espaço de “Casa e Banho” em suas lojas Riachuelo – *abrindo unidades da Casa Riachuelo para compensar esse ajuste* – e direcionando mais metros quadrados da loja para a categoria feminina, o que vem gerando uma melhora no indicador *Same Store Sales do grupo*.

Em nossa visão, isso abre um espaço interessante de produtividade de vendas daqui para a frente, dado que o segmento de decoração não se recuperou depois do evento de pandemia, onde as pessoas direcionaram seus gastos durante o isolamento social.

## (2) Vender imobilizado não é mais um ‘tabu’

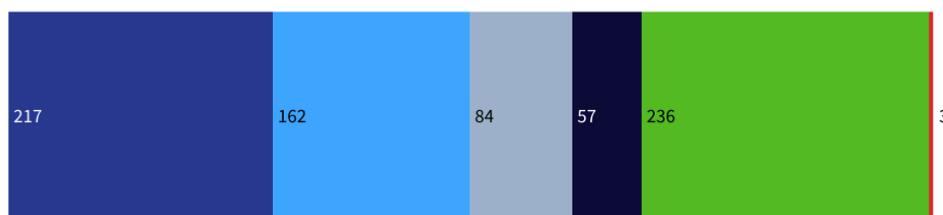
**Via de monetização.** Com um portfólio de imóveis próprios significativo – 759 mil m<sup>2</sup> de imobilizado (Figura 2) –, vender parte desses ativos pode trazer um alívio para o caixa no médio prazo e, conseqüentemente, tirar a pressão sobre a alta alavancagem financeira da companhia.

Vale relembrar que a venda de imobilizado não é mais um ‘tabu’ para a Guararapes – como já fora no passado. Em meados de 2021, a companhia vendeu o Centro de Distribuição de Guarulhos (86 mil m<sup>2</sup> de área construída) e o imóvel da Avenida Casa Verde (45 mil m<sup>2</sup> de área construída), que funcionava como sede da Loja Riachuelo e Midway.

Figura 2: Abertura de imobilizado próprio da Guararapes por ativo, elaborado pela Genial a partir de dados da companhia.

## COMPOSIÇÃO DE IMÓVEIS PRÓPRIOS

● Lojas próprias ● Fábrica Natal ● Fábrica Fortaleza ● Centro de Distribuição ● Midway Mall ● Call Center



Total: 759 mil m<sup>2</sup>



Fonte: Genial e dados da companhia.

Considerando apenas o portfólio de lojas, a companhia tem 47 unidades próprias das quais poderia se desfazer em uma possível operação de *Sales & Leaseback* (explicada anteriormente), continuando a usufruir da área de vendas, porém com um benefício de liquidez e um balanço mais leve em termos de imobilizado.

Abaixo realizamos uma análise de sensibilidade para estimar o valor de venda dessas lojas da companhia. Consideramos uma faixa de custo de ocupação entre 4% e 8% da venda por m<sup>2</sup> e uma faixa de *cap rate* entre 7,5% e 9,5%.

Importante frisar que essa análise serve apenas como uma opcionalidade positiva para a tese de Guararapes, dado que não consideramos a venda dos imóveis em nosso cenário base.

Tabela 1: Matriz de sensibilidade valor do imobilizado em **milhares de R\$** (Genial Est.)

		Custo de Ocupação (%)					
		217	4,0%	5,0%	6,0%	7,0%	8,0%
Cap Rate (%)	7,5%	871.051	1.088.814	1.306.577	1.524.340	1.742.103	
	8,0%	816.611	1.020.763	1.224.916	1.429.069	1.633.221	
	8,5%	768.575	960.719	1.152.862	1.345.006	1.537.150	
	9,0%	725.876	907.345	1.088.814	1.270.283	1.451.752	
	9,5%	687.672	859.590	1.031.508	1.203.426	1.375.344	

Fonte: Estimativas Genial.

Considerando um *cap rate* de 8,5% e um custo de ocupação de 6% - chegamos a um preço de venda por m<sup>2</sup> de R\$5.312, implicando em um valor estimado de R\$1,1b para os 217 mil m<sup>2</sup> de área própria. Vale ressaltar aqui que a companhia ainda possui outros 543 mil m<sup>2</sup> em imobilizado próprio que poderia considerar para venda, incluindo o Midway Mall – shopping em Natal -, avaliado em mais de R\$850m em um laudo realizado pela *Morning Star Inc.* ao final de 2022.

Com uma estimativa de valor de aproximadamente R\$ 2b somando estes ativos – equivalente a cerca de 60% do *market cap* da empresa -, vemos a venda de uma parcela deste valor como uma possibilidade para impulsionar a liquidez e aliviar as pressões sobre a alavancagem financeira.

## Riscos e fraquezas

### (1) Aumento significativo dos índices de inadimplência na Midway

Fornecer crédito não é commodity, principalmente quando a concessão é voltada para a classe C/D/E – público-alvo do vestuário de baixa renda. Um modelo de predição robusto e um acesso histórico ao perfil de consumo e endividamento de cliente é fundamental para separar o joio do trigo nas financeiras.

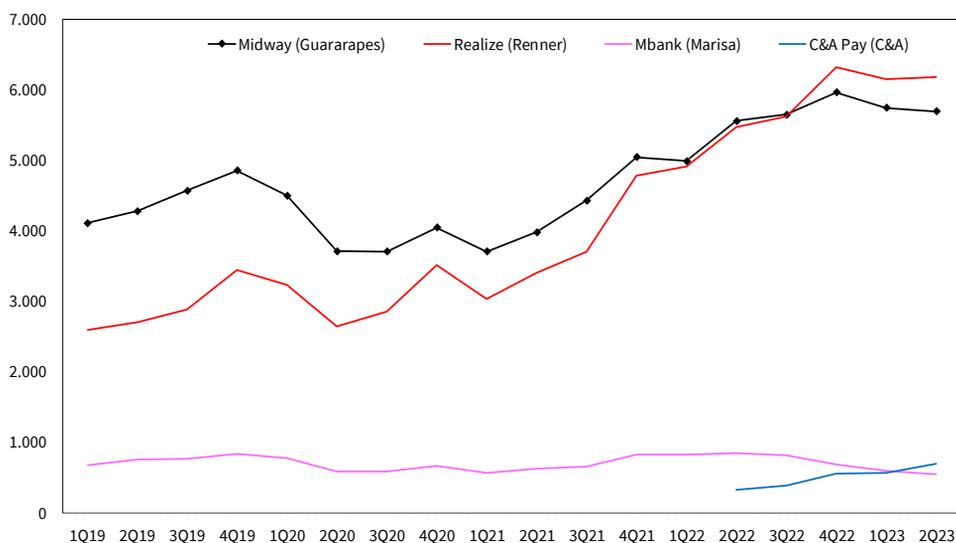
Historicamente, a Midway apresenta uma inadimplência média de 21,9% (vencidos acima de 90 dias sobre a carteira total) – o número é significativamente superior ao de seu principal concorrente, Renner (de 14,0% nos últimos quatro anos), mas ainda abaixo da Marisa (média de 22,4% no mesmo período).

Frente a uma cobertura de carteira (> 90 dias) abaixo de seus pares, acreditamos que uma piora da inadimplência de safras de crédito antigas poderia exigir maiores provisões da Midway ao longo do 2º semestre de 2023 – o que impactaria negativamente a margem operacional da companhia. Separamos a evolução desses indicadores na Figura 4.

