

Relatório de IPO – C&A

L
\

Introdução

A temporada de IPOs segue firme na bolsa e mais uma vez a Suno Research estará distribuindo um relatório para informar aos investidores sobre o que fazer perante a oferta pública de ações.

Desta vez é a C&A, uma das varejistas de maior presença nacional, que virá à bolsa. Antes de iniciar o relatório gostaríamos de fazer um rápido panorama sobre os IPOs recentes.

Nos anos de 2017 e 2018 tivemos uma série de aberturas de capital que podemos considerar bem-sucedidas para os investidores. É verdade que o histórico ainda é curto, mas devido à valorização de empresas como IRB, Banco Inter, InterMédica e Hapvida podemos afirmar que foi um bom negócio para os investidores que entraram no IPO, considerando ainda que essas foram altas que tiveram fundamentos por trás, e não se trataram apenas de fluxos especulativos.

A Suno Research fica extremamente satisfeita de ter dado a recomendação de compra para três dos quatro IPOs citados acima. Temos como missão ajudar o investidor pessoa física a tomar decisões bem fundamentadas e democratizar o mercado de capitais, fornecendo informação de qualidade para todos os investidores.

Relatório de IPO

Com o mercado de alta que estamos vivendo é normal que cada vez mais empresas busquem abrir o seu capital. Isto porque quando a bolsa está em alta as empresas conseguem uma avaliação maior de seu valor de mercado.

Infelizmente nos últimos IPOs nós não verificamos a margem de segurança que tanto buscamos para realizar uma recomendação de compra ao investidor. Dessa forma, por responsabilidade e respeito ao patrimônio daqueles que seguem a Suno Research, nós recomendamos ficar de fora das últimas ofertas públicas.

Agora, com a empresa C&A, teremos a mesma responsabilidade de sempre de esmiuçar a oferta nos detalhes e emitir uma recomendação para os nossos seguidores. Recomendamos a leitura cuidadosa do relatório para que as informações fiquem claras para o investidor.

Características e cronograma da oferta

A C&A está realizando um IPO de cunho misto, ofertando ações primárias e secundárias. A faixa de preço é de **R$ 16,50 a R$ 20,00**, sob o ticker de "CEAB3".
Para investidores pessoa física, o valor mínimo é de R$ 3 mil e máximo de R$ 1 milhão. O investidor interessado deve contatar sua corretora e informar o preço máximo que está disposto a pagar.

Isso significa que, na oferta primária, **novas ações estão sendo emitidas**, e no caso da C&A, os recursos serão destinados para o pagamento de uma dívida existente com o próprio controlador. Cerca de 90% da captação é destinada para esse fim, e somente 10% para investimentos em lojas e afins. Isto por si só já levanta dúvidas sobre a possibilidade de haver conflitos de interesse nessa transação.

Na oferta secundária, os controladores estão v**endendo ao mercado ações já existentes** que eles detêm.

A primeira distribuição primária será de 49.315.068,00 novas ações ordinárias e secundária de 32.876.720,00 ações ordinárias. Também existe a possibilidade de um lote adicional de até 15% do lote inicial, ou seja, 12.328.768 ações.

Os acionistas controladores, na hipótese de demanda por todas ações possíveis ofertadas, permanecem com um controle muito expressivo. Característica que não encontramos em Renner, que tem uma composição acionária pulverizada, com um *free float* de aproximadamente 64%.

Na hipótese de colocação total das Ações, considerando o exercício da opção de Ações Suplementares e as Ações Adicionais:

	Antes da Oferta		Após a Oferta	
	Ações Ordinárias	**%**	**Ações Ordinárias**	**%**
Cofra Investments SARL	129.456.439	50,00%	98.113.643	31,80%
Incas S.A.	129.456.439	50,00%	98.634.516	32,00%
Cofra Latin America Ltda.	17.122	0,01%	17.122	0,01%
Ações em tesouraria	0	0,00%	0	0,00%
Outros	0	0,00%	110.958.914	36,00%
Administradores	0,00	0,00%	520.873	0,20%
Total	**258.930.000**	**100,0%**	**308.245.068**	**100,0%**

Fonte: Prospecto

Caso a demanda seja somente suficiente para o primeiro lote, o *free float* pode ser de 26,6%, próximo ao piso estabelecido pelas regras do Novo Mercado, e a posição dos controladores permanece muito alta.

