

19 de setembro de 2023



Varejo Discrecionário

Atualizando Modelos e Apresentando Preços-Alvo (2024E);
Preferências: Grupo Soma e Vivara

Varejo Discrecionário

Atualizando Modelos e Apresentando Preços-Alvo (2024E);
Preferências: Grupo Soma e Vivara

Santander Equity Research

Varejo

19 de setembro de 2023

Ruben Couto; Eric Huang; Vitor Fuziharo

Resumo: Neste relatório, apresentamos nossos preços-alvo (2024E) para sete varejistas discrecionárias sob nossa cobertura: Arezzo, C&A, Grupo Soma, Guararapes, Lojas Renner, Grupo SBF e Vivara. Acreditamos que o setor de varejo se beneficiou do rali, em grande parte devido à perspectiva de queda das taxas de juros, embora o cenário de consumo permaneça desafiador e a correção das últimas semanas possa refletir isso. Apesar das narrativas interessantes de recuperação do Grupo SBF, C&A e Guararapes, nossas preferências setoriais continuam sendo Grupo Soma, Vivara, Lojas Renner e Arezzo – varejistas que acreditamos ainda oferecerem a exposição mais atraente à recuperação do consumo doméstico.

Soma e Vivara: Encontrando um Equilíbrio em Termos de Crescimento e *Valuation*.

Grupo Soma, nossa *top pick*, fornece uma narrativa de crescimento atraente, em nossa opinião, sendo seu diferencial o equilíbrio entre as perspectivas de crescimento (CAGR de LPA de ~23% para 2024-27E) e seu *valuation* razoável (P/L 2024E de ~15x, um pouco abaixo de Arezzo), apesar do rali desde suas mínimas. As incertezas pairam sobre o *turnaround* da Hering e a crescente importância da Farm Global, mas suas principais marcas no Brasil favorecem a relação risco x retorno, tornando-a uma opção atraente para adicionar risco/beta, de acordo com as nossas projeções. Logo atrás da Soma, em termos de preferências, está a Vivara, uma empresa que se distingue por sua consistência na execução da marca Life, boas perspectivas de crescimento/margem e altos retornos. Apesar de seu rali de aprox. 27% em 2023, o P/L 2024E de 15x deve sofrer uma reclassificação, devido a uma nova narrativa de risco, diante dos recentes desenvolvimentos da reforma tributária.

Renner e Arezzo: opções ainda viáveis, apesar dos desafios. A Renner, embora navegando em águas desafiadoras com ventos contrários *top-down* e notícias negativas no âmbito internacional, oferece um ponto de entrada atraente para investidores orientados para o valor, em nossa opinião. Após a nossa significativa redução de 33% dos lucros para 2023-2025, vemos as ações negociando a um P/L relativamente barato de ~12x para 2024E. Acreditamos que a combinação de um P/L baixo, comparativo fácil a partir do 3T23 e sua liquidez significativa a torna uma escolha sólida para investidores que buscam capitalizar a história de recuperação doméstica do Brasil. A Arezzo, por sua vez, é negociada a um P/L (2024E) de ~17x, um prêmio para o restante das empresas deste grupo, devido ao crescimento consistentemente alto das vendas e aos altos retornos. A recente

volatilidade dos resultados nos deixam em alerta, mas os esforços da administração para aumentar a lucratividade devem trazer surpresas positivas, em nossa opinião.

Atualizando estimativas, apresentando preços-alvo e recomendações para 2024.

Nossas projeções de lucros revisadas tendem para o lado negativo, em geral, refletindo principalmente projeções mais conservadoras de receita e uma recuperação mais lenta da lucratividade, dadas as incertezas econômicas e seu provável impacto no comportamento do consumidor. Em média, estamos cortando nossas estimativas de lucros de 2023-25 para as sete empresas em 28%. Apesar das previsões de lucros mais baixas, nossos novos preços-alvo (2024E) foram, em geral, ajudados por pressupostos mais baixos de custo de capital – particularmente para ARZZ3/VIVA3/SOMA3/LREN3. Apesar de um ambiente operacional desafiador, o Grupo SBF apresenta uma história de recuperação interessante e mantemos nossa recomendação de “Compra”. No entanto, por enquanto, mantemos nossa recomendação de “Manutenção” para C&A e Guararapes, devido ao desempenho operacional mais volátil e nossa crença de que essas ações ainda não estão no foco das atenções.

Figura 1 – Principais Mudanças nas Estimativas

Company	Net Revenues 2023E		EBITDA 2023E		Net Income 2023E		Net Revenues 2024E		EBITDA 2024E		Net Income 2024E	
	New	Change	New	Change	New	Change	New	Change	New	Change	New	Change
Arezzo	5,020	0%	833	1%	418	-24%	5,810	0%	985	1%	525	-21%
C&A Modas	6,685	-6%	490	-11%	-76	n.m.	7,351	-6%	759	1%	84	21%
Grupo SBF	7,109	-4%	979	-13%	181	-45%	7,770	-8%	1,135	-17%	305	-33%
Grupo Soma	2,203	-4%	898	-11%	405	-31%	2,439	-9%	1,075	-18%	562	-33%
Guararapes	9,062	-10%	1,146	-25%	16	-96%	10,203	-13%	1,526	-22%	328	-47%
Lojas Renner	12,116	-8%	1,571	-30%	977	-43%	13,533	-10%	2,159	-24%	1,459	-32%
Vivara	2,156	-7%	479	-5%	374	-18%	2,550	-12%	601	-10%	455	-22%

Fonte: Estimativas Santander.

Figura 2 – Tabela Comparativa

Company	Ticker	Rating	Target Price	Current Price	Upside (%)	P/E		EV/EBITDA		PEG 2024-27E
						23E	24E	23E	24E	
Arezzo	ARZZ3	Outperform	109.00	79.14	38%	20.9	16.6	10.6	8.7	0.8
C&A Modas	CEAB3	Neutral	6.50	5.38	21%	-	15.7	4.5	2.8	0.4
Grupo SBF	SBFG3	Outperform	18.00	12.59	43%	17.0	10.1	6.4	5.4	0.3
Grupo Soma	SOMA3	Outperform	15.00	10.54	42%	20.4	14.7	9.9	8.1	0.7
Guararapes	GUAR3	Neutral	9.00	7.19	25%	-	10.9	6.8	5.2	0.3
Lojas Renner	LREN3	Outperform	26.00	17.78	46%	17.4	11.6	9.9	7.1	0.6
Vivara	VIVA3	Outperform	40.00	28.83	39%	18.1	14.9	14.0	11.0	0.9

Fontes: Estimativas Santander, Bloomberg.

