

## Resultados trimestrais

**B2W Digital**
**2T18: resultados sustentáveis novamente, reiterando Outperform**

Os resultados da B2W Digital do 2T18 vieram positivos, na nossa visão, mostrando uma recuperação no desempenho do GMV pelo segundo trimestre consecutivo. Olhando para o 1S18 como um todo, o GMV cresceu 24,6% a/a, contra uma média de mercado de +13,2% (de acordo com o Ebit), evidenciando uma recuperação de participação de mercado. Enfatizamos que, em nossa prévia de resultados, consideramos uma base comparativa do 2T17 sem as devidas alterações relacionadas às novas práticas contábeis implementadas pelo CPC 4/IFRS 15 e CPC 48/IFRS 9, as quais a companhia incorporou no 1T18. Assim, considerando uma base comparativa normalizada, os resultados da B2W vieram bem em linha com nossas expectativas, com o lucro bruto (+4,4% A/E) e o prejuízo líquido (-4,4% A/E) um pouco melhor que o esperado.

Em geral, continuamos otimistas com o case de investimento da companhia, aguardando pelos resultados positivo que devem surgir das iniciativas e estratégias atualmente em andamento, as quais consideramos assertivas. Acreditamos que a B2W seja a companhia mais bem posicionada no mercado para liderar a consolidação do segmento de *marketplace*. Na nossa visão, a empresa está um passo à frente de seus competidores na oferta de um portfólio completo de serviços aos *sellers* do *marketplace*, incluindo *fulfillment* (estocagem e entrega), *click & collect* (retira loja) e soluções tecnológicas voltadas para segurança, precificação e marketing. Dito isto, reiteramos nossa recomendação de *Outperform* para BTOW3, com preço alvo de R\$ 35,90 para o final do ano. BTOW3 está sendo negociada a 24,1x EV/EBITDA, de acordo com as nossas estimativas, contra uma média histórica (últimos 5 anos) de 13,6x.

**O GMV expandiu acima da média de mercado...** O GMV aumentou 25,0% a/a no trimestre, para R\$ 3,2 mi (+0,2% A/E), impulsionado pelas vendas do *marketplace* novamente. A operação de 3P expandiu impressionantes 85,6% a/a no período e atingiu uma participação de 47,2% no GMV total (+15,3 p.p. a/a). Nos últimos 12 meses, o número de *sellers* foi de 6.000 para 15.400, levando a uma expansão de 78,0% no número de SKUs, que chegou a 6,4 mi. Além disso, pelo segundo trimestre consecutivo, a operação de 1P (vendas diretas) apresentou alguma recuperação, crescendo 0,7% a/a, para R\$ 1,84 mi.

**...e a rentabilidade veio um pouco acima do esperado.** A margem bruta apresentou uma elevação substancial de 5,1 p.p. a/a, para 24,6% (+1,2 p.p. A/E), impulsionada pela maior representatividade da operação de *marketplace* no GMV total. A margem EBITDA ajustada, por sua vez, cresceu em um ritmo mais lento, cerca de 0,2 p.p. a/a, para 5,5% (-0,1 p.p. A/E), impactada negativamente pelas maiores despesas operacionais. Em linha com o que temos observado nos últimos trimestres, as despesas com SG&A aumentaram 33,4% a/a, refletindo uma estrutura operacional ainda pesada.

**Highlights**

R\$ milhões	2T18	2T17	a/a	1S18	a/a
GMV (Gross Merchandise Volume)	3,201	2,561	25.0%	6,304	24.6%
Receita Bruta	1,843	1,829	0.7%	3,653	0.4%
Receita Líquida	1,476	1,474	0.1%	2,953	0.8%
Lucro Bruto	364	287	26.6%	718	33.3%
Margem Bruta (%)	24.6%	19.5%	510 bps	24.3%	590 bps
Lucro Bruto Ajustado (*)	422	324	30.4%	822	30.3%
Margem Bruta Ajustada (%)	28.6%	22.0%	660 bps	27.8%	630 bps
EBITDA Ajustado	81	78	3.0%	148	22.8%
Margem EBITDA Ajustada (%)	5.5%	5.3%	20 bps	5.0%	90 bps
Lucro Líquido	(109)	(112)	-2.7%	(224)	-22.4%
Margem Líquida (%)	-7.4%	-7.6%	20 bps	-7.6%	220 bps
Dívida Líquida/EBITDA	3.2x	3.1x	-	3.2x	-