Na hipótese de colocação total das Ações, sem considerar o exercício da opção de Ações Suplementares e as Ações Adicionais:

	Antes da Oferta		Após a Oferta	
	Ações Ordinárias	**%**	**Ações Ordinárias**	**%**
Cofra Investments SARL	129.456.439,00	50,00%	112.497.206	36,46%
Incas S.A.	129.456.439,00	50,00%	113.018.079	36,67%
Cofra Latin America Ltda.	17.122,00	0,01%	17.122	0,01%
Ações em tesouraria	0,00	0,00%	0	0,00%
Outros	0,00	0,00%	82.191.788	26,66%
Administradores	0,00	0,00%	520.873	0,20%
Total	**258.930.000**	**100,0%**	**308.245.068**	**100,0%**

Fonte: Prospecto

As datas da oferta são as seguintes:

- 14/10 Iniciou-se a realização dos pedidos de reserva
- 23/10 Encerramento dos pedidos de reserva
- 24/10 Divulgação do preço por ação
- 28/10 Início da negociação na B3

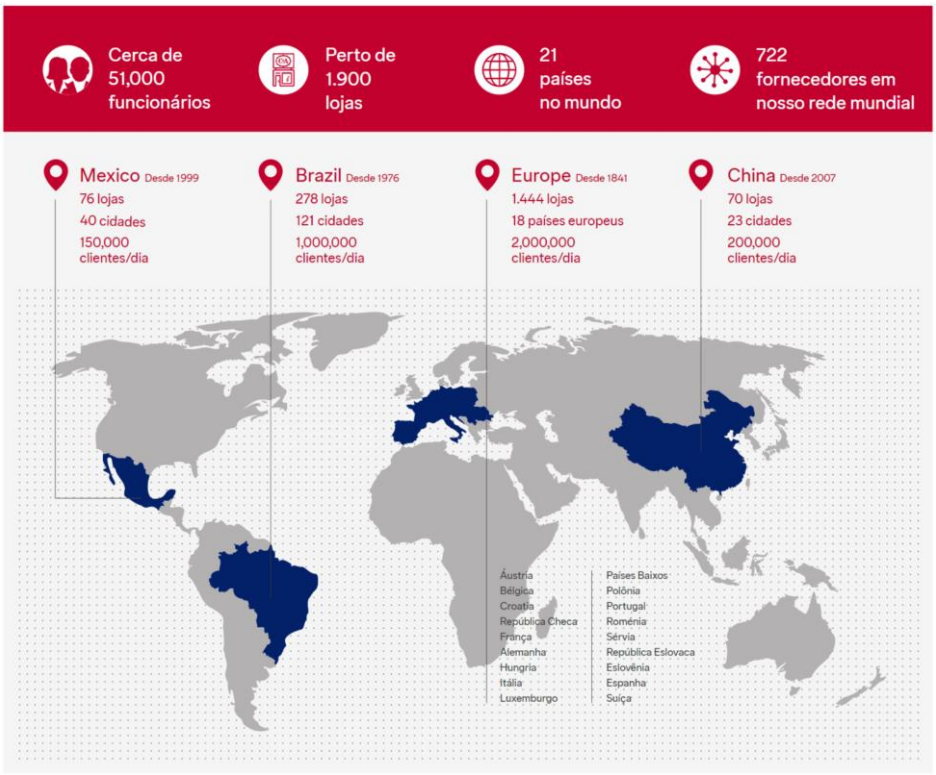
História

A C&A é uma companhia madura que foi fundada a 176 anos atrás na Holanda. Isto faz dela uma das varejistas de moda, ainda em funcionamento, mais antigas do mundo. Ela começou suas operações na Holanda, com os irmãos Clemens e August. Os dois são de origem alemã, da família Brenninkmeijer que até hoje possui o controle da empresa.