Arezzo (ARZZ3)

Apresentando o Preço-Alvo de R\$ 109,00 (2024E) vs. R\$ 105,00 (2023E)

Ruben Couto; Eric Huang; Vitor Fuziharo

Resumo: Após atualizar as nossas estimativas para a Arezzo, introduzimos o preço-alvo (2024E) de R\$ 109,00 e reiteramos nossa recomendação de "Compra". Mantemos uma visão construtiva sobre a Arezzo por dois motivos: (i) a capacidade da empresa de apresentar consistentemente um crescimento robusto a/a, apesar das comparações cada vez mais difíceis; e (ii) o potencial de alta de ~39% do nosso preço-alvo. Reconhecemos que as pressões de rentabilidade dos últimos resultados trimestrais tornaram-se uma preocupação no curto prazo; no entanto, o compromisso da administração com o controle de despesas deve prevalecer.

Tese de Investimento: Historicamente, a Arezzo consistentemente entrega ano após ano vendas sólidas, apesar de uma base de comparação cada vez mais desafiadora. Em nossa opinião, o vasto portfólio de marcas da empresa tem sido fundamental para seu sólido desempenho, pois a dinâmica variada de cada marca ajuda a compensar uma eventual desaceleração mais pontual. Além disso, como a empresa continua trabalhando no desenvolvimento de novas iniciativas para cada marca (por exemplo, Simples na Reserva ou Schutz Apparel na Schutz), as estimativas do consenso são constantemente revisadas para cima e não para baixo. Ainda assim, graças a essas muitas iniciativas em andamento, a alavancagem operacional tem sido um ponto focal do investidor, especialmente após a queda da margem EBITDA do 2S22, algo que esperamos começar a reverter no 2T23, dando mais suporte à nossa visão construtiva daqui para frente.

Atualização de Estimativas: Nossas estimativas atualizadas incorporam os últimos resultados reportados, bem como as projeções mais recentes da equipe macro do Santander. A receita líquida permaneceu amplamente estável, em média ~2% maior em 2023-25E. Nossa margem EBITDA (2023E) aumentou 17 bps, pois incorporamos o foco da empresa em melhorar a alavancagem operacional, nossa margem EBITDA (2024E) também aumentou 17 bps, com margem (2025E) subindo 48 bps. Por fim, ao incorporarmos o maior D&A observado no 4T22/1T23, bem como o maior endividamento, nossas estimativas de lucro líquido caíram em média ~20% em 2023-2025E.

Valuation: Estamos introduzindo nosso preço-alvo (2024E) de R\$ 109,00, substituindo nosso preço-alvo (2023E) de R\$ 105,00. A pequena mudança no preço-alvo, apesar da rolagem, pode ser explicada pela redução de 100 bps em nossa premissa de Ke, compensada por premissas de margem EBITDA mais conservadoras no longo prazo.

Santander Equity Research

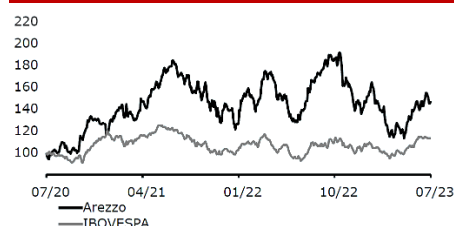
Varejo

19 de setembro de 2023

Compra

Preço-Alvo: R\$ 109,00

Desempenho de Preços (R\$)



Mantemos nossa recomendação de “Compra”, com base no potencial de alta de 39% implícito em nosso preço-alvo e nas perspectivas de crescimento da empresa no futuro, na forma de um CAGR de LPA de 19% para 2024-27E, levando a um índice PEG de 0,8x.

Arezzo

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2022-24E

	R\$		
	2022A	2023E	2024E
P&L Account			
Revenues	4,234	5,020	5,810
EBITDA	657	833	985
EBITDA YoY Change (%)	43.1	26.8	18.3
EBITDA as % of Revenue	15.5	16.6	17.0
EBIT	550	620	764
Net Financial Result	(77)	(149)	(148)
Associates	0	0	0
Taxes	(50)	(62)	(92)
Minorities	0	0	0
Net Profit	386	418	525
Adj Net Profit	386	418	525
YoY Change (%)	43.5	8.2	25.6
as % of Revenues	9.1	8.3	9.0
Cash Flow			
EBITDA	657	833	985
Lease Payments	7	(1)	(0)
Changes in Wkg. Capital	(334)	(364)	(89)
Capital Expenditures	(477)	(329)	(239)
Cash Financials	(210)	509	(148)
Cash Taxes	(50)	(62)	(92)
Other Cash Items	12	9	0
Free Cash Flow to Equity	(394)	594	418
Other Invest./(Divest.)	(0)	(1)	0
Dividends	(120)	0	0
Capital Increases/Other	759	25	0
Change in Net Fin. Debt	0	0	0
Balance Sheet			
Cash and Equivalents	476	972	1,258
Current Assets	1,907	2,174	2,427
Goodwill	0	0	0
Non-Curr Assets (ex g'will)	318	297	297
Total Assets	2,701	3,443	3,983
Current Liabilities	1,636	1,842	2,022
Non-Current Liabilities	370	849	901
Minorities	0	0	0
Shareholders' Equity	2,654	3,087	3,612
Total Liabilities & Equity	4,659	5,778	6,535
Net Financial Debt	(75)	88	(198)
Other Ratios			
Dividend Payout (%)	28.4	0.0	0.0
ROCE (%)	21.9	18.7	19.7
EV/EBIT (x)	15.7	14.2	11.2
FCFF Yield (%)	(2.5)	(0.4)	5.1
P/BV (x)	3.3	2.8	2.4

Fontes: Estimativas Santander e Dados da Companhia.

C&A Modas (CEAB3)

Apresentando o Preço-Alvo de R\$ 6,50 (2024E) vs. R\$ 2,40 (2023E)

Ruben Couto; Eric Huang; Vitor Fuziharo

Resumo: Estamos atualizando nossas estimativas de C&A e introduzindo o preço-alvo (2024E) de R\$ 6,50, substituindo nosso preço-alvo (2023E) de R\$ 2,40. Como a empresa conseguiu melhorar a lucratividade, especialmente em termos de margem bruta, após seus investimentos na cadeia de suprimentos, nós elevamos nossas estimativas de margem EBITDA (2024-25E), embora tenhamos reduzido nossas estimativas de vendas, devido ao menor número de aberturas esperadas em 2023 e 2024. Mantemos nossa recomendação de “Manutenção” para a ação, dado o rali de mais de 100% em 2023, que levou a um potencial de alta limitado em nosso preço-alvo revisado, e devido ao *valuation* da C&A, que consideramos exigente devido às incertezas que ainda permanece.

