

