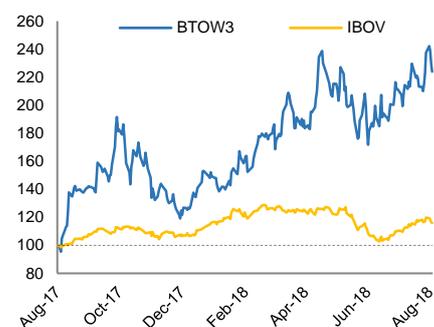
Fonte: B2W Digital e BB Investimentos. \*exclui os efeitos da consolidação das empresas transportadoras adquiridas pela B2W, que impactam positivamente o lucro bruto, mas aumentam as despesas com vendas, sem, no entanto, afetar a margem EBITDA.

**BTOW3**

Rating	Outperform
Preço-alvo - 2018E	35.90
Preço da ação - 09/08/2018	30.00
Upside	31.7%

**Trading data**

as of 09/08/2018		
Valor de Mercado	R\$ million	13,612
Varição 1 mês	%	5.9%
Varição UDM	%	129.0%
Varição 2018	%	46.3%
Min. 52 sem.	R\$	12.49
Máx. 52 sem.	R\$	33.84


**Valuation**

		2018e
Valor da Firma	R\$ milhões	18,293
Dívida Líquida	R\$ milhões	(2,013)
Valor Acionista	R\$ milhões	16,280
Ações	# milhões	454
WACC	%	13.0
Crescimento perpetuidade (g)	%	5.0

**Múltiplos**

		2018e	2019e	2020e
EV/EBITDA		24.1	16.3	13.7
P/E		-120.1	373.1	127.8
EPS	R\$	-0.34	0.11	0.32

**Maria Paula Cantusio**  
Senior Analyst  
paulacantusio@bb.com.br

De fato, o *management* da companhia já vinha alertando nos últimos trimestres que levaria algum tempo até que a empresa pudesse adaptar sua estrutura de custos à nova realidade de ser uma plataforma digital híbrida. Além disso, de acordo com o relatório de resultados, maiores investimentos em marketing têm sido feitos com foco em ampliar a visibilidade do vasto sortimento de produtos que está atualmente disponível nas plataformas online. No *bottom line*, o prejuízo líquido veio em R\$ 109 mi (-4,4% A/E), ainda pressionada pelo alto nível de despesas financeiras, levando a uma margem líquida de -7,4% (+0,2 p.p. A/E).

**Endividamento seguiu estável e fluxo de caixa melhorou novamente.** A dívida bruta cresceu 28,3% a/a nos últimos 12 meses, para R\$ 6,9 bi, mas a dívida líquida continuou praticamente estável em R\$ 2,0 bi, graças ao aumento de 46,4% a/a na posição de caixa. Assim, o nível de endividamento também permaneceu praticamente inalterado em 3,3x dívida líquida/EBITDA durante o 2T18 (contra 3,1x no 2T17). Apesar da maior dívida bruta, as despesas financeiras líquidas caíram 13,7% a/a no período, vindo 0,7% abaixo das nossas estimativas, devido à menor taxa Selic. Ao mesmo tempo, melhoras na dinâmica de fluxo de caixa têm ajudado a companhia a seguir com a estratégia de manter uma sólida posição de caixa visando cobrir eventuais necessidades de capital de giro. Durante o 1S18, a queima de caixa operacional somou R\$ 153 mi, contra uma queima de caixa de R\$ 868 mi no 1S17, devido principalmente aos melhores resultados operacionais e às melhorias no capital de giro (especialmente na linha de fornecedores).