Tese de Investimento: Após a reabertura da economia, a C&A retomou gradualmente suas ambições de IPO em áreas como logística, cadeia de suprimentos e investimentos em TI. No entanto, o plano de expansão da empresa foi prejudicado pelas atuais condições macroeconômicas desafiadoras, levando a um foco na preservação de caixa. Espera-se que o lançamento da C&A Pay no final de 2021, sua unidade de serviços financeiros, impulse as vendas no varejo, mas, em nossa opinião, exigirá investimentos contínuos até que se torne rentável, provavelmente em 2024. Embora as ações tenham subido significativamente em 2023, o momento de lucros de curto prazo continua desafiador, limitando seu potencial de alta mesmo depois de incorporar estimativas de lucratividade de longo prazo mais altas.

Atualização de Estimativas: Esperamos que o momento de vendas permaneça pressionado devido ao comparativo difícil e condições macroeconômicas fracas persistentes no 1S23. A incorporação de uma perspectiva de expansão mais fraca levou a uma redução média de 6% em nossas estimativas de vendas para 2023-25. No entanto, os investimentos na cadeia de suprimentos têm gerado resultados positivos, levando a um aumento de aproximadamente 100 bps em nossas estimativas de margem bruta de varejo para o período. Reduzimos nossas estimativas de margem EBITDA para 2023 em 44 bps devido a vendas menores, mas aumentamos nossas estimativas para 2024 e 2025 em 67 bps e 86 bps, respectivamente, pois vemos o EBITDA se beneficiando de margens brutas de varejo mais altas.

Valuation: Estamos introduzindo nosso preço-alvo (2024E) de R\$ 6,50, implicando um potencial de alta de ~21%. O aumento em nosso preço-alvo deriva de um corte de 100

Santander Equity Research

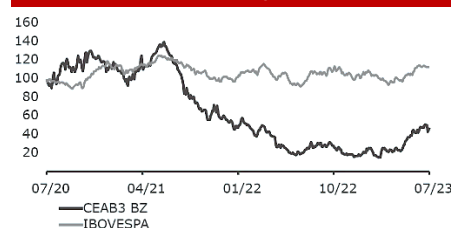
Varejo

19 de setembro de 2023

Manutenção

Preço-Alvo: R\$ 6,50

Desempenho de Preços (R\$)



bps em nosso Ke, bem como um aumento de 100 bps em nossa margem EBITDA terminal, pois incorporamos a melhoria da lucratividade da C&A. Nossa taxa de crescimento perpétuo permaneceu inalterada em 4,0%. Mantemos uma recomendação de “Manutenção” devido ao potencial de alta limitado após o rali recente e ao exigente *valuation* de ~16x P/L ajustado (2024E). Acreditamos que esse *valuation* é caro, diante das incertezas em torno de iniciativas como C&A Pay e estimativas de crescimento mais baixas em comparação com empresas como Vivara e Soma, que negociam com *valuations* mais baixos, mas possuem taxas de crescimento mais altas e menos incertezas.

C&A Modas

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2022–24E

	R\$		
	2022A	2023E	2024E
P&L Account			
Revenues	6,184	6,685	7,351
EBITDA	305	490	759
EBITDA YoY Change (%)	448.5	60.7	54.9
EBITDA as % of Revenue	4.9	7.3	10.3
EBIT	165	127	402
Net Financial Result	(155)	(243)	(276)
Associates	0	0	0
Taxes	26	41	(43)
Minorities	0	0	0
Net Profit	(76)	(76)	84
Adj Net Profit	(76)	(76)	84
YoY Change (%)	NM	1.0	NM
as % of Revenues	(1.2)	(1.1)	1.1
Cash Flow			
EBITDA	305	490	759
Lease Payments	50	7	0
Changes in Wkg. Capital	190	(622)	(87)
Capital Expenditures	(373)	(297)	(370)
Cash Financials	(155)	(243)	(276)
Cash Taxes	26	41	(43)
Other Cash Items	(255)	234	66
Free Cash Flow to Equity	(212)	(390)	50
Other Invest./Divest.)	0	0	0
Dividends	0	0	0
Capital Increases/Other	(31)	(8)	0
Change in Net Fin. Debt	0	0	0
Balance Sheet			
Cash and Equivalents	1,683	1,443	1,481
Current Assets	2,171	2,471	2,677
Goodwill	0	0	0
Non-Curr Assets (ex g'will)	5,776	5,668	5,692
Total Assets	9,630	9,582	9,851
Current Liabilities	3,680	3,212	3,332
Non-Current Liabilities	2,950	3,451	3,517
Minorities	0	0	0
Shareholders' Equity	3,000	2,918	3,002
Total Liabilities & Equity	9,630	9,582	9,851
Net Financial Debt	468	876	837
Other Ratios			
Dividend Payout (%)	0.0	0.0	0.0
ROCE (%)	3.6	2.3	7.0
EV/EBIT (x)	17.7	17.2	5.3
FCFF Yield (%)	1.8	(7.5)	14.6
P/BV (x)	0.9	0.6	0.5
Adj. P/E (excludes Tax Credits NPV)	NM	NM	15.7

Fontes: Estimativas Santander e Dados da Companhia.

Grupo SBF (SBFG3)

Apresentando o Preço-Alvo de R\$ 18,00 (2024E) vs. R\$ 16,00 (2023E)

Ruben Couto; Eric Huang; Vitor Fuziharo

Resumo: Após um 2022 desafiador, em que a empresa enfrentou uma série de problemas operacionais que se refletiram em números de vendas pressionados, atividade promocional acima do esperado e uma complexa dinâmica de capital de giro, a gestão voltou seu foco para rentabilidade e geração de caixa. Consequentemente, estamos atualizando nossas estimativas para refletir os resultados mais fracos do que o esperado nos últimos trimestres e um *ramp-up* de vendas mais lento nos próximos anos. No entanto, continuamos construtivos na história de longo prazo da empresa, especialmente no que diz respeito ao potencial de crescimento da Fisia, que vemos apoiando um CAGR de LPA de ~29% para 2024-27E e um P/L (2024E) descontado de 10x.

Tese de Investimento: O Grupo SBF apresenta um *valuation* descontado, com significativo potencial de crescimento. Sabemos que 2022 não foi um ano forte para a empresa, que enfrentou desafios relacionados à cadeia de suprimentos global e questões operacionais relacionadas à migração de sistemas. Também estamos cientes de que as perspectivas para 2023 não são muito favoráveis, pois a empresa encerrou o 1T23 com altos níveis de estoque, enquanto sua alavancagem permaneceu elevada. No entanto, mesmo após um corte significativo em nossas estimativas de 2023-25, ainda vemos as ações negociando a múltiplos atraentes, apoiadas pelo significativo potencial de crescimento da Fisia, dada a forte marca que representa (Nike), que, aliada ao foco da administração na eficiência do SG&A, deve ajudar a empresa a recuperar sua alavancagem operacional nos próximos anos.

Atualização das Estimativas: Com a gestão do Grupo SBF direcionando a empresa muito mais para o lado da rentabilidade do que do crescimento, e à medida que incorporamos os resultados mais fracos do que o esperado nos trimestres anteriores, estamos reduzindo significativamente nossas estimativas. Nossas estimativas de vendas para 2023-25E caíram em média cerca de 7%, pois incorporamos um número menor de aberturas de lojas e reformas de lojas. Com base no foco da empresa em aumentar a penetração das vendas diretas ao consumidor (D2C) – que geram margens brutas mais altas – na Fisia, aumentamos nossas margens brutas gerais em uma média de 196 bps para 2023-25E. Ainda assim, como reduzimos nossas estimativas de vendas, e como a maior participação das vendas D2C implica uma estrutura de SG&A mais pesada, reduzimos nossas estimativas de EBITDA em 17% em média.

Santander Equity Research

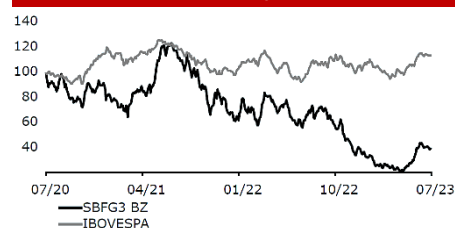
Varejo

19 de setembro de 2023

Compra

Preço-Alvo: R\$ 18,00

Desempenho de Preços (R\$)



Valuation: Estamos introduzindo nosso preço-alvo (2024E) de R\$ 18,00, substituindo nosso preço-alvo (2023E) de R\$ 16,00, mantendo nossa recomendação de “Compra”. O aumento de R\$ 2,00 em nosso preço-alvo decorre principalmente da redução de 100 bps no custo de capital próprio, que mais do que compensou a redução em nossas estimativas. Finalmente, nossa recomendação de “Compra” é suportada pelo *valuation* descontado do Grupo SBF, que negocia a um P/L (2024E) de 10x, um dos mais baixos de nossa cobertura de varejo discrecionalário.

Grupo SBF

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2022–24E

	R\$		
	2022A	2023E	2024E
P&L Account			
Revenues	6,261	7,109	7,770
EBITDA	728	979	1,135
EBITDA YoY Change (%)	2.6	34.5	16.0
EBITDA as % of Revenue	11.6	13.8	14.6
EBIT	402	578	713
Net Financial Result	(184)	(377)	(372)
Associates	0	0	0
Taxes	(14)	(26)	(37)
Minorities	0	0	0
Net Profit	157	181	305
Adj Net Profit	157	181	305
YoY Change (%)	(34.6)	14.7	68.7
as % of Revenues	2.5	2.5	3.9
Cash Flow			
EBITDA	728	979	1,135
Lease Payments	45	65	98
Changes in Wkg. Capital	(406)	(50)	(193)
Capital Expenditures	(391)	(261)	(300)
Cash Financials	126	152	(372)
Cash Taxes	(14)	(26)	(37)
Other Cash Items	(40)	(522)	(10)
Free Cash Flow to Equity	49	336	321
Other Invest./Divest.)	0	0	0
Dividends	0	0	0
Capital Increases/Other	(19)	(36)	0
Change in Net Fin. Debt	0	0	0
Balance Sheet			
Cash and Equivalents	418	514	623
Current Assets	4,108	3,968	4,324
Goodwill	0	0	0
Non-Curr Assets (ex g'will)	3,944	4,621	4,797
Total Assets	8,470	9,103	9,744
Current Liabilities	2,948	3,250	3,438
Non-Current Liabilities	3,112	3,304	3,454
Minorities	0	0	0
Shareholders' Equity	2,410	2,549	2,853
Total Liabilities & Equity	8,470	9,103	9,744
Net Financial Debt	715	1,149	1,040
Other Ratios			
Dividend Payout (%)	0.0	0.0	0.0
ROCE (%)	11.9	14.8	16.8
EV/EBIT (x)	14.4	10.8	8.6
FCFF Yield (%)	(4.9)	(1.4)	6.3
P/BV (x)	1.3	1.2	1.1

Fontes: Estimativas Santander e Dados da Companhia.

Grupo Soma (SOMA3)

Apresentando o Preço-Alvo de R\$ 15,00 (2024E) vs. R\$ 17,00 (2023E)

Ruben Couto; Eric Huang; Vitor Fuziharo

Resumo: Após revisar nossas estimativas para o Grupo Soma, e seguindo a alta de ~7% no acumulado do ano, em linha com os +7% do IBOV, mantemos nossa visão construtiva sobre o nome, com base em seu momento positivo de curto prazo e *valuation* atraente, negociando a um P/L (2024E) de 14,7x e PEG de 0,7x. Observamos que, apesar de termos reduzido substancialmente nossas estimativas de lucros, continuamos vendo um robusto CAGR de lucros de ~23% para 2024-27E, enquanto o *turnaround* da Hering continua no caminho certo.

Tese de Investimento: O portfólio de marcas do Grupo Soma é um componente-chave da estratégia da empresa, pois ela se posiciona em faixas de renda mais alta e diversifica suas marcas com o objetivo de fornecer uma proteção parcial contra o ambiente macro desafiador. Esse posicionamento tem permitido à empresa apresentar um robusto momento operacional para suas principais marcas em suas operações brasileiras. Destacamos outros dois importantes pilares de nossa tese de investimento: (i) nossa confiança no *turnaround* da Hering (2022 e 1T23 trouxeram sinais crescentes de que a Soma está indo na direção certa); e (ii) a execução da administração na condução da expansão da Farm Global, que, ao contrário de alguns de seus pares, conseguiu apresentar crescimento e lucratividade sólidos, apesar da deterioração macro global.

Atualização de Estimativas: Estamos atualizando nossas estimativas para incorporar os resultados reportados recentemente, bem como as projeções mais recentes da equipe macro do Santander. Nossas estimativas mais baixas para 2023-25 refletem o ambiente macro mais fraco no Brasil e no mundo, o que prejudicou o consumo discricionário. Assim, nossas estimativas de receita caíram em média 11% para 2023-25, principalmente devido ao crescimento mais fraco das marcas Soma ex-Hering, especialmente Farm Global, onde nossas estimativas anteriores eram mais otimistas. Consequentemente, agora projetamos um *ramp-up* mais lento na alavancagem operacional da Soma, resultando em uma redução média de 20% em nosso EBITDA para 2023-25E e uma redução média de aprox. 32% em nossas estimativas de lucro líquido, que também foram afetadas por maiores despesas financeiras. Observamos que nossas estimativas de lucro líquido agora estão ajustadas para excluir os impactos do PPA (preço de compra e alocação) da aquisição da Hering.

Santander Equity Research

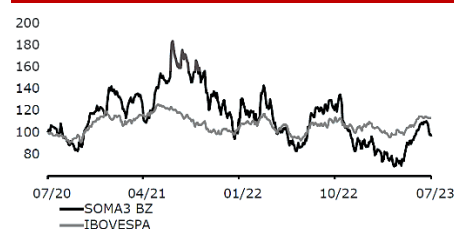
Varejo

19 de setembro de 2023

Compra

Preço-Alvo: R\$ 15,00

Desempenho de Preços (R\$)



Valuation e Recomendação: Reiteramos nossa recomendação de “Compra” para SOMA3 e apresentamos nosso preço-alvo (2024E) de R\$ 15,00, substituindo nosso preço-alvo (2023E) de R\$ 17,00. Apesar de nossas estimativas mais fracas para os próximos anos, a Soma permanece entre nossos nomes preferidos no espaço de varejo do Brasil, diante de seu *valuation* atraente (P/L 2024E de 14,7x e um CAGR de LPA de ~23% para 2024-27E), levando a um índice PEG de 0,7x vs. 0,8x da Arezzo. A redução de R\$ 2,00 em nosso preço-alvo decorre das estimativas mais baixas sendo compensadas principalmente pelo corte de 100 bps em nosso Ke.

Grupo Soma

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2022–24E

	R\$		
	2022A	2023E	2024E
P&L Account			
Revenues	4,871	5,515	6,276
EBITDA	740	898	1,075
EBITDA YoY Change (%)	81.2	21.4	19.7
EBITDA as % of Revenue	15.2	16.3	17.1
EBIT	447	542	709
Net Financial Result	(163)	(229)	(190)
Associates	0	0	0
Taxes	52	55	13
Minorities	0	0	0
Net Profit	387	405	562
Adj Net Profit	387	405	562
YoY Change (%)	36.8	4.8	38.6
as % of Revenues	7.9	7.4	9.0
Cash Flow			
EBITDA	740	898	1,075
Lease Payments	(85)	(112)	(125)
Changes in Wkg. Capital	(184)	(288)	(47)
Capital Expenditures	(210)	(238)	(306)
Cash Financials	(31)	(86)	(190)
Cash Taxes	52	55	13
Other Cash Items	(93)	(38)	(80)
Free Cash Flow to Equity	190	191	340
Other Invest./Divest.)	0	0	0
Dividends	0	(82)	(133)
Capital Increases/Other	(69)	12	0
Change in Net Fin. Debt	0	0	0
Balance Sheet			
Cash and Equivalents	338	443	651
Current Assets	3,338	3,790	4,108
Goodwill	0	0	0
Non-Curr Assets (ex g'will)	7,300	7,480	7,695
Total Assets	10,976	11,713	12,453
Current Liabilities	1,728	1,834	1,883
Non-Current Liabilities	1,506	1,723	1,810
Minorities	0	0	0
Shareholders' Equity	7,405	7,712	8,110
Total Liabilities & Equity	10,638	11,270	11,803
Net Financial Debt	580	617	410
Other Ratios			
Dividend Payout (%)	0.0	22.2	25.0
ROCE (%)	6.6	7.7	8.6
EV/EBIT (x)	19.8	16.4	12.2
FCFF Yield (%)	2.3	3.1	6.1
P/BV (x)	1.1	1.1	1.0

Fontes: Estimativas Santander e Dados da Companhia.

Guararapes (GUAR3)

Apresentando o Preço-Alvo de R\$ 9,00 (2024E) vs. R\$ 7,70 (2023E)

Ruben Couto; Eric Huang; Vitor Fuziharo

Resumo: Estamos atualizando nossas estimativas para Guararapes, bem como introduzindo nosso preço-alvo (2024E) de R\$ 9,00. O ambiente macroeconômico desafiador e o fraco desempenho operacional da empresa no curto prazo nos levaram a reduzir nossas estimativas, enquanto, por outro lado, nossas expectativas de cortes de juros levaram a uma redução de 100 bps do Ke, explicando nosso preço-alvo mais alto, apesar das revisões baixistas de lucros. Dado o potencial de alta limitado, bem como o momento operacional mais fraco quando comparado ao Grupo Soma e Vivara, nossas preferências no segmento, mantemos nossa recomendação de "Manutenção".

Tese de Investimento: Baseamos nossa tese de investimento para a Guararapes amplamente em se a empresa pode provar que as melhorias operacionais e os investimentos focados em tecnologia e digitalização estão diminuindo sua lacuna operacional com a Renner. Reconhecemos os avanços significativos da empresa, principalmente na frente de digitalização e em sua estrutura corporativa. No entanto, apesar dessas melhorias, resultados recentes mostram que a diferença de desempenho em relação à Renner ainda é relevante, principalmente em termos de produtividade das lojas. Por fim, esperamos que o novo CEO da empresa (desde 2 de maio), André Farber, traga novos ares para a empresa, pois essa mudança marca a possibilidade de novas ideias e oportunidades daqui para frente.

Atualização das Estimativas: Após incorporarmos os resultados recentes, bem como as últimas projeções da equipe macro do Santander, estamos reduzindo nossas estimativas de vendas no varejo em média de 11% em 2023-25. Também assumimos um *ramp-up* mais gradual da margem bruta, pois esperamos que o ambiente competitivo de *fast-fashion* permaneça acirrado. Ainda assim, nossa estimativa de margem EBITDA do varejo tem um impacto menos severo em relação à nossa estimativa de margem bruta, pois assumimos que o foco da empresa na lucratividade deve ajudar em seus lucros de alavancagem operacional. A maior mudança em nossas estimativas ocorreu na divisão de financiamento ao consumidor, com redução média de ~47% no EBITDA em 2023-25, devido ao ambiente mais difícil do que o esperado para os negócios de crédito. Ao todo, nossas estimativas de lucro líquido caíram 47% e 33% em 2024 e 2025, respectivamente.

Valuation: Nossa elevação do preço-alvo decorre principalmente da redução de 100 bps em nossa estimativa de Ke e da rolagem para o ano de 2024. Chegamos a nossa

Santander Equity Research

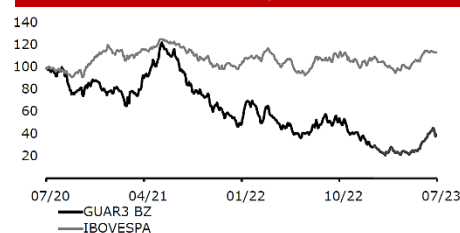
Varejo

19 de setembro de 2023

Manutenção

Preço-Alvo: R\$ 9,00

Desempenho de Preços (R\$)



recomendação de “Manutenção” em vista: (i) do potencial de alta limitado de ~25%; e (ii) momento operacional mais fraco em comparação com nossas preferências no segmento, Grupo Soma e Vivara, especialmente devido às perspectivas macro ainda desafiadoras.

