


Americanas – questionamentos sobre contabilidade abrem grande prejuízo contábil no 4T22, valor ainda indeterminado.

 analise.orama.com.br/blog/2023/01/12/americanas-questionamentos-sobre-contabilidade-abrem-grande-prejuizo-contabil-no-4t22-valor-ainda-indeterminado/

Phil Soares, CFA

12 de janeiro de 2023

AMER3

Americanas – questionamentos sobre contabilidade abrem grande prejuízo contábil no 4T22, valor ainda indeterminado.

Participamos do call com o Sérgio Rial acerca da situação das Americanas depois do anúncio das inconsistências fiscais. Em suma, ao longo dos anos, Rial afirma que muitos dos lançamentos que deveriam ter sido contabilizados como endividamento financeiro, foram na verdade contabilizados como fornecedores. Quando ocorrer a reclassificação, o endividamento financeiro da empresa deve subir bastante, e com isso a alavancagem. 93% do endividamento da companhia não é sujeito a covenants, então a companhia não deve ter acionamento de cláusulas de vencimento antecipado. Resta agora negociar com os bancos, que podem adotar uma postura amigável, ou uma postura agressiva, de cobrança antecipada e judicialização. Além disso, tivemos também um número de desembolsos que, ao invés de serem lançados como despesa financeira, foram lançados no balanço. A reclassificação destes deve gerar um prejuízo contábil expressivo, com redução substancial do patrimônio líquido. A empresa precisará de um aumento de capital (uma captação) para reestabelecer índices de alavancagem razoáveis depois das reclassificações.

Rial afirma que, pelo que verificou, não há obrigações não registradas no balanço. Não sabe dizer se terão novas surpresas pela frente. Rial permanecerá como advisor dos acionistas de referência. Afirma que os impostos têm sido quitados em dia e adequadamente. Ele não fornece estimativas de como a alavancagem da companhia ficará depois da reclassificação, nem do tamanho do aumento de capital que deverá ser feito pela empresa.

Aqui na Órama nós vemos muita incerteza pela frente. **Entendemos que não é adequada a entrada ou aumento de posição no papel.** Aos clientes que são hoje detentores das ações, recomendamos a liquidação da posição. O ativo neste momento (10h20) se encontra em leilão, acumulando 75% de queda em relação ao fechamento da quarta feira.

Resumo do call com Sérgio Rial, realizado às 9h00:

Problema é endêmico do negócio, tendo início na década de 90, na operação de varejo Centro – operação de risco sacado, que não era reportada como dívida financeira. Discussão do passivo – é dívida ou fornecedor? Liberalidade do auditor foi fundamental na classificação destes lançamentos. Nas cartas de circularização veiculadas aos bancos, essa fatia do risco sacado não era considerada endividamento financeiro.

Americanas – pós follow on tinha estrutura de capital razoável, com crescimento relevante. Sergio, como se deu conta do problema com somente 9 dias? Primeiramente, a cultura da empresa não parecia uma de transparência e discussão das questões da empresa – primeiro sinal.

Capacidade da empresa de monetizar impostos – crédito tributário – é um ponto importante da empresa. Sérgio inicialmente focou nos motores de geração de caixa da empresa – por isso focou nas contas de fornecedores e financiamento. Primeiro ponto: classificação de risco sacado em fornecedores é equivocada, visto que o passivo é contra o banco, não contra o fornecedor. Em seguida, se questiona: onde estão registradas as despesas financeiras? Na primeira análise, o indício é de que este custo financeiro não estava contemplado na rubrica de despesas financeiras, conforme deveria. A despesa financeira, segundo os indícios examinados, estava sendo lançada como redutora da conta fornecedores.

Estas inconsistências foram observadas ao longo de vários exercícios fiscais; vários anos.

O problema, na opinião do Rial é de controles insuficientes, num ambiente de crescimento rápido. Entendimento errado da natureza do débito do risco sacado – que, para o Rial, configura endividamento bancário.

Os 20 bilhões não estão fora do balanço, muito provavelmente. Estão classificados em diferentes rubricas no balanço. A estrutura de capital da Americanas está claramente mais alavancada do que parece, e por isso precisarão de mais capital para reequilibrar.

A companhia não tem problemas de crédito, não tem inadimplência no balanço. A Americanas tem funcionado bem.

Porque saiu? Rial mencionou 3 pontos na sua decisão de aceitar a proposta.

1 – Quando você entra numa companhia, você precisa ter uma noção rápida do estado em que se encontra. Em qualquer negócio com margem baixa, a gestão precisa ser muito cuidadosa, porque a margem curta não dá espaço pra Americanas reforçar o balanço. Balanços de empresas em negócios com margem baixa tendem a não ser muito robustos. A companhia estava crescendo bem rápido no 1S22, já no 2S22 deu uma desacelerada.

2 – Achou inconsistências materiais e se preocupou em ser diligente. Protocolo pra informar o conselho – no mesmo dia informou o chairman, no próximo dia falou com o conselho inteiro. Chegaram rapidamente à conclusão de que isso teria que ser divulgado.

3 – Rial menciona que não tem obrigação de continuar na Americanas, mas tem a obrigação de informar o mercado. Rial deve continuar como advisor dos acionistas de referência.

Perguntas e Respostas

P Sabe dizer como esta a estrutura hoje? Qual a consequência p os covenants?

R 92% da dívida da Americanas é livre de covenant. Balanço do 4T22 deve ser adiado em função desses acontecimentos. Pipeline corrente de endividamento está com pagamento garantido pelo caixa atual no curto prazo. Ele não tem uma perspectiva de como os 20 bi serão realocados, e como o endividamento financeiro deve aumentar. Guidance de capex será reduzido de 2,1bi para 0,8bi. No capital de giro, os 160 dias de estoque atual deverão ser reduzidos para 76, que junto com outras medidas nas vendas de eletrônicos, deverão disponibilizar mais R\$ 1 bi de caixa. Otimização tributária entre online e offline deve também liberar um caixa importante. O mais importante será a reação dos bancos. Ele espera que será concedida proteção a credores (RJ talvez, ou extrajudicial) para que essa reestruturação seja feita.

P Qual o impacto no lucro? Tem outras rubricas afetadas?

R Ele afirma que não necessariamente está falando de fraude. Ele não sabe afirmar se ainda terão outras surpresas em outras rubricas. Ele afirma que a cultura da empresa, apesar de não ser transparente, não é uma cultura tóxica. Resultados sobreavaliados geraram bônus que foram, por sua vez reinvestidos. Cerca de 100 pessoas no top management da empresa tinham todas as suas economias investidas na ação.

P Quais foram as razões de você escolher a Americanas? Como você olhava o setor? Qual a sua opinião sobre o setor e a companhia hoje?

R Primeira razão foi se associar a fundadores admiráveis, que formaram uma cultura muito boa, com capacidade de competição global. Segundo, viu oportunidade. No varejo, o modelo híbrido é o melhor, num ambiente com muitas plataformas digitais. Desafio intelectual de botar o modelo pra gerar caixa e dar lucro.

P Qual o tamanho que você estima para o novo aumento de capital?

R O patrimônio líquido será impactado em alguma magnitude, e será necessário um aumento de capital – uma nova captação. Mas não sabe dizer qual será o tamanho. Não vê impacto de curto prazo no caixa, a menos que os bancos resolvam adotar uma postura de cobrança antecipada das dívidas.

P Como que os R\$ 20 bi podem estar majoritariamente na rubrica fornecedores, se o tamanho da conta é R\$ 5 bi?

R Tem diversos lançamentos que são redutores da conta fornecedores, que deveriam ter ido para o DRE, e/ou posteriormente para o patrimônio líquido. 15bi de fornecedores é 1 ano de financiamento dos fornecedores, que é rolado continuamente.

P Como se dará o impacto no balanço deste evento?

R Itens que deveriam ter sido lançados na DRE foram lançados no balanço. Por isso, a Americanas deve ter um ajuste contábil negativo grande na lucratividade. A despesa financeira da cia. é certamente maior do que está registrada. Questões tributárias parecem estar OK, impostos quitados.

"Este documento é distribuído pela ÓRAMA DTVM S.A. ("Órama"), estando em conformidade com a Resolução CVM 20/2021. O(s) analista(s) de valores mobiliários Phillip Dyon Flores Pereira Soares - CNPI EM 1756, é(são) o(s) signatário(s) da(s) análise(s) descrita(s) no presente documento e se declara(m) inteiramente responsável(is) pelas informações e afirmações contidas neste material. O(s) analista(s) envolvidos na elaboração deste documento declara(m) que as recomendações eventualmente contidas no relatório refletem única e exclusivamente sua opinião pessoal sobre o(s) ativo(s) analisado(s) e foi(ram) elaborado(s) de forma independente, inclusive em relação à Órama. A Órama mantém e/ou tem intenção de manter relações comerciais com uma ou mais [companhias/fundos] a que se refere este relatório. Parte da Remuneração do(s) analista(s) é proveniente dos lucros da Órama como um todo e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pela Órama. A Órama pode estar atuando e/ou ter atuado como instituição intermediária e/ou participante de oferta pública de valores mobiliários de emissão de uma ou mais [companhias/fundos] citadas neste relatório, inclusive nos últimos 12 meses. Todas as informações utilizadas na(s) análise(s) contida(s) 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 contidas no presente documento não são incertas ou equívocas no momento de sua publicação, a Órama e o(s) seu(s) analista(s) não respondem por sua veracidade. As informações contidas no presente documento têm propósito meramente informativo, não se constituindo em uma oferta de compra ou de venda de qualquer ativo. As informações, opiniões, estimativas e projeções eventualmente contidas se referem à data de sua elaboração e/ou divulgação, bem como estão sujeitas a mudanças, não havendo obrigatoriedade de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão. Ainda, as opiniões a respeito de compra, venda ou manutenção dos ativos objeto ou a ponderação de tais ativos numa carteira teórica expressam o melhor julgamento do(s) analista(s) responsável(is) por sua elaboração, porém não devem ser entendidos por investidores como recomendação para uma efetiva tomada de decisão ou realização de negócios de qualquer natureza. Este material não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades pessoais de um investidor em específico, não possuindo qualquer vinculação com o perfil do investidor (suitability) e não devendo ser considerado para este fim. Antes de tomar qualquer decisão de investimento, a Órama aconselha que o investidor entre em contato com o seu assessor para orientação financeira com base em suas características e objetivos pessoais, bem como recomenda o preenchimento do seu perfil de investidor. Operações com o(s) ativo(s) objeto das análises podem não ser adequadas ao perfil do investidor. Rentabilidade prevista ou passada não é garantia de rentabilidade futura. As projeções eventualmente constantes neste documento poderão ter resultados significativamente diferentes do esperado. Recomenda-se a análise das características, prazos e riscos dos investimentos antes da decisão de compra ou venda. Investimentos nos mercados financeiros e de capitais estão sujeitos a riscos de perda superior ao valor total do capital investido, não podendo a Órama e/ou o(s) analista(s) envolvido(s) na elaboração deste material serem responsabilizados por qualquer perda direta ou indireta decorrente da utilização do seu conteúdo, cabendo a decisão de investimento exclusivamente ao investidor. As condições de mercado, o cenário macroeconômico, dentre outras condições, podem afetar o desempenho do(s) ativo(s) objeto da análise deste documento. Fica proibida a reprodução ou redistribuição deste material para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio e expreso consentimento da Órama."

[Download](#)