### Anunciado versus Estimado

Dados financeiros					
R\$ milhões	2T18a	2T8e*	A/E	a/a	t/t
GMV	3,201	3,193	0.2%	25.0%	3.2%
Marketplace	1,511	1,513	-0.1%	85.6%	5.1%
Receita Bruta	1,843	1,836	0.4%	0.7%	1.8%
Receita Líquida	1,476	1,494	-1.2%	0.1%	0.0%
Lucro Bruto	364	349	4.4%	26.7%	2.8%
Despesas Operacionais	(289)	(280)	3.2%	34.5%	-2.9%
VG&A	(283)	(266)	6.4%	35.5%	-1.2%
EBIT	(30)	(37)	-18.9%	218.1%	-39.7%
EBITDA	75	69	8.7%	3.5%	32.5%
EBITDA Ajustado	81	83	-2.4%	3.1%	19.4%
Resultado Financeiro Líquido	(135)	(136)	-0.7%	-13.7%	12.0%
Lucro Líquido	(109)	(114)	-4.4%	-2.6%	-5.6%
Margem Bruta (%)	24.6%	23.4%	120 bps	510 bps	60 bps
Margem EBIT (%)	-2.0%	-2.5%	50 bps	-140 bps	140 bps
Margem EBITDA (%)	5.1%	4.6%	50 bps	20 bps	130 bps
Margem EBITDA Ajustada (%)	5.5%	5.6%	-10 bps	20 bps	90 bps
Margem Líquida (%)	-7.4%	-7.6%	20 bps	20 bps	40 bps

Fonte: B2W Digital e BB Investimentos \*nossas estimativas foram recalculadas de acordo com os números reapresentados do 2T17 já que, desde o 1T18 a companhia incorporou as novas práticas contábeis implementadas pelo CPC4/IFRS15 e CPC48/IFRA9. A receita bruta e o GMV passaram a ser apresentados líquidos de descontos condicionais (anteriormente esses descontos eram contabilizados no resultado financeiro) e deduzidos de vendas com partes relacionadas.

## INFORMAÇÕES RELEVANTES

Este relatório foi produzido pelo BB-Banco de Investimento S.A. As informações e opiniões aqui contidas foram consolidadas ou elaboradas com base em informações obtidas de fontes, em princípio, fidedignas e de boa-fé. Entretanto, o BB-BI não declara nem garante, expressa ou tacitamente, que essas informações sejam imparciais, precisas, completas ou corretas. Todas as recomendações e estimativas apresentadas derivam do julgamento de nossos analistas e podem ser alternadas a qualquer momento sem aviso prévio, em função de mudanças que possam afetar as projeções da empresa. Este material tem por finalidade apenas informar e servir como instrumento que auxilie a tomada de decisão de investimento. Não é, e não deve ser interpretado como uma oferta ou solicitação de oferta para comprar ou vender quaisquer títulos e valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. É vedada a reprodução, distribuição ou publicação deste material, integral ou parcialmente, para qualquer finalidade.

Nos termos do art. 22 da ICVM 598, o BB - Banco de Investimento S.A declara que:

1 - A instituição pode ser remunerada por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s); o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode ser remunerado por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório, ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s).

2 - A instituição pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), mas poderá adquirir, alienar ou intermediar valores mobiliários da empresa(s) no mercado; o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), e poderá adquirir, alienar e intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado.

3 - O Banco do Brasil S.A. detem indiretamente 5% ou mais, por meio de suas subsidiárias, participação acionária no capital da Cielo S.A. (cuja participação é detida pelo BB - Banco de Investimento S.A.) e do IRB Brasil Re, companhias brasileiras listadas na bolsa de valores que podem deter, direta ou indiretamente, participações societárias em outras companhias listadas cobertas pelo BB - Banco de Investimento S.A.

### Informações Relevantes – Analistas

O(s) analista(s) de investimento, ou de valores mobiliários, envolvido(s) na elaboração deste relatório (“Analistas de investimento”), declara(m) que:

1 - As recomendações contidas neste refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao BB-Banco de Investimento S.A e demais empresas do Grupo.

2 - Sua remuneração é integralmente vinculada às políticas salariais do Banco do Brasil S.A. e não recebem remuneração adicional por serviços prestados para o emissor objeto do relatório de análise ou pessoas a ele ligadas.

Analistas	Items		
	3	4	5
Maria Paula Cantusio			

3 - O(s) analista(s) de investimentos, seus cônjuges ou companheiros, detêm, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, ações e/ou outros valores mobiliários de emissão das companhias objeto de sua análise.

4 - Os analistas de investimento, seus cônjuges ou companheiros, possuem, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação à companhia emissora dos valores mobiliários analisados neste relatório.

5 - O(s) analista(s) de investimento tem vínculo com pessoa natural que trabalha para o emissor objeto do relatório de análise.

6 - As informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas à mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança.