A sua estreia no Brasil se deu no ano de 1976, com uma loja no shopping center Ibirapuera, em São Paulo. Desde então a empresa vem trilhando o caminho do aumento de número de lojas no Brasil, embora nos últimos anos tenha ficado para trás quando comparada aos seus principais concorrentes.

A empresa credita a má performance a partir de 2016 devido à crise econômica do país. Porém não achamos esta justificativa viável uma vez que a Lojas Renner, por exemplo, que atua no mesmo segmento, cresceu bastante no mesmo período.

Abaixo você confere um retrato da operação atual de C&A global, lembrando que o IPO é somente da operação brasileira:



Fonte: Prospecto

Embora a abertura de capital seja apenas da operação brasileira esta presença internacional da marca é algo que nos agrada pois isto aumenta a percepção de valor do cliente. Este, inclusive, pode ser um dos fatores que faz com que a C&A esteja bem posicionada na pesquisa "Top of Mind", que identifica as marcas mais lembradas pelo consumidor.

O processo de internacionalização da C&A, porém, não foi de todo bem-sucedido. Décadas atrás a companhia tentou uma expansão para os EUA que foi um completo desastre. Após 15 anos sem conseguir atingir a lucratividade de forma sustentável, a empresa deixou o país.

Além disso, podemos ressaltar na história da companhia algumas práticas de governança corporativa que não são bem aceitas atualmente. A família controladora da empresa é de origem de um catolicismo extremamente tradicional, o que influenciou decisões da empresa no passado de não aceitar, por exemplo, mulheres e judeus em seus cargos.

Atualmente a companhia parece ter deixado para trás este passado que é bastante criticado e tem se mostrado bastante empenhada em atividades de sustentabilidade e respeito aos seus trabalhadores e à sociedade como um todo.

Perfil corporativo

A empresa contava com uma cultura pouco transparente no passado. Salvo o alto escalão executivo, nenhum funcionário sabia seu faturamento. A receita era transmitida aos executivos através de um código, prática incomum na indústria.

Cabe ao investir indagar como uma empresa que por tanto tempo tratou sua gestão financeira com tanto sigilo irá se portar diante da transparência exigida pelo mais alto segmento de listagem da B3.

A companhia teve um marketing muito bem-sucedido nos anos 90: afinal quem não se lembra do Sebastian? Dançarino bem-humorado que foi a cara da C&A por muitos anos.

No entanto, a companhia não tem tido a mesma projeção de outrora, e mostrou-se menos eficiente em cultivar sua marca ao longo dos últimos anos. Outras empresas como Hering e Marisa incorreram em erro similar, e o mercado as puniu.

O zelo pelo bem-estar do corpo de funcionários foi parte da cultura corporativa por muito tempo, de maneira até exacerbada. Isso mudou com o tempo e a profissionalização de gestão trouxe um corte de despesas.

C&A apresenta um índice de rotatividade de funcionários muito maior que suas concorrentes, o que se traduz em custos, gastos com treinamento e menor retenção de talentos, que são atributos presentes em empresas de sucesso.

Índice de Rotatividade			
	2018	2017	2016
C&A	66.44%	50.96%	50.44%
Renner	40.71%	40.57%	34.64%
Guararapes	26.90%	34.70%	36.90%

As lojas são localizadas em áreas com bastante tráfego de pedestres, sendo 326 delas em shoppings com algum nível de maturação ou já muito consolidados.



A reputação no Reclame Aqui é de 7.2 para as lojas físicas e 8.3 no e-commerce da loja. Desde 2006, a empresa tem um sistema de auditoria de seus fornecedores com o intuito de fiscalizar o uso de mão de obra irregular. Foi a primeira empresa do varejo de modas a aderir ao Pacto Nacional pela Erradicação do Trabalho Escravo, em 2011.

Vantagens competitivas

De forma direta a grande verdade é que a C&A possui poucas e fracas vantagens competitivas quando comparada aos seus principais concorrentes. O ponto a favor da empresa é que o mercado de varejo de moda é extremamente pulverizado no Brasil.