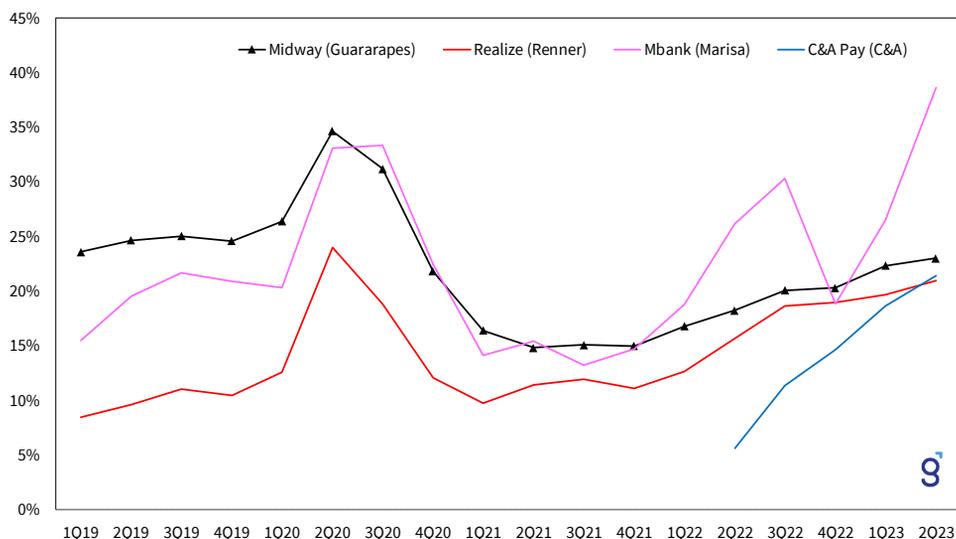
Figura 4: Dados consolidados da carteira crédito, over-90 e índice de cobertura das principais financeiras do varejo vestuário.

## VISÃO FINANCEIRA

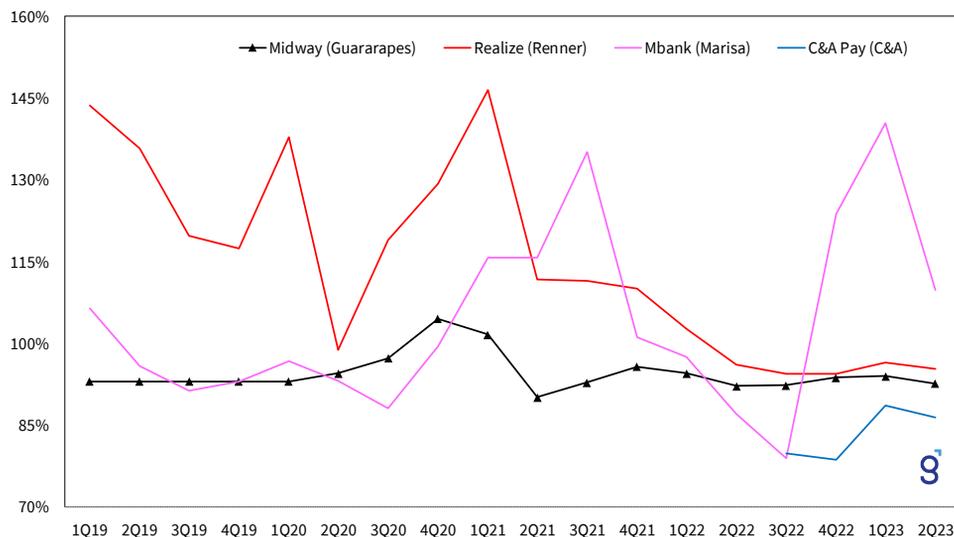
(a) Carteira de Crédito (R\$ milhões)



(b) Vencidos > 90 dias (% carteira)



(c) Índice de Cobertura (vencidos > 90 dias)



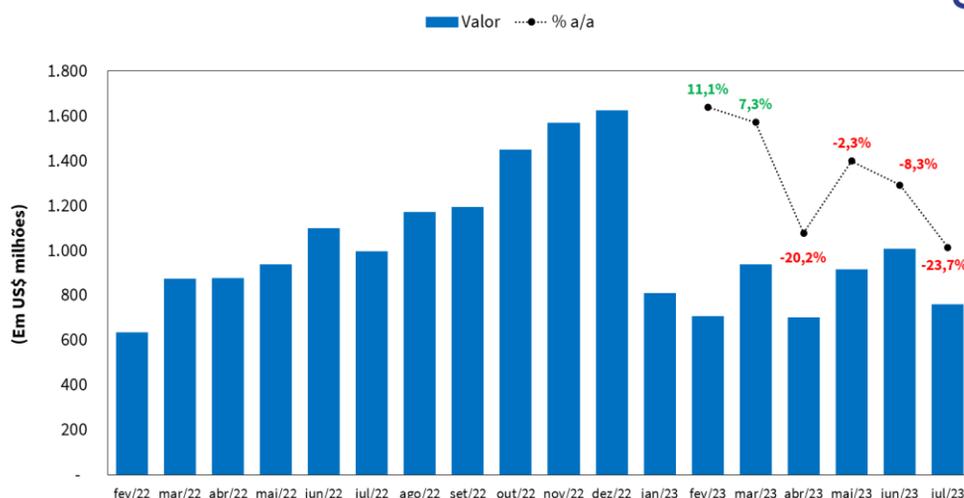
Fonte: Genial e dados das companhias.

(2) Digitalização do Brás

O segmento de “Vestuário e Calçados” passa pela maior disrupção entre todas as categorias do varejo brasileiro. Frente a um menor custo de produção, os *cross-borders* asiáticos tem inundado o mercado com os seus produtos e, com o consumidor sensível ao preço, a demanda para esses players se mostra mais resiliente do que o esperado inicialmente (Figura 5).

Figura 5: Panorama de importação de bens de pequeno valor (até US\$ 50).

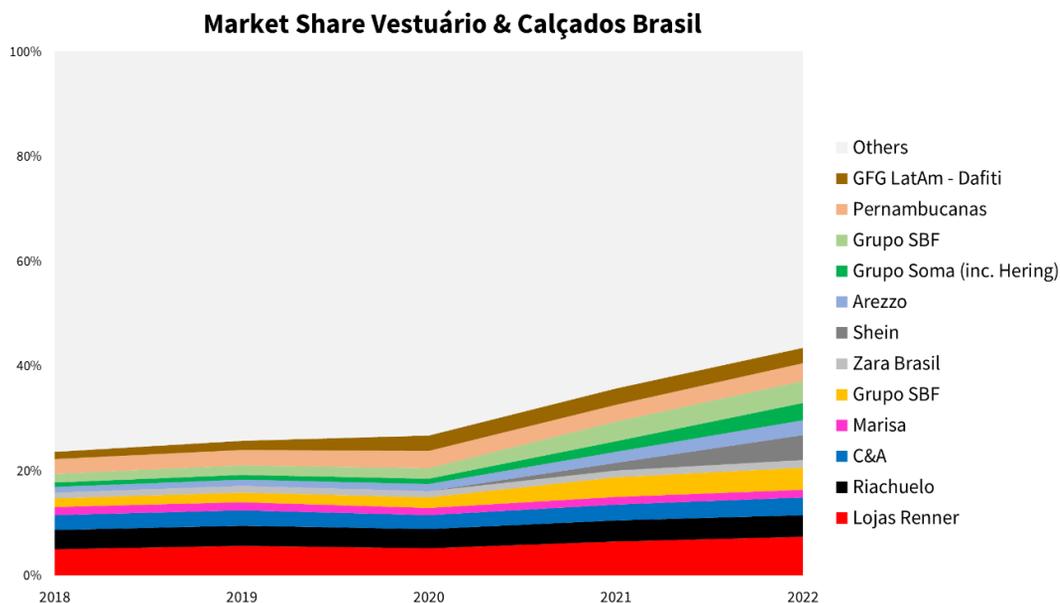
Importações de pequeno valor via encomendas internacionais e operações por meio de facilitadora de pagamentos



Fonte: Genial e dados do Banco Central.

Em nossa estimativa, a Shein já abocanha 4,7% de participação no mercado de vestuário brasileiro (Figura 6). Com cerca de R\$ 7,0 bilhões de vendas no país, a companhia se consolida como a 2ª maior varejista do setor – atrás apenas da Renner, que faturou R\$ 11,0 bilhões em 2022. A nossa estimativa se baseia na receita líquida voltado apenas para as vendas de vestuário (exc. fashiontronics e serviços financeiros).

Figura 6: Participação de mercado do segmento de vestuário e calçados do Brasil, elaborado pela Genial a partir de dados disponibilizados pelas companhias.



Fonte: Genial e dados das companhias.

A ‘digitalização do Brás’, que traz investimentos de peso de players como o Mercado Livre e a Shein, deve acirrar a competição pelo vestuário de baixa renda nos próximos trimestres.

