

Sentimento do mercado sobre o varejo brasileiro

Um primeiro semestre forte, um segundo semestre cauteloso

Após uma agenda de reuniões com investidores em São Paulo na semana passada, é possível afirmar que o tom das discussões pós-2T25 mudou em direção à cautela. Embora o primeiro semestre de 2025 tenha trazido resultados sólidos em vários segmentos de consumo — com vestuário e farmacêutico se destacando no 2T25, a atenção agora está voltada para a esperada desaceleração do consumo das famílias no segundo semestre de 2025. Tanto investidores locais quanto estrangeiros reconhecem que os resultados do 1T e 2T superaram as expectativas, reforçando a convicção em vários nomes (o que levou a uma série de revisões para cima após o 1T). Ainda assim, o consenso está cada vez mais propenso a reduzir as estimativas, com a expectativa de que o consumo mais fraco no segundo semestre ofusque a trajetória de lucros no curto prazo. Poucos investidores enxergam um ciclo mais rápido de cortes de juros como um claro catalisador neste momento. O foco predominante está no impacto do crescimento fraco na receita do segundo semestre de 2025, o que pode pressionar a exposição setorial. O tom geral sugere que as estratégias de posicionamento estão sendo feitas pelos ventos contrários macroeconômicos nos próximos meses. O posicionamento segue seletivo, ressaltando que os investidores continuam a favorecer resiliência, modelos de crescimento comprovados e empresas capazes de atravessar um ambiente macro mais fraco sem revisões negativas relevantes de lucros.

Favoritos do consenso: seletividade prevalece

Nesse ambiente, investidores estão concentrando posições em um conjunto restrito de nomes do varejo, refletindo uma postura defensiva. Entre os investidores locais, SmartFit e Vivara seguem como teses consensuais, sustentadas por capacidade de execução consistente, resiliência das categorias e uma história estrutural de crescimento saudável. No caso da SmartFit, embora o 2T não tenha trazido revisões relevantes positivas nos números, trouxe sinais encorajadores de que a companhia deve entregar mais de R\$ 700 milhões de lucro líquido neste ano (o que consideramos ainda atrativo, apesar da recente valorização, com SMTF sendo negociada a 13x P/L 2026, CAGR de LPA de 35% nos próximos cinco anos e maior liquidez da ação). Para os estrangeiros, o interesse segue mais amplo, com MercadoLibre atraindo renovada atenção após o 2T, ao lado de Renner e Raia Drogasil. Notadamente, a Raia vem se destacando como ação que atrai mais atenção estrangeira. Embora os desafios estruturais da companhia não sejam ignorados, investidores enxergam os resultados do 2T como um ponto de maior visibilidade para ancorar estimativas de lucro para 2025 e 2026.

Varejo alimentar: crescimento abaixo da inflação limita catalisadores de curto prazo

O setor de varejo alimentar continua sendo alvo de ceticismo dos investidores locais. A principal preocupação é o crescimento de vendas

Analistas

Luiz Guanais

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Yan Cesquim

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Pedro Lima

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Luis Mollo

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

abaixo da inflação — um sinal estrutural de alerta em uma indústria dependente de alavancagem de volume. No caso do Assaí, o desafio adicional está na desalavancagem do balanço no curto prazo, já que os juros elevados ainda restringem o fluxo de caixa enquanto a companhia continua crescendo em ritmo abaixo da inflação. Embora o consenso seja de que 2026 deve trazer alívio, na forma de juros mais baixos, a dinâmica deste ano segue desafiadora, mantendo o sentimento negativo. O Grupo Mateus enfrenta desafios semelhantes, com um ritmo fraco de receita ofuscando sua disciplina operacional. Importante destacar que investidores locais veem esses riscos como setoriais e não idiossincráticos, deixando o varejo alimentar com baixa alocação nos portfólios. Por ora, apesar dos valuations descontados, a ausência de sinais visíveis de tração de receita mantém o entusiasmo contido, reforçando a ideia de que os investidores só devem visitar o setor quando surgirem evidências de normalização do crescimento e/ou estivermos mais próximos de uma queda nos juros, o que seria particularmente positivo para o Assaí.