Praticamente todo o mercado é distribuído entre pequenas e médias empresas. Para se ter uma ideia, a líder de market share do setor é a Lojas Renner com apenas 7%. Em seguida vem a própria C&A com 5,3%.

Dessa forma, embora a C&A não possua grandes vantagens competitivas em relação a pares diretos como a Lojas Renner e a Riachuelo, ela possui vantagens em relação aos pequenos varejistas, como por exemplo no ganho de escala. Abaixo trataremos das vantagens mais visíveis da C&A:

- Poder de marca: O poder de marca é algo muito importante pois permite que a empresa trabalhe com um preço maior de seus produtos, aumentando assim a sua margem de lucro. A C&A possui, inegavelmente, uma das marcas mais fortes do varejo. Prova disso é a sua segunda colocação no prêmio "Top of Mind".

- Presença global e ganhos de escala: A C&A, ao contrário de suas grandes concorrentes no Brasil, possui uma marca de grande reconhecimento internacional devido à sua presença global. A escala global da empresa também pode se traduzir em ganhos de escala, como por exemplo, na diluição de custos de marketing, que são uma linha de despesa relevante para este setor.

- Estratégia Omnicanal: Uma palavra que está muito na moda hoje em dia é a chamada estratégia omnicanal. Isto nada mais é do que a integração entre as lojas online e físicas da empresa. Ou seja, um cliente pode adquirir um produto online e coletar na loja. Além disso, as lojas físicas também podem servir como centros de distribuição, acelerando a entrega dos produtos comprados online e melhorando a percepção de valor do cliente. A Magazine Luiza implementou a estratégia omnicanal no Brasil com um grande sucesso e agora as demais varejistas tentam fazer o mesmo. Abaixo você pode conferir um infográfico da estratégia omnicanal da companhia:



Fonte: Prospecto

Histórico de resultados e perspectivas

A C&A tem uma trajetória antiga no Brasil, desde 1976. A companhia trouxe para cá um novo tipo de loja, bastante ampla, na qual os clientes escolhiam as roupas por conta própria (*self-service*) e contando com vendedores sem comissionamento. O fato de os clientes poderem tocar a mercadoria e não serem perturbados pelos vendedores foi uma revolução.

A companhia encontrou terreno fértil para o crescimento, podendo aproveitar a expansão dos shoppings para se firmar como âncora nos novos empreendimentos. Conseguiu surfar o ótimo período econômico do Brasil e também o fato das grandes redes Mappin, Mesbla e Sears estarem em derrocada.

Estas empresas representavam o modelo *full line department store*, que acabou sendo muito questionado naquele período e deu espaço para atuações mais focadas de novos

entrantes.

O bom desempenho nos anos seguintes foi pautado pela combinação da gestão européia com a adaptação aos costumes locais e autonomia dos executivos.

C&A era o *benchmark* indiscutível do varejo de moda até a virada do milênio. Lojas Renner, Riachuelo e Lojas Marisa já existiam, mas ainda adotavam modelos de negócios e de gestão defasados.

Conforme o José Galló retrata em seu livro: "*Ficou claro para mim por que eu não gostava da Lojas Renner: cada vez que eu queria um produto, o vendedor levava três minutos para ir até o fundo da loja e buscar a mercadoria*."

Cristiano Renner exemplifica bem o problema dos comissionamentos nos modelos tradicionais:

"Os vendedores só se interessavam pelo desempenho individual, o estoque e as demais instalações eram tratados como se estivessem ali à disposição de cada indivíduo, deixavam de qualquer jeito, atendiam o cliente e atiravam o produto de volta: onde quer que caísse, ficava. Não se ocupavam em colocar no cabide, guardar de novo. E isso acaba prejudicando o todo, porque não era um trabalho em equipe.

"*A Renner era muito hierarquizada, as pessoas não tinham autonomia, havia problemas de comunicação. O RH era bem afastado da empresa, mesmo fisicamente. A área de departamento de pessoal na verdade cuidava somente da folha de pagamento, tinha advogados trabalhando na área.* "

As unidades brasileiras também serviram de teste para a C&A. Como exemplo, foi criado um departamento exclusivo para calçados, que posteriormente foi replicado em outros países onde a rede de varejo atuava.

