

15 . a g o . 2 0 2 3

LVNT

2T23

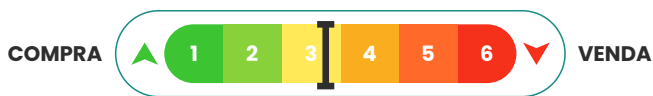
PanVel
FARMÁCIAS

Panvel
PNVL3



Analista
Gabriel Gaspar
CNPI 3701

NEUTRO (3)



R\$ **17,00**

Preço Justo

R\$ **14,79**

Preço Teto

R\$ **13,66**

Preço • 14/08

U P S I D E

24,5%



Valor de Mercado

R\$1,9 bi



Máx. 52 semanas

R\$13,71



Mín. 52 semanas

R\$8,82



Beta 5A

0,77

Consenso



75%

Risco



45%

Resultado 2T23

Destaques do Trimestre

O Grupo Dimed (PNVL3), controlador das farmácias Panvel, divulgou seus resultados do 2T23 nesta quinta-feira (10). Os números apresentaram uma mistura de desempenhos, apesar do arrefecimento dos níveis de inflação (IPCA) e do início do ciclo de cortes de juros (Selic). Isso se refletiu em: **(i)** uma ampliação das receitas, porém, **(ii)** detrações no lucro líquido e **(iii)** nas margens. No entanto, foi possível observar: **(i)** um forte crescimento da receita bruta, suportado pelo aumento expressivo das vendas no varejo; **(ii)** avanços na digitalização; e **(iii)** um robusto EBITDA. Vale destacar que **os reajustes da CMED (Câmara de Regulação do Mercado de Medicamentos) de 10,9%, válidos até abr/23, não foram suficientes para, por si só,** para impulsionar a companhia, uma vez que o valor de 5,6% em condições normais de operação não alcançou esse objetivo.

Receita & Same, Store, Sale (SSS)

A receita bruta consolidada da Dimed foi de R\$ 1,1 bilhão no 2T23 (+10,4% a/a). Esse movimento foi suportado pela ampliação das vendas no varejo – **a receita bruta do varejo foi de R\$ 1,0 bilhão (+9,5% a/a).** Nesse aspecto, o aumento do fluxo de clientes nas lojas (físicas e virtuais), a gestão de portfólio junto a um estoque eficiente e a boa execução do ecossistema de saúde foram os principais fatores que contribuíram com o desempenho. **Essa movimentação foi consolidada em um cenário de deflação (IPCA), bem como reajustes justapostos pela CMED (5,6%).**

O indicador de vendas mesmas lojas (SSS) no 2T23 foi de 6,0% (-13,9 p.p. a/a), e o desempenho das lojas maduras (MSSS) foi de 2,2% (-14,5% a/a). Ambos os indicadores apresentaram queda, devido **(i)** à forte base de comparação (Covid-19) e **(ii)** à abertura de novas lojas (+9 lojas a/a).

Lucro Líquido & Reajustes

O lucro líquido ajustado foi de R\$ 26,8 milhões no 2T23 (-4,3% a/a), com uma margem líquida de 2,3% (-30 bps a/a). Esses foram pressionados por: **(i)** despesas de juros; e **(ii)** depreciação e IR/CSLL, de modo que eram esperados e devem apresentar arrefecimento junto ao início do ciclo de cortes de juros (Selic).

Ademais, **a CMED reajustou os medicamentos em 5,6% em abr/23**, de maneira que permitiram a recomposição das margens aos medicamentos. **Nesse íterim, a gestão eficiente do mix de produtos, frente à retração de itens da cesta Covid-19, foram outro fator de crescimento** – destaque para produtos de Higiene e Beleza em 37,3% (+3,8 p.p. a/a), e Medicamentos de Marca em 35,1% (-0,5 p.p. a/a).

Despesas & Ebitda

As despesas com vendas foram de R\$ 257,0 milhões no 2T23 (22,0% da receita bruta; -30 bps a/a). Esse movimento se deve ao processo gradual de diluição das despesas com ganho de produtividade, refletindo-se nas contas de: **(i)** pessoal; **(ii)** materiais e perdas de estoques; e **(iii)** despesas com logística. **Por sua vez, as despesas gerais e administrativas totalizaram R\$ 28,9 milhões (2,5% da receita bruta; +30 bps a/a)**. Esses fatores impactaram positivamente na manutenção dos indicadores, com a companhia reforçando o seu compromisso com o controle de despesas.

O Ebitda (Ajustado) atingiu R\$ 57,8 milhões no 2T23 (+3,0% a/a), com margem Ebitda de 5,0% (-30 bps a/a). Em conclusão, **o lucro líquido (Ajustado) totalizou R\$ 26,8 milhões (-4,3% a/a) no mesmo período, com margem líquida de 2,3% (-30 bps a/a)**. Observamos que os reajustes realizados pela CMED tiveram impacto na recomposição dos preços, porém, no presente, os números foram pressionados.

Impostos & Farmácias

Os reajustes da CMED (5,6%) não foram suficientes para suportar a detração na Margem Líquida. Todavia, **beneficiaram a recomposição dos preços de medicamentos**, em recuperação dos indicadores, porém ante uma forte base de comparação com abr/22 (+10,9%) – provida pela Covid-19 naquele período. **Vale destacar que este deve ser um ano atípico, com aumento duplo aos medicamentos**. Tal diretriz conta, além do **movimento da CMED, com novas alíquotas ao ICMS** (Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços) aos Estados, em vista de compensar as reduções artificiais nos preços dos combustíveis e da energia em 2022 – **os ajustes atingem principalmente o consumidor final, que conta com os repasses e os tributos (imposto duplo) que sofreram limitação no passado**.

Conclusão e Valuation

O Grupo Dimed apresentou números mistos no 2T23, com indicadores pressionados. Apesar da ampliação nas Receitas, **houve detração no Lucro Líquido e nas margens**, mesmo com os reajustes em auxílio, embora em menor dimensão em relação ao 2T22. Entretanto, **foi possível observar reduções nas despesas, associadas a um maior nível de eficiência.**

De fato, o reajuste recorde de 10,9% em abr/22 foi um período atípico. Isso se reflete no comparativo anual – prevíamos que houvesse o retorno a níveis normais de operação neste ano. Sob essa perspectiva, o novo reajuste de 5,6% permite a recomposição de parte da inflação aos medicamentos (IPCA). **Vale lembrar que os itens da cesta covid são outro fator de distorção negativa**, com a companhia procurando adaptações no mix de produtos – maior participação de Higiene e Beleza em vista de beneficiar as margens ante os reajustes menores. Assim, com essas alterações nas dinâmicas ao setor, **podemos observar avanço nas receitas em 2023, com novos produtos compondo esse movimento, mas margem compressão.** Todavia, as vendas nas mesmas lojas (SSS) **sofreram detração (-13,9%), sendo novamente um fator de atenção.**

As novas lojas e os canais digitais apresentaram ampliação, com 9 aberturas líquidas (574 lojas no 2T23) e com uma ampliação nas vendas dos canais digitais (19,4% da receita do varejo; +3,7 p.p. a/a). Nesse âmbito, a média de venda por loja foi de R\$ 614,0 mil/loja (+2,6% a/a) – expansão ao número de lojas tende a pressionar essa média para baixo, porém, a companhia conseguiu aumentar a média de vendas no período.

Em linha com o setor, o Panvel Clinic apresentou crescimento (+15 salas a/a), chegando a 343 lojas. Entretanto, sua participação na receita do varejo foi de 1,3% (-1,6 p.p. a/a). Essa detração é proveniente da forte base de comparação, através da redução dos testes de Covid-19, que ainda impactam o comparativo. Nesse sentido, **vemos outros players, como Raia Drogasil (RADL3) e Pague Menos (PGMN3), em níveis mais desenvolvidos ao Hub de Saúde** – respectivos relatórios dos resultados do 2T23 podem ser conferidos em nossa plataforma.

Além disso, a Dimed apresentou Fluxo de Caixa Livre em R\$ 12,2 milhões no 2T23 (-R\$ 79,5 milhões no 2T22). Esse foi pressionado, principalmente por Investimentos (R\$ 32,5 milhões), bem como por Despesas Financeiras em R\$ 15,3 milhões (+61,3% a/a). Essas devem deter arrefecimento ante o cenário de cortes de juros (Selic). Sob outra perspectiva, **observamos seu plano de expansão contínuo à estratégia de adensamento regional na região Sul, com avanços dos canais digitais (+3,7 p.p. a/a) de modo assertivo.**

Em suma, ante melhorias no cenário macroeconômico, a Panvel (PNVL3) apresentou números mistos, com poucos avanços, em um resultado provido por forte base de comparação, associada à Covid-19.

No período, pudemos observar: **(i)** ampliação das Receitas; mas, **(ii)** detrações no Lucro Líquido; e **(iii)** nas Margens; **(iv)** avanço na digitalização; **(v)** reajustes da CMED em 5,6%. **Ressaltamos que, dada a menor elasticidade dos produtos, ou a impossibilidade dos agentes em optar pelo consumo de medicamentos, o setor farmacêutico é uma forma de proteção, porém vemos outros players com maior perspectiva de upside no presente. Com isso, nossa recomendação é NEUTRA (3) aos papéis da Panvel (PNVL3), com preço justo de R\$ 17,00.**

Tabela de Resultados

Resultado 2T23	2T23	1T23	Δ T/T	2T22	Δ A/A
Receita Bruta (R\$ mi)	1.167,0	1.105,7	5,5%	1.057,7	10,3%
EBITDA Ajustado (R\$ mi)	57,8	50,0	15,7%	56,1	3,0%
Margem Ebitda Ajustada (%)	5,0%	4,5%	0,5 p.p.	5,3%	-0,4 p.p.
Lucro Líquido Ajustado (R\$ mi)	26,8	22,6	18,3%	28,0	-4,3%
Margem Líquida (%)	2,3%	2,0%	0,3 p.p.	2,6%	-0,3 p.p.

Fonte: RI da Panvel / Elaboração: LVNT INSIDE Corp

Financials

PNVL3	2022	2023E	2024E	2025E
EV/EBITDA	13,9x	10,2x	8,3x	7,7x
P/E	23,2x	15,4x	11,2x	9,9x
Div. Yield	0,0%	2,6%	3,9%	0,0%
EPS	R\$ 0,58	R\$ 0,87	R\$ 1,20	R\$ 1,35

Fonte: Refinitiv / Elaboração: LVNT INSIDE Corp

Principais Indicadores

Nome/Ano Fiscal	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016
Receita Líquida	3990,48	3225,41	2819,11	2724,68	2432,25	2258,25	2128,73
Margem Bruta	31,2%	30,8%	29,5%	30,0%	29,7%	29,7%	24,2%
Margem EBITDA	4,5%	8,1%	7,5%	7,9%	5,7%	5,1%	3,6%
Margem EBIT	3,5%	3,2%	3,3%	4,4%	4,5%	4,1%	2,7%
Margem Líquida	2,2%	2,5%	2,0%	2,8%	3,1%	2,6%	2,5%
Ativo Total	2733,1	2381,1	2194,4	1460,3	1000,4	950,2	821,0
Patrimônio Líquido	1108,2	1046,2	1010,6	524,2	463,9	426,7	381,7
ROE	8,02%	7,72%	7,32%	15,54%	16,84%	14,79%	14,62%
ROA	3,37%	2,81%	3,19%	6,04%	7,07%	6,47%	4,61%
ROIC	3,31%	3,47%	2,82%	6,85%	9,60%	8,05%	8,07%
Caixa	25,72	54,44	130,11	71,44	39,14	58,79	22,34
Dívida Bruta	871,54	690,93	652,99	505,40	140,85	158,37	88,83
Liquidez Corrente	1,55	1,71	2,03	1,70	1,55	1,75	1,59
Dívida Líquida/EBITDA	2,32	1,85	1,03	2,03	0,73	0,86	0,87
Dívida/Patrimônio Líquido	78,6%	66,04%	64,61%	96,42%	30,36%	37,11%	23,27%
Dividendo por Ação	0,00	0,17	0,14	0,17	0,15	0,13	0,12
Dividend Yield	1,86%	1,02%	0,77%	0,74%	1,23%	0,90%	0,45%
P/L Normalizado	32,59	41,13	86,51	47,05	29,92	35,82	127,21
P/VP	1,38	1,94	3,28	5,34	3,11	4,40	8,20
EV/EBITDA	11,09	14,36	23,53	14,20	13,21	15,66	39,64

Fonte: S&P Capital IQ//Elaborado: LVNT INSIDE Corp

DISCLAIMER

A INSIDE RESEARCH LTDA. ("INSIDE") declara que participou da elaboração do presente relatório de análise e é responsável por sua distribuição exclusivamente em seus canais autorizados, tendo como objetivo somente informar os seus clientes com linguagem clara e objetiva, diferenciando dados factuais de interpretações, projeções, estimativas e opiniões, não constituindo oferta de compra ou de venda de nenhum título ou valor mobiliário. Além disso, os dados factuais foram acompanhados da indicação de suas fontes e as projeções e estimativas foram acompanhadas das premissas relevantes e metodologia adotadas.

Todas as informações utilizadas neste documento foram redigidas com base em informações públicas, de fontes consideradas fidedignas. 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, a INSIDE e os seus analistas não respondem pela veracidade das informações do conteúdo, mas sim as companhias de capital aberto que as divulgaram ao público em geral, especialmente perante a Comissão de Valores Mobiliários ("CVM").

As informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas a mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança. Para maiores informações consulte a Resolução CVM nº 20/2021, e, também, o Código de Conduta da Apimec para o Analista de Valores Mobiliários. Em cumprimento ao artigo 16, II, da referida Resolução CVM nº 20/2021.

As decisões de investimentos e estratégias financeiras sempre devem ser realizadas pelo próprio cliente, de preferência, amparado por profissionais ou empresas habilitadas para essa finalidade, uma vez que a INSIDE não exerce esse tipo de atividade.

Esse relatório é destinado exclusivamente ao cliente da INSIDE que o contratou. A sua reprodução ou distribuição não autorizada, sob qualquer forma, no todo ou em parte, implicará em sanções cíveis e criminais cabíveis, incluindo a obrigação de reparação de todas as perdas e danos causados, nos termos da Lei nº 9.610/98, além da cobrança de multa não compensatória de 20 (vinte) vezes o valor mensal do serviço pago pelo cliente.

Em conformidade com os artigos 20 e 21 da Resolução CVM nº 20/2021, o analista Gabriel Gaspar (inscrito no CNPI sob o nº 3701) declara que (i) é o responsável principal pelo conteúdo do presente relatório de análise; (ii) as recomendações nele contidas refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais e que foram elaboradas de forma independente, inclusive com relação à INSIDE.

LEVANTE

www.levanteideias.com.br

LVNT | corp
INSIDE

www.lvntcorp.com.br

LEVANTE | Asset
Management

www.levanteasset.com.br