A ausência de um imposto de importação pode atrair ainda mais interesse de empresas estrangeiras pelo mercado brasileiro. Contudo, esperamos que essa distorção tributária seja corrigida ao longo dos próximos meses, com o governo instituindo uma alíquota de importação próxima a 20% – ainda inferior ao patamar de 60% que era “cobrado” anteriormente. Vale lembrar que a Shein já aderiu ao programa Remessa Conforme, o qual garante isenção de impostos para compras de até US\$ 50.

**Reduzir a Shein a um player de arbitragem tributária pode custar caro para o varejo nacional.** Atual símbolo do real-time fashion, a companhia possui mais de 1 milhão de SKUs (produtos únicos) e adiciona cerca de 5 mil novos produtos por dia em sua plataforma. Para a cross-border asiática são necessários cerca de 20 dias entre a concepção final do design e a fabricação do produto – 6,0x mais rápido do que a média da indústria.

**O diferencial da companhia é o seu modelo de negócio.** A gestão de supply chain global da Shein é fora da curva para o varejo vestuário, assim como a utilização de tecnologia (IA e Big Data) para produzir as suas peças. O uso de SEO no marketing digital e o engajamento de seus usuários são outras vantagens competitivas da companhia asiática.

**A nacionalização de 85% das vendas locais da Shein até 2026 já está ‘a todo vapor’.** Em abr/23, a companhia asiática assinou um memorando de entendimento com a Companhia de Tecidos Norte de Minas (Coteminas). O memorando prevê que 2 mil clientes confeccionistas da Coteminas passem a ser fornecedores da empresa estrangeira, para atender os mercados doméstico e da América Latina. Em dados de jul/23, a companhia possuía 164 fábricas parceiras no Brasil.

Apesar de jogar sob os mesmos moldes de custos com outras varejistas nacionais, a nacionalização de produção da Shein nos mostra que a companhia considera o Brasil como um mercado em franco crescimento ao longo dos próximos anos – o que reforça a tese de maior competitividade para o setor vestuário *low price*.

### **(3) Estrutura de capital alavancada**

Na visão IFRS 16 (inc. arrendamento na dívida), a Guararapes opera com uma alavancagem de 2,7x – um patamar relativamente alto em comparação com a sua principal concorrente, Renner (0,5x na mesma visão).

Apesar de entendermos que existem triggers positivos para a desalavancagem financeira (já discutido nos tópicos de Forças e Oportunidades), entendemos que frustrações na gradual desalavancagem podem aumentar as pressões sobre os ratings da companhia.

## Valuation

Frente a **(i)** alta alavancagem financeira e o custo de capital, **(ii)** uma concorrência cada vez mais acirrada no setor de vestuário *low price* e **(iii)** o cenário desafiador para a concessão de crédito e as pressões de inadimplência, não vemos triggers significativos para recuperação operacional da Guararapes nos próximos trimestres, de modo que não temos perspectivas para grandes evoluções do papel no curto prazo.

Dessa forma, assumimos a cobertura de Guararapes com recomendação de **MANTER** e **Preço-Alvo 12M de R\$ 7,60** – implicando em um *upside* de 18% em relação ao preço de fechamento da quarta-feira (13/set).

Abaixo, realizamos uma análise de sensibilidade do target (vide tabela 1) e trazemos as principais premissas utilizadas em nosso *valuation*.

Tabela 2: Matriz de sensibilidade (preço-alvo e *upside*).

		Cost of Equity (Ke)					
		7,58	15,8%	16,6%	17,3%	18,1%	18,8%
Crescimento "g"	1,5%		7,5	7,4	7,2	7,1	7,0
	2,5%		7,7	7,5	7,4	7,2	7,1
	3,5%		7,9	7,8	7,6	7,4	7,3
	4,5%		8,2	8,0	7,8	7,6	7,4
	5,5%		8,5	8,3	8,1	7,9	7,7

		Cost of Equity (Ke)					
		7,58	15,8%	16,6%	17,3%	18,1%	18,8%
Crescimento "g"	1,5%		18%	15%	13%	11%	9%
	2,5%		21%	18%	15%	13%	11%
	3,5%		24%	21%	18%	16%	13%
	4,5%		28%	25%	22%	19%	16%
	5,5%		33%	29%	26%	23%	20%

Fonte: elaborado pela Genial.

### Principais Premissas:

- (1)** Abertura líquida média de 7 lojas/ano da Riachuelo, 3 Casa Riachuelo/ano, 15 Carters/ano e 3 FANLAB/ano; Riachuelo e casa maiores formatos
- (2)** Taxa de Crescimento Anual Composta (CAGR) de Receita Líquida de aproximadamente 7,4% ao longo dos próximos 5 anos;
- (3)** Margem bruta consolidada chegando a cerca de 61% até 2028, caminhando em direção à média histórica da companhia (63%);
- (4)** Recomposição gradual da Margem EBITDA, alcançando o patamar histórico (16,6%) em 2028.
- (5)** Capex médio anual de R\$ 545 milhões.

## Entendendo as Premissas:

**(1)** Frente a **(i)** alavancagem financeira e o alto custo de capital, acreditamos que esse contexto deve frear planos de expansão mais agressivos no curto prazo, principalmente do formato Riachuelo, responsável por aproximadamente 70% da receita líquida de mercadorias. Em nossas projeções, não consideramos nenhuma abertura desse formato em 2023, retomando gradualmente ao longo dos próximos anos. Acreditamos que a companhia só deve retomar o nível de aberturas líquidas pré-pandemia (cerca de 10 lojas/ano) a partir de 2026.

**(2)** No curto prazo, esperamos um crescimento mais modesto de *topline* dada a cautela na expansão e uma demanda ainda enfraquecida. Com a retomada das aberturas e considerando uma recuperação gradual da demanda a partir de 2024, esperamos maiores evoluções do faturamento, consolidando um CAGR 2023-2028 de 7,4% da receita líquida.

**(3)** Consideramos uma recuperação da margem bruta, frente a perspectivas de desinflação de custos a partir dos próximos trimestres. Ainda assim, acreditamos que a recomposição deve ser mais lenta, dado **(ii)** uma concorrência cada vez mais acirrada no setor de vestuário *low price* e uma demanda ainda afetada pelo cenário macroeconômico. Entendemos que os níveis de remarcação mais altos que a média ao longo do 1S23 – com objetivo de girar o estoque não vendido –, deve ter impacto na margem bruta deste ano. Apesar de esperarmos impactos menores no 3T23 e uma atividade promocional mais normalizada no 4T23, acreditamos que essa dinâmica deve retardar a recomposição da margem bruta.

**(4)** Conforme comentamos anteriormente, os **(iii)** desafios da concessão de crédito podem ser um empecilho para uma evolução mais agressiva das margens da companhia. Num cenário ainda adverso para a operação de crédito, entendemos que os níveis de inadimplência podem levar a uma maior necessidade de provisionamentos, ao mesmo tempo em que a companhia toma um posicionamento mais conservador na concessão – impedindo maiores diluições dessas despesas e, conseqüentemente, culminando em uma recuperação mais lenta da margem operacional.

**(5)** Consideramos um investimento conservador em 2023 e 2024, abaixo da média dos últimos anos, dado o menor ritmo de expansão e um foco maior na desalavancagem. A partir de 2025 consideramos uma aceleração gradual, a medida em que a companhia tende a retomar seus planos de aberturas.