Outra inovação que diferenciou a filial daqui a partir dos anos 90, foi a introdução de

produtos *fashion* enquanto no restante do mundo as lojas eram mais dedicadas a moda popular. Foram realizadas parcerias com estilistas famosos, além da companhia manter equipe própria de moda que viajava o mundo em busca de novas tendências.

Até o início da década de 90, eram os fornecedores que apresentavam os seus produtos aos varejistas, e então alguns eram selecionados enquanto outros descartados. O problema disso é que os produtos eram muito básicos, descolados da tendência de moda no mundo. A C&A revolucionou isto ao inverter a ordem: agora passaria a definir as coleções e apresentá-las aos fornecedores, responsáveis por executar a confecção.

Esta mudança também permitiu que a companhia praticasse o conceito de *lifestyle* nas suas lojas, que dava ênfase ao conjunto das roupas dentro de um mesmo estilo (*look*) e não tanto às peças individuais.

O *layout* das lojas também foi modificado radicalmente. Antes eram apenas araras e cabides com roupas básicas e passou-se então a segmentar os espaços por estilos de vida. Posteriormente, este conceito foi implementado pelos concorrentes e permanece até hoje como referência no varejo.

Os investimentos em marketing também foram vultosos para fazer crescer a marca C&A junto ao público. O investimento mais bem-sucedido foi a contratação do Sebastian Fonseca, bailarino que gravou milhares comerciais e ficou muito famoso com a campanha “Abuse e Use”.

A contratação de um afro-brasileiro como embaixador da marca foi uma inovação na época e que se provou um enorme sucesso. Nas suas palavras: *“quando eu botava os pés (na loja), a média de venda de 8 mil peças virava 10,15, 20 mil.”*

2002-2009 - A era Fazzio

Quando uma empresa prospera, competidores tentam imitar. E foi o que de fato ocorreu a partir dos anos 2000, quando Lojas Renner e Guararapes passaram a concorrer de

forma mais intensa com a C&A. Pouco a pouco, os concorrentes foram ganhando espaço, cada um à sua maneira. Até então, a C&A reinava sozinha e um certo sentimento de acomodação prevalecia.

Renner, por exemplo, introduziu o conceito de *fast fashion* e passou a construir uma imagem associada a mulher brasileira padrão. Já a C&A seguia investindo milhões em parcerias com garotas propaganda da moda. A mais famosa delas era com a Gisele Bündchen.

Mas em muitos casos, o ideal de beleza trazia frustração, como exemplifica uma consumidora: *"Ela é maravilhosa, mas eu nunca vou ser igual àquela magrela: ela é perfeita, eu não sou perfeita. "*

Além deste cenário competitivo, a C&A passava por um momento de transição na sucessão na família que controlava a empresa. Então Luiz Antonio Fazzio, que vinha do Grupo Pão de Açúcar, foi contratado para assumir o comando da varejista.

A gestão de Fazzio foi caracterizada por uma racionalização dos gastos da companhia. A cultura da C&A até o momento sempre havia sido de operar com *budget* virtualmente ilimitado para dar conforto aos funcionários e investir em publicidade e propaganda. O cenário benigno competitivo e os fortes valores católicos dos Brenninkmeijer eram apoios a este tipo de cultura.

Dentre as alterações nos benefícios estavam a redução de bônus, troca da frota própria por veículos alugados, fim das passagens de primeira classe, hotéis de luxo e reembolsos de consultas médicas.

Fazzio ainda expandiu as atividades do Banco Ibi, criado um ano antes do início do seu mandato. A ideia do Ibi parecia ótima: oferecer crédito à Classe C no momento de restrição da oferta bancária. No entanto, a operação financeira acabou contaminando o varejo.

O cliente da C&A começou a ser visto pela companhia como um cliente bancário e, assim, o foco da gestão e dos vendedores passou da venda de vestuário para a oferta de crédito e parcelamento, trazendo receita de juros ao invés de margem operacional.

Conforme relatos, as lojas começaram a perder o seu charme. Iluminação, disposição dos produtos e reduções de preços começaram a dar um ar de varejo popular para a C&A. Segundo alguns críticos, Fazzio estava tentando aplicar o modelo de gestão de supermercado aprendido no GPA para a venda de roupas, e isto teve um custo elevado para a marca.

Críticas à parte, a C&A conseguiu sanear seu balanço e aumentar significativamente de porte. Em 2002 eram 80 lojas e ao fim do mandato de Fazzio, em 2009, o número havia saltado para 180.

De 2010 a 2014 as aberturas de lojas continuaram em ritmo moderado, atingindo o pico de 291 lojas em 2015. Mas no ano seguinte, a C&A fechou algumas lojas e a partir daí o número de lojas tem se mantido constante.



Fonte: C&A

Os resultados financeiros da C&A sempre foram guardados a sete chaves. Por se tratar de uma companhia privada não existe a obrigação de publicação de demonstrações financeiras e somente um grupo seleto de funcionários conhece os principais números.

Com a abertura de capital da subsidiária brasileira, a companhia foi obrigada a divulgar os dados dos últimos três anos e é nestes que iremos concentrar a análise. Antes deste período, apenas conseguimos apurar o faturamento: R$ 4,4 bilhões em 2014 e R$ 5,1 bilhões em 2015. Portanto, somente em 2018 a C&A conseguiu retomar o nível de vendas de antes de crise.

Dados Financeiros

	Período de seis meses findo em 30 de junho de		Exercício social encerrado em 31 de dezembro de		
(em R$ milhões, exceto percentuais)	**2019**	**2018**	**2018**	**2017**	**2016**
Receita líquida	2.310,7	2.244,6	5.166,4	5.035,6	4.780,7
Lucro Bruto	1.121,2	1.095,8	2.549,1	2.421,5	2.004,8
Margem Bruta[1]	48,5%	48,8%	49,3%	48,1%	41,9%
Margem líquida[2]	33,6%	-1,4%	3,4%	1,9%	-3,0%
Lucro líquido (prejuízo)	777,2	(30,5)	173,6	96,9	(141,3)
EBITDA[3]	943,6	149,2	561,4	494,7	195,2
EBITDA Ajustado[4]	171,5	167,2	635,0	556,2	207,6
Margem EBITDA Ajustado[5]	7,4%	7,4%	12,3%	11,0%	4,3%

Fonte: C&A

O desempenho das lojas tem sido fraco. Em 2017, 2018 e no 1S19, o *Same-Store-Sales* (SSS) foi de 4,9%, 2,5% e 2,8%, respectivamente. Exceto por 2017, este nível de vendas não foi suficiente nem para repor a inflação do período conforme medida pelo IPCA.

Por outro lado, os esforços de contenção de gastos ajudaram a companhia a reportar um bom desempenho em 2017 e 2018. A margem bruta também aumentou consideravelmente neste período. Já as despesas com SG&A como percentual da receita se manteve constante em 2016 e 2017 e apresentou queda em 2018.

O resultado operacional passou de um prejuízo de 7,5 milhões em 2016 para um EBIT de 297 milhões em 2017 e de 356 milhões em 2018. Consolidando 2016,2017 e 2018, a companhia gerou um fluxo de caixa livre de R$ 629 milhões de acordo com nossas estimativas.

Fatores de risco

Existe uma série de riscos bastante relevantes nessa operação e que são muito importantes para a nossa decisão final em relação a este IPO.

Cabe destacar de início o risco de conflito de interesses que esta oferta apresenta. A oferta, como citado, é 60% primária. Ou seja, 60% dos recursos entrarão para o caixa da companhia. No entanto, como 90% da oferta primária será utilizada para pagar uma dívida **com o próprio controlador** sobrarão poucos recursos para a companhia financiar o seu plano de expansão.

Esta é uma dívida de capital de giro que roda a 170% do CDI muito acima dos patamares de mercado. Lojas Renner gira em torno de 100% do CDI enquanto Guararapes conta com taxa ao redor de 110%.

Em suma, apenas 6% do valor da oferta estará disponível para a empresa, que representam os 10% dos 60% da oferta primária que não serão utilizados para pagar dívida.

Um outro risco está no fato de a companhia possuir um histórico operacional inconsistente. No prospecto do IPO estão disponíveis as informações a partir de 2016 e o que observamos não nos agradou de forma alguma. É claro que é preciso contextualizar que o país vivia uma grave recessão, mas como ressaltamos, a Lojas Renner conseguiu crescer mesmo neste ambiente desafiador.

O que esperamos de excelentes empresas é que elas aproveitam as crises para fazer melhorias operacionais e se possível realizar aquisições de concorrentes que possam estar sendo negociados a *valuations* atrativos. Obviamente isto não foi o que ocorreu com a C&A, que apresentou um histórico insatisfatório nestes últimos 3 anos.

Outro risco notável é que a companhia, nos últimos anos, realizou seguidos aumentos de capital, o que pode diluir os acionistas que não subscreverem as novas ações. É sempre um sinal ruim quando a companhia precisa de aportes sucessivos e não consegue financiar o seu crescimento com recursos gerados a partir da própria operação.

Por fim, ressaltamos o risco de execução do plano de expansão de lojas da empresa. A companhia já está presente em boa parte das grandes praças do Brasil, de forma que não há um espaço muito claro para crescimento sem canibalização das próprias lojas, isto é, sem fazer com que suas lojas concorram entre si. Ainda, o sucesso deste IPO, devido ao *valuation* pouco atrativo, depende em muito da abertura de novas lojas e que elas atinjam um sucesso expressivo. Ou seja, a operação parte do pressuposto da concretização de premissas otimistas, o que nos desagrada.

Valuation

Primeiro de tudo, uma boa dose de bom senso. Do total da oferta, cerca de metade é para pagar uma dívida *intercompany* caríssima para uma empresa controlada pela família. Outra metade é oferta secundária.

Então os controladores conseguem ao mesmo tempo uma quitação da dívida em benefício próprio, vendem boa parte das suas ações, saneiam a empresa e ainda por cima são pouco diluídos na participação remanescente. Qual a chance de as ações serem emitidas por um baixo preço?

O resultado dos últimos seis meses foi muito afetado pelo crédito de PIS/COFINS relacionado à exclusão do ICMS da base de cálculo destes tributos. Os créditos da

companhia somam R$ 638,9 milhões e outros R$ 574,9 milhões se referem a correção monetária sobre estes créditos.

Chegamos assim a R$ 1,2 bilhões de itens não recorrentes versus o lucro antes de impostos reportado de R$ 1,18 bilhão. Excluindo também os impostos diferidos relacionados aos créditos, reconhecidos no valor de -R$ 426,1 milhões, chegaríamos a um prejuízo líquido de R$ 46,7 milhões ao invés do lucro reportado de R$ 777,2 milhões.

O primeiro semestre sempre é o período mais fraco de vendas, pois com as festas de final de ano, o resultado acaba sendo concentrado no segundo semestre. Em 2018, o prejuízo do primeiro semestre foi de R$ 30 milhões, enquanto o resultado do ano inteiro foi positivo em R$ 173,6 milhões.

Portanto, considerando os ajustes supracitados, o lucro líquido foi de R$ 156,9 milhões nos últimos doze meses. Assumindo a colocação total de ações (308.245.068), o lucro por ação foi de R$ 50,9 centavos por ação. Com a faixa de preço sugerida, chegaríamos, portanto, uma relação P/L na faixa de 32,4 a 39,3.

O Jornal Valor comentou que a demanda inclusive já superou a oferta. Mas **Acreditamos que entrar neste IPO é um péssimo negócio**.

Este múltiplo embute expectativas de crescimento dos lucros a taxas muito elevadas, sendo que não nos parece ser este o cenário mais provável nos próximos anos. O SSS ainda está muito baixo e isso é um sinal de que a companhia possa ter deficiências em algum dos P's do varejo, conforme definido pelo Galló: promoção, propaganda, preço e ponto de venda.