Perspectiva macro segue predominante, mesmo com valuations atraentes

Apesar da resiliência de lucros em alguns nomes, a visão predominante é de que os valuations setoriais, por si só, não são suficientes para aumentar a exposição. O que domina o posicionamento é a cautela macro. Como resultado, os fluxos de investidores permanecem concentrados em ativos considerados de qualidade: SmartFit e Vivara para os locais, MercadoLibre, Renner e Raia Drogasil para os estrangeiros. O restante do varejo e do setor de alimentação fica de lado, já que investidores demandam sinais mais claros de estabilização ou de juros menores antes de voltarem a se posicionar no setor de varejo. Daqui em diante, acreditamos que o potencial de alta adicional nas ações de varejo depende de dois fatores: (i) continuidade da queda das taxas de juros reais de longo prazo e/ou (ii) manutenção das revisões positivas de lucros. Embora os resultados do primeiro semestre de 2025 tenham sido melhores que o esperado (e, principalmente, melhores do que se temia no início do ano) e os valuations, ainda que não mais em níveis deprimidos, sigam razoáveis — especialmente quando se considera o potencial macro de juros mais baixos em 2026 —, vemos espaço mais limitado para novas revisões positivas neste momento, altamente dependente do ritmo de desaceleração do consumo no segundo semestre de 2025. Nossos nomes preferidos continuam sendo SmartFit, C&A, Renner (apesar da desaceleração de crescimento à frente) e Vivara.

Informações Importantes

Este relatório foi elaborado pelo Banco BTG Pactual S.A. Os números contidos nos gráficos de desempenho referem-se ao passado; desempenho passado não é um indicador confiável de resultados futuros.

Certificado do Analista

Cada analista de pesquisa responsável pelo conteúdo deste relatório de pesquisa de investimento, no todo ou em parte, certifica que:

(i) Nos termos do Artigo 21º, da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, todas as opiniões expressas refletem com precisão suas opiniões pessoais sobre esses valores mobiliários ou emissores, e tais recomendações foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação ao Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas, conforme o caso;

(ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas contidas aqui ou vinculadas ao preço de qualquer um dos valores mobiliários aqui discutidos.

Parte da remuneração do analista provém dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas decorrentes de transações detidas pelo Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas. Quando aplicável, o analista responsável por este relatório, certificado de acordo com a regulamentação brasileira, será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

Disclaimer Global

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual S.A.") para distribuição apenas sob as circunstâncias permitidas pela lei aplicável. Este relatório não é direcionado a você se o BTG Pactual estiver proibido ou restrito por qualquer legislação ou regulamentação em qualquer jurisdição de disponibilizá-lo a você. Antes de lê-lo, você deve se certificar de que o BTG Pactual tem permissão para fornecer material de pesquisa sobre investimentos a você de acordo com a legislação e os regulamentos relevantes. Nada neste relatório constitui uma representação de que qualquer estratégia de investimento ou recomendação aqui contida é adequada ou apropriada às circunstâncias individuais de um destinatário ou, de outra forma, constitui uma recomendação pessoal. É publicado apenas para fins informativos, não constitui um anúncio e não deve ser interpretado como uma solicitação, oferta, convite ou incentivo para comprar ou vender quaisquer valores mobiliários ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição.

Os preços neste relatório são considerados confiáveis na data em que este relatório foi emitido e são derivados de um ou mais dos seguintes:

- (i) fontes conforme expressamente especificadas ao lado dos dados relevantes;
- (ii) o preço cotado no principal mercado regulamentado para o valor mobiliário em questão;
- (iii) outras fontes públicas consideradas confiáveis;
- (iv) dados proprietários do BTG Pactual ou dados disponíveis ao BTG Pactual.

Todas as outras informações aqui contidas são consideradas confiáveis na data em que este relatório foi emitido e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. Nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é fornecida em relação à precisão, integridade ou confiabilidade das informações aqui contidas, exceto com relação às informações relativas ao Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas, nem pretendemos uma declaração completa ou um resumo dos valores mobiliários, mercados ou desenvolvimentos referidos no relatório.

Em todos os casos, os investidores devem conduzir sua própria investigação e análise de tais informações antes de tomar ou deixar de tomar qualquer ação em relação aos valores mobiliários ou mercados analisados neste relatório. O BTG Pactual não assume que os investidores obterão lucros, nem compartilhará com os investidores quaisquer lucros de investimentos nem aceitará qualquer responsabilidade por quaisquer perdas de investimentos. Os investimentos envolvem riscos e os investidores devem exercer prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual não aceita obrigações fiduciárias para com os destinatários deste relatório e, ao comunicá-lo, não está agindo na qualidade de fiduciário. O relatório não deve ser considerado pelos destinatários como um substituto para o exercício de seu próprio julgamento. As opiniões, estimativas e projeções aqui expressas constituem o julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data em que o relatório foi emitido e, portanto, estão sujeitas a alterações sem aviso prévio e podem divergir ou ser contrárias às opiniões expressas por outras áreas de negócios ou grupos do BTG Pactual em decorrência da utilização de diferentes premissas e critérios. Como as opiniões pessoais dos analistas podem diferir umas das outras, o Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas podem ter emitido ou emitir relatórios inconsistentes e/ou chegar a conclusões diferentes das informações aqui apresentadas. Quaisquer opiniões, estimativas e projeções não devem ser interpretadas como uma representação de que os assuntos ali referidos ocorrerão.

