

Início de cobertura

Um modelo integrado em meio à recuperação das operações

Iniciamos a cobertura da Guararapes com uma recomendação de Compra e um preço-alvo de R\$ 13 para 2026. Acompanhando o setor de varejo de vestuário há 15 anos, temos acompanhado o progresso da empresa como um player relevante no segmento, mas também enfrentando dificuldades em meio a tendências disruptivas para os players locais. Após um período de ajustes nos últimos dois anos, a Guararapes se destaca no varejo de vestuário brasileiro por sua cadeia de valor totalmente integrada, abrangendo manufatura industrial, operações de varejo e serviços financeiros por meio da Midway Financeira. Com 436 lojas em todo o Brasil, incluindo Riachuelo, Carter's e Casa Riachuelo, a empresa consolidou seu modelo verticalizado para obter eficiências desde o design até a distribuição. A pandemia interrompeu as operações, mas desde 2024 a Guararapes vem executando uma recuperação consistente. Ainda assim, sua produtividade fica atrás de concorrentes como C&A e Renner, deixando espaço para ganhos na otimização do sortimento, disciplina de preços e expansão omnicanal.

O segmento de fintech é um impulsionador de crescimento/margem, mas não é isento de riscos

A Midway Financeira evoluiu de uma operação de crédito de varejo de apoio para um motor de lucro independente. Sua carteira de crédito de R\$ 5,6 bilhões, em grande parte proveniente do Cartão Riachuelo, a posiciona como uma das maiores plataformas financeiras do varejo brasileiro. Os cartões de marca própria, com margens mais altas, sustentam sua lucratividade, enquanto os produtos Visa/Mastercard de marca expandem o alcance dos clientes. No 2T25, a penetração do cartão (% das vendas) foi de 32%, acima dos 29% da Renner. Após o aumento dos índices de inadimplência durante o choque das taxas de juros de 2021-23, a administração tornou as políticas de crédito mais rígidas, reduzindo a inadimplência de 90 a 360 dias de 23% no 4T23 para 17,4% no 2T25. A Midway registrou um EBITDA de R\$ 447 milhões nos últimos 12 meses (margem de 18%), e esperamos um crescimento de receita pouco abaixo de 10% nos próximos quatro anos. Além do crédito, a conta digital e o potencial de CRM da Midway (30 milhões de titulares de cartões históricos contra 4,5 milhões ativos) podem reforçar o engajamento do cliente, abrindo oportunidades de vendas cruzadas.

Valuation	12/2023	12/2024	12/2025	12/2026E	12/2027E
RoIC (EBIT) %	5,8	10,6	13,0	13,9	14,7
EV/EBITDA	5,2	3,2	3,9	3,7	3,4
P/L	(95,3)	13,1	10,6	8,2	6,8
Dividend Yield %	1,8	1,9	2,5	4,7	6,1

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2023	12/2024	12/2025	12/2026E	12/2027E
Receita	8.795	9.634	10.657	11.650	12.625
EBITDA	1.052	1.452	1.652	1.822	2.009
Lucro Líquido	-34	235	448	577	695
LPA (R\$)	(0,07)	0,47	0,90	1,16	1,39
DPA Líquido (R\$)	0,12	0,12	0,24	0,45	0,58
(Dívida Líquida)/Caixa	(2.167)	(1.576)	(1.739)	(1.965)	(2.049)

Fonte: relatórios da empresa, estimativas da Bovespa, BTG Pactual S.A. / Avaliações: com base na última cotação da ação do ano; (E) com base na cotação de 23 de setembro de 2025.

Rating

COMPRA

Sumário

Ticker	GUAR3
Preço Alvo (R\$)	13,0
Preço (R\$)	9,5
Listagem	Novo Mercado
Market Cap. (RS mn)	4.727.399,8
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	8,00
Ultima atualização do preço-alvo	23-set-25

	2025E	2026E
P/L	10,6x	8,2x
EV/EBITDA	3,9x	3,7x

Performance:	
Setembro (%)	0,0%
LTM (%)	19,0%



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.

O espaço para crescimento no mercado brasileiro de vestuário

O mercado brasileiro de vestuário é altamente fragmentado, com cerca de 150 mil pontos de venda formais e receita de R\$ 279 bilhões em 2024. Os oito maiores players representam apenas 26% do mercado, deixando espaço para consolidação — a Riachuelo detém cerca de 3,5% do mercado. Concorrentes internacionais, como Shein e Shopee, continuam causando impacto, mas a tributação desde o ano passado (20% de imposto de importação mais 20% de ICMS sobre encomendas com valor inferior a US\$ 50) reduziu a diferença de preço da Shein de cerca de 40% no início de 2024 para cerca de 9% em agosto de 2025. Essa mudança regulatória melhorou o equilíbrio competitivo para os players domésticos. Geograficamente, a Guararapes ainda opera em apenas 158 das 319 cidades brasileiras com mais de 100 mil habitantes, deixando 161 novos mercados potenciais. Com presença em cerca de 290 shopping centers, a expansão para mais 300 locais continua sendo uma oportunidade. Combinado com a melhoria do sortimento e os investimentos omnicanal, esse espaço para crescimento reforça nossa tese de investimento sustentada por ganhos potenciais de participação de mercado.

Negociando com desconto em relação aos pares, os riscos de execução parecem estar precificados

Iniciamos nossa cobertura de Guararapes com uma recomendação de Compra e um preço-alvo de R\$ 13 para o final do ano. Após um período de ajustes nos últimos dois anos, acreditamos que a companhia se destaca no varejo de vestuário brasileiro por sua cadeia de valor totalmente integrada. Os principais catalisadores incluem uma recuperação contínua da margem de varejo, a expansão da Midway e o espaço para expansão de lojas. No entanto, os riscos permanecem: desafios macroeconômicos podem afetar o consumo, as altas taxas de juros pressionam a qualidade do crédito, a renovada agressividade da Shein/Shopee pode corroer os preços e os riscos de execução em torno da implantação digital persistem. Mesmo assim, a Guararapes é negociada com desconto em relação à Renner e à C&A, oferecendo um ponto de entrada atraente (a 8,2x P/L para 2026). O modelo de negócios integrado, a melhora dos fundamentos e a opcionalidade da Midway sustentam uma tese de investimento atraente.

As tendências disruptivas e os vencedores no setor de vestuário

A Guararapes, um dos maiores varejistas de moda do Brasil, está entrando em uma nova fase de crescimento após uma reestruturação de vários anos que se seguiu ao choque da pandemia. O diferencial da empresa é seu modelo totalmente integrado, abrangendo fabricação industrial, varejo por meio da Riachuelo, Carter's e Casa Riachuelo, e serviços financeiros por meio da Midway Financeira. Essa estrutura verticalizada permite um controle mais rígido dos custos, reposição mais rápida dos produtos e um modelo de negócios mais resiliente em comparação com seus concorrentes. Com 436 lojas em todo o país e um canal digital em crescimento, a Guararapes está bem posicionada para capturar a demanda em um mercado de vestuário fragmentado, que gerou R\$ 279 bilhões em 2024 e onde os oito maiores player representam apenas 26% das vendas.

As operações de varejo, que respondem por cerca de dois terços do EBITDA, apresentaram uma melhora significativa nos últimos anos. A produtividade das vendas aumentou cerca de 60% desde 2020, embora ainda esteja abaixo da Renner e da C&A, deixando espaço para melhorias. As margens brutas, que haviam caído em meio à pandemia e às pressões competitivas, se recuperaram para 50,9% em 2024, apoiadas por estoques mais saudáveis, menos descontos e maior disciplina no sortimento. A empresa também está fortalecendo suas credenciais na área de moda, equilibrando uma mistura de itens básicos resilientes com ciclos de moda mais rápidos.

Um dos principais diferenciais da Guararapes é sua autonomia e expertise para desenvolver coleções seguindo as tendências dos consumidores brasileiros (algo que apenas alguns poucos players têm feito de forma consistente no mercado local nas últimas décadas). Por exemplo, após sua reestruturação, a empresa conseguiu registrar oito trimestres consecutivos de aceleração do crescimento das vendas nas mesmas lojas (a/a) no negócio de varejo (e, desde o 3T23, bem acima da inflação do setor).

Entre as principais estratégias para a empresa continuar melhorando seus níveis de produtividade, destacamos: melhorar o sortimento, calibrar a estratégia de preços (incluindo a redução de descontos), aumentar a penetração omnicanal, renovar lojas importantes e buscar a expansão da capacidade com melhoria dos números. Juntamente com o espaço disponível em cidades menores e novos shopping centers, a Guararapes mantém uma ampla trajetória de expansão, com oportunidades de crescimento de lojas e ganhos de participação de mercado.

A Midway Financeira, segmento de financiamento ao consumidor da Guararapes, tornou-se um importante contribuinte para o lucro, responsável por 27% do EBITDA consolidado. Com uma carteira de crédito de R\$ 5,6 bilhões — principalmente por meio do Cartão Riachuelo —, a Midway fortalece a fidelidade dos clientes e gera margens atraentes. Além do crédito, as iniciativas de conta digital e CRM da Midway oferecem potencial de monetização incremental, dada uma base histórica de 30 milhões de titulares de cartões (apenas 4,5 milhões ativos).

Assim, iniciamos a cobertura de Guararapes com uma recomendação de Compra e um preço-alvo de R\$ 13 para 2026 – a empresa atualmente é negociada com um desconto em relação aos seus pares, o que aumenta a atratividade da tese.

Acompanhando o setor de varejo de vestuário há 15 anos, temos visto o progresso da empresa como um player relevante no segmento, mas também enfrentando dificuldades em meio a tendências disruptivas para os players locais. Após um período de ajustes nos últimos dois anos, acreditamos que a Guararapes se destaca no varejo de vestuário brasileiro por sua cadeia de valor totalmente integrada, abrangendo manufatura industrial, operações de varejo e serviços financeiros por meio da Midway Financeira.

Leitura rápida

Iniciamos nossa cobertura de Guararapes com uma recomendação de Compra e um preço-alvo de R\$ 13 para 2026. Após um período de ajustes nos últimos dois anos, acreditamos que a Guararapes se destaca no varejo de vestuário brasileiro por sua cadeia de valor totalmente integrada. Os principais catalisadores incluem uma recuperação contínua da margem de varejo, a expansão da Midway e o espaço para expansão das lojas.

O varejo é a unidade de negócios mais relevante da empresa, com 436 lojas físicas em todo o Brasil, no 2T25: 344 sob a marca Riachuelo (incluindo 9 lojas FANLAB), 81 sob a marca Carter's (vestuário para bebês e crianças pequenas) e 11 Casa Riachuelo (artigos de estilo de vida e para o lar).

A Guararapes se destaca no setor por seu processo único de verticalização, que começa com a equipe de design. Hoje, 40% dos produtos vendidos são produzidos internamente (60% se considerarmos apenas a moda feminina/infantil).

A Midway Financeira é uma plataforma de produtos e serviços financeiros cujos principais objetivos são fomentar e aprimorar o varejo, servindo como uma importante ferramenta de engajamento e fidelização dos clientes à marca Riachuelo. A Midway possui uma carteira de crédito (até 360 dias) de R\$ 5,6 bilhões (uma das maiores entre as instituições financeiras pertencentes a varejistas no mercado). Além disso, seus indicadores de inadimplência (4% de 15 a 90 dias; 17% >90 dias) estão melhorando após uma série de iniciativas para aumentar a qualidade da carteira, refletindo a diligência nas operações de crédito.

Olhando para o setor de vestuário, o mercado brasileiro de varejo de moda é altamente fragmentado, embora ainda seja muito competitivo. Os oito maiores players detinham cerca de 26% do mercado no ano passado (contra cerca de 20% em 2019). Olhando para mercados mais maduros, ainda há espaço para uma maior consolidação entre os principais players.

Das 319 cidades com mais de 100 mil habitantes no Brasil, a Guararapes opera em apenas 158 delas, deixando um espaço de 161 cidades para crescimento. Quando analisamos especificamente a região Sudeste, a Guararapes opera em 71 cidades com mais de 100 mil habitantes, ainda deixando um espaço de 78 cidades.

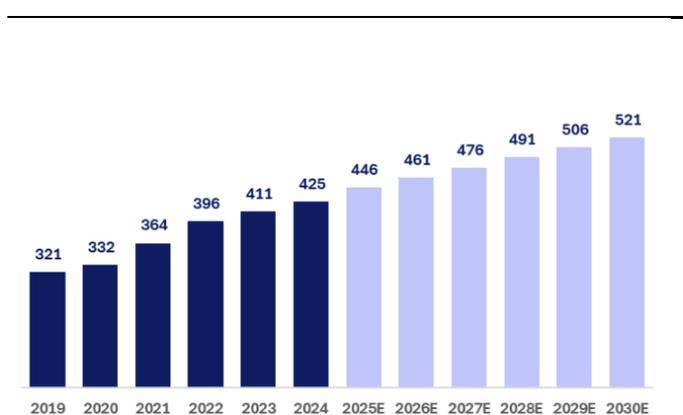
Também no aspecto competitivo, o Brasil é um lugar difícil para varejistas estrangeiros fazerem negócios, e o setor de vestuário não é exceção. Obstáculos regulatórios, um sistema tributário complexo e gargalos logísticos têm feito com que até mesmo players internacionais de sucesso tenham dificuldade para ganhar tração no país. Apesar desses desafios, algumas empresas globais intensificaram recentemente seus esforços no Brasil (notadamente a Shein). Em nossos dados mais recentes, de agosto, os preços da Shein estavam cerca de 9% abaixo dos players locais, conforme segue: 5% mais baratos que a Renner, 8% mais baratos que a Riachuelo e 12% mais baratos que a C&A.

Nossa tese de investimento na Guararapes baseia-se em: (i) a recuperação de seus negócios de varejo nos últimos trimestres; (ii) planos de expansão, com amplo espaço para consolidação adicional em um mercado altamente fragmentado; (iii) melhoria na penetração de crédito, com melhores índices de inadimplência na Midway; e (iv) um valuation atraente.

No entanto, os riscos permanecem: os desafios macroeconômicos podem afetar o consumo, as altas taxas de juros pressionam a qualidade do crédito, a renovada agressividade da Shein/Shopee pode corroer os preços e os riscos de execução em torno da implantação digital persistem. Mesmo assim, a Guararapes é negociada com um desconto em relação à Renner e à C&A, oferecendo um ponto de entrada atraente (a 8,2x P/L para 2026). O modelo de negócios integrado, a melhora nos fundamentos e a opcionalidade da Midway sustentam uma tese de investimento atraente.

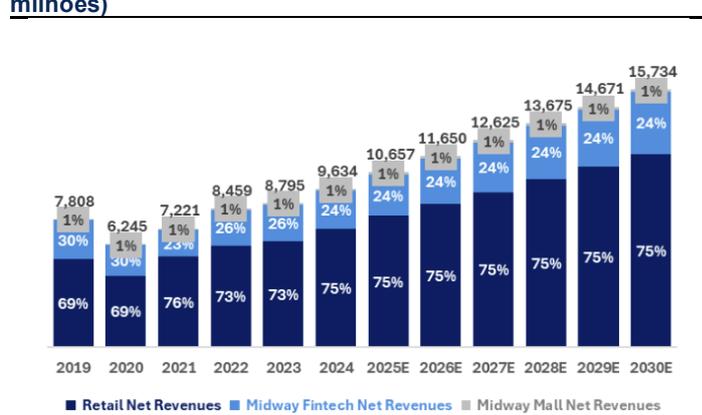
Principais dados da Guararapes

Gráfico 1: Número de lojas por marca



Fonte: Empresa e BTG Pactual

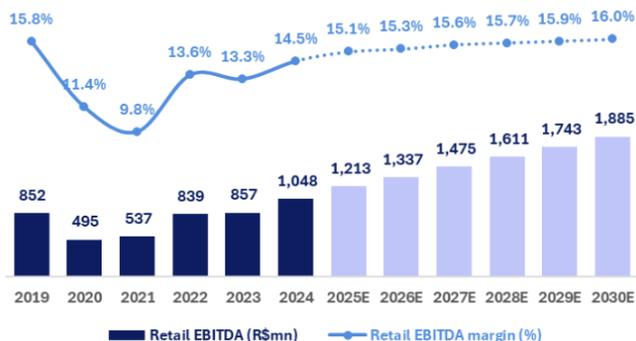
Gráfico 2: Composição da receita líquida por segmento (R\$ milhões)



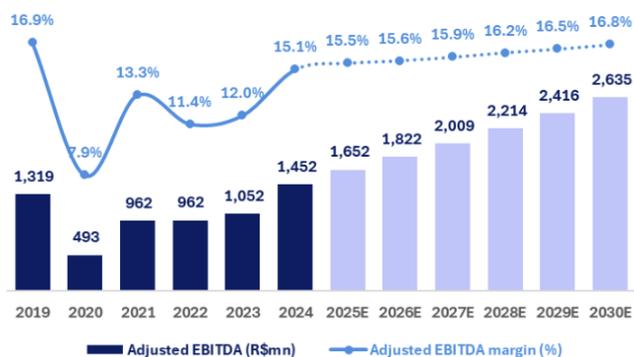
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Gráfico 3: Varejo - vendas brutas (R\$ milhões) e crescimento SSS (%)


Fonte: Empresa e BTG Pactual

Gráfico 4: Varejo - EBITDA (IFRS16 - R\$ milhões)


Fonte: Empresa e BTG Pactual

Gráfico 5: Consolidado - EBITDA (IFRS16 - R\$ milhões)


Fonte: Empresa e BTG Pactual

Gráfico 6: Lucro líquido (R\$ milhões)

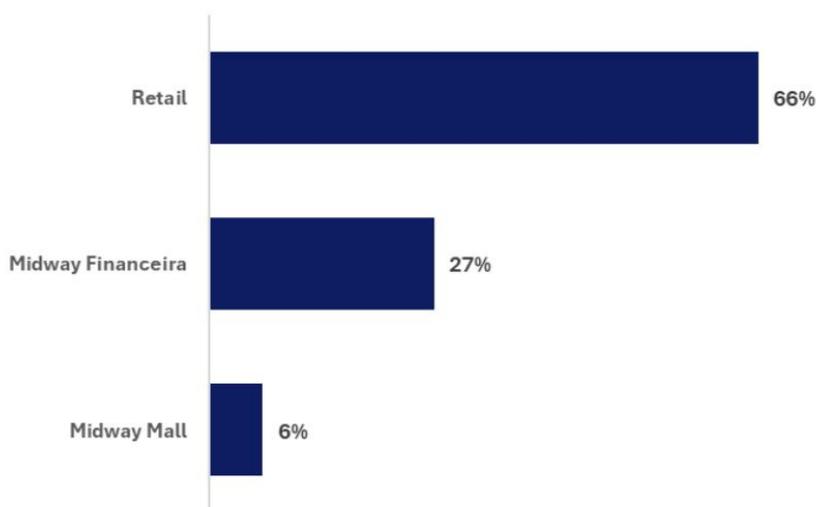

Fonte: Empresa e BTG Pactual

Visão geral da empresa

Grupo Guararapes

O Grupo Guararapes é um dos maiores do setor de moda no Brasil, reconhecido por seu modelo de negócios totalmente integrado. A empresa possui uma cadeia de valor estruturada verticalmente, que abrange a fabricação industrial, operações de varejo e serviços financeiros (Midway Financeira). A unidade de Varejo responde por 66% do EBITDA consolidado da Guararapes, a Midway Financeira por 27% e a Midway Mall por 6%.

Tabela 1: Guararapes - Composição do EBITDA por categoria (%)



Fonte: Empresa e BTG Pactual

A empresa foi fundada em 1947 pelos irmãos Nevaldo e Newton Rocha, com a abertura de sua primeira loja de tecidos em Natal (RN). A Guararapes abriu seu capital em 1970, listando suas ações na bolsa de valores brasileira. A expansão da base industrial ocorreu na década de 1970, com novas fábricas em Fortaleza e Mossoró. Em 1979, adquiriu a Riachuelo e a Wolens, marcando o início de um grande processo de expansão, que inclui o lançamento da marca Pool em 1982, a inauguração do Midway Mall em 2005, a criação da Midway Financeira em 2008 e o lançamento de dois novos formatos de loja (Casa Riachuelo e Carter's) em 2020. Em dezembro de 2021, os acionistas aprovaram a migração para o Novo Mercado da B3, concluída em abril de 2022. Em 2023, André Farber assumiu o cargo de CEO.

Modelo de varejo verticalizado da Guararapes

O varejo é a unidade de negócios mais relevante da empresa, com 436 lojas físicas em todo o Brasil, no 2T25: 344 sob a marca Riachuelo (incluindo 9 lojas FANLAB), 81 sob a marca Carter's (roupas para bebês e crianças pequenas) e 11 sob a marca Casa Riachuelo (artigos para o lar e estilo de vida). Além das operações físicas, o canal digital responde por 8% das vendas. Das 335 lojas Riachuelo, 47% estão localizadas no Sudeste, enquanto 22% estão no Nordeste. São Paulo é o estado com maior presença (28% das lojas), seguido pelo Rio de Janeiro (10%) e Minas Gerais (7%).

A Guararapes se destaca no setor por seu processo único de verticalização, que começa com a equipe de design. A empresa conta com uma equipe de estilistas com expertise em criação/desenvolvimento de produtos que, durante a fase de design da coleção, avalia se cada produto será produzido internamente ou terceirizado para parceiros, sejam eles fornecedores nacionais ou internacionais. Hoje, 40% dos produtos vendidos são produzidos internamente (60% se considerarmos apenas a moda feminina/infantil).

A Guararapes opera um polo industrial localizado em Natal (RN), com uma área construída de 219 mil m², responsável pela produção de malhas e parte da confecção de modelos de malhas, tecidos, jeans e sarja. A fábrica registrou uma receita de R\$ 1,6 bilhão para a Riachuelo em 2024 (um aumento de 33% a/a).

Midway Financeira

A Midway Financeira é uma plataforma de produtos e serviços financeiros cujos principais objetivos são fomentar e aprimorar o varejo, servindo como uma importante ferramenta de engajamento e fidelização dos clientes à marca Riachuelo. Os produtos e serviços financeiros da Midway são oferecidos em todas as lojas da Riachuelo, através do Contact Center e de seus aplicativos.

Por meio de seus cartões de marca própria e outras bandeiras, oferece aos clientes opções diferenciadas de parcelamento em lojas físicas e no e-commerce. A Midway também oferece empréstimos pessoais, adiantamentos em dinheiro, seguros e serviços de assistência.

Além disso, sua divisão de fintech oferece serviços de conta digital com recursos projetados para atender às necessidades diárias dos clientes, como Pix, pagamentos de contas, contas remuneradas e recargas de celular, com produtos e serviços disponíveis por meio de canais digitais (sites e aplicativos da Midway e da Riachuelo) totalmente integrados às operações de varejo.

A Midway possui uma carteira de crédito (até 360 dias) de R\$ 5,6 bilhões (uma das maiores entre as instituições financeiras pertencentes a varejistas no mercado). Além disso, seus indicadores de inadimplência (4% de 15 a 90 dias; 17% >90 dias) estão melhorando após uma série de iniciativas para aumentar a qualidade da carteira, refletindo a diligência nas operações de crédito.

Estrutura acionária

Em 2024, a Guararapes tinha 499,2 milhões de ações ordinárias em circulação, todas listadas sob o código GUAR3 no Novo Mercado da B3. Estrutura acionária: a família Rocha detém 75% (Élvio Gurgel Rocha 27,5%, Flávio Gurgel Rocha 27,4% e Lisiane Gurgel Rocha 19,9%), enquanto o free float representa 16,4% do capital, ou 82 milhões de ações. A B3 autorizou a empresa a manter um free float reduzido até dezembro de 2026, quando o mínimo de 20% exigido pelo Novo Mercado deverá ser atingido.

Tabela 2: Guararapes - Estrutura acionária

Shareholder	Shares	Stake (%)
Rocha Family	373,084,880	74.7%
Élvio Gurgel Rocha	137,310,416	27.5%
Flávio Gurgel Roch	136,510,408	27.3%
Lisiane Gurgel Rocha	99,264,056	19.9%
Related Parties	44,109,700	8.8%
Executive Board	60,000	0.0%
Treasury	2,560	0.0%
Free Float	81,942,860	16.4%
Total	499,200,000	100.0%

Fonte: Empresa e BTG Pactual

Administração

- **André Michel Farber (CEO):** Formado em Engenharia Química pela UNICAMP, com MBA pelo INSEAD. Possui ampla experiência no varejo, tendo atuado como CEO do Grupo Dafiti e como Vice-Presidente do Grupo Boticário.
- **Miguel Cafruni (CFO):** Formado em Contabilidade pela FAPA – Faculdade Porto-alegrense de Ciências Contábeis e Administração, com mais de 20 anos de experiência na área financeira. Também liderou áreas comerciais e de negócios e atuou como CFO e RI de empresas do varejo e de outros setores, como Fast Shop, Hortifruti Natural da Terra e Grupo Technos.
- **Jairo Amorim Gomes de Araújo (Diretor Industrial):** Formado em Administração de Empresas pela Universidade Católica de Pernambuco, com MBA pela Fundação Dom Cabral e pós-graduação em Gestão Industrial pela Universidade Federal do Rio Grande do Norte. Ingressou no Grupo Guararapes em 2010 como Gerente de Produção em Fortaleza e, no ano seguinte, foi convidado a assumir a unidade de Natal. Em 2012, foi promovido a Diretor Industrial e, em 2019, assumiu o cargo de Diretor Industrial Executivo. Antes disso, trabalhou na Cia Hering, Vicunha Têxtil e Valisere. Possui ampla experiência no setor de vestuário, tendo atuado toda a sua carreira profissional em empresas desse ramo.

Conselho de Administração

- **Flávio Gurgel Rocha (Presidente):** Pós-graduado em PMD pela Harvard Business School; Pós-graduação em Gestão Estratégica de Varejo pela Harvard Business School; possui mais de 14 anos de experiência na indústria, varejo e mercados, atuando como membro do Conselho de Administração e ocupando cargos executivos dentro do grupo; foi e continua sendo membro do IDV, da FIESP, da Associação Comercial de São Paulo e do Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial; ocupou cargos eletivos como Deputado Federal e Constituinte pelo Rio Grande do Norte (1986 a 1994). Atuou como presidente da Lojas Riachuelo S.A. (varejo) e da Midway S.A. – Crédito, Financiamento e Investimento (instituição financeira), bem como

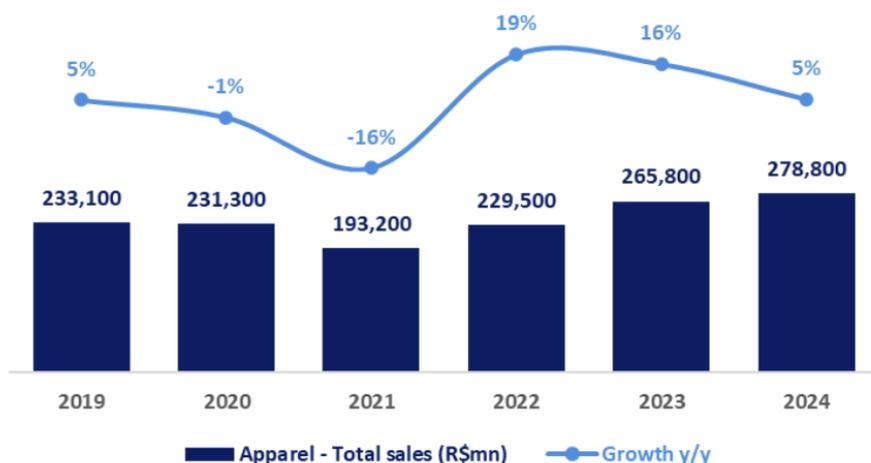
vice-presidente e diretor de relações com investidores da Guararapes Confeccões (indústria do vestuário).

- **Élvio Gurgel Rocha (Vice-Presidente):** Ocupou o cargo de Diretor de Publicidade e Marketing por mais de cinco anos, até março de 2009, na Lojas Riachuelo S.A. Nos últimos cinco anos, atuou como Membro do Conselho da Guararapes Confeccões S.A. (Indústria do Vestuário).
- **Lisiane Gurgel Rocha:** Atuou como Vice-Presidente do Conselho de Administração da Guararapes Confeccões S.A. (Indústria do Vestuário).
- **Maria Aparecida Fonseca (Independente):** Sócia-gerente da Humà Consultoria, consultoria especializada em gestão de pessoas. Executiva com mais de 30 anos de carreira em empresas de diversos setores, como Grupo Othon Bezerra de Melo, Unibanco S.A., Johnson & Johnson e Grupo Pão de Açúcar, onde atuou como diretora executiva de Recursos Humanos. Também é membro do conselho de administração de empresas privadas. Na área de consultoria empresarial, acumulou casos de sucesso em empresas dos setores industrial, comercial, financeiro e varejo, incluindo Besni, Dicico, Drogeria Iguatemi, Hospital Albert Einstein, Lojas Etna, Banco Itaú, Polishop, Lojas Vivara, Volkswagen, WOW Nutrition, Supermercado Irmãos Lopes, Jovem Pan, Holding Clube, Grupo Implamed, Grupo Gamaro, Brookfield Incorporações, entre outras. Foi homenageada pelo Governo do Estado de São Paulo por projetos sociais na área de Recursos Humanos.
- **Ivo Luiz de Sá Freire Vieitas Junior (Independente):** Formado em Engenharia Mecânica pela Universidade Federal do Rio de Janeiro e em Economia pelas Faculdades Integradas Cândido Mendes. Possui MBA em Finanças pela J.L. Kellogg Graduate School of Management da Northwestern University. Atualmente, é co-CEO da Método Potencial Engenharia e sócio da Itereffika Promotora de Vendas Ltda. Anteriormente, atuou como associado na Crédit Agricole Indosuez D.T.V.M. S.A., diretor executivo no Itaú Unibanco e diretor no Deutsche Bank.

Visão geral do setor: Vestuário brasileiro

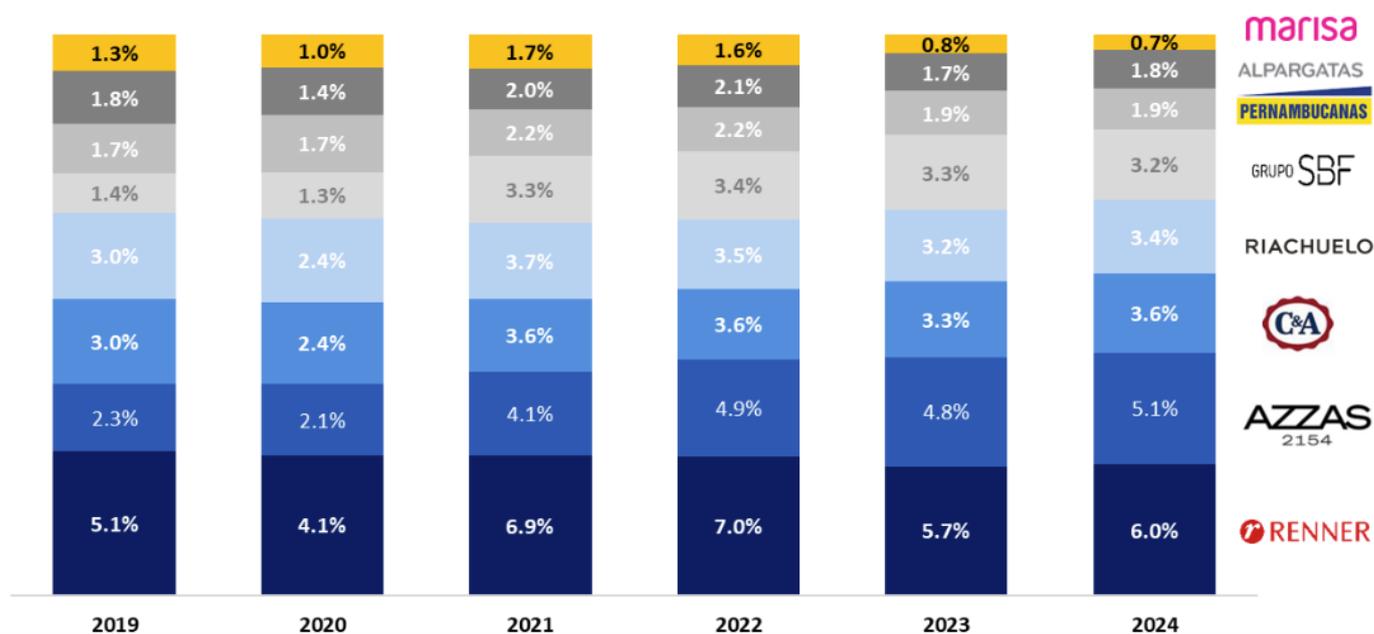
O mercado brasileiro de varejo de moda é altamente fragmentado, embora ainda seja muito competitivo. De acordo com dados da ABVTEX (Associação Brasileira do Varejo Têxtil), o segmento tinha mais de 150 mil pontos de venda no Brasil em 2024 (economia formal), com uma cadeia de suprimentos composta por 200 mil fabricantes, considerando as indústrias têxtil e de transformação, sendo 140 mil delas PMEs. Esse grande número de lojas representou cerca de R\$ 279 bilhões em receitas em 2024. Os oito maiores players detinham cerca de 26% do mercado no ano passado (contra cerca de 20% em 2019). Olhando para o futuro, esperamos que esse mercado cresça a um CAGR de 5% a 6% entre 2024 e 2028.

Gráfico 7: Vendas de vestuário e calçados no Brasil (R\$ milhões)



Fonte: ABVTEX e BTG Pactual

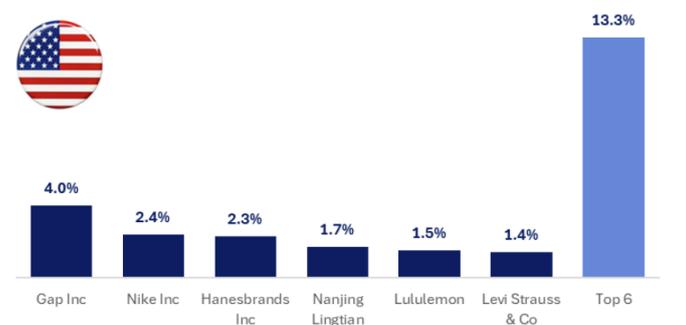
De acordo com nossa avaliação, quando excluimos as operadoras internacionais e as receitas das operações de fintech, a Renner é a líder de mercado (em termos de receita), com uma participação de mercado de 6%, seguida pela Azzas (5,1%), C&A (3,6%), Riachuelo (3,4%), SBF (3,2%), Pernambucanas (1,9%), Alpargatas (1,8%) e Marisa (0,7%).

Gráfico 8: Vestuário e calçados – Participação no mercado de receitas – principais players domésticos (%)*


Fonte: ABVTEX, BTG Pactual; *sem considerar operadores internacionais. Considerando apenas vendas no varejo (ou seja, receitas ex-fintech)

Com a penetração do e-commerce nas vendas de vestuário aumentando de 5% em 2019 para cerca de 15% atualmente, os varejistas de vestuário e calçados enfrentam um grande desafio para ajustar suas estratégias de expansão a essa nova realidade. Isso é agravado pelo sucesso de longa data de players como Renner, C&A e Arezzo nos shopping centers brasileiros, o que agora limita as oportunidades para lojas adicionais em shopping centers premium nas maiores cidades. Nesse contexto, esperamos que as empresas busquem crescimento para cidades do interior, por meio de formatos menores e lojas de rua.

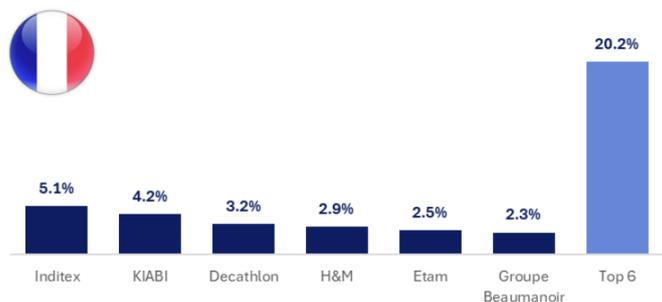
Olhando para mercados mais maduros, ainda há espaço para uma maior consolidação entre os principais players.

Gráfico 9: Participação de mercado dos 6 principais players de vestuário dos EUA


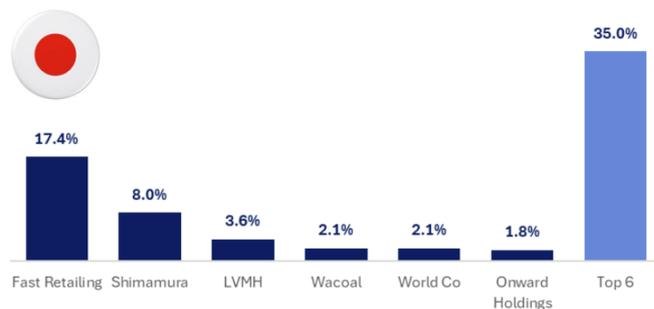
Fonte: Statista e BTG Pactual

Gráfico 10: Participação de mercado dos 6 principais players de vestuário do México

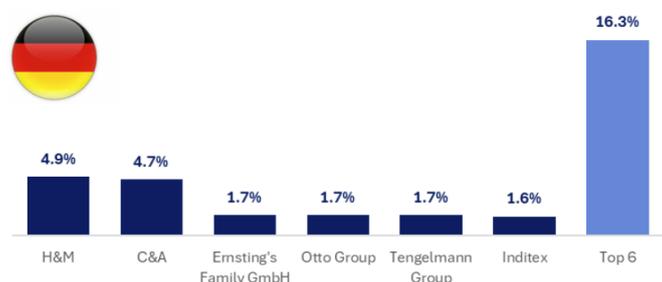

Fonte: Statista e BTG Pactual

Gráfico 11: Participação de mercado dos 6 maiores players de vestuário da França


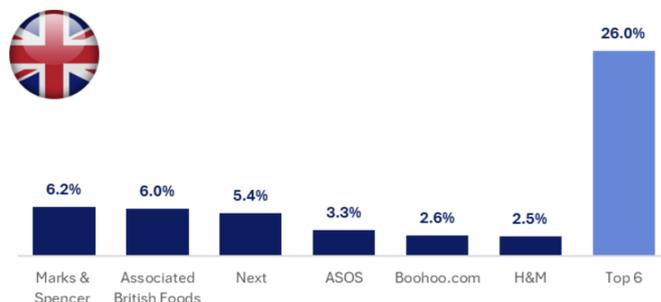
Fonte: Statista e BTG Pactual

Gráfico 12: Participação de mercado dos 6 maiores players de vestuário do Japão


Fonte: Statista e BTG Pactual

Gráfico 13: Participação de mercado dos 6 maiores players de vestuário da Alemanha


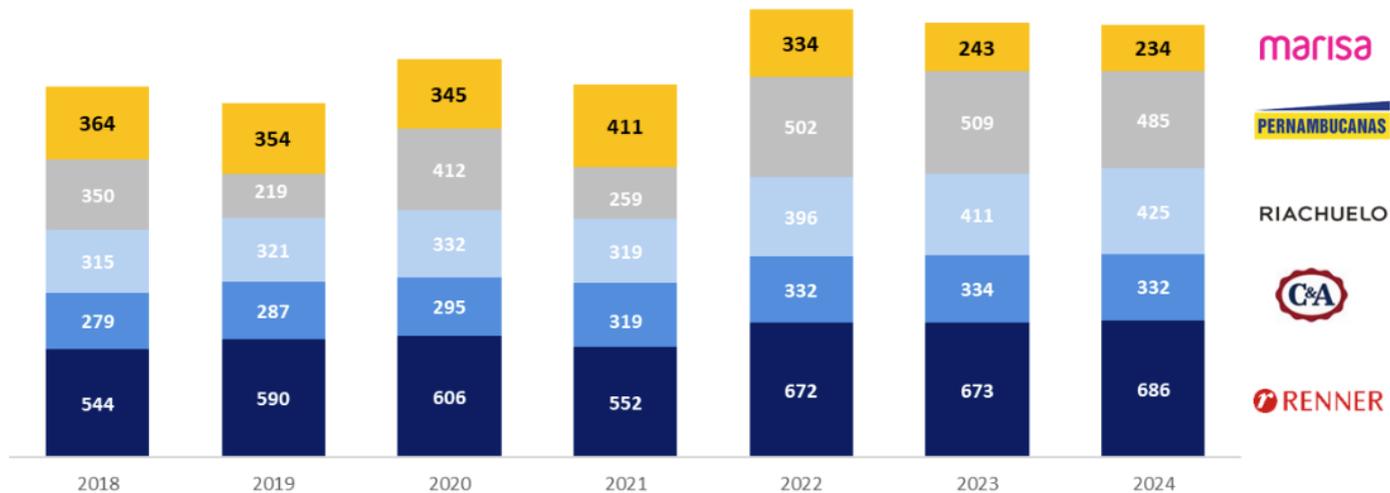
Fonte: Statista e BTG Pactual

Gráfico 14: Participação de mercado dos 6 maiores players de vestuário do Reino Unido


Fonte: Statista e BTG Pactual

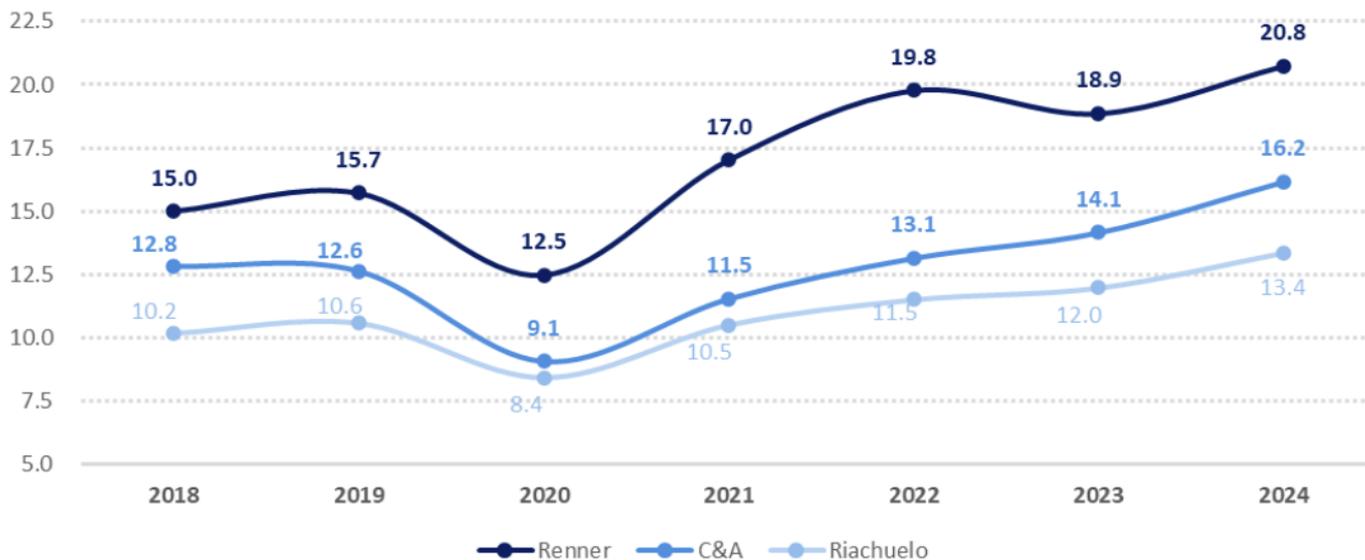
Ao estudar o setor de varejo de vestuário em países mais desenvolvidos e compará-lo com o Brasil, um fato impressionante é o quanto o mercado japonês é mais consolidado, enquanto o mercado nos EUA é o mais competitivo. Acreditamos que a fragmentação do mercado de vestuário brasileiro persistirá, mas diminuirá gradualmente nos próximos anos (como foi o caso nos últimos anos), com os players listados um passo à frente da concorrência.

No segmento de lojas de departamento, em 2024, a Renner era a líder com a maior presença (686 lojas), seguida pela Pernambucanas (485), Riachuelo (425), C&A (332) e Marisa (234).

Gráfico 15: Vestuário e calçados - Número de lojas por empresa


Fonte: Empresas, BTG Pactual

A Renner lidera em termos de produtividade (receita/m²/ano, excluindo receitas de fintech), encerrando 2024 com uma produtividade de R\$ 20,8 mil/m²/ano, seguida pela C&A (R\$ 16,2) e pela Riachuelo (R\$ 13,4 mil).

Gráfico 16: Produtividade - Vendas/m²/ano (R\$ 000')


Fonte: Empresas, BTG Pactual

Players internacionais: revolucionando a percepção de preço, mas enfrentando restrições fiscais

O Brasil é um país difícil para os varejistas estrangeiros fazerem negócios, e o setor de vestuário não é exceção. Obstáculos regulatórios, um sistema tributário complexo e gargalos logísticos têm feito com que até mesmo players internacionais de sucesso tenham dificuldade para ganhar tração no país.

Apesar desses desafios, algumas empresas globais intensificaram recentemente seus esforços no Brasil (notadamente Shopee, Shein, Temu e, mais recentemente, TikTok Shop). Entre elas, vemos a Shein como uma força cada vez maior no varejo local de vestuário. Estimamos que seu GMV no Brasil ultrapassou R\$ 15 bilhões em 2024, impulsionado por seu DNA digital, capacidade de atrair usuários para sua plataforma, ciclos de produção hiper-rápidos, preços ultrabaixos e ofertas de produtos baseadas em dados.

A rápida expansão da Shein pressionou as lojas de departamento tradicionais nos últimos anos. No entanto, dado seu foco nos consumidores de classe C/D, vemos um impacto maior nos players de menor porte. Mais recentemente, a Shein e outras plataformas internacionais enfrentaram uma forte desaceleração, já que os impostos de importação e o monitoramento mais rigoroso das encomendas internacionais favoreceram os varejistas locais. Essas medidas ajudaram a diminuir — embora não eliminar totalmente — a diferença de preços.

De acordo com nossas pesquisas proprietárias, aplicadas desde o início de 2024, em janeiro de 2024 a Shein Brasil operava com preços, em média, ~40% mais baixos do que os players nacionais (antes da implementação da Remessa Conforme e da tributação). No entanto, o cenário mudou desde a aplicação do imposto de importação de 20% e do ICMS de 20% sobre mercadorias <\$50. Em nossos dados mais recentes, de agosto de 2025, os preços da Shein estavam cerca de 9% abaixo dos players locais, conforme segue: 5% mais baratos que a Renner, 8% mais baratos que a Riachuelo e 12% mais baratos que a C&A.

Tabela 3: Pesquisa proprietária - Cesta por varejista (R\$)

Total Basket	Aug-25	Jun-25	Apr-25	Jan-25	Oct-24
Shein	834	847	829	806	765
Renner	879	869	869	889	919
Riachuelo	910	830	830	840	909
C&A	950	916	946	820	800
Zara	1,812	1,692	1,693	-	-
H&M	1,309	-	-	-	-

Fonte: BTG Pactual

Combinando seu modelo único com maior integração vertical na cadeia produtiva e uma das maiores fintechs do segmento (com a originação de crédito promovendo o crescimento no negócio de vestuário), a Riachuelo se beneficia de vantagens competitivas que lhe permitem oferecer preços competitivos e um modelo de reposição eficiente/ágil, possibilitando-lhe buscar crescimento sustentável e ganhos de participação de mercado, apesar da ameaça internacional.

Tese de investimento

Iniciamos a cobertura da Guararapes (GUAR, listada no Novo Mercado da B3), uma das maiores empresas do setor de moda brasileiro, reconhecida por seu modelo de negócios totalmente integrado, com uma recomendação de Compra e um preço-alvo para 2026 de R\$ 13, oferecendo um potencial de valorização de 37%.

Ao combinar um sólido valor de marca, infraestrutura de produção verticalmente integrada e uma das maiores fintechs do segmento (projetada para fomentar e aprimorar as operações de varejo de vestuário), a Guararapes está pronta para aproveitar as sólidas perspectivas de crescimento (CAGR do LPA de 28% entre 2024-30), beneficiando-se da recuperação das operações de varejo, da evolução das soluções omnicanal e de uma sólida perspectiva para a originação de crédito na Midway Financeira.

A Guararapes opera um negócio de varejo com 436 lojas físicas em todo o Brasil, 344 sob a marca Riachuelo (incluindo lojas FANLAB), 81 sob a marca Carter's (vestuário para bebês e crianças pequenas) e 11 sob a marca Casa Riachuelo (artigos para o lar), uma carteira de crédito de R\$ 5,6 bilhões na Midway Financeira e uma operação digital robusta, que representa cerca de 8% das vendas totais.

Nossa tese de investimento se baseia em: (i) a recuperação de seu negócio de varejo nos últimos trimestres, com melhorias "fáceis" a serem alcançadas; (ii) pipeline de expansão, com espaço para maior consolidação em um mercado altamente fragmentado; (iii) melhoria da penetração de crédito, com melhores níveis de inadimplência na Midway; e (iv) um valuation atraente. A GUAR é negociada a 8,2x o P/L para 2026, um desconto significativo em relação aos seus pares (a LREN é negociada a 9,7x e a CEAB a 10x), oferecendo um ponto de entrada atraente para os investidores.

Os pontos a seguir (discutidos em mais detalhes abaixo) resumem nossa tese de investimento. Na página 27, também apresentamos uma seção sobre riscos.

- 1. Varejo: oportunidades de evolução**
- 2. Plano de expansão, com amplo espaço para consolidação adicional em um mercado altamente fragmentado;**
- 3. Melhoria da penetração do crédito com melhores níveis de inadimplência na Midway;**
- 4. Valuation: ações negociadas com um desconto significativo em relação a outras empresas do setor;**

Varejo: oportunidades de evolução

O período da pandemia da COVID (2020) foi particularmente desafiador para a Guararapes (assim como para o restante do setor), interrompendo a dinâmica habitual da demanda no varejo de vestuário, paralisando as atividades de produção e distribuição e, naturalmente, trazendo efeitos negativos significativos para a produtividade da empresa. Após a pandemia, a empresa embarcou em uma longa reestruturação, com o objetivo não apenas de recuperar os níveis históricos de produtividade, mas também de melhorá-los em relação aos concorrentes.

Desde 2020, seu índice de vendas por metro quadrado aumentou cerca de 60%, atingindo R\$ 13,4 mil/m²/ano em 2024, refletindo seus esforços para melhorar a assertividade das coleções de moda, a capacidade de resposta (da produção à cadeia logística) e uma melhor repasse de preços.

Ainda assim, há muito espaço para melhorias. Conforme mostrado anteriormente no Gráfico 16, a produtividade da empresa permanece 17% abaixo da C&A e 35% abaixo da Renner. Assim, vemos algumas melhorias a serem alcançadas para a Guararapes nessa frente.

Gráfico 17: Produtividade da Riachuelo em comparação com seus pares



Fonte: Guararapes, C&A, Renner. BTG Pactual

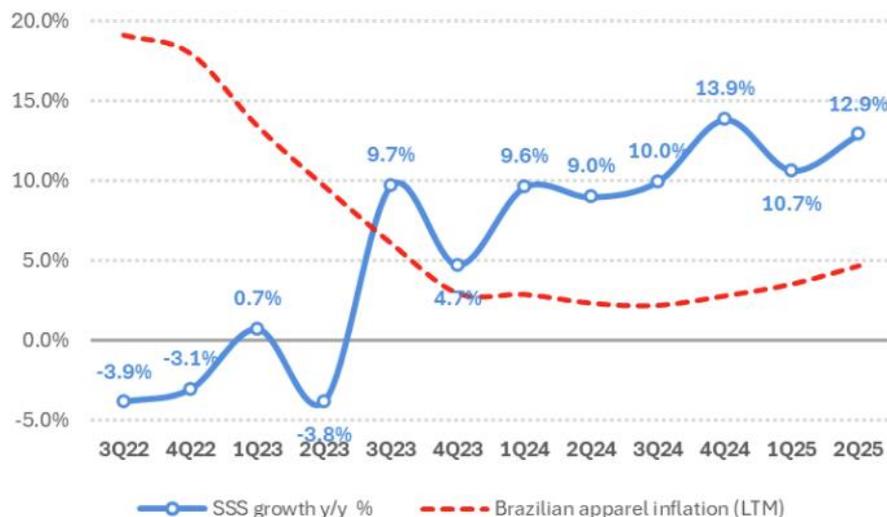
Entre as principais estratégias para a empresa continuar melhorando os níveis de produtividade, destacamos: melhorar o sortimento, calibrar a estratégia de preços (incluindo a redução de descontos), aumentar a penetração omnicanal, renovar lojas importantes e buscar a expansão da capacidade com melhoria dos números.

Do básico ao fast-fashion — ajustando a estratégia de sortimento

Um dos principais diferenciais da Guararapes é sua autonomia e expertise para desenvolver coleções seguindo as tendências dos consumidores brasileiros (algo que apenas alguns players têm feito de forma consistente no mercado local nas últimas décadas). Por exemplo, após sua reestruturação, a empresa conseguiu registrar oito trimestres consecutivos de aceleração do crescimento das vendas nas mesmas

lojas (SSS) (a/a) no negócio de varejo (e, desde o 3T23, bem acima da inflação do setor).

Gráfico 18: Guararapes - Crescimento das vendas no varejo (% a/a)



Fonte: Empresa, BTG Pactual

Dito isto, há uma margem considerável para melhorar o seu sortimento e capacidade de resposta, equilibrando a combinação entre artigos básicos de moda e ciclos de moda rápida.

Os itens básicos continuam sendo uma âncora para o tráfego consistente e margens estáveis, ao aprimorar o foco nas categorias-chave onde a demanda do consumidor permanece resiliente. Concentrar esforços nesses segmentos prioritários permitiria à empresa construir um patrimônio de marca mais forte, maximizando a produtividade.

Enquanto isso, uma segunda alavanca será melhorar a capacidade de resposta/expandir seus negócios de fast-fashion. Ao reduzir os prazos entre o design, a fabricação e a entrega nas lojas, a Riachuelo pode alinhar melhor o estoque com as preferências dos clientes e evitar os riscos de excesso de estoque ou grandes descontos.

Essa agilidade aprimorada também permitiria à empresa capturar tendências mais rapidamente, reforçando sua proposta de valor em um mercado que está se tornando cada vez mais dinâmico.

Os varejistas de fast fashion geralmente combinam prazos de entrega mais curtos, designs modernos e preços acessíveis, o que lhes dá várias vantagens sobre as lojas de departamento e lojas especializadas. Além disso, os players do fast fashion geralmente têm o maior ROIC/margem bruta em comparação com outros varejistas de vestuário.

Gráfico 19: Os players do fast fashion têm algumas das melhores combinações de margem/ROIC (2024)



Fonte: Empresas, BTG Pactual

Aprimorando o omnicanal, aproveitando a ampla base de lojas

O aprimoramento dos canais digitais será um fator-chave para a empresa impulsionar suas perspectivas de crescimento, ao mesmo tempo em que melhora suas margens. Em 2024, a penetração digital atingiu 8%. Como referência, a penetração digital da Renner foi de 15% no mesmo período.

Nessa jornada, as lojas físicas ainda desempenham um papel importante, enquanto os varejistas online verticais devem inovar continuamente para se manterem relevantes e lucrativos. No caso da Guararapes, consideramos que a empresa tem uma proposta de valor atraente, aproveitando sua ampla rede de lojas para oferecer uma verdadeira experiência multicanal aos consumidores. Consideramos que a GUAR poderia expandir os canais digitais de 8% em 2024 para ~20% em 2030.

Melhorando as margens no varejo, estabilizando os investimentos em promoções

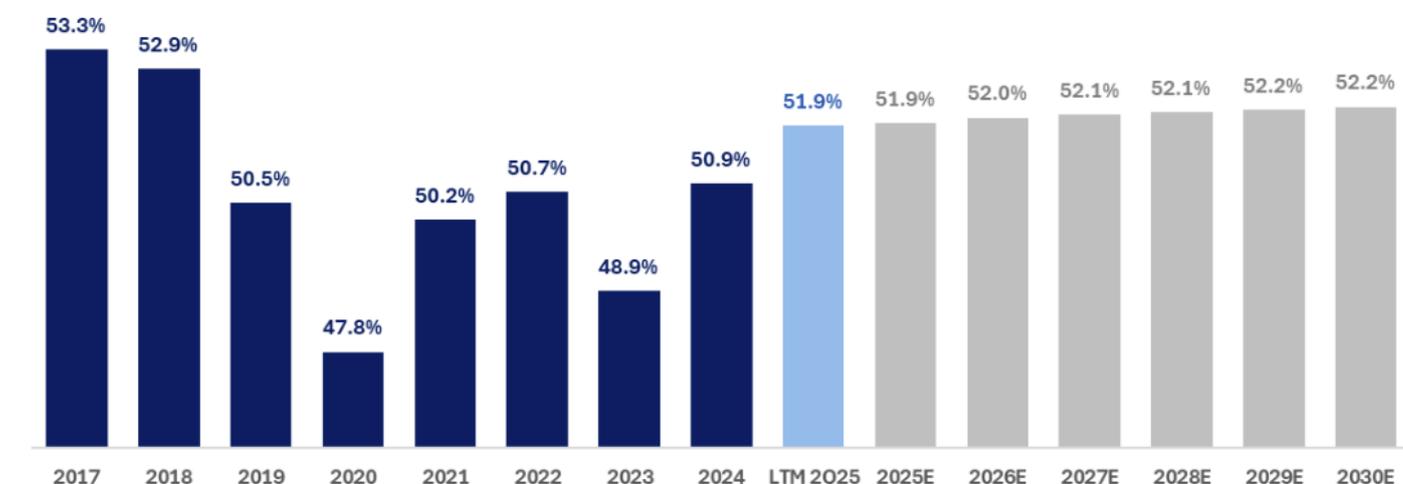
Até a pandemia da COVID, a divisão de varejo da Guararapes operava com margem bruta consistentemente acima de 50% (53,3% em 2017, 52,9% em 2018 e 50,5% em 2019). No entanto, após a pandemia, o negócio de varejo de moda foi altamente afetado, enfrentando intensa concorrência de players locais e internacionais, somada ao boom do e-commerce, trazendo pressão adicional às margens.

Especificamente em 2023, a margem bruta atingiu seu ponto mais baixo (excluindo 2020, ano em que a pandemia começou) em 48,9%, caindo 80bps a/a, impactada principalmente por: (i) maiores descontos e atividades promocionais; (ii) clima mais quente do que o esperado durante o inverno, o que levou a estoques mais altos; e (iii) menor eficiência na fábrica do Rio Grande do Norte, impactada pela implementação do novo sistema ERP.

A partir de 2024, a empresa começou a implementar iniciativas para aumentar a produtividade nas lojas, a eficiência da fábrica e a assertividade dos preços, o que levou a descontos menores e estoques mais saudáveis. Também começou a implementar o agrupamento de lojas, o que levou a uma melhoria no sortimento. Com isso, a margem bruta da operação de varejo melhorou 100bps a/a, para 50,9%, o nível mais alto desde 2018.

Com a implementação das iniciativas mencionadas, a margem bruta dos últimos 12 meses no varejo está em 51,9%, 100bps acima dos números de 2024. Em 2025, a Guararapes conseguiu aumentar a qualidade e o “aspecto fashion” de suas coleções, com um mix mais saudável de produtos, com itens de margem mais alta aumentando sua penetração. A integração entre a indústria e o varejo também é positiva, reduzindo o custo dos produtos vendidos e diluindo custos e despesas. Esperamos que essa tendência continue, com a margem bruta do varejo atingindo mais de 52% até 2030.

Gráfico 20: Guararapes - Margem bruta do varejo



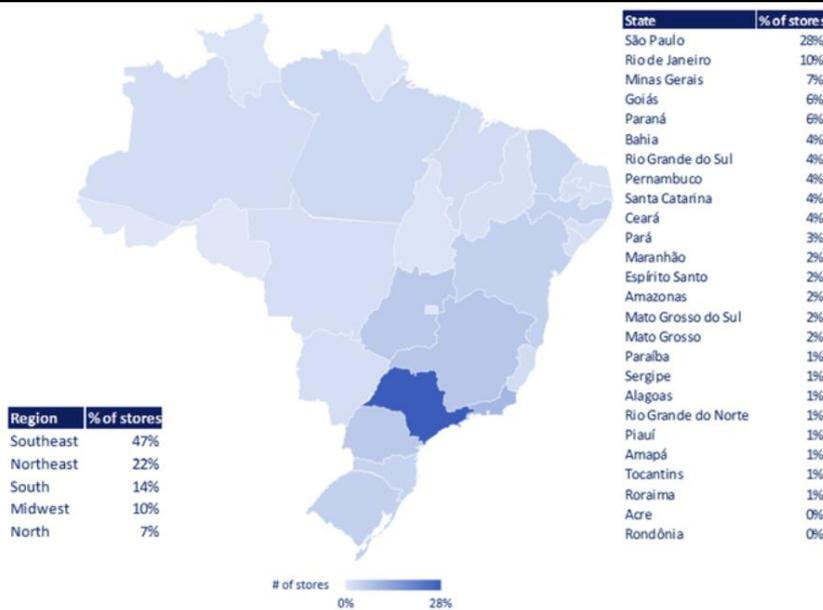
Fonte: Empresa, BTG Pactual

Espaço para maior consolidação em um mercado altamente fragmentado

De acordo com dados do 2T25, a marca Riachuelo possui 335 lojas no Brasil, sendo 85% delas localizadas em shopping centers. 47% das lojas estão localizadas na região Sudeste, seguida pelo Nordeste (22%), Sul (14%), Centro-Oeste (10%) e Norte (7%). A empresa não possui lojas em cidades com menos de 100 mil habitantes, enquanto 59% da base de lojas está localizada em cidades com renda média superior a R\$ 1,5 mil.

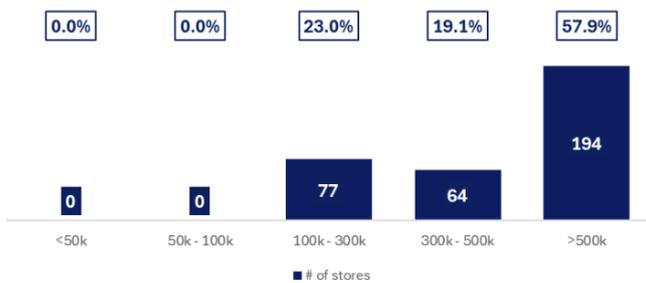
Das 319 cidades com mais de 100 mil habitantes no Brasil, a Riachuelo opera em apenas 158 delas, deixando um espaço de 161 cidades para crescimento. Quando analisamos especificamente a região Sudeste, a Guararapes opera em 71 cidades com mais de 100 mil habitantes, ainda deixando um espaço de 78 cidades.

Gráfico 21: Análise demográfica da Riachuelo



Fonte: Empresa, BTG Pactual

Gráfico 22: Número de lojas por tamanho da cidade



Fonte: Empresa e BTG Pactual

Gráfico 23: Número de lojas por renda média



Fonte: Empresa e BTG Pactual

Mais especificamente, das lojas em cidades com mais de 500 mil habitantes, 44% delas estão em cidades onde a renda média é superior a R\$ 2 mil, enquanto 32% estão em cidades com renda média entre R\$ 1,5 mil e R\$ 2 mil.

Gráfico 24: % de lojas por tamanho da cidade (habitantes) e renda média (R\$)



Fonte: BTG Pactual

Estimamos que o grupo Guararapes deverá abrir, em média, 15 lojas por ano nos próximos 4 anos, atingindo 521 lojas até 2030.

Gráfico 25: Número de lojas por marca



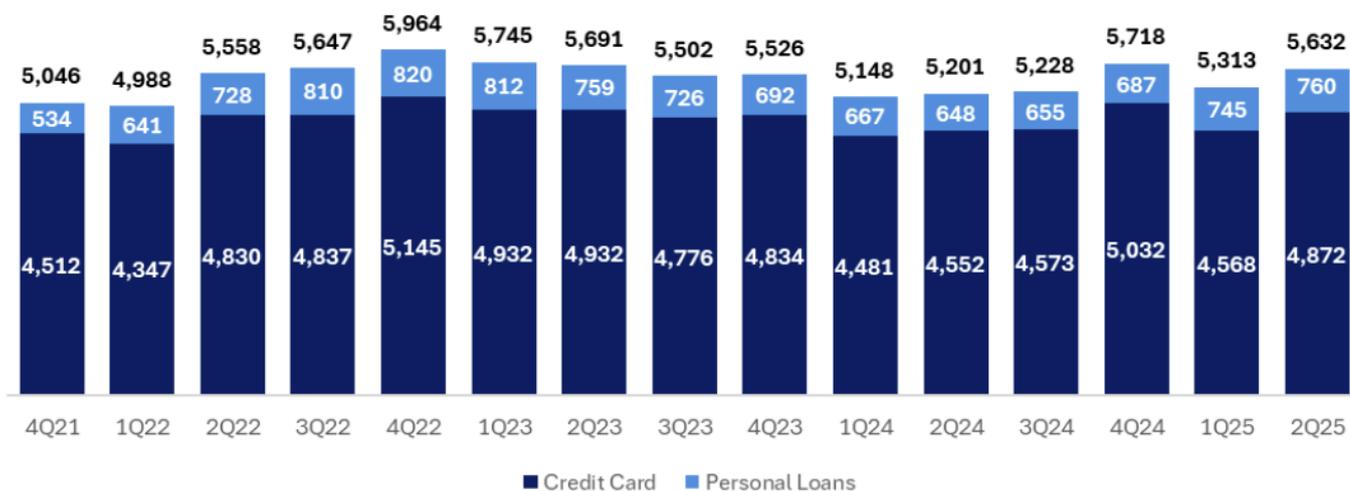
Fonte: Empresa, BTG Pactual

De acordo com a ABRASCE (Associação Brasileira de Shopping Centers), o Brasil tem mais de 650 shopping centers, enquanto a Guararapes está presente em cerca de 290 deles, ainda deixando espaço para uma maior expansão. Quando excluimos os cerca de 20 shopping centers que se concentram principalmente em clientes ultra-ricos, a empresa ainda tem potencial para entrar em cerca de 300 novos locais, excluindo lojas que estão fora dos shopping centers.

O segmento de moda também é altamente fragmentado no Brasil. Com um mercado total endereçável de R\$ 279 bilhões em 2024, estimamos que a participação no mercado de receita dos três principais players (Renner, C&A e Guararapes), excluindo plataformas internacionais, alcance apenas 13%, deixando espaço para uma maior consolidação.

Melhorando a penetração do crédito com melhores níveis de inadimplência na Midway

Em 2008, a GUAR fundou a Midway, sua operação de crédito ao consumidor. Atualmente, a Midway detém uma carteira de crédito de R\$ 5,6 bilhões (até 360 dias), com R\$ 4,9 bilhões provenientes de cartões de crédito (Cartão Riachuelo) e R\$ 760 milhões de empréstimos pessoais. A carteira total (até 540 dias) atingiu R\$ 6,1 bilhões no 2T25, sendo R\$ 5,3 bilhões de cartões de crédito e R\$ 847 milhões de empréstimos pessoais.

Gráfico 26: Carteira de crédito da Midway até 360 dias (R\$ milhões)


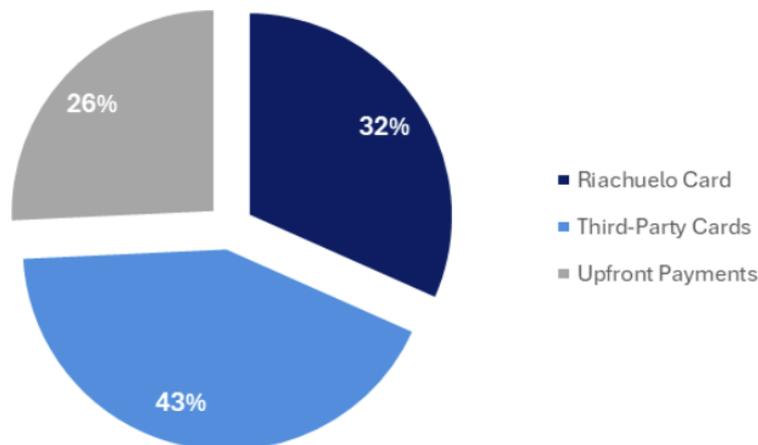
Fonte: Empresa, BTG Pactual

Como já escrevemos extensivamente, apesar do cenário de altas taxas de juros, o crédito continua sendo um fator-chave para as vendas no varejo. Desde 2014, a correlação entre concessão de crédito e vendas no varejo no Brasil atingiu 0,97. No entanto, para a Guararapes, a Midway não é apenas uma ferramenta para impulsionar as vendas no varejo, mas também uma unidade de negócios capaz de gerar sólida rentabilidade. O principal produto da Midway é o Cartão Riachuelo, oferecido nos modelos marca própria e outras bandeiras.

O cartão de marca própria é exclusivo para compras na Riachuelo (ou dentro do ecossistema Guararapes, como o Midway Mall ou seu site). Ele não possui uma marca de rede (Visa, Mastercard, Elo) e só pode ser usado nos terminais da própria empresa. Esse produto normalmente tem margens financeiras mais altas, uma vez que não há taxas de intercâmbio e as taxas de juros são mais altas, tornando-o o principal produto de crédito da Midway.

Os cartões de outras bandeiras são cartões de crédito com a marca da rede (Visa, Mastercard, Elo) emitidos pela Midway. Esses cartões funcionam como cartões de crédito comuns, aceitos em qualquer estabelecimento comercial, e não são necessariamente co-branded no sentido de uma parceria de marketing com terceiros. Em vez disso, eles são efetivamente co-branded com a própria Riachuelo, oferecendo benefícios vinculados ao varejista, como planos de parcelamento especiais e descontos.

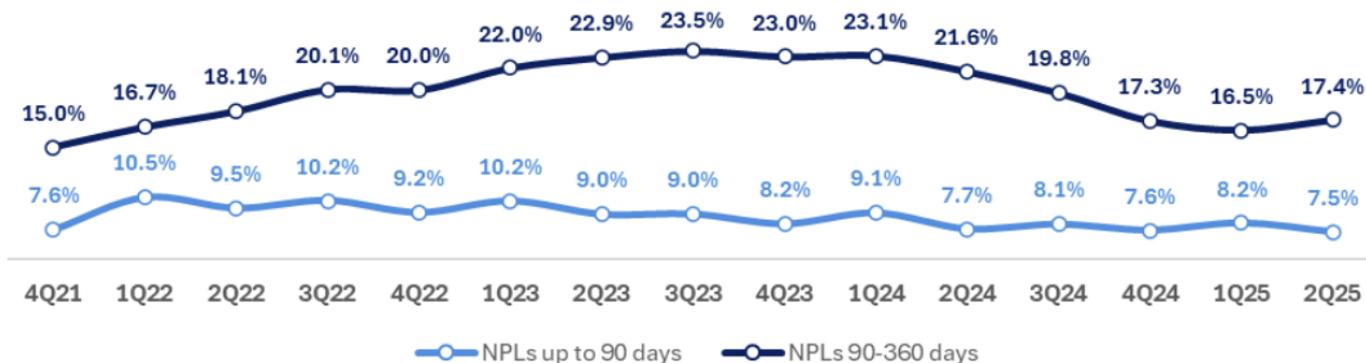
No final do 2T25, a Midway tinha 4,5 milhões de cartões de crédito ativos (contra 4,7 milhões da Renner). A penetração do cartão de crédito como porcentagem das vendas no varejo continua em níveis mais altos (embora ligeiramente abaixo do passado). No 2T25, o Cartão Riachuelo atingiu 32% de penetração nas vendas no varejo, acima da Renner (29%) e da C&A (28%).

Gráfico 27: Formas de pagamento - 2T25


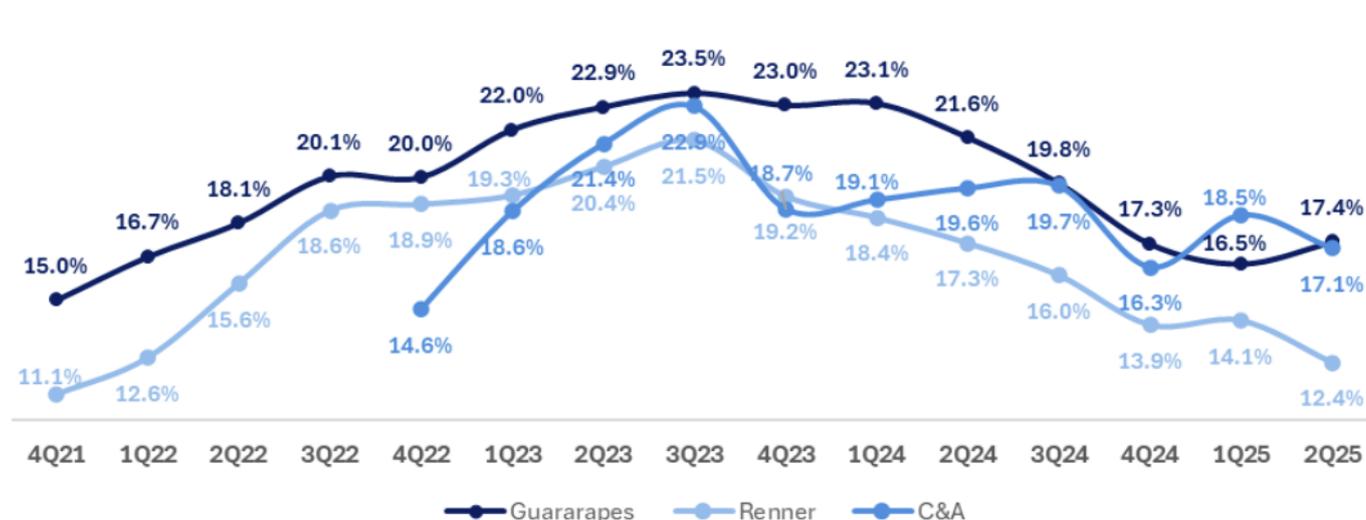
Fonte: Empresa, BTG Pactual

Após um aumento na originação de crédito durante os dois primeiros anos da pandemia, como alternativa para evitar uma queda no consumo, os varejistas enfrentaram uma disparada nos índices de inadimplência quando as taxas de juros brasileiras subiram de 2% para cerca de 14% em um período de 1,5 ano. Isso teve um impacto direto nos resultados financeiros, o que levou a uma abordagem mais conservadora por parte das divisões de financiamento ao consumidor nos anos seguintes. Atualmente, apesar das taxas de juros ainda altas, em 15%, as empresas têm carteiras de crédito mais limpas após melhorar suas metodologias internas de análise de dívidas, originação de crédito e cobrança, mantendo a racionalidade na expansão de suas carteiras.

A Guararapes também seguiu essa tendência. Os níveis de inadimplência de 90 a 360 dias aumentaram 8 p.p., de 15% no 4T21 para 23% no 4T23. Desde então, a empresa adotou uma abordagem mais conservadora na concessão de crédito, com a carteira de crédito de até 360 dias aumentando apenas 2% em relação ao 4T23. Os níveis de inadimplência de 90 a 360 dias ficaram em 17,4% no 2T25, uma queda sólida de 4,3 p.p. a/a, enquanto os a inadimplência <90 dias caíram 20bps a/a, para 7,5%, retornando a níveis mais saudáveis.

Gráfico 28: Evolução da inadimplência para a Midway


Fonte: Empresa, BTG Pactual

Gráfico 29: Fintechs de varejistas de vestuário – inadimplência de 90 a 360 dias


Fonte: Empresas, BTG Pactual

Nos últimos trimestres, a Midway tornou-se mais conservadora na aprovação de créditos, enfatizando a rentabilidade em seus negócios de crédito.

Nos últimos 12 meses, a Midway registrou receita bruta de R\$ 2,6 bilhões, sendo 68% proveniente de receitas de cartão de crédito, 24% de empréstimos pessoais e 8% de outras comissões. O EBITDA ajustado da divisão de financiamento ao consumidor atingiu R\$ 447 milhões (27% do EBITDA consolidado), com uma margem de 18%.

Projetamos um crescimento médio de 9% para a receita líquida da Midway nos próximos 4 anos, enquanto a operação deve atingir R\$ 751 milhões de EBITDA (29% do valor consolidado) e margem EBITDA de 20% até 2030.

Tabela 4: Números da Midway (R\$ milhões)

Midway - P&L	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Gross Revenues	2,492	1,978	1,745	2,316	2,369	2,432	2,670	2,955	3,203	3,470	3,723	3,993
Growth y/y	16.1%	-20.6%	-11.8%	32.7%	2.3%	2.7%	9.8%	10.7%	8.4%	8.3%	7.3%	7.3%
Tax deductions	(136)	(109)	(102)	(126)	(123)	(133)	(147)	(163)	(177)	(192)	(206)	(221)
% of gross revenues	-5.5%	-5.5%	-5.8%	-5.4%	-5.2%	-5.5%	-5.5%	-5.5%	-5.5%	-5.5%	-5.5%	-5.5%
Net Revenues	2,356	1,869	1,643	2,191	2,246	2,300	2,523	2,791	3,026	3,278	3,517	3,773
Growth y/y	16.0%	-20.7%	-12.1%	33.3%	2.5%	2.4%	9.7%	10.7%	8.4%	8.3%	7.3%	7.3%
PDA net of recovery and discount	(1,193)	(1,039)	(467)	(1,234)	(1,354)	(1,157)	(1,249)	(1,382)	(1,490)	(1,606)	(1,715)	(1,830)
% of net fin. revenues	-50.6%	-55.6%	-28.4%	-56.3%	-60.3%	-50.3%	-49.5%	-49.5%	-49.3%	-49.0%	-48.8%	-48.5%
Result from financial operation	1,163	830	1,177	956	892	1,143	1,274	1,410	1,535	1,672	1,803	1,943
Operating expenses	(737)	(832)	(787)	(834)	(717)	(786)	(822)	(909)	(985)	(1,051)	(1,110)	(1,172)
% of net fin. revenues	-31.3%	-44.5%	-47.9%	-38.1%	-31.9%	-34.2%	-32.6%	-32.6%	-32.6%	-32.1%	-31.6%	-31.1%
Other operating income and expenses	40	0	0	(98)	20	48	(13)	(15)	(16)	(18)	(19)	(20)
% of net fin. revenues	1.7%	0.0%	0.0%	-4.5%	0.9%	2.1%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
Other adjustments	-	-	35	98	-	-	-	-	-	-	-	-
Adjusted EBITDA	466	(2)	425	123	195	404	439	486	534	603	673	751
% of net fin. revenues	19.8%	-0.1%	25.8%	5.6%	8.7%	17.6%	17.4%	17.4%	17.6%	18.4%	19.1%	19.9%

Fonte: BTG Pactual

Além dos produtos de crédito, a Midway também oferece uma conta digital que fornece um conjunto abrangente de serviços financeiros diários, como transferências “pix”, pagamentos de contas, saldos de contas remuneradas e recargas de celular. Ao oferecer essas soluções por meio de canais digitais totalmente integrados, a empresa fortalece o envolvimento do cliente e amplia seu relacionamento.

Além disso, há um potencial significativo no uso de um sistema de CRM aprimorado para explorar uma base histórica de aproximadamente 30 milhões de cartões, dos quais apenas 4,5 milhões estão ativos.

Além disso, o CRM da Midway também pode apoiar a Riachuelo, reengajando clientes inativos e aumentando a frequência. A empresa tem trabalhado em iniciativas e refinado sua abordagem, oferecendo, por exemplo, cashback em vez de descontos para a primeira compra com o cartão de crédito e campanhas de marketing conjuntas. Por fim, eles estão implementando um FIDC — um fundo de recebíveis de crédito — para financiar sua carteira de empréstimos pessoais, com o objetivo de melhorar a eficiência tributária.

Valuation: ações negociadas com um desconto significativo em relação a outras empresas do setor

Iniciamos a nossa cobertura de Guararapes com uma recomendação de Compra. Nosso preço-alvo para 2026 é de R\$ 13 (37% de potencial de valorização), com base no modelo DCF, assumindo um custo de capital próprio de 12,8% (em dólares) e uma taxa de crescimento de longo prazo de 5,5% (também em dólares).

Fundamentação por trás de nossas estimativas

- **Expansão das lojas:** média de 15 lojas/ano entre 2025 e 2030, com capex por nova loja de cerca de R\$ 2,5-4 milhões.
- **Margem bruta:** Margem bruta de varejo passando de 50,9% em 2024, expandindo gradualmente para 52,2% em 2030.

- **EBITDA:** O EBITDA ajustado (pós-IFRS 16) crescerá 10% ao ano até 2030, com margens de 15,6% em 2025 e 16,8% no longo prazo (2030).
- **Resultado líquido:** O lucro líquido crescerá 28% ao ano no mesmo período (2024-2030).

Nossa tese de investimento se baseia em: (i) sólida recuperação de seus negócios de varejo, com melhorias “fáceis” a serem alcançadas; (ii) pipeline de expansão, com espaço para maior consolidação em um mercado altamente fragmentado; (iii) melhoria da penetração de crédito, com melhores níveis de inadimplência na Midway; e (iv) um valuation atraente.

A GUAR é negociada a 8,2x P/L para 2026, um desconto considerável em relação à LREN (9,7x P/K para 2026) e à CEAB (10x P/L para 2026), oferecendo um ponto de entrada atraente para os investidores.

Gráfico 30: Varejo de vestuário brasileiro

	Mkt cap. (R\$mn)	P/E			EV/EBITDA			Δ% in the period YTD	ADTV (R\$mn)
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E		
Guararapes <small>GUARARAPES CONFECÇÕES SA</small>	4,727	10.6x	8.2x	6.8x	3.9x	3.7x	3.4x	53%	9.1
RENNER	16,873	11.1x	9.7x	8.1x	6.0x	5.3x	4.7x	31%	217.8
VIVARA	6,862	10.5x	9.6x	7.9x	7.9x	6.3x	5.2x	51%	75.1
CA	5,410	11.9x	10.0x	8.4x	4.3x	3.6x	3.1x	118%	72.0
AZZAS	6,593	8.3x	7.1x	5.5x	4.3x	3.7x	3.0x	8%	59.2
GRUPO SBF	3,243	8.1x	6.5x	5.3x	5.0x	4.3x	3.6x	24%	30.6
TRACK & FIELD	2,666	17.4x	14.5x	11.5x	11.0x	8.9x	7.2x	96%	9.4
VULCABRAS	5,413	9.3x	8.3x	7.0x	7.1x	6.3x	5.3x	27%	26.5

Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Principais riscos

Macro: PIB e a desaceleração do consumo

Não há dúvida de que o setor de varejo é um dos mais “macro-relacionados” da economia. Assim, a Guararapes está exposta às mudanças no cenário macroeconômico. Como a empresa está mais exposta às famílias de baixa/média renda, qualquer restrição no consumo afeta diretamente as divisões de varejo e de financiamento ao consumidor.

De acordo com nossos estudos recentes, as vendas no varejo têm uma correlação de 0,97 com a concessão de crédito, enquanto as taxas de juros têm uma correlação de 0,73 com os níveis de inadimplência. Assim, o atual ciclo de aperto da política monetária (com a SELIC em 15% ao ano) deve impactar a atividade econômica. Especificamente para a Guararapes, apesar de vários fatores microeconômicos influenciarem os

resultados, observamos uma correlação de 0,86 entre as vendas e o PIB desde 2018.

De acordo com nossa equipe macroeconômica, a desaceleração esperada se intensificou recentemente, com os níveis de confiança e os indicadores de gastos com cartão de crédito em queda em julho. Apenas R\$ 64 bilhões em pagamentos de dívidas determinados pela Justiça em julho foram destinados a credores com maior propensão a consumir, reduzindo o impacto potencial sobre o consumo das famílias. Em contrapartida, o crédito dedutível da folha de pagamento do setor privado, que apresentou números muito fracos nos primeiros três meses do programa, parece ter acelerado em julho. Mesmo assim, o nível provável para julho (R\$ 10 bilhões) está abaixo da projeção inicial do programa (R\$ 15 bilhões por mês).

Enquanto isso, os dados de crédito continuam a mostrar novos desembolsos mais lentos, maior inadimplência e custos de empréstimos crescentes. Os empréstimos dedutíveis da folha de pagamento do setor privado continuam decepcionantes, com volumes abaixo das expectativas e taxas de juros muito altas. Esperamos que essa modalidade ganhe força a partir do segundo semestre de 2025, dependendo da resolução dos gargalos operacionais.

Nosso indicador de momento de crédito está em território restritivo desde o primeiro trimestre de 2025 e continua em queda, em consonância com os efeitos cumulativos e defasados da política monetária. Estamos preocupados com o nível de inadimplência das famílias e o peso do serviço da dívida nesta fase do ciclo. A correlação entre o crescimento a/a da renda salarial real agregada e o peso do serviço da dívida das famílias foi negativa (-0,56) entre 2013 e 2019, mas tornou-se surpreendentemente positiva (+0,85) a partir de 2020, talvez refletindo uma maior inclusão financeira e o aumento da concorrência no setor bancário. Essa profunda transformação deixou a economia mais alavancada, aumentando significativamente os riscos em caso de uma reversão cíclica.

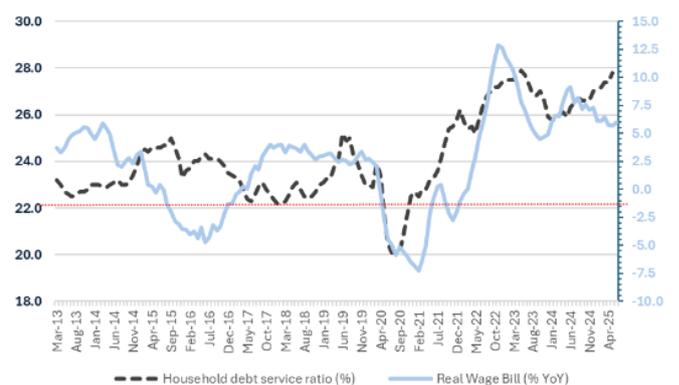
No geral, nossa equipe macroeconômica espera uma desaceleração ainda maior na criação de empregos, com o setor formal gerando apenas 200 mil novos empregos no segundo semestre de 2025 e a criação de empregos formais no ano inteiro atingindo 1,4 milhão, uma queda de 16,7% em relação aos 1,7 milhão criados em 2024, enquanto vemos riscos de queda para nossas projeções de crescimento do PIB de 1,9% para 2025 e 1,5% para 2026.

Gráfico 31: Momento de crédito



Fonte: Média móvel de 3 meses da variação mensal na soma dos fluxos acumulados de concessões (+)

Gráfico 32: Crescimento da renda familiar e endividamento



Fonte: BCB, IBGE e BTG Pactual

Tabela 5: Correlações do crescimento da receita com variáveis econômicas

Correlations	Ecommerce			Retail Fashion							Food Retail			Pharma Retail				Other Retail			Sector
	MELI	MGLU	BHIA	LREN	CEAB	AZZA	VIVA	SBFG	VULC	TFCO	ASAI	GMAT	PCAR	RADL	PNVL	PGMN	NATU	SMFT	PETZ	LIQQ	
x GDP	-0.30	-0.18	0.19	0.77	0.79	0.68	0.86	0.71	0.77	0.78	-0.28	-0.44	-0.32	0.69	0.67	0.42	0.12	0.81	-0.05	0.07	0.73
x CDI	-0.61	-0.82	-0.49	-0.12	-0.05	0.47	0.00	-0.26	-0.11	-0.15	-0.14	-0.45	-0.33	0.01	0.36	0.60	-0.63	0.05	-0.72	-0.63	-0.19
x IPCA	0.30	-0.37	-0.11	0.41	-0.37	0.48	-0.47	-0.44	0.45	0.41	-0.01	0.19	-0.76	0.40	0.70	0.11	-0.12	-0.42	-0.24	-0.11	0.35
x Selic	0.60	-0.81	-0.47	-0.12	0.05	0.45	0.00	0.26	-0.11	-0.15	-0.13	0.45	-0.32	-0.01	0.34	0.61	-0.62	-0.05	0.72	0.63	-0.19
x FX	-0.05	-0.10	0.25	-0.01	-0.79	0.36	-0.83	-0.08	0.08	-0.05	-0.23	0.08	0.00	-0.26	-0.13	0.32	0.07	-0.70	-0.44	-0.47	0.02
x Unemployment	-0.51	0.77	0.50	0.24	-0.16	0.07	-0.15	-0.39	0.27	0.28	0.37	-0.56	0.02	0.18	-0.06	-0.45	0.60	-0.11	-0.89	-0.68	-0.12
x Uncertainty	-0.61	0.53	0.32	-0.21	0.25	0.89	0.39	0.09	-0.17	-0.23	0.36	-0.36	0.22	-0.34	-0.49	-0.32	0.27	0.37	-0.52	-0.42	-0.24
x Purchase Intention	-0.58	-0.59	-0.59	-0.31	-0.25	-0.75	-0.24	-0.47	-0.41	-0.12	-0.43	-0.33	0.30	-0.21	-0.16	0.07	-0.52	-0.12	-0.86	-0.69	0.19
x Consumer Confidence	-0.43	-0.35	-0.28	-0.13	-0.07	-0.59	0.01	-0.27	-0.20	-0.12	-0.24	-0.18	0.23	0.03	0.03	0.18	-0.26	0.03	-0.65	-0.52	0.33
x Household debt	0.44	-0.78	-0.36	0.07	-0.12	0.74	-0.21	-0.02	0.10	0.05	-0.27	0.65	-0.44	0.09	0.46	0.58	-0.55	-0.14	0.51	0.42	0.22
x Credit concession	0.53	-0.25	-0.02	0.76	-0.74	0.23	-0.83	-0.70	0.72	0.77	-0.24	0.24	-0.54	0.72	0.73	0.13	0.02	-0.83	-0.10	-0.06	0.65
x PMC Retail	0.20	-0.60	-0.17	-0.02	-0.07	-0.10	-0.11	0.09	0.02	-0.03	-0.37	0.37	-0.14	-0.10	0.21	0.51	-0.37	0.00	0.62	0.35	0.10
x 1Y CDS	-0.20	0.01	0.13	-0.28	0.30	0.38	0.39	0.32	-0.26	-0.36	-0.01	-0.06	0.02	-0.47	-0.36	-0.10	0.25	0.36	0.00	-0.25	-0.13
x 5Y CDS	-0.38	0.19	0.30	-0.31	0.34	0.71	0.38	0.28	-0.22	-0.40	0.40	-0.21	-0.15	-0.35	-0.23	0.06	0.25	0.43	-0.34	-0.30	-0.04
x 10Y CDS	-0.35	0.10	0.26	-0.29	0.31	0.73	0.43	0.25	-0.19	-0.39	0.36	-0.10	-0.21	-0.33	-0.16	0.11	0.20	0.40	-0.31	-0.28	-0.03

Fonte: IBGE, Bloomberg e BTG Pactual

Crédito: deterioração dos níveis de inadimplência na Midway

A Midway está exposta principalmente ao risco de crédito, como divisão de financiamento ao consumidor. Após a pandemia, quando as taxas de juros dispararam, os níveis de inadimplência foram consideravelmente afetados, com a inadimplência de 90 a 360 dias aumentando 8 p.p., de 15% no 4T21 para 23% no 4T23.

A carteira está mais saudável agora, após as iniciativas da empresa para melhorar o acompanhamento da inadimplência e as cobranças. No entanto, com a SELIC em 15% e os níveis de inadimplência apresentando uma correlação de 0,73 com as taxas de juros, de acordo com nossa análise, isso continua sendo uma preocupação, trazendo riscos para a tese de investimento.

Tabela 6: Variáveis macroeconômicas e vendas no varejo (correlações)

Correlation	Credit Offering	Interest Rates	Delinquency	Debt Service	Retail Sales
Credit Offering	1.00	-0.17	-0.12	0.76	0.97
Avg. Interest Rates	-0.17	1.00	0.74	0.23	-0.23
Delinquency	-0.12	0.74	1.00	0.25	-0.20
Debt Service	0.76	0.23	0.25	1.00	0.72
Retail Sales	0.97	-0.23	-0.20	0.72	1.00

Fonte: BTG Pactual

Cenário competitivo: agressividade renovada da Shein/Shopee

Desde a pandemia, o segmento de varejo de moda foi um dos mais afetados do setor, com a concorrência de players internacionais, o crescimento exponencial do e-commerce e, mais recentemente, a redução dos gastos dos consumidores.

Até meados de 2024, players como a Shein estavam superando o setor, operando com grandes descontos, beneficiando-se principalmente de uma carga tributária mais “flexível”. No entanto, desde agosto de 2024, a isenção de impostos de importação para remessas internacionais de até US\$ 50 entre pessoas físicas foi revogada, com a cobrança de um imposto de importação de 20%, somado a um ICMS de 17% (posteriormente atualizado para 20%).

A nova carga tributária para plataformas internacionais deixou um campo de atuação mais nivelado para os players locais. Enquanto a Shein alcançou descontos de até 40% em relação aos preços dos players locais em janeiro de 2024, em nossos dados mais recentes, os preços da Shein estavam ~9% abaixo, conforme segue: 5% mais baratos que a Renner, 8% mais baratos que a Riachuelo e 12% mais baratos que a C&A.

No entanto, discussões recentes trouxeram à tona a possibilidade de revogar o imposto de importação, devido ao impacto político negativo da medida (já que as plataformas internacionais tiveram que aumentar os preços). Embora não haja uma decisão clara no horizonte, essa medida certamente afetaria os varejistas de moda locais, pressionando as vendas e intensificando o efeito de redução do consumo por parte dos consumidores.

Risco de execução: Atrasos na implementação digital/omnicanal

A implementação da estratégia omnicanal é um dos principais temas. Olhando para exemplos inspiradores em todo o setor, as melhorias omnicanal permitiram uma melhor integração do estoque, otimizando a disponibilidade nos canais online e físicos, ao mesmo tempo em que possibilitaram um repasse melhor de preços.

No entanto, isso exige investimentos, assertividade e tempo. Em alguns casos, um crescimento exagerado do negócio digital pode levar a margens estruturalmente mais baixas, o que não é o objetivo da empresa, o que nos leva a ver isso como um dos riscos para a tese.

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 pretende ser uma declaração completa ou 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