Tabela 3: Projeções DRE, BP e Fluxo de Caixa

<b>Resumo DRE [R\$m]</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
<b>Receita Líquida Total</b>	<b>8.659</b>	<b>9.219</b>	<b>9.876</b>	<b>10.601</b>	<b>11.459</b>	<b>12.363</b>
Varejo	6.309	6.770	7.206	7.643	8.119	8.614
Midway Financeira	2.253	2.345	2.550	2.820	3.183	3.569
Midway Mall	97	104	120	138	158	179
(-) COGS	(3.554)	(3.776)	(4.002)	(4.245)	(4.536)	(4.839)
<b>Lucro Bruto</b>	<b>5.105</b>	<b>5.443</b>	<b>5.874</b>	<b>6.356</b>	<b>6.923</b>	<b>7.524</b>
(-) SG&A	(4.803)	(4.959)	(5.167)	(5.436)	(5.792)	(6.162)
<b>EBITDA</b>	<b>905</b>	<b>1.076</b>	<b>1.310</b>	<b>1.544</b>	<b>1.785</b>	<b>2.051</b>
(-) D&A	(588)	(592)	(603)	(624)	(654)	(690)
<b>EBIT</b>	<b>302</b>	<b>484</b>	<b>707</b>	<b>920</b>	<b>1.131</b>	<b>1.362</b>
(+/-) Resultado Financeiro	(448)	(472)	(448)	(437)	(423)	(423)
<b>EBT</b>	<b>(145)</b>	<b>13</b>	<b>258</b>	<b>482</b>	<b>707</b>	<b>938</b>
(-) IR	15	30	(35)	(93)	(150)	(206)
<b>Lucro/ Prejuízo do período</b>	<b>(130)</b>	<b>43</b>	<b>223</b>	<b>390</b>	<b>558</b>	<b>732</b>
<b>Rentabilidade</b>						
Margem Bruta (%)	59,0%	59,0%	59,5%	60,0%	60,4%	60,9%
Margem EBITDA (%)	10,4%	11,7%	13,3%	14,6%	15,6%	16,6%
Margem Líquida (%)	-1,5%	0,5%	2,3%	3,7%	4,9%	5,9%
<b>Resumo BP [R\$m]</b>						
<b>Ativo Total</b>	<b>14.570</b>	<b>14.872</b>	<b>15.401</b>	<b>16.126</b>	<b>17.085</b>	<b>18.236</b>
Caixa & Equivalentes	1.886	1.714	1.655	1.713	1.877	2.189
Contas a Receber	2.340	2.491	2.669	2.865	3.097	3.341
Estoques	1.346	1.430	1.515	1.607	1.717	1.832
Outros Ativos Circulantes	3.893	4.096	4.334	4.597	4.907	5.235
Ativos Fixos	3.270	3.307	3.393	3.509	3.653	3.805
Outros Ativos Não Circulantes	1.835	1.835	1.835	1.835	1.835	1.835
<b>Passivo Total</b>	<b>9.445</b>	<b>9.704</b>	<b>10.010</b>	<b>10.345</b>	<b>10.747</b>	<b>11.166</b>
Dívida (CP)	451	543	-	855	952	-
Outros Passivos Circulantes	4.706	4.959	5.250	5.569	5.949	6.347
Dívida (LP)	3.406	3.314	3.857	3.002	2.905	3.857
Outros Passivos Não Circulantes	882	888	903	919	941	962
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>5.125</b>	<b>5.168</b>	<b>5.391</b>	<b>5.781</b>	<b>6.338</b>	<b>7.071</b>
<b>Passivo + PL</b>	<b>14.570</b>	<b>14.872</b>	<b>15.401</b>	<b>16.126</b>	<b>17.085</b>	<b>18.236</b>
<b>Fluxo de Caixa</b>						
<b>EBITDA</b>	<b>905</b>	<b>1.076</b>	<b>1.310</b>	<b>1.544</b>	<b>1.785</b>	<b>2.051</b>
(+/-) Taxa Diferida	(281)	-	-	-	-	-
(-) IR/CSLL	15	30	(35)	(93)	(150)	(206)
(+/-) Δ WK	(174)	(189)	(216)	(239)	(282)	(298)
(-) Capex	(453)	(459)	(517)	(564)	(616)	(655)
<b>(=) FCFF</b>	<b>13</b>	<b>459</b>	<b>541</b>	<b>648</b>	<b>738</b>	<b>893</b>
(+) Empréstimos e Financiamentos	(227)	-	(0)	-	-	(0)
(+) Passivo de Arrendamento	(89)	10	21	23	30	30
(+/-) Capital	-	-	-	-	-	-
(+) Resultado Financeiro	(448)	(472)	(448)	(437)	(423)	(423)
<b>(=) FCFE</b>	<b>(750)</b>	<b>(3)</b>	<b>114</b>	<b>234</b>	<b>345</b>	<b>499</b>

Tabela 4: Tabela de múltiplos de empresas comparáveis.

Company	BBG ticker	Price (Local)	Mkt Cap (R\$ mm)	P/E		EV/EBITDA	
				2023E	2024E	2023E	2024E
<b>Guararapes S.A.</b>	<b>GUAR3 BZ</b>	<b>6,4</b>	<b>3.195,0</b>	<b>n/a</b>	<b>73,2x</b>	<b>6,0x</b>	<b>5,6x</b>
Lojas Renner S.A.	LREN3 BZ	16,25	15.859	14,4x	11,2x	8,6x	6,1x
C&A S.A.	CEAB3 BZ	5,6	1.774	n/a	75,2x	3,0x	2,4x
Marisa Lojas S.A.	AMAR3 BZ	0,69	251	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>Low Income Apparel</b>				<b>14,4x</b>	<b>43,2x</b>	<b>5,8x</b>	<b>4,2x</b>
Arezzo & Co	ARZZ3 BZ	72	8.140	18,0x	14,1x	10,8x	9,0x
Grupo Soma S.A.	SOMA3 BZ	8,02	6.499	13,8x	10,1x	8,3x	6,8x
<b>Apparel BR</b>				<b>15,4x</b>	<b>27,6x</b>	<b>7,7x</b>	<b>6,1x</b>
Grupo SBF	SBFG3 BZ	7,67	1.936	11,0x	5,2x	5,0x	4,3x
Track and Field	TFCO4 BZ	12,96	2.015	16,6x	13,5x	12,1x	9,4x
Nike	NKE US	96,79	730.064	29,9x	25,9x	21,4x	19,1x
<b>Sports Apparel</b>				<b>19,1x</b>	<b>14,9x</b>	<b>12,8x</b>	<b>10,9x</b>
H&M	HMB SS	169,36	123.018	27,7x	18,5x	8,9x	7,7x
Inditex (Zara)	ITX SM	35,8	591.566	26,6x	22,1x	12,5x	11,1x
Macy's	M US	11,47	15.473	2,8x	4,1x	2,2x	2,7x
GAP	GPS US	10,98	20.022	n/a	15,0x	7,2x	5,1x
Abercrombie & Fitch	ANF US	53,4	13.257	195,6x	14,9x	8,8x	4,8x
American Eagle	AEO US	15,86	15.441	17,7x	12,8x	6,5x	5,3x
Ross Stores	ROST US	118,39	197.647	27,5x	22,6x	16,0x	14,2x
Kohls Corp	KSS US	23,87	13.026	7,9x	9,6x	4,7x	5,2x
<b>Global Apparel</b>				<b>43,7x</b>	<b>15,0x</b>	<b>8,4x</b>	<b>7,0x</b>
<b>BR Peers' Average</b>				<b>14,8x</b>	<b>21,5x</b>	<b>8,0x</b>	<b>6,3x</b>
<b>Peers' Average</b>				<b>30,3x</b>	<b>19,9x</b>	<b>8,9x</b>	<b>7,3x</b>

Fonte: Genial e Bloomberg.

## Perfil da companhia

### História

O Grupo Guararapes teve início em 1947 com a abertura da primeira loja de tecidos "A Capital" pelos irmãos Nevaldo e Newton Rocha. Quatro anos após sua fundação, a empresa expandiu para Recife (PE), onde estabeleceu uma confecção e adquiriu diversas lojas. Esse movimento coincidiu com o crescimento do mercado de roupas na região Nordeste, principalmente em cidades como Natal (RN) e Fortaleza (CE).

Em 1979, aquisições estratégicas, como a das Lojas Riachuelo e Wolens, impulsionaram sua entrada no varejo. A empresa também apostou em marcas próprias, a Pool – que mantém uma forte conexão com os consumidores jovens. Idealizada por Flavio Rocha, a Pool teve um papel significativo como a principal patrocinadora de Ayrton Senna nos primeiros anos de sua carreira como piloto.

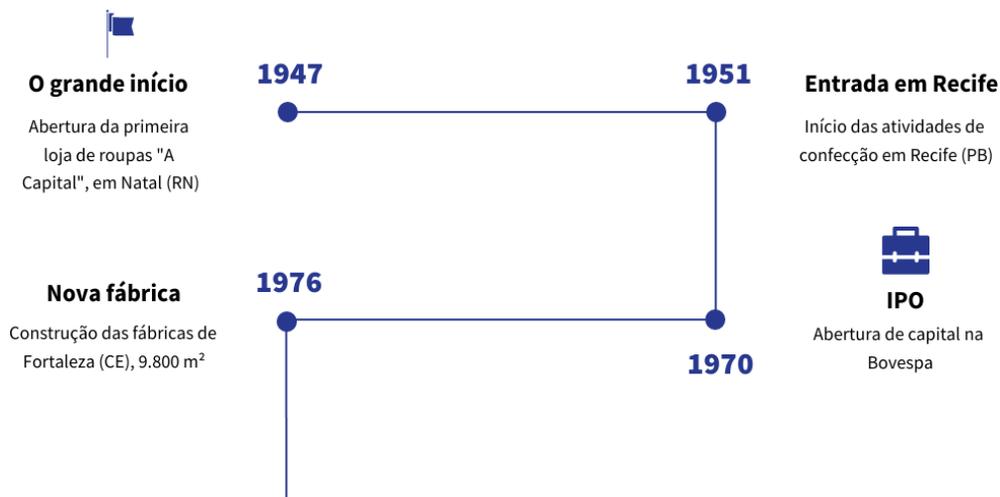
O grupo tem focado em aprimorar o seu modelo integrado, investindo em pesquisa, criação, desenvolvimento e distribuição para otimizar o sincronismo entre o desenvolvimento de produtos e sua disponibilidade nas lojas. Possui três centros de distribuição: Extremoz (RN), inaugurado em 2000 com 58 mil m<sup>2</sup>; Guarulhos (SP), aberto em 2002 com 85 mil m<sup>2</sup>; e Manaus com 6 mil m<sup>2</sup>.

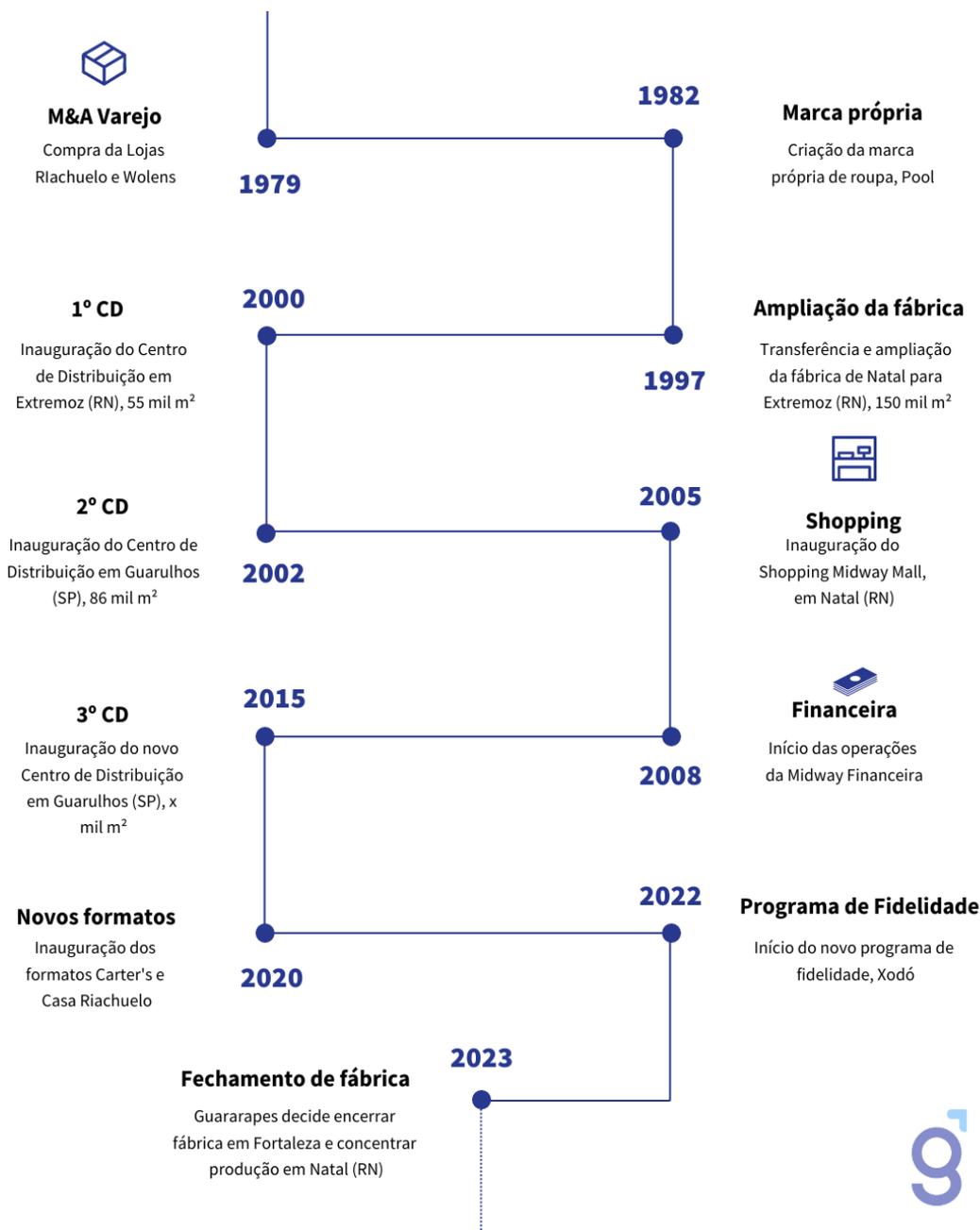
Além da Riachuelo, o Grupo detém a Midway Financeira, o Shopping Midway Mall e a Transportadora Casa Verde. Desde 2008, toda a produção da Guararapes é direcionada à Riachuelo, consolidando-se a partir de um processo iniciado em 2005.

O foco na integração não se limita ao varejo e à confecção, mas também se estende à gestão financeira, tornando o grupo único ao abranger as três vertentes: varejo, indústria e finanças. Para entender a história do grupo com mais clareza, organizamos os principais pontos da história do grupo (Figura 7).

Figura 7. Linha do tempo de Guararapes, elaborado pela Genial a partir de dados da companhia .

## CRONOLOGIA





Fonte: Genial e dados da companhia.

## Modelo de negócios

A Guararapes é a única companhia de capital aberto que abrange as três vertentes: varejo, indústria e finanças.

### Varejo

O ecossistema de varejo é composto por quatro marcas com propostas distintas: Loja Riachuelo (1), Carter's (2), FANLAB (3) e Casa Riachuelo (4). De forma a

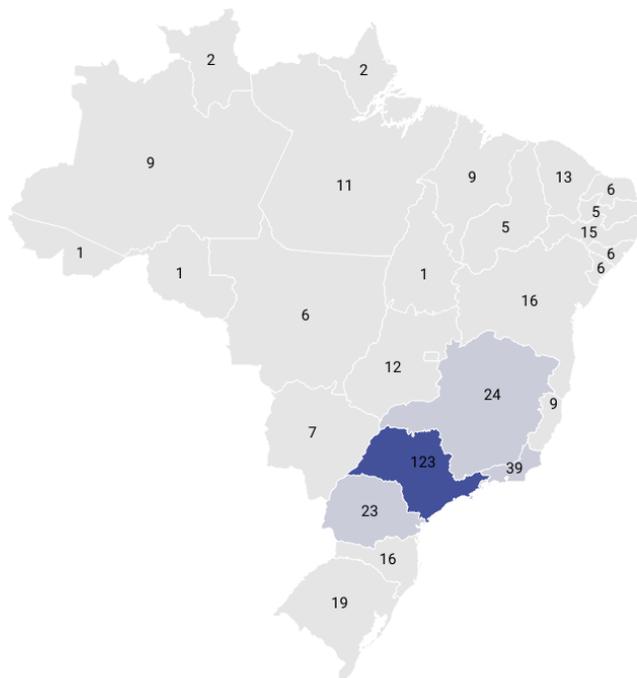
operacionalizar a distribuição nessa vertical, a companhia mantém três Centros de Distribuição **(5)** e uma Transportadora **(6)** em seu portfólio.

Analisando a concentração de lojas físicas, observamos que a maior parte está concentrada na região sudeste (Figura 8), com 49% das unidades consolidadas nos estados de São Paulo, Rio de Janeiro e Minas Gerais.

Figura 8: Localização das lojas físicas no Brasil, números atualizados para 4T22 (formulário de referência da companhia).