Os preços e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a alterações sem aviso prévio. A pesquisa iniciará, atualizará e encerrará a cobertura exclusivamente a critério da Gerência de Pesquisa do Banco de Investimentos do BTG Pactual. A análise contida neste documento é baseada em numerosas suposições. Suposições diferentes podem resultar em resultados substancialmente diferentes. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração deste relatório pode(m) interagir com o pessoal da mesa de operações, pessoal de vendas e outros públicos com a finalidade de coletar, sintetizar e interpretar informações de mercado. O BTG Pactual não tem obrigação de atualizar ou manter atualizadas as informações aqui contidas, exceto quando encerrar a cobertura das empresas abordadas no relatório. O BTG Pactual conta com barreiras de informação para controlar o fluxo de informações contidas em uma ou mais áreas dentro do BTG Pactual, para outras áreas, unidades, grupos ou afiliadas do BTG Pactual.

A remuneração do analista que preparou este relatório é determinada pela gerência de pesquisa e pela alta administração (não incluindo banco de investimento). A remuneração dos analistas não se baseia nas receitas de banco de investimento, no entanto, a remuneração pode estar relacionada às receitas do BTG Pactual Investment Bank como um todo, do qual fazem parte os bancos de investimento, vendas e negociação.

Os valores mobiliários aqui descritos podem não ser elegíveis para venda em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Opções, produtos derivativos e futuros não são adequados para todos os investidores, e a negociação desses instrumentos é considerada arriscada. Títulos garantidos por hipotecas e ativos podem envolver um alto grau de risco e podem ser altamente voláteis em resposta a flutuações nas taxas de juros e outras condições de mercado. O desempenho passado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. Se um instrumento financeiro for denominado em uma moeda diferente da moeda de um investidor, uma alteração nas taxas de câmbio pode afetar adversamente o valor ou preço ou a receita derivada de qualquer título ou instrumento relacionado mencionado neste relatório, e o leitor deste relatório assume qualquer risco cambial.

Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer investidor em particular. Os investidores devem obter aconselhamento financeiro independente com base em suas próprias circunstâncias particulares antes de tomar uma decisão de investimento com base nas informações aqui contidas. Para aconselhamento sobre investimentos, execução de negócios ou outras questões, os clientes devem entrar em contato com seu representante de vendas local. Nem o BTG Pactual nem qualquer de suas afiliadas, nem qualquer um de seus respectivos diretores, funcionários ou agentes aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda ou dano decorrente do uso de todo ou parte deste relatório.

Quaisquer preços declarados neste relatório são apenas para fins informativos e não representam avaliações de títulos individuais ou outros instrumentos. Não há representação de que qualquer transação possa ou não ter sido afetada a esses preços e quaisquer preços não refletem necessariamente os livros e registros internos do BTG Pactual ou avaliações baseadas em modelos teóricos e podem ser baseados em certas suposições. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído a qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o consentimento prévio por escrito do BTG Pactual e o BTG Pactual não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito. Informações adicionais relacionadas aos instrumentos financeiros discutidos neste relatório estão disponíveis mediante solicitação. O BTG Pactual e suas afiliadas mantêm acordos para administrar conflitos de interesse que possam surgir entre eles e seus respectivos clientes e entre seus diferentes clientes. O BTG Pactual e suas afiliadas estão envolvidos em uma gama completa de serviços financeiros e relacionados, incluindo serviços bancários, bancos de investimento e prestação de serviços de investimento. Dessa forma, qualquer membro do BTG Pactual ou de suas afiliadas pode ter interesse relevante ou conflito de interesses em quaisquer serviços prestados a clientes pelo BTG Pactual ou por tal afiliada. As áreas de negócios dentro do BTG Pactual e entre suas afiliadas operam independentemente umas das outras e restringem o acesso do(s) indivíduo(s) específico(s) responsável(is) por lidar com os assuntos do cliente a determinadas áreas de informações quando isso é necessário para administrar conflitos de interesse ou interesses materiais.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse:

www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx