

Ex | Capital

AÇÕES EM DESTAQUE

Grazziotin

Setembro/Outubro

2018

Conhecendo a Companhia

A Grazziotin tem sua sede em Passo Fundo-RS, sendo formada pelos seguimentos de varejo, agronegócio e financeiro, atuando na comercialização de móveis, eletrodomésticos, alimentos, entre outros.

A atuação da companhia está restrita a região sul do país, o que se por um lado representa grande potencial de expansão, por outro a companhia pode ser afetada por políticas regionais, entre outros riscos de uma atividade restrita a determinada região do País.

O grupo está no mercado desde 1950, podendo ser classificada, no bom sentido, como uma empresa familiar, com baixíssimo endividamento e liquidez

corrente invejável, mostrando uma administração “pé no chão”, preocupada em manter o patrimônio dos acionistas intacto, sem grandes e mirabolantes desafios que poderiam gerar grande crescimento, mas ao mesmo tempo, fazendo-o de modo consistente. É uma companhia para investidores e não aventureiros que buscam enriquecimento rápido.

O jornal de economia e negócios do RS

Jornal do Comércio

PREVISÃO DO TEMPO
PORTO ALEGRE
AGORA 20°C
AMANHÃ 25°C
18°C

Página Inicial | Opinião | Economia | Política | Geral / Internacional | Esportes | Caderno

ÚLTIMAS 02:00:00 - Salton Prosecco chega ao mercado com nova apresentação

HISTÓRIA DO COMÉRCIO GAÚCHO Notícia da edição impressa de 10/10/2011

Grupo Grazziotin concilia gestão profissional e familiar

A trajetória e o crescimento do Grupo Grazziotin, que conta hoje com 277 lojas localizadas no Rio Grande do Sul, Santa Catarina e Paraná, provam que é possível uma empresa fundada como familiar adotar também as melhores práticas de gestão e de mercado. A presidente do grupo, Renata Grazziotin, lembra que a abertura de capital, em 1979, propiciou o aporte de recursos que permitiu a expansão da companhia e uma maior profissionalização de seus quadros.

O Grupo Grazziotin administra as redes de lojas Grazziotin, Franco Giorgi, Por Menos e Tottal, atuando em segmentos como moda, calçados, perfumaria, cama, mesa e banho, entre outros. "Cada rede tem sua estrutura dimensionada à sua necessidade, mas nos beneficiamos da sinergia gerada, já que a administração geral é uma só", destaca Renata. Atualmente, o Grupo Grazziotin possui mais de 100 mil metros quadrados de área de vendas e gera mais de 2,2 mil empregos diretos.

Renata lembra que a abertura de capital, em 1979, ajudou na expansão da companhia.

A Companhia encerrou o ano de 2017 com 61 lojas Grazziotin, 59 lojas

Total, 185 lojas Pormenos e 22 lojas Franco.

Entre as controladas, a Companhia tem o Centro Shopping em Porto Alegre; a Grato Agropecuária constituída em 1989 tendo a Grazziotin 50% do negócio, cultivando milho, soja e feijão; a Floresta Grazziotin é bem recente, criada em 2016 basicamente para a exploração de florestas, do plantio ao corte; e a Grazzitin Financeira, que é o braço financeiro do grupo, cujo objetivo é o financiamento ao consumidor.

De qualquer forma, o forte da Companhia é o varejo, e é nele que os administradores devem focar. A diversificação é boa para o investidor, que deve ter seus investimentos distribuídos entre as melhores companhias, mas a Companhia em si deve ter foco, então deve ser monitorada a forma de expansão dos seus negócios com bastante cuidado.

Atualmente, a Presidente da Companhia é a Sra. Renata Grazziotin, tendo como Vice o Sr. Marcus Grazziotin,

ambos fazendo parte do Conselho de Administração.

Números da Empresa

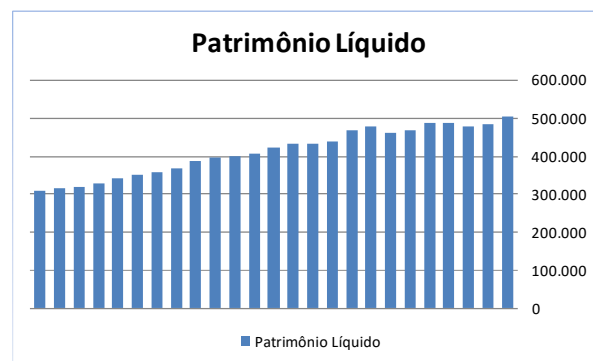
A Companhia consegue entregar lucros consistentes, com aumentos significativos ao longo dos anos, mas o primeiro trimestre fez ascender a luz amarela, e isso aconteceu porque a companhia tinha grande disponibilidade de recursos em moeda, e com a queda nos juros, essa fonte de renda reduziu, somando-se a isso a nova estratégia de ser mais agressiva em *capex* (R\$12Milhões em 2016, R\$17Milhões em 2017, e R\$6.3Milhões só no 1T2018, o que anualizado representaria R\$25,2Milhões), o que deve ser considerado uma estratégia correta, na medida em que o retorno com disponibilidades caiu. No entanto, só o tempo poderá dizer se os investimentos ocorreram no lugar certo.

| Período | Lucro |
|---------|---|
| 1T2017 | R\$8Mil |
| 2T2017 | R\$19.7Mil |
| 3T2017 | R\$10.9Mil |
| 4T2017 | R\$22.6Mil |
| 1T2018 | R\$4.7Mil  |
| 2T2018 | R\$17.8Mil |

Como se pode ver, há variação no lucro em decorrência da sazonalidade, sendo o primeiro trimestre normalmente mais fraco, mas o 1T2018 o lucro foi quase 50% menor em comparação como mesmo período do ano anterior.

No segundo trimestre a Companhia se recuperou em parte, mas ainda assim, com redução de 9,6% quando comparado ao mesmo trimestre do ano anterior.

Associado ao ROE, como veremos adiante, a evolução do patrimônio líquido também é um dado importante, porque é ele que representa o capital investido pelos acionistas:



O ROE é um indicador importantíssimo para identificar se a companhia está gerando ou destruindo valor, e neste caso, o ROE para o ano de 2017 foi de 12,83%, mas o ROE médio está marcado em 12,32% (vide informação no apêndice). Ao se comparar o ROE da Grazziotin com de outras companhias, pode-se ter a impressão de que o mesmo não representa o sonho de consumo do investidor, mas ao se considerar que estamos diante de uma companhia com pouco endividamento líquido, com lucros recorrentes, e em uma atividade que pode expandir sensivelmente com a retomada do crescimento, não me sinto desconfortável em investir nela, observando, é claro, diversos critérios, em especial **pouca exposição**.

Associado ao ROE, observamos que o lucro por ação, em média, está em

13,19% a.a., considerando a cotação atual de R\$22,40, repito, em uma companhia com números consistentes, bem administrada, com pequeno endividamento.

Pelo valor de R\$22,40 (CGRA3) por ação, a relação valor patrimonial e valor de mercado é de 93,42%, ou seja, o investidor paga pela companhia um valor menor que o seu patrimônio líquido, o que é comum para companhias que entregam lucros negativos, mas não para companhias que nos últimos anos vem sempre entregando resultados positivos.

O passivo total da companhia, circulante e não circulante está marcado em R\$169,6Milhões, enquanto a empresa tem em caixa e equivalente mais de R\$106Milhões, e isso porque a companhia, como já informado, está aumentando seus investimentos. Isso significa que o nível de endividamento comparado com o patrimônio líquido é de 0,34, muito aquém da maioria das companhias de capital aberto.

Quanto aos dividendos, a Companhia informou um *dividend yield* no balanço do final do ano de 3,8%, mas ao se considerar o valor atual da cotação, a marca está em 4,9%. O *payout* informado de 34% está em linha com o ROE, uma vez ser mais interessante reinvestir parcela significativa do que promover grandes distribuições de dividendos.

Nesse cenário, o retorno para o acionista (ganho de capital + dividendos), é de 12,63%, considerando o ROE de 2017.

Perspectivas para o Futuro

É consenso que a recessão ficou para trás, mas não se engane, ainda temos um longo percurso até o franco desenvolvimento. A Graziotin manteve retornos consistentes mesmo diante de um cenário desafiador, então é normal

Ex | Capital

acreditarmos que com a retomada do crescimento a tendência é que haja um aumento significativo na linha de crescimento.

É claro que, diante de uma administração conservadora, não podemos esperar uma elevação vertiginosa nos números, muito menos acreditar que nos próximos resultados haverá impacto positivo nos números, porque ao contrário, os novos investimentos levarão certo tempo para maturação. Para quem espera um retorno rápido ou explosivo, a Grazziotin não me parece a melhor opção. Vejo a companhia como uma boa opção para o investidor em sintonia com a investida, ou seja, conservador e paciente, inclusive para esperar o momento certo para comprar as suas ações.

No ano passado foram abertas 05 lojas Grazziotin e 11 Pormenos, o que representa um aumento médio de 7% nas duas frentes. Isso em um ano complicado como foi 2017. A receita bruta aumentou quase 30% entre o terceiro e quarto trimestres daquele ano.

Mesmo com a redução no lucro, o 1T2018 teve uma recente líquida 9% superior a do mesmo período do ano anterior, o que mostra um crescimento consistente:

| T x T | Var% |
|-----------------|---------|
| 2T2017 x 2T2018 | +6,2% |
| 1T2017 x 1T2018 | +10,7% |
| 2T2016 x 2T2017 | +1% |
| 3T2016 x 3T2017 | +10,7% |
| 4T2016 x 4T2017 | +24% |
| Var% média | +10,52% |

O lucro bruto também cresceu no mesmo patamar da receita líquida. No entanto, o lucro operacional não é tão bom, já que o lucro líquido está muito impactado pelo resultado financeiro, o que ficou muito claro nestes últimos trimestres.

A Companhia precisa ser monitorada de perto para saber se, ao investir os recursos mantidos no disponível tais resultados serão melhorados ou não. Esse ponto é crucial, e por isso qualquer investimento na

companhia deve ser feito com parcimônia e bastante atenção.

aproximadamente 13%, ou seja, para compensar o risco, o investimento neste papel deve render no mínimo 13% ao ano.

Retorno

Exigido

O cálculo do retorno de um ativo é uma tarefa bem complicada da análise fundamentalista.

Principalmente hoje, considerando que nos últimos anos vivenciamos uma das maiores recessões de todos os tempos, o mercado de ações sentiu muito, e reagiu muito rápido também com a retomada do crescimento, e essas variações bruscas contaminam qualquer estimativa.

Pelo modelo CAPM, ao se considerar que o Beta estimado para a companhia está acima de 2, o retorno exigido para esse papel é de

Preço Justo

Com base no retorno esperado é possível estimar o preço justo do ativo, levando-se em conta o crescimento nos dividendos, mas a retomada dos investimentos e a queda no lucro dos últimos trimestres, principalmente o primeiro, vai impactar este resultado, sem que isso possa representar significativa desvalorização das ações, uma vez que a redução do aumento na distribuição de dividendos dever-se-á a investimentos que gerarão, ao menos em tese, melhores resultados no futuro. Com o crescimento nos dividendos em 9,6% entre 2016/2017, estimamos então como crescimento dos dividendos para os próximos anos, ainda que haja um resultado discrepante nas primeiras séries para menos e nas demais para mais, em 8%.

Ex | Capital

Sendo assim estimamos o preço justo em R\$23,60 (vinte e três Reais e sessenta centavos).

Lembrando, contudo, que ao estabelecer o preço justo da ação estamos considerando o cenário atual e perspectivas para o futuro, e isso não representa uma estimativa de preço futuro ou preço-alvo. Ao contrário, considerando o último resultado da Companhia e principalmente o cenário político, existe uma real possibilidade dos preços continuarem em queda por algum tempo.

Em havendo estabilidade nos próximos resultados, em especial 3T2018, e permanecendo a tendência de queda de curto prazo, o valor de R\$17,92 seria excepcional (considerando o cenário político de incerteza) para uma entrada mais agressiva:



Fonte: Bradesco Corretora

Por outro lado, R\$20,51 (vinte Reais e cinquenta e um centavos), também seria um pondo de entrada muito bom, e mesmo pelo valor atual, abaixo do preço justo, já é possível ingressar no papel, mas repito, com pouco exposição.

RISCOS

O simples fato da companhia atuar no varejo já é um fator de risco, e para explicar melhor isso, seria interessante você ler o nosso relatório do setor, que pode ser consultado no site gratuitamente.

Um elemento importante a ser considerado, é que grande parte do resultado da Companhia vem do recebimento de juros (resultado financeiro), ao se excluir do resultado esta parte, e é claro, ajustando também o imposto de renda e cssl, devemos também excluir da base de comparação o valor total aplicado, e isso nos permite estimar o retorno em 10%, valor abaixo do que atualmente a companhia entrega, e que pode representar destruição de valor.

No entanto, não podemos esquecer dois elementos importantíssimos: o primeiro e a recessão dos últimos anos, e o impacto dela nas companhias do setor; e o segundo, é que os recentes investimentos comprometeram parte dos resultados, e tendem a incrementá-lo em um futuro próximo, por isso apostamos nesta companhia.

A Companhia informou a existência de um processo de natureza tributária, em que se discute o auto de infração relacionado a apropriação de ICMS no valor de R\$7Milhões. Não há provisionamento, e um resultado negativo impactará negativamente o resultado trimestral correspondente da companhia, mas não representa um risco significativo capaz de justificar o não investimento.

Além desses riscos, há evidente risco sistêmico a ser considerado, como também queda na atratividade para o consumidor final, o aumento da concorrência que possa inviabilizar o negócio, e riscos relacionados a atividades satélites da companhia, como no agronegócio (riscos relacionados a questões climáticas).

Conclusão

Resumindo, a companhia tem números consistentes e uma administração conservadora, mas precisa melhorar o seu resultado operacional.

Para quem se dispuser a investir, atenção para a oscilação entre as ações ordinárias e preferências, sendo interessante comprar ambas ou com maior exposição às ações de menor valor no momento da aquisição para um possível *long and short* no futuro, maximizando assim os retornos. Tal sugestão se aplica neste caso porque os dividendos são idênticos e o controle está nas mãos da família.

Informações

Adicionais

Códigos: CGRA3 e CGRA4

Quantidade de ações: 20.915.330

Lucro por ação 2017: R\$2,93

Quanto a redução no lucro do primeiro trimestre de 2018, a Companhia apresentou a seguintes justificativa:

A margem líquida foi de 5,3% no período, com queda de 48% em relação à 1T17. Podemos destacar como principais causas: a queda das receitas financeiras, as despesas com as lojas novas, perdas no crediário e a equivalência patrimonial.

As despesas com vendas totalizaram R\$ 34,6 milhões no 1T18 que representa 38,9% sobre a receita líquida do período. O crescimento de 13,5% deve-se ao maior número de lojas novas.

As despesas gerais e administrativas totalizaram R\$ 5,8 milhões no 1T18, o que representa 6,5% sobre a receita líquida do

período, aumentando 14,4% em relação ao 1T17.

Como se observa, acreditamos que os próximos trimestres continuarão sendo impactados, mas no longo prazo a expectativa é que os resultados sejam ainda melhores do que foram em 2017. A Grazziotin é uma aposta (no bom sentido da palavra) no longo prazo.

Apêndice

Para melhor compreensão do relatório, apresentamos alguns critérios para apuração dos números que foram informados:

ROE (*Return on Equity*): é o retorno sobre o patrimônio líquido, ou seja, o lucro líquido dividido pelo patrimônio líquido da companhia. Para a apuração do ROE médio, fizemos a média entre os 12 últimos trimestres com os quatro últimos trimestres e com o último trimestre. Essa metodologia é aplicada para de um lado valorizar os últimos números, mas não esquecendo o ROE histórico que é

importantíssimo para evitar desvios com resultados não recorrentes.

Dividend yield: é o percentual de dividendo distribuído ao acionista em relação ao valor da ação.

Payout: percentual do lucro distribuído em dividendos: a diferença (taxa de retenção) é reinvestida na companhia, que multiplicado pelo ROE aponta a taxa de crescimento.

Long and short: operação de compra e venda de ações com o mesmo perfil, aproveitando alguma divergência temporária do mercado. Por exemplo, vendendo ações ordinárias e comprando preferenciais para depois reverter a operação auferindo lucro com as diferenças nos valores entre um e outro papel no momento.

Valença-RJ, 22 de setembro de 2018.

Disclaimer

Este relatório é um conjunto de informações públicas organizadas de acordo com a opinião do analista, não podendo ser utilizado como único elemento para compra ou venda do ativo analisado. Não representa, pois, compromisso com resultados futuros, cuja intenção é auxiliar o investidor na tomada de decisão, mas sem qualquer vinculação.

O Investidor foi cientificado quando da contratação dos riscos que o mercado de renda variável representa, por sua própria natureza, podendo sujeitar o investidor a perdas significativas e, por isso, deve estar sempre respaldado pelo conhecimento e diversificação.

O analista responsável por este relatório é Antonio Marcus Ermida, certificado CNPI número 1949, observando o cumprimento da instrução CVM 598/2018*, tendo sido elaborado de modo independente, sem qualquer ingerência ou sugestão de terceiros, representando as opiniões pessoais do responsável e seus colaboradores.

As informações desse relatório não representam, por parte da Capital Extreme Analises para Investimento ou do analista responsável garantia de exatidão das informações prestadas ou julgamento sobre a qualidade das mesmas, por terem sido, em sua maioria, obtidas da própria companhia ou em veículos de imprensa. As opiniões do analista estão sujeitas a alterações, e por isso são transitórias, não tendo a Capital Extreme Analises para Investimento ou seu analista a obrigação de atualizar tais informações, não se responsabilizando por resultados de decisões de investimento com base nas informações ou recomendações nele contidas. As informações e/ou recomendações não dispensam a consideração de opiniões de outras fontes e/ou instituições especializadas, muito menos substitui o julgamento pessoal de quem o recebe, inclusive por não levar em consideração as condições pessoais/subjetivas de cada investidor.

Fotografias, gráficos e outros elementos retirados de livros, sites, revistas ou outras fontes, são reproduções parciais autorizadas por lei cuja fonte está indicada, em regra, logo após a informação ou imagem utilizada.

ATENÇÃO: O INVESTIMENTO EM RENDA VARIÁVEL É ARRISCADO, PODENDO HAVER PERDAS SIGNIFICATIVAS. RESULTADOS PASSADOS NÃO SÃO GARANTIA DE RETORNOS FUTUROS.

- <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst598.pdf>