### RATING

“RATING” é uma opinião sobre os fundamentos econômico-financeiros e diversos riscos a que uma empresa, instituição financeira ou captação de recursos de terceiros, possa estar sujeita dentro de um contexto específico, que pode ser modificada conforme estes riscos se alterem. “O investidor não deve considerar em hipótese alguma o “RATING” como recomendação de Investimento.

**BB Banco de Investimento S.A. - BB-BI**

Av. Paulista, 1.230 – 9º andar

São Paulo (SP) - Brazil

+55 (11) 4298-7000

Diretor	Gerente Executivo
Fernando Campos	Denisio Augusto Liberato

**Gerentes da Equipe de Pesquisa**

Estratégia - Wesley Bernabé	Equities - Victor Penna
wesley.bernabe@bb.com.br	victor.penna@bb.com.br

**Renda Variável**

Agronegócios	Siderurgia e Mineração
Márcio de Carvalho Montes mcmontes@bb.com.br	Gabriela Cortez gabrielaecortez@bb.com.br

**Bancos e Serviços Financeiros**

Wesley Bernabé	Óleo e Gás
wesley.bernabe@bb.com.br	Daniel Cobucci cobucci@bb.com.br

Carlos Daltozo	Papel e Celulose
daltozo@bb.com.br	Gabriela E Cortez gabrielaecortez@bb.com.br

Kamila Oliveira	Imobiliário
kamila@bb.com.br	Georgia Jorge georgiadaj@bb.com.br

Bens de Capital	Varejo
Viviane Silva viviane.silva@bb.com.br	Maria Paula Cantusio paulacantusio@bb.com.br

Utilities	Fabio Cardoso
Rafael Dias rafaeldias@bb.com.br	fcardoso@bb.com.br

Alimentos e Bebidas	Transporte e Logística
Luciana Carvalho luciana_cvl@bb.com.br	Renato Hallgren renatoh@bb.com.br

Macroeconomia e Estratégia de Mercado	Renda Fixa
Hamilton Moreira Alves hmoreira@bb.com.br	Renato Odo renato.odo@bb.com.br
Rafael Reis rafael.reis@bb.com.br	José Roberto dos Anjos robertodosanjos@bb.com.br
Ricardo Vieites ricardovieites@bb.com.br	

Equipe de Sales	Varejo
Investidor Institucional bb.distribuicao@bb.com.br	aco@bb.com.br

Gerente - Antonio Emilio Ruiz	Gerente - Mario D'Amico
Bianca Onuki Nakazato	Fabiana Regina de Oliveira
Bruno Finotello	Sandra Regina Saran

Daniel Frazatti Gallina
Denise Rédua de Oliveira
Edger Euber Rodrigues
Elisangela Pires Chaves
Fábio Caponi Bertoluci
Henrique Reis
Marcela Andressa Pereira

**BB Securities - London**

4th Floor, Pinners Hall – 105-108 Old Broad St.

London EC2N 1ER - UK

+44 (207) 3675800

Managing Director	
Admilson Monteiro Garcia	+44 (207) 3675801
Director of Sales Trading	
Boris Skulczuk	+44 (207) 3675831
Head of Sales	
Nick Demopoulos	+44 (207) 3675832
Institutional Sales	
Annabela Garcia	+44 (207) 3675853
Melton Plummer	+44 (207) 3675843
Trading	
Bruno Fantasia	+44 (207) 3675852
Gianpaolo Rivas	+44 (207) 3675842

**Banco do Brasil Securities LLC - New York**

535 Madison Avenue 33th Floor

New York City, NY 10022 - USA

(Member: FINRA/SIPC/NFA)

Managing Director	
Carla Sarkis Teixeira	+1 (646) 845-3710
Institutional Sales - Equity	
Charles Langalis	+1 (646) 845-3714
Institutional Sales - Fixed Income	
Fabio Frazão	+1 (646) 845-3716
Michelle Malvezzi	+1 (646) 845-3715
DCM	
Richard Dubbs	+1 (646) 845-3719
Syndicate	
Kristen Tredwell	+1 (646) 845-3717

**BB Securities Asia Pte Ltd - Singapore**

6 Battery Road #11-02

Singapore, 049909

Managing Director	
Marcelo Sobreira	+65 6420-6577
Director, Head of Sales	
José Carlos Reis	+65 6420-6570
Institutional Sales	
Zhao Hao	+65 6420-6582