Guararapes

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2022–24E

	R\$		
	2022A	2023E	2024E
P&L Account			
Revenues	8,459	9,062	10,203
EBITDA	962	1,146	1,526
EBITDA YoY Change (%)	0.0	19.1	33.2
EBITDA as % of Revenue	11.4	12.6	15.0
EBIT	363	520	863
Net Financial Result	(407)	(450)	(429)
Associates	0	0	0
Taxes	96	(53)	(107)
Minorities	0	0	0
Net Profit	52	16	328
Adj Net Profit	52	16	328
YoY Change (%)	(88.5)	(68.9)	1,927.2
as % of Revenues	0.6	0.2	3.2
Cash Flow			
EBITDA	962	1,146	1,526
Lease Payments	11	9	12
Changes in Wkg. Capital	(818)	(372)	(641)
Capital Expenditures	(589)	(497)	(583)
Cash Financials	100	(639)	(429)
Cash Taxes	96	(53)	(107)
Other Cash Items	32	57	0
Free Cash Flow to Equity	(205)	(349)	(221)
Other Invest./Divest.)	0	0	0
Dividends	0	0	(18)
Capital Increases/Other	(56)	(4)	0
Change in Net Fin. Debt	0	0	0
Balance Sheet			
Cash and Equivalents	2,091	2,421	1,824
Current Assets	6,742	7,783	7,725
Goodwill	0	0	0
Non-Curr Assets (ex g'will)	5,646	5,018	5,178
Total Assets	14,478	15,222	14,726
Current Liabilities	6,307	5,801	5,947
Non-Current Liabilities	3,651	3,650	3,741
Minorities	0	0	0
Shareholders' Equity	5,263	5,276	5,585
Total Liabilities & Equity	15,222	14,726	15,273
Net Financial Debt	1,663	2,071	2,568
Other Ratios			
Dividend Payout (%)	0.0	0.0	5.6
ROCE (%)	(6.2)	1.7	8.4
EV/EBIT (x)	18.2	10.9	7.1
FCFF Yield (%)	(5.8)	4.8	0.6
P/BV (x)	0.9	0.7	0.6
EV/EBITDA ex-IFRS16	8.0	6.8	5.2
EBITDA ex-IFRS16	660.0	836.8	1,178.4

Fontes: Estimativas Santander e Dados da Companhia.

Lojas Renner (LREN3)

Apresentando o Preço-Alvo de R\$ 26,00 (2024E) vs. R\$ 30,00 (2023E)

Ruben Couto; Eric Huang; Vitor Fuziharo

Resumo: A nosso ver, a Renner, apesar de enfrentar a tributação transfronteiriça e a crescente presença da Shein como concorrente, está longe de ser um *player* em dificuldades. Ela oferece um ponto de entrada atraente para investidores que buscam capitalizar a recuperação do setor, e a liquidez da ação atua como uma alavanca para os investidores se engajarem nesse potencial rali. Supondo que os ventos contrários *top-down* diminuam gradualmente, esperamos uma recuperação dos lucros nos próximos anos, que dependerá menos do crescimento da receita e muito mais das melhorias na lucratividade. Com isso, reiteramos nossa recomendação de "Compra" na Renner, dado o *valuation* descontado de ~12x P/L (2024E).

Tese de Investimento: Mantemos nossa visão positiva sobre a Renner, devido ao seu interessante perfil de lucros crescentes (*earnings-compounder profile*) no médio prazo e seu *valuation* atraente (11,6x P/L 2024E), oferecendo uma combinação atraente de crescimento de lucros e valor que acreditamos merecer a atenção do investidor. Projetamos um CAGR de LPA de 19% para 2024-27E, com esse crescimento sendo muito menos dependente da aceleração de vendas e aberturas de lojas do que no passado; em vez disso, esperamos que venha de uma recuperação gradual da margem EBITDA para níveis pré-pandemia. Com os ganhos de *market share* da Renner alcançados em 2022, acreditamos que esse cenário beneficiará a empresa uma vez que o setor de varejo se recupere e acelere em algum momento de 2023 e além.

Atualização das Estimativas: As principais mudanças em nossas estimativas incluem um crescimento mais fraco das vendas, um *ramp-up* mais lento da alavancagem operacional e recuperação na divisão de financiamento ao consumidor da empresa, tudo decorrente dos resultados mais fracos do que o esperado nos trimestres anteriores, bem como do ambiente ainda desafiador para o consumo discricionário em 2023. Do lado do financiamento ao consumidor, transformamos a contribuição positiva que prevíamos para 2023 em negativa, pois esperamos que os resultados retornem ao território positivo apenas no 4T23, atrasando ainda mais a recuperação em 2024-25. No geral, isso levou a um corte médio de 33% em nossas estimativas de lucro para o período.

Valuation: Estamos introduzindo nosso preço-alvo (2024E) de R\$ 26,00, em substituição ao nosso preço-alvo (2023E) de R\$ 30,00, mantendo nossa recomendação de "Compra" para a Renner. Nossa visão construtiva decorre do sólido CAGR de LPA de 19% em 2024-

Santander Equity Research

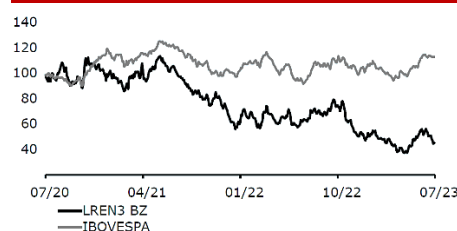
Varejo

19 de setembro de 2023

Compra

Preço-Alvo: R\$ 26,00

Desempenho de Preços (R\$)



27E, levando a um índice PEG de 0,6x, apoiado por uma recuperação da lucratividade, devido ao amadurecimento das iniciativas que a empresa implementou nos últimos dois anos. No entanto, dada a maior volatilidade nos resultados de curto prazo, a Renner agora ocupa a terceira posição entre nossas ações preferenciais no segmento de varejo de moda, onde privilegiamos a Soma e a Vivara.

Lojas Renner

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2022–24E

	R\$		
	2022A	2023E	2024E
P&L Account			
Revenues	11,576	12,116	13,533
EBITDA	2,463	2,329	3,006
EBITDA YoY Change (%)	42.9	(5.4)	29.7
EBITDA as % of Revenue	21.3	19.2	22.2
EBIT	1,407	1,256	1,822
Net Financial Result	(66)	(192)	(139)
Associates	0	0	0
Taxes	(93)	(87)	(223)
Minorities	0	0	0
Net Profit	1,249	977	1,459
Adj Net Profit	1,249	977	1,459
YoY Change (%)	99.3	(21.8)	49.4
as % of Revenues	10.8	8.1	10.8
Cash Flow			
EBITDA	2,463	2,329	3,006
Lease Payments	74	12	6
Changes in Wkg. Capital	(700)	(717)	64
Capital Expenditures	(1,111)	(937)	(1,039)
Cash Financials	(1,561)	(160)	(139)
Cash Taxes	(93)	(87)	(223)
Other Cash Items	8	(134)	0
Free Cash Flow to Equity	(919)	307	1,674
Other Invest./Divest.)	0	0	0
Dividends	(648)	(472)	(730)
Capital Increases/Other	(320)	(302)	0
Change in Net Fin. Debt	0	0	0
Balance Sheet			
Cash and Equivalents	3,503	2,510	2,874
Current Assets	9,550	10,155	10,841
Goodwill	0	0	0
Non-Curr Assets (ex g'will)	8,095	8,778	9,499
Total Assets	21,149	21,443	23,214
Current Liabilities	7,006	7,244	7,955
Non-Current Liabilities	4,056	3,838	4,169
Minorities	0	0	0
Shareholders' Equity	10,088	10,361	11,091
Total Liabilities & Equity	21,149	21,443	23,214
Net Financial Debt	(2,334)	(1,380)	(1,744)
Other Ratios			
Dividend Payout (%)	51.9	48.3	49.1
ROCE (%)	18.3	13.8	17.2
EV/EBIT (x)	12.5	12.4	8.4
FCFF Yield (%)	(1.9)	0.1	(0.5)
P/BV (x)	2.0	1.6	1.5
EBITDA ex-IFRS16	1,741.5	1,570.6	2,159.5
EBITDA ex-IFRS16 Margin (%)	15.0	13.0	16.0

Fontes: Estimativas Santander e Dados da Companhia.

Vivara (VIVA3)

Apresentando o Preço-Alvo de R\$ 40,00 (2024E) vs. R\$ 29,00 (2023E)

Ruben Couto; Eric Huang; Vitor Fuziharo

Resumo: Com o bom momento visto nos últimos trimestres e que deve continuar nos próximos anos, estamos revisando nossas estimativas da Vivara, ao mesmo tempo que introduzimos nosso preço-alvo (2024E) de R\$ 40,00. Apesar do rali de ~36% em 2023 (vs. ~11% do IBOV), continuamos a colocar Vivara entre nossos nomes preferidos no espaço de varejo do Brasil, dado seu *valuation* atraente de 14,9x P/L 2024E (vs. sua média histórica de quatro anos de ~20x P/L) e robusto CAGR de LPA de 19% para 2024-27E, levando a um índice PEG de 0,9x, amplamente apoiado pela bem-sucedida trajetória de crescimento da Life.

Tese de Investimento: Nossa visão positiva sobre a Vivara é baseada no momento positivo de curto prazo do posicionamento da empresa como varejista de moda *premium*, combinado com um bom potencial de longo prazo, impulsionado por dois fatores principais: (i) Life: vemos um crescimento significativo à medida que a marca se expande além do mercado de joias para o espaço de acessórios, mais do que dobrando seu mercado endereçável; (ii) estrutura verticalizada e acesso a benefícios fiscais: o modelo verticalizado da Vivara não só confere agilidade diferenciada de entrada no mercado, como também confere acesso a importantes benefícios fiscais, que representam ~40% do faturamento da empresa em 2022 — pela proposta de reforma tributária no Brasil, esses benefícios seriam concedidos pelo menos até 2076.

Atualização de Estimativas: Reconhecemos que nosso modelo anterior era otimista em termos de vendas, especialmente tendo em vista o atual ambiente macro. Ainda assim, continuamos a ver Life ultrapassando 40% das vendas totais da empresa até 2024, ao mesmo tempo em que aumenta a margem bruta da empresa. Para 2023-25, nossas estimativas de receita líquida caíram em média ~8%, mas, por outro lado, nossas estimativas de margem bruta aumentaram 121 bps em média no período, beneficiando-se da crescente participação da Life nas vendas totais. Reduzimos nossas estimativas de EBITDA em 9% em média, elevamos a margem bruta em 45 bps em média, e reduzimos nossas estimativas de lucro líquido ~20% em média, devido a uma maior carga tributária e despesas financeiras.

Valuation: Com base no sólido momento de lucros da Vivara e no atraente P/L (2024E) de 14,9x, reiteramos nossa recomendação de "Compra". Além disso, com a recente venda de ações do ex-CEO da empresa, a liquidez melhorou significativamente, com ADTV em

Santander Equity Research

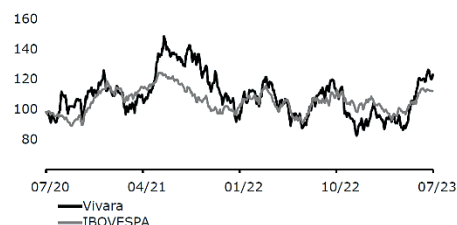
Varejo

19 de setembro de 2023

Compra

Preço-Alvo: R\$ 40,00

Desempenho de Preços (R\$)



R\$ 64 milhões, enquanto o *overhang* acabou. Estamos apresentando nosso preço-alvo (2024E) de R\$ 40,00, em substituição ao nosso preço-alvo (2023E) de R\$ 29,00. A elevação do preço-alvo decorre da redução de 1 p.p. em nosso Ke (de 15% para 14%), enquanto excluimos o prêmio de liquidez de 50 bps e reduzimos a alíquota efetiva na perpetuidade de 34% para 15,25%, já que desenvolvimentos recentes em relação aos benefícios fiscais da Zona Franca de Manaus indicam que eles provavelmente serão mantidos dentro da reforma tributária no Brasil.

Vivara

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2022–24E

	R\$		
	2022A	2023E	2024E
P&L Account			
Revenues	1,844	2,156	2,550
EBITDA	401	479	601
EBITDA YoY Change (%)	33.0	19.4	25.6
EBITDA as % of Revenue	21.8	22.2	23.6
EBIT	376	456	577
Net Financial Result	(42)	(75)	(87)
Associates	0	0	0
Taxes	30	(6)	(34)
Minorities	0	0	0
Net Profit	364	374	455
Adj Net Profit	364	374	455
YoY Change (%)	21.9	2.9	21.5
as % of Revenues	19.7	17.4	17.8
Cash Flow			
EBITDA	401	479	601
Lease Payments	112	15	35
Changes in Wkg. Capital	(267)	(200)	(181)
Capital Expenditures	(229)	(198)	(190)
Cash Financials	56	(79)	(87)
Cash Taxes	30	(6)	(34)
Other Cash Items	(169)	(7)	0
Free Cash Flow to Equity	(66)	4	144
Other Invest./Divest.)	0	0	0
Dividends	0	(43)	(114)
Capital Increases/Other	(99)	(4)	0
Change in Net Fin. Debt	0	0	0
Balance Sheet			
Cash and Equivalents	315	297	365
Current Assets	1,446	1,559	1,764
Goodwill	0	0	0
Non-Curr Assets (ex g'will)	1,171	1,425	1,643
Total Assets	2,932	3,281	3,772
Current Liabilities	726	660	705
Non-Current Liabilities	548	636	741
Minorities	0	0	0
Shareholders' Equity	1,658	1,985	2,326
Total Liabilities & Equity	2,932	3,281	3,772
Net Financial Debt	(90)	(75)	(143)
Other Ratios			
Dividend Payout (%)	0.0	(11.6)	(25.0)
ROCE (%)	31.3	25.8	26.2
EV/EBIT (x)	17.8	14.7	11.5
FCFF Yield (%)	(3.3)	1.4	3.5
P/BV (x)	4.1	3.4	2.9
# Vivara Stores	243.0	253.0	264.0
# Life Stores	72.0	117.0	157.0

Fontes: Estimativas Santander e Dados da Companhia.

Comunicado Importante

O presente relatório foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e destina-se somente para informação de investidores, não constituindo oferta de compra ou de venda de algum título e valor mobiliário contido ou não neste relatório (i.e., os títulos e valores mobiliários mencionados aqui ou do mesmo emissor e/ou suas opções, warrants, ou direitos com respeito aos mesmos ou quaisquer interesses em tais títulos e valores mobiliários).

Este relatório não contém, e não tem o escopo de conter, toda a informação relevante a respeito do assunto ora abordado. Portanto, este relatório não consiste e nem deve ser considerado como uma declaração e/ou garantia quanto à integridade, precisão, veracidade das informações aqui contidas.

Qualquer decisão de compra ou venda de títulos e valores mobiliários deverá ser baseada em informações públicas existentes sobre os referidos títulos e, quando apropriado, deve levar em conta o conteúdo dos correspondentes prospectos arquivados, e a disposição, nas entidades governamentais responsáveis por regular o mercado e a emissão dos respectivos títulos.

As informações contidas neste relatório foram obtidas de fontes consideradas seguras, muito embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não são incertas ou equivocadas no momento de sua publicação, não garantimos sua exatidão, nem que as mesmas são completas e não recomendamos que se confie nelas como se fossem.

Todas as opiniões, estimativas e projeções que constam no presente relatório traduzem nosso ver na data de sua emissão e podem ser modificadas sem prévio aviso, considerando nossas premissas relevantes e metodologias adotadas à época de sua emissão, conforme estabelecidas no presente relatório.

O Santander ou quaisquer de seus diretores ou funcionários poderão adquirir ou manter ativos direta ou indiretamente relacionados à(s) empresa(s) aqui mencionada(s), desde que observadas as regras previstas na Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021 ("Resolução CVM 20").

O Santander não será responsável por perdas diretas ou lucros cessantes que sejam decorrentes do uso do presente relatório.

O presente relatório não poderá ser reproduzido, distribuído ou publicado pelo seu destinatário para qualquer fim.

A fim de atender à exigência regulatória prevista na Resolução CVM 20, segue declaração do analista:

Nós, **Ruben Couto**, **Eric Huang** e **Vitor Fuziharo**, analistas de valores mobiliários credenciados nos termos da Resolução CVM 20, de 25 de fevereiro de 2021, subscritores e responsáveis por este relatório, o qual é distribuído pelo Santander, com relação ao conteúdo objeto do presente relatório, declaramos que as recomendações refletem única e exclusivamente a nossa opinião pessoal, e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à instituição a qual estamos vinculados, nos termos da Resolução CVM 20. Adicionalmente, declaramos o que segue:

- (i) O presente relatório teve por base informações baseadas em fontes públicas e independentes, conforme fontes indicadas ao longo do documento;
- (ii) As análises contidas neste documento apresentam riscos de investimento, não são asseguradas pelos fatos, aqui contidos ou obtidos de forma independente pelo investidor, e nem contam com qualquer tipo de garantia ou segurança do analista, do Santander ou de quaisquer das suas controladas, controladores ou sociedades sob controle comum;
- (iii) O presente relatório não contém, e não tem o escopo de conter, todas as informações substanciais com relação ao setor objeto de análise no âmbito do presente relatório;

O Banco Santander (Brasil) S.A, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum, declaram, nos termos da Resolução CVM 20, que:

- Têm interesse financeiro e comercial relevante em relação ao setor, à companhia ou aos valores mobiliários objeto desse relatório de análise.
- Recebem remuneração por serviços prestados para o emissor objeto do presente relatório ou pessoas a ele ligadas.
- Estão envolvidas na aquisição, alienação ou intermediação do(s) valor(es) mobiliário(s) objeto do presente relatório de análise.
- Podem ter (a) coordenado ou coparticipado da colocação de uma oferta pública dos títulos de companhia(s) citada(s) no presente relatório nos últimos 12 meses; (b) ter recebido compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de bancos de investimento prestados nos últimos 12 meses; (c) espera receber ou pretende obter compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de banco de investimento prestados nos próximos 3 meses.
- Prestaram, prestam ou poderão prestar serviços financeiros, relacionados ao mercado de capitais, ou de outro tipo, ou realizar operações típicas de banco de investimento, de banco comercial ou de outro tipo a qualquer empresa citada neste relatório.

O conteúdo deste relatório é destinado exclusivamente à(s) pessoa(s) e/ou organizações devidamente identificadas, podendo conter informações confidenciais, as quais não podem, sob qualquer forma ou pretexto, ser utilizadas, divulgadas, alteradas, impressas ou copiadas, total ou parcialmente, por pessoas não autorizadas pelo Santander.

Este relatório foi preparado pelo analista responsável do Santander, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, fotocopiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa além daquelas a quem este se destina. Ainda, a informação contida neste relatório está sujeita a alteração sem prévio aviso.

Os potenciais investidores devem buscar aconselhamento financeiro profissional sobre a adequação do investimento em valores mobiliários, outros investimentos ou estratégias de investimentos aqui discutidos, e devem entender que declarações sobre perspectivas futuras podem não se concretizar. Os potenciais investidores devem notar que os rendimentos de valores mobiliários ou de outros investimentos, se houver, referidos neste relatório podem flutuar e que o preço ou o valor desses títulos e investimentos pode subir ou cair. Assim, potenciais investidores podem não receber a totalidade do valor investido. O desempenho passado não é necessariamente um guia para o desempenho futuro.

Eventuais projeções, bem como todas as estimativas a elas relacionadas, contidas no presente relatório, são apenas opiniões pessoais do analista, elaboradas de forma independente e autônoma, não se constituindo compromisso por obtenção de resultados ou recomendações de investimentos em títulos e valores mobiliários ou setores descritos neste relatório.

© 2023 Copyright Banco Santander (Brasil) S/A. Direitos Reservados