## LOJAS FÍSICAS

4T22: 396 lojas em 26 estados e DF



Fonte: Genial e dados da companhia.

A vertical de varejo explora dois formatos de lojas: standalone (loja única) e store-in-store (loja dentro de outra loja). Ao longo da análise, focaremos apenas no modelo standalone.

### **(1) Loja Riachuelo**

Adquirida em 1979, a Guararapes possui 333 lojas da Riachuelo espalhados ao longo do Brasil, revendendo marcas como a Pool (marca própria), Carter's (operação exclusiva no Brasil), Body Work, Filipa, Dript, AK, além de collabs licenciadas junto à FANLAB – com participação de franquias como a Disney, Star Wars, DC e Harry Potter.

Além da exposição para o vestuário (masculino, feminino e infantil), que preenche

cerca de 80% das vendas de mercadoria da Riachuelo, a loja também traz espaço para itens de perfumaria/beleza, produtos eletrônicos/acessórios e cama/banho/decoração.

A área média do formato loja Riachuelo tem girado em torno de 1.400 m<sup>2</sup>, com um custo de investimento de R\$ 8,0 milhões/loja. A maturação das lojas Riachuelo acontece em seu quarto ano. Para 2023, não projetamos aberturas. Em 2024 projetamos 2 aberturas líquidas, evoluindo para 7 aberturas em 2025. A partir de 2026 nossa projeção caminha gradualmente até atingir uma média de 10 lojas/ano – totalizando 372 unidades ao final de 2028.

## (2) Carter's

A Carter's é a marca líder de roupas para bebês e crianças nos Estados Unidos. A Guararapes possui licença de exclusividade da operação da Carter's no Brasil até 2030 – prazo que pode ser prorrogado em caso de comum acordo.

A área média da Carter's gira em torno de 120 m<sup>2</sup> – uma metragem consideravelmente menor em relação aos outros formatos. A maturação da loja também acaba destoando, acontecendo ao final do terceiro ano de vida – ao invés do quarto ano como acontece em outros formatos. O custo de investimento para abrir a Carters é de R\$ 1,2 milhão/loja.

Atualmente, a companhia possui 56 lojas da Carter's espalhadas no Brasil (visão *standalone*). Projetamos uma abertura média de 15 lojas/ano para o formato, atingindo 138 unidades em 2028.

## (3) FANLAB

Famosa por ser a maior detentora de licenças do mercado e através de parcerias com diversas franquias (a exemplo de Harry Potter, Marvel, DC, Star Wars e Free Fire), a Guararapes lançou a área de negócio focada para o público geek: a FANLAB.

Apesar de realizar *collabs* com essas franquias há algum tempo, o lançamento do formato de loja FANLAB só aconteceu há pouco mais de um ano, em 25 de maio de 2022 – no Dia do Orgulho Nerd.

Até o 2º trimestre de 2023, a companhia mantinha três lojas FANLAB *standalone* em seu portfólio. A área média do formato gira em torno de 150 m<sup>2</sup>.

Apesar do grande potencial, dado o engajamento do público geek, a FANLAB ainda está em fase de testes e ajustes do formato e, por isso, estamos adotando uma postura conservadora na projeção de abertura de lojas, em 3 unidades/ano para o formato, atingindo 18 lojas em 2028.

## (4) Casa Riachuelo

Lançada em setembro de 2020, a Casa Riachuelo possui uma operação focada nos segmentos “CaMeBa” (Cama, Mesa e Banho) e decoração. Assim como a FANLAB, este é um modelo de loja ainda em processo de maturação dentro do portfólio da Guararapes.

A área média do formato gira em torno de 430 m<sup>2</sup> e o custo de investimento em R\$2,7 milhões/loja.

Dado as perspectivas macroeconômicas desafiadora para a expansão do formato, que fica mais ainda mais claro quando analisamos o desinvestimento de lojas físicas de sua principal concorrente, a Camicado, projetamos uma abertura média de 3 lojas/ano para o formato, atingindo 27 unidades em 2028. Não projetamos aberturas em 2023.

### (5) Centros de Distribuição

Atualmente, a companhia possui três Centros de Distribuição, localizados em Natal (58 mil m<sup>2</sup>), em Guarulhos (100 mil m<sup>2</sup>) e em Manaus (6 mil m<sup>2</sup>).

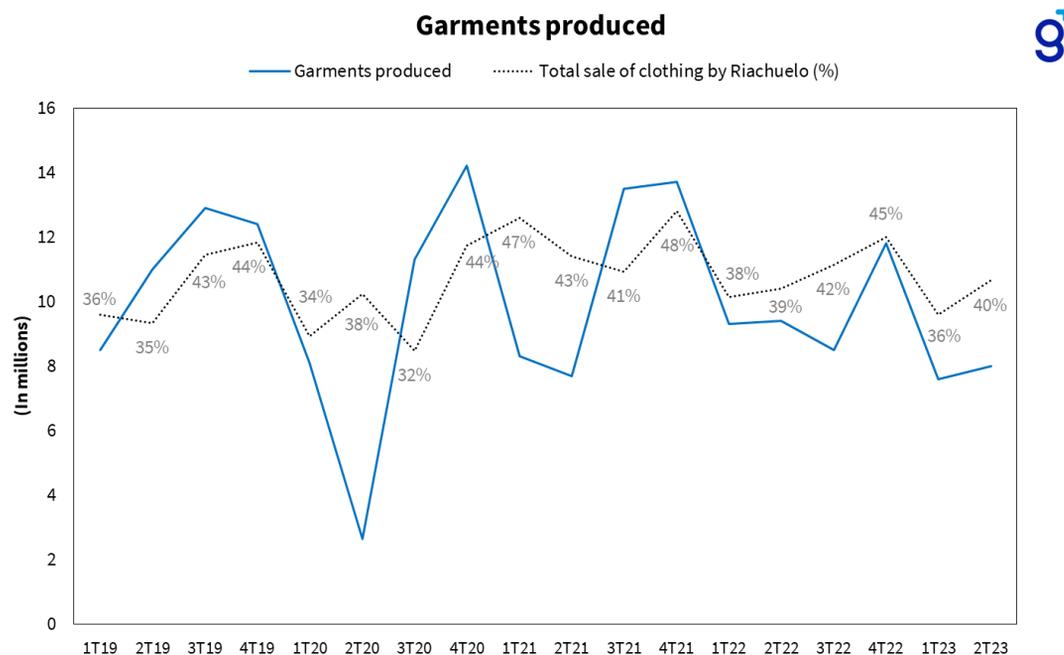
### (6) Transportadora Casa Verde

Fundada em 1980, a Transportadora Casa Verde desempenha um papel fundamental na gestão logística rodoviária do grupo, transportando produtos e materiais da companhia ao longo do país.

### Indústria

O grupo conta com uma divisão industrial, a qual produz malhas e peças de roupas de maneira exclusiva para as mais de 300 lojas da Riachuelo. Em dados de 2022, cerca de 41% da venda total de vestuário da Riachuelo foi proveniente de produção própria da companhia. Em média, a fábrica da Guararapes produz cerca de 40 milhões peças anualmente (Figura 9).

Figura 9: Total de peças produzidas pela indústria Guararapes e representatividade de vendas da Riachuelo.



Fonte: Genial e dados da companhia.

Com um ciclo de moda cada vez mais curto e diante de um ambiente mais competitivo, a companhia tem buscado otimizar a sua estrutura de custos e despesas de produção – utilizando a sua vertical para explorar o curto lead time e

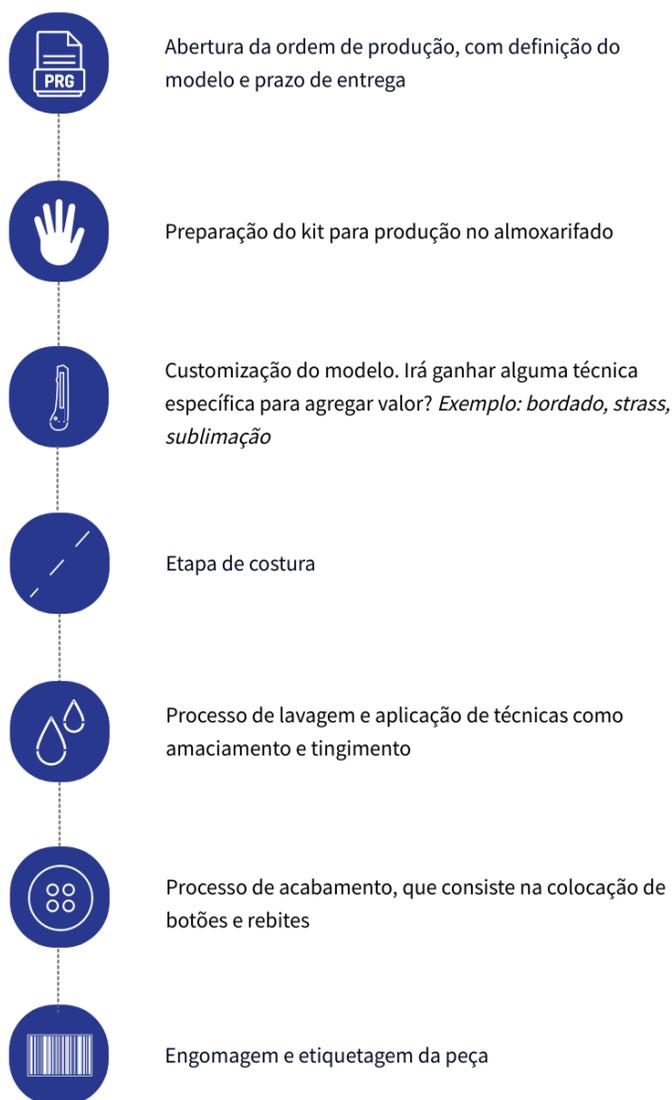
responder aquilo que está ocorrendo efetivamente na área de vendas.

Em janeiro de 2023, a Guararapes anunciou o encerramento da planta industrial de Fortaleza, que somava 9,8 mil m<sup>2</sup> de área construída. Com essa medida, as operações fabris foram centralizadas em Natal, no Rio Grande do Norte, em uma planta industrial que soma mais de 215 mil m<sup>2</sup>.

Existem sete etapas necessárias para produzir as milhões de peças/ano da Guararapes, que vai desde a abertura da ordem no sistema até a engomagem do produto. Detalhamos esses processos na Figura 10.

Figura 10: Ciclo de produção de peças têxteis da Guararapes.

## CICLO DE PRODUÇÃO DE CAMISAS E CALÇAS



Fonte: Genial e dados da companhia.

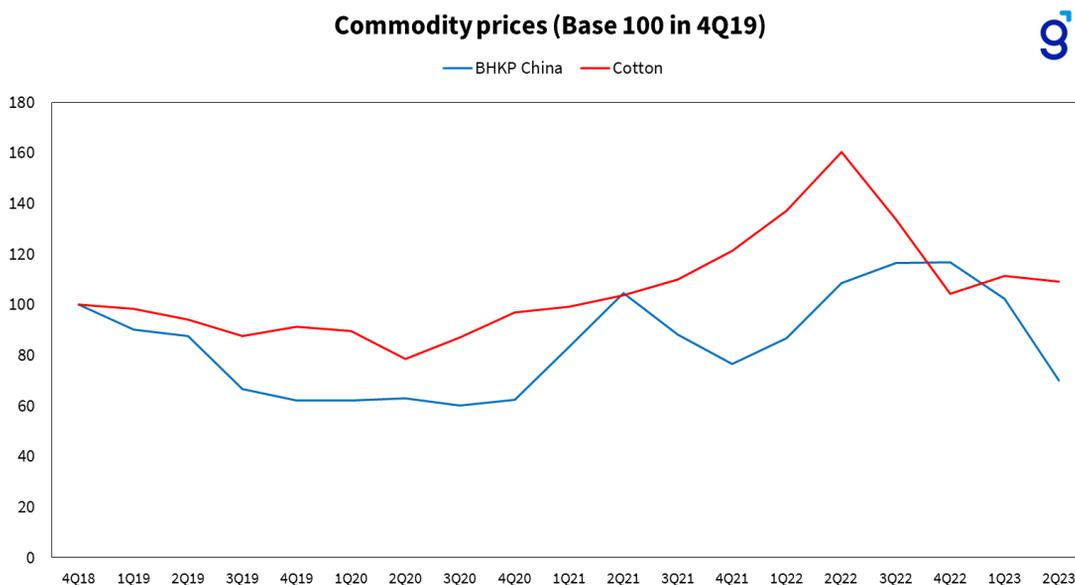
Algodão e celulose. Os materiais mais utilizados na produção são fios e tecidos de algodão, viscose (fibra artificial de celulose), poliéster, elastano, linho, lyocel, poliamida e poliuretano.

Por serem matérias-primas dolarizadas, o custo de produção de artigos têxteis é positivamente correlacionado ao efeito cambial. Com o desequilíbrio entre a oferta e a demanda das commodities na pandemia, a volatilidade do dólar durante este período não apenas impactou o aumento dos preços de produtos acabados, como também afetou os custos de matérias-primas e componentes importados, ao mesmo tempo em que os custos logísticos no mercado internacional aumentaram.

Apesar de enxergamos que a normalização nos preços das principais commodities (Figura 11) é positiva para o setor, não acreditamos que o produto-final ficará mais barato, dado que a indústria têxtil ainda arca com a pressão inflacionária em seu processo de produção – refletido em menores níveis de rentabilidade.

A normalização do algodão e celulose, vista nos últimos meses, apenas ajudará a neutralizar os impactos negativos causados pela inflação, taxa de juros e câmbio dos últimos trimestres.

Figura 11: Preços de commodities.



Fonte: Genial e Bloomberg.

**Ao todo, a companhia mantém um relacionamento com cerca de 1,5 mil fornecedores, sendo 42% internacionais.** A maior parte das importações de matéria-prima são feitas a partir do escritório localizado em Shangai (CHN), principalmente quando falamos de tecidos planos e malhas diferenciadas. Os índigos (pigmento) e fios são adquiridos no mercado nacional, de maneira pulverizada, ou seja, sem depender de um fornecedor em específico.

## *Financeira*

Fundada em 2008, a Midway Financeira oferece operações de financiamento para consumidores de produtos e serviços do grupo.

Entre os principais produtos e serviços oferecidos, estão os cartões de crédito (*private label* e *co-branded*), empréstimos, seguros (para desemprego, residência e acidentes pessoais), serviços de assistência e contas digitais.

A estratégia para alavancar o faturamento da Guararapes está centrada na operação integrada entre loja e financeira, além do alto grau de conhecimento do cliente – o qual exige um alto investimento em tecnologia.

Em dados atualizados de junho de 2023, a Midway possuía mais de 30,5 milhões de cartões emitidos (Riachuelo + bandeirados Visa e Mastercard). O ticket médio do consumidor com cartão da Riachuelo chega a superar 30% do gasto por um ‘cliente médio comum’.

## Principais acionistas e free float

A Guararapes é, majoritariamente, controlada pela família Rocha, que detém 82,75% das 499,2 milhões de ações emitidas pela companhia. Listada no Novo Mercado, a empresa possui um *free float* de aproximadamente 17,25% do capital social emitido.

Figura 12: Composição acionária (GUAR3)



## Estrutura do conselho de da diretoria da Guararapes

O Conselho de Administração da Guararapes é composto por 3 membros da família controladora, entre eles o Presidente e o VP, além de mais 2 membros independentes.

A companhia opera sob o comando de André Farber, atual CEO. A diretoria também conta com Frederico Oldani como Diretor de Relações com Investidores e Jairo Gomes de Araújo como Diretor Executivo Industrial.

Figura 13: Estrutura do Conselho de Administração da Guararapes.



Figura 14: Estrutura da diretoria da Guararapes.



## Disclaimer

A Genial pode fazer negócios com empresas que constam nos seus relatórios de pesquisa. Como resultado, os investidores devem estar cientes de que a empresa pode ter um conflito de interesses que poderia afetar a objetividade deste relatório. Os investidores devem considerar este relatório como apenas um dos fatores na tomada de sua decisão de investimento. Para as declarações do analista e outros disclaimers importantes, consulte a Seção de Disclaimers, localizada no final deste relatório.

### Genial Rating

	Definition	Coverage
Buy	Expected return above +10% in relation to the Company's sector average	46%
Neutral	Expected return between +10% and -10% relative to the Company's industry average	44%
Sell	Expected return below -10% in relation to the Company's sector average	5%
under Review	Under review	5%

### DISCLAIMER GERAL

Este relatório foi produzido pelo departamento de Research da Genial. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído para qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer propósito, sem o prévio consentimento por escrito da Genial. A Genial não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito.

Este relatório de Research destina-se à distribuição somente em circunstâncias permitidas pela lei aplicável. Este relatório de Research não leva em consideração os objetivos específicos de investimento, situação financeira ou as necessidades específicas de qualquer indivíduo em especial, mesmo quando enviado a um único destinatário. Este relatório de Research não se propõe a ser uma declaração completa ou resumo dos valores mobiliários, mercados ou desenvolvimentos aqui referidos. Nem a Genial nem qualquer um de seus conselheiros, diretores, funcionários ou representantes terá qualquer responsabilidade decorrente de qualquer erro, imprecisão ou imperfeição de fato ou opinião contida neste relatório, ou será responsabilizado por quaisquer perdas ou danos que possam surgir a partir da utilização deste relatório de Research.

A Genial poderá contar com barreiras de informação, tais como "chinese walls", para controlar o fluxo de informações dentro de suas áreas, unidades, divisões, grupos ou afiliadas.

O desempenho passado não é necessariamente um indicador de resultados futuros e nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é feita pela Genial em relação ao desempenho futuro. Rendimentos de aplicações podem variar. O preço ou valor dos investimentos aos quais este relatório de Research se refere, direta ou indiretamente, podem cair ou subir contra o interesse dos investidores. Qualquer recomendação ou opinião contida neste relatório de pesquisa pode se tornar desatualizada em consequência de alterações no ambiente em que o emitente dos valores mobiliários sob análise atua, além de alterações nas estimativas e previsões, premissas e metodologia de avaliação aqui utilizadas.

### DECLARAÇÕES DO ANALISTA

O analista de investimento declara que as opiniões contidas nesse relatório refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaborados de forma independente e autônoma, inclusive em relação a GENIAL.

A remuneração dos analistas está, direta ou indiretamente, influenciada pelas receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pela GENIAL. Além disso, o analista certifica que nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será direta ou indiretamente relacionada com as recomendações ou opiniões específicas expressas neste relatório de Research.

Os analistas **Iago Souza, Vinicius Esteves e Nina Mirazon** declaram que são responsáveis pelo conteúdo deste relatório e atende às exigências da Resolução CVM nº 20/2021.

O analista declara que pode ser diretamente, em nome próprio, titular de valores mobiliários objeto do presente relatório. Salvo disposição em contrário, os indivíduos listados na capa deste relatório são analistas devidamente credenciados.

A Genial, suas afiliadas, coligadas, controladoras e/ou subsidiárias têm interesses financeiros e comerciais relevantes em relação aos emissores ou aos valores mobiliários objetos da análise.

#### DISCLOSURES ADICIONAIS

(i) Este documento foi preparado pelo Research da Genial e é publicado com o único propósito de fornecer informações sobre as empresas e seus valores mobiliários.

(ii) As informações contidas neste documento são fornecidas apenas para fins informativos e não constituem uma oferta para comprar ou vender, e não devem ser interpretadas como uma solicitação para adquirir quaisquer valores mobiliários em qualquer jurisdição. As opiniões aqui expressas, no que diz respeito à compra, venda ou detenção de valores mobiliários, ou com relação à ponderação de tais valores mobiliários numa carteira real ou hipotética, são baseadas em uma análise cuidadosa feita pelos analistas que elaboraram este relatório e não devem ser interpretadas por investidores como recomendações para qualquer decisão de investimento. A decisão final do investidor deve ser tomada levando em consideração todos os riscos e as taxas envolvidas. Este relatório é baseado em informações obtidas de fontes públicas primárias ou secundárias, ou diretamente das empresas, e é combinado com estimativas e cálculos elaborados pela GENIAL. Este relatório não pretende ser uma declaração completa de todos os fatos relevantes relacionados a qualquer estratégia da empresa, indústria, segurança ou mercado mencionados. As informações foram obtidas de fontes consideradas confiáveis; a GENIAL não faz nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, quanto à integridade, confiabilidade ou exatidão de tais informações. As informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento são baseadas em dados atuais e estão sujeitas a alterações. Os preços e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são meramente indicativos e sujeitos a alterações sem aviso prévio. A GENIAL não está obrigada a atualizar ou revisar este documento, ou a avisar sobre quaisquer alterações em tais dados.

(iii) Os valores mobiliários discutidos neste relatório, bem como as opiniões e recomendações contidas neste documento, podem não ser apropriados para todo tipo de investidor. Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou as necessidades específicas de um determinado investidor. Os investidores que desejam comprar, vender ou investir em títulos que são abrangidos por este relatório devem procurar aconselhamento financeiro independente que leve as características individuais e necessidades em consideração, antes de tomar qualquer decisão de investimento em relação aos valores mobiliários em questão. Cada investidor deve tomar decisões de investimento independentes depois de analisar cuidadosamente os riscos, taxas e comissões envolvidas. Se um instrumento financeiro for denominado numa moeda diferente da moeda do investidor, mudanças nas taxas de câmbio podem afetar adversamente o preço ou valor, ou da renda derivada do instrumento financeiro e o leitor deste relatório assume todos os riscos cambiais. Resultados com instrumentos financeiros podem variar e, portanto, o preço ou valor podem aumentar ou diminuir, direta ou indiretamente. As informações, opiniões e recomendações contidas neste relatório não constituem e não devem ser interpretadas como uma promessa ou garantia de um retorno especial em qualquer investimento. O desempenho passado não necessariamente indica resultados futuros e nenhuma declaração ou garantia, expressa ou implícita, é aqui feita sobre o desempenho futuro. Portanto, a GENIAL, suas empresas afiliadas, e os analistas envolvidos neste relatório não assumem qualquer responsabilidade por qualquer perda direta, indireta ou decorrente do uso das informações contidas no presente, e qualquer pessoa que use este relatório se compromete a indenizar irrevogavelmente a GENIAL e suas afiliadas por quaisquer reclamações e demandas.

*(iv) Os preços neste relatório são considerados confiáveis a partir da data em que este relatório foi emitido e são derivados de um ou mais dos seguintes: (i) fontes expressamente especificadas junto aos dados relevantes; (ii) preço cotado no principal mercado regulamentado para o ativo em questão; (iii) outras fontes públicas consideradas confiáveis; ou*

*(iv) dados de propriedade da GENIAL ou disponíveis para a GENIAL.*

*(v) Nenhuma garantia expressa ou implícita é fornecida em relação à exatidão, integridade ou confiabilidade das informações aqui contidas, exceto com relação às informações relativas à GENIAL, suas subsidiárias e afiliadas. Em todos os casos, os investidores deverão realizar sua própria investigação e análise de tais informações antes de tomar ou deixar de tomar qualquer ação em relação a títulos ou mercados que são analisados neste relatório.*

*(vii) Uma vez que as opiniões pessoais dos analistas podem diferir umas das outras, a GENIAL, suas subsidiárias e afiliadas podem ter publicado ou podem vir a publicar outros relatórios que não apresentem uniformidade e/ou cheguem a conclusões diferentes daquelas aqui contidas. Quaisquer opiniões, estimativas e projeções não devem ser interpretadas como uma garantia de que os assuntos nelas referidas de fato ocorrerá. O preço e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são meramente indicativos e sujeitos a alterações sem aviso prévio. Resultado com instrumentos financeiros podem variar e, portanto, o preço ou valor podem aumentar ou diminuir, direta ou indiretamente. 01 de fevereiro de 2023.2.*

*(viii) Este documento não pode ser: (a) fotocopiado ou duplicado de qualquer forma, no todo ou em parte, e/ou (b) distribuído sem o prévio consentimento por escrito da GENIAL. A GENIAL não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito.*

*(ix) Nem a GENIAL nem quaisquer de suas afiliadas ou seus respectivos diretores, funcionários ou agentes, aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda ou dano resultante do uso de toda ou qualquer parte deste relatório.*

*(x) Genial Investimentos é a plataforma de negociações da Genial Investimentos Corretora de Valores Mobiliários, uma empresa do Grupo Genial.*