Também não temos diretrizes claras sobre o número de lojas a serem abertas, as localidades, investimentos necessários e tempo de execução. De acordo com nossas estimativas, somente com os recursos do IPO não há fôlego para abrir mais de 10 lojas padrão.

Comparando os múltiplos, Lojas Renner, que é a companhia mais rentável do setor, negocia a 39,6 vezes o lucro dos últimos doze meses.

É um múltiplo cerca de 22% acima do múltiplo mínimo na faixa indicada (32,4) para a C&A. Mas a diferença entre as empresas sugeriria um desconto ainda maior para C&A.

Lojas Renner possui um ROE histórico acima de 25% e crescimento consistente de lucros e abertura de lojas.

Já a C&A registrou prejuízo em 2016, e mesmo 2017, que foi um ano excelente, registrou ROE de 15%. A história da companhia também sustenta a tese de que os resultados foram cambaleantes a partir dos anos 2000, apesar de não podermos confirmar os números.

Também não temos executivos de fato donos da C&A compartilhando uma visão de longo prazo. Somente agora, na época do IPO, a C&A inaugurou um novo plano de opções, mas nenhuma opção foi outorgada até o momento.

E ainda há existem investidores que consideram o P/L de Renner bastante esticado, já que 39,6 é um recorde histórico de mais de 10 anos. Então o múltiplo de C&A se torna ainda mais absurdo sob este prisma.

Riachuelo, que é um patamar abaixo de Renner, apresenta um ROE da ordem de 15% a 20%, mas o múltiplo P/L costuma se situar entre 10 a 20 vezes. Não vemos razão para C&A negociar com um múltiplo duas vezes maior.

Conclusão

Com a leitura até aqui a nossa posição em relação a este IPO provavelmente já deve estar clara. Nós não nos sentimos confortáveis em recomendar aos nossos seguidores a entrada nesta operação onde boa parte dos recursos primários serão utilizados para pagar uma dívida caríssima com o próprio controlador.

O histórico da empresa é inconstante e ela demonstra estar muito abaixo no sentido de eficiência operacional do benchmark do setor, a Lojas Renner.

Todas essas questões negativas que nós ressaltamos ao longo do relatório até poderiam ser contornadas caso a ação estivesse vindo a mercado em um *valuation* atrativo. Mas infelizmente não é este o caso. Não é nenhum desconto em relação ao par mais comparável na bolsa, a Riachuelo.

Em resumo, devido às características da oferta, ao histórico operacional inconstante e ao *valuation* pouco atrativo nós **recomendamos ficar de fora do IPO**.



Tiago Reis
Analista CNPI

DISCLOSURE

As informações constantes deste material podem auxiliar o investidor em suas decisões de investimento; porém o investidor será responsável, de forma exclusiva, pela verificação da conveniência e oportunidade da movimentação de sua carteira de investimentos e pela tomada de decisão quanto à efetivação de operações de compra e/ou venda de títulos e/ou valores mobiliários.

Este material apresenta informações para diversos perfis de investimento e o investidor deverá verificar e atentar para as informações próprias ao seu perfil de investimento, uma vez que as informações constantes deste material não são adequadas para todos os investidores. Quaisquer projeções de risco ou retorno potenciais são meramente ilustrativas e, portanto, não são e não devem ser interpretadas pelo investidor como previsão de eventos futuros e/ou garantia de resultados.

Além disso, não garantimos a exatidão das informações aqui contidas e recomendamos ao investidor que não utilize este relatório como única fonte para embasar suas decisões de investimento. Os investimentos realizados pelo investidor para sua carteira estão sujeitos a diversos riscos inerentes aos mercados e aos ativos integrantes da carteira, incluindo, sem limitação, risco de mercado, risco de crédito, risco de liquidez, risco cambial, risco de concentração, risco de perda do capital investido e de disponibilização de recursos adicionais, entre outros.

Os analistas responsáveis pela elaboração deste relatório declaram, nos termos da Instrução CVM nº 598/18, que as recomendações do relatório de análise refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais e foram elaboradas de forma independente.