

Ágora Insights

Análise de Empresas

Assaí

Junho 2022

Forte crescimento com avaliação atrativa em meio a operações de M&A – Assaí é nosso nome preferido de varejo de alimentos



Forte crescimento com avaliação atrativa em meio a operações de M&A – Assaí é nosso nome preferido de varejo de alimentos

- > A execução de operações de M&A (fusões e aquisições) é agora o tema dominante entre os Varejistas Alimentares e vemos o Assaí como o melhor posicionado no curto prazo, com 40 (de 70) lojas adquiridas a serem inauguradas pós-conversão nos próximos meses. A meta é atingir vendas 3x acima do nível anterior, em linha com projetos anteriores.
- > Estimamos um CAGR (taxa média de crescimento anual) de vendas para o período de 2022 a 2025 de 20%, com lucro líquido de 47%, impulsionado pela queda da dívida e taxas de juros mais baixas em 2023 e daí em diante. As ações estão negociando com um múltiplo P/L de apenas cerca de 11x para 2023, para um negócio altamente gerador de caixa com retornos atraentes (ROIC de cerca de 20% em 2023).
- > Além do forte crescimento relacionado a fusões e aquisições e ganhos contínuos de participação de mercado, também vemos o Assaí como um ativo que oferece proteção contra a inflação em relação a outros varejistas. O Assaí não está imune (o trade-down¹ já está acontecendo), mas como é uma opção de alimentação mais barata para o consumidor, o repasse da inflação é mais fácil.
- > O BBI está atualizando as estimativas para refletir as conversões das lojas, e o preço-alvo sobe agora para R\$ 24,00, de R\$ 22,00 anteriormente.
- > Assaí é nosso nome preferido entre os Varejistas de Alimentos em nossa cobertura e também incluímos a ação como uma de nossas Top Picks, dada a atraente valorização, crescimento e impulso de curto prazo.

¹ Substituição de uma marca por outra com preço mais acessível.

ÁGORA tem direito exclusivo de distribuição dos relatórios do Bradesco BBI para pessoas físicas

Richard Cathcart

Flávia Meireles

> Assaí ON (ASAI3)

Preço -Alvo R\$ 24,00	Recomendação COMPRA	Upside 54,3%	
Preço R\$ 15,55	Valor de Mercado (R\$M) 20.949	Preço Mín./Máx. 52 sem. (R\$) 2,90 16,35	Vol. Méd. Diário 3 meses (R\$ M) 118,00

Projeções

EBITDA (M)		P/L		EV/EBTIDA		Dividend Yield	
22E	3.898	22E	21,9	22E	2,1	22E	1,4%
23E	5.652	23E	11,6	23E	1,4	23E	1,3%

M&A entra em ação. Nos próximos meses, o Assaí abrirá 40 dos 70 hipermercados que foram adquiridos do Grupo Pão de Açúcar (negócio anunciado em outubro de 2021) após a conversão para o formato de atacarejo. O negócio foi controverso devido à sua natureza de parte relacionada e achamos que há um argumento justo a ser feito de que o Assaí pagou um preço alto, dada a fraqueza (e deterioração contínua) dos resultados que as lojas estavam produzindo para o Grupo Pão de Açúcar. No entanto, os resultados das conversões é que devem agora ser os principais impulsionadores do preço das ações do Assaí. Os próximos meses serão decisivos, pois mostrarão ao mercado se o aumento das vendas (para 3x o nível anterior) é alcançável e se o preço pago valeu a pena. Dado que o Assaí já entregou com sucesso projetos semelhantes no passado (com cerca de 30 lojas), e que o conceito de atacarejo continua a ter um vento favorável, com as lojas adquiridas localizadas em áreas urbanas, estamos otimistas com a capacidade da empresa de alcançar suas metas.

Os retornos parecem bons, se os alvos forem atingidos. Para o projeto de conversão, estimamos um ROCE² acima de 20% até 2025, ponto em que as lojas devem ter atingido a maturidade. Isso se baseia em vendas líquidas que atingiram 3x o nível do antigo hipermercado, o que está em linha com projetos semelhantes que o Assaí já realizou. A administração também está orientando para uma margem EBITDA cerca de 1,50 p.p. acima da média, uma vez que a localização das lojas em áreas altamente urbanas provavelmente atrairá um número maior de consumidores de varejo, que tendem a ter um ticket com margens mais altas. Adotamos uma abordagem mais cautelosa, assumindo uma margem de aproximadamente 0,70 p.p. acima da média da empresa. Dito isso, as vendas por loja serão o fator mais importante de retornos maiores ou menores em relação à nossa estimativa, então essa é a questão-chave que os investidores devem focar nos próximos meses.

Grandes ganhos de participação de mercado para o Assaí. Estimamos que a participação de mercado do Assaí no Brasil aumentará de cerca de 7% em 2021 para cerca de 13% em 2025, com as lojas adquiridas/convertidas representando cerca de 4 p.p. de participação de mercado. O Assaí ainda ficará atrás do líder de mercado em cerca de 8 p.p., mas quando olhamos apenas para o atacarejo, estimamos uma lacuna de cerca de 2 p.p. em 2025, aproximadamente semelhante à lacuna de 2021.

Mantemos nossa recomendação de Compra devido a uma combinação atraente de crescimento, valuation e resiliência. Reiteramos nossa recomendação de Compra para o Assaí e apontamos a ação como uma de nossas principais escolhas. Isso se deve a uma combinação de alto crescimento (CAGR do lucro de quase 50% no período de 2022 a 2025), avaliação atraente de cerca de 11x o múltiplo P/L para 2023 e um modelo de negócios resiliente (em um ambiente de alta inflação). O projeto de conversão de lojas claramente vem com risco de execução, mas notamos que a execução da gestão tem sido excelente nos últimos dez anos, com expansão orgânica e conversão de antigos hipermercados apresentando fortes resultados em termos de crescimento, rentabilidade e fluxo de caixa. Além do risco de execução, destacamos também o fato de o segmento de atacarejo ter se tornado mais concorrido nos últimos anos, com players regionais expandindo em ritmo acelerado, além do Assaí e líder de mercado. Isso tem sido apoiado pelo vento a favor dos consumidores que procuram a opção de compra mais barata, mas a concorrência pode representar um risco crescente nos próximos anos.

² Sigla em inglês para Return on Capital Employed, ou Retorno sobre Capital Empregado, em português, é um indicador financeiro que mensura a eficiência de uma empresa em suas atividades. Ou seja, busca determinar se o valor investido será bem empregado e, conseqüentemente, trazer resultados.

Revisão de Estimativas:

Assaí R\$ milhões	Atuais			Antigas			Δ %		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Receita Líquida	56.020	78.685	88.806	50.540	58.652	66.585	10,8%	34,2%	33,4%
Ebitda (ajustado)	3.898	5.652	6.658	3.785	4.404	4.917	3,0%	28,3%	35,4%
Margem Ebitda	7,0%	7,2%	7,5%	7,5%	7,5%	7,4%	-	-	-
Lucro Líquido (ajustado)	957	1.813	2.724	1.204	1.634	1.958	-20,5%	11,0%	39,1%

Fonte: Bradesco BBI



Região Metropolitana (RJ e SP)
4004 8282

Demais Regiões do Brasil
0800 724 8282

Demais Regiões do Brasil
0800 724 8282

RESEARCH ÁGORA

José Francisco Cataldo Ferreira
CNPI - Estrategista de Análise -
Pessoas Físicas

Ricardo Faria França
CNPI - Analista de Investimentos

Maurício A. Camargo
CNPI-T - Analista Gráfico

Ernani Teixeira R. Júnior
CNPI-T - Analista Gráfico

Maria Clara W. F. Negrão
CNPI - Analista de Investimentos

Flávia Andrade Meireles
CNPI - Analista de Investimentos

Wellington Antonio Lourenço
CNPI - Analista de Investimentos

Henrique Procopio Colla
CNPI-T - Analista Gráfico

Renato Cesar Chanes
CNPI - Analista de Investimentos

DIRETOR GERAL
Luis Claudio de Freitas Coelho Pereira

DIRETOR
Ricardo Barbieri de Andrade

Disclaimer

Este relatório foi preparado pela equipe de análise de investimentos da Ágora Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. (Ágora), sociedade sob controle indireto do Banco Bradesco S.A. O presente relatório se destina ao uso exclusivo do destinatário, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa sem a expressa autorização da Ágora.

A distribuição desse relatório é realizada somente com o objetivo de prover informações e não representa uma oferta ou recomendação de qualquer valor mobiliário. As informações contidas neste relatório são consideradas confiáveis na data de sua publicação, entretanto, não representam por parte da Ágora garantia de exatidão dos dados factuais utilizados. As opiniões, estimativas, projeções e premissas relevantes contidas neste relatório são baseadas no julgamento dos analistas de investimento envolvidos na sua elaboração e são limitadas às companhias e aos ativos objetos de sua análise nos termos da Resolução CVM nº 20, e estão, portanto, sujeitas a modificações sem aviso prévio.

A Ágora esclarece que reproduziu no presente relatório análises realizadas pela Bradesco Corretora de Títulos e Valores Mobiliários, sendo ambas sociedades integrantes do grupo econômico do Banco Bradesco S.A. Os analistas de investimentos declaram que pactuam com as opiniões expressadas nas referidas análises ora reproduzidas.

Declarações dos analistas de investimento envolvidos na elaboração deste relatório nos termos do art. 21 da Resolução CVM nº 20:

Os analistas de investimento declaram que as opiniões contidas neste relatório refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais sobre o comportamento dos valores mobiliários objeto desse relatório, e que foram elaboradas de forma totalmente independente e autônoma, inclusive em relação à Ágora e demais empresas do grupo Bradesco.

A remuneração dos analistas de investimento está, direta ou indiretamente, influenciada pelo resultado proveniente dos negócios e operações financeiras realizadas pela Ágora.

Consulte os riscos da operação e compatibilidade com o seu perfil antes de investir. Rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura.

Declarações nos termos do Art. 22 da Resolução Nº 20, referentes às empresas cobertas pelos analistas de investimento da Ágora e Bradesco Corretora:

O Banco Bradesco S.A. tem participação acionária indireta, por meio de suas subsidiárias, acima de 5% nas empresas Cielo S.A. e Fleury S.A. A BRADESPAR S.A., cujo grupo controlador é composto pelos mesmos acionistas que controlam o Bradesco, tem participação acima de 5% na VALE S.A..

Ágora, Bradesco Corretora, Bradesco BBI e demais empresas do grupo Bradesco têm interesses financeiros e comerciais relevantes em relação ao emissor ou aos valores mobiliários objeto de análise.

O Bradesco BBI está participando como coordenador na oferta pública de distribuição de Centrais Elétricas Brasileiras S.A. e Qualicorp Consultoria e Corretora de Seguros S.A.

A Ágora CTVM está participando como distribuidora nas ofertas públicas das seguintes empresas: Centrais Elétricas Brasileiras S.A.

Nos últimos 12 meses, o Bradesco BBI participou como coordenador nas ofertas públicas de distribuição de títulos e valores mobiliários das companhias e/ou prestou serviços de outra natureza para as seguintes empresas: AES Brasil Energia S.A., Allied Tecnologia S.A., Alpargatas S.A., Ânima Holding S.A., Banco BTG Pactual S.A., Banco Inter S.A., Brasal Energia S.A., BRF S.A., C&A MODAS S.A., CM Hospitalar S.A., Companhia Brasileira de Alumínio, Cooperativa Central de Crédito Rural com Interação Solidária - Central Cresol Sicooper., CTEEP - Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista, Cyrela Commercial Properties S.A. Empreendimentos e Participações, Desktop - Sigmanet Comunicação Multimídia S.A., Diagnósticos da América S.A., Dimed S.A., Distribuidora de Medicamentos, Ecorodovias Infraestrutura e Logística S.A., Energisa S.A., Eneva S.A., Fleury S.A., Frax-le S.A., Getnijas Atividades de Internet, Guararapes Confeccoes S.A., G2D Investment Ltd., Hapvida Participações e Investimentos S.A., Hospital Mater Dei S.A., Hypera S.A., Iochpe Maxiom S.A., Kora Saúde Participações S.A., Light Serviços de Eletricidade S.A., JHSF Participações S.A., Livetech da Bahia Indústria e Comércio S.A., Magazine Luiza S.A., Mobly S.A., Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A., Oceanpact Serviços Marítimos S.A., Pet Center Comércio e Participações S.A., Positivo Tecnologia S.A., Raizen Energia S.A., Randon SA Implementos e Participações, Rede D'or São Luiz S.A., Rumo S.A., Sendas Distribuidora S.A., Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A., Tegra Incorporadora S.A., Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A., Tegra Incorporadora S.A., Unidas S.A., Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A., Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A. e Via Varejo S.A.

Nos últimos 12 meses, a Ágora e/ou a Bradesco Corretora participaram, como instituições intermediárias, das ofertas públicas de títulos e valores mobiliários das companhias: AES Brasil Energia S.A., Allied Tecnologia S.A., Alpargatas S.A., Ânima Holding S.A., Banco BTG Pactual S.A., Banco Inter S.A., BRF S.A., CCR S.A., CM Hospitalar S.A., Companhia Brasileira de Alumínio, Cooperativa Central de Crédito Rural com Interação Solidária - Central Cresol Sicooper., CTEEP - Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista, Companhia de Saneamento do Paraná - Sanepar, CSHG Logística - Fil, Cyrela Commercial Properties S.A. Empreendimentos e Participações, Desktop - Sigmanet Comunicação Multimídia S.A., Diagnósticos da América S.A., Dimed S.A., Distribuidora de Medicamentos, Ecorodovias Infraestrutura e Logística S.A., Energisa S.A., Eneva S.A., Fleury S.A., Frax-le S.A., Getnijas Atividades de Internet, Guararapes Confeccoes S.A., G2D Investment Ltd., Hapvida Participações e Investimentos S.A., Hospital Mater Dei S.A., Hypera S.A., HBR Realty Empreendimentos Imobiliários S.A., Iochpe Maxiom S.A., JHSF Participações S.A., Kora Saúde Participações S.A., Light Serviços de Eletricidade S.A., Livetech da Bahia Indústria e Comércio S.A., LOG Commercial Properties e Participações S.A., Magazine Luiza S.A., Malls Brasil Plural - Fil, Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A., Oceanpact Serviços Marítimos S.A., Pet Center Comércio e Participações S.A., Petrobras Distribuidora S.A., Positivo Tecnologia S.A., Raizen Energia S.A., Randon SA Implementos e Participações, Petro Rio S.A., Rede D'or São Luiz S.A., Rumo S.A., Sendas Distribuidora S.A., Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A., Tegra Incorporadora S.A., Unidas S.A., Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A., Vale S.A., Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A., Via Varejo S.A. e Vinci Logística - Fil. A Bradesco Corretora está participando como distribuidora nas ofertas públicas das seguintes empresas: 3R Petroleum Oleo e Gas S.A.

A Bradesco Corretora recebe remuneração por serviços prestados como formador de mercado de ações da AMBIPAR Participações e Empreendimentos S.A. e Fomento Economico Mexicano FEMSA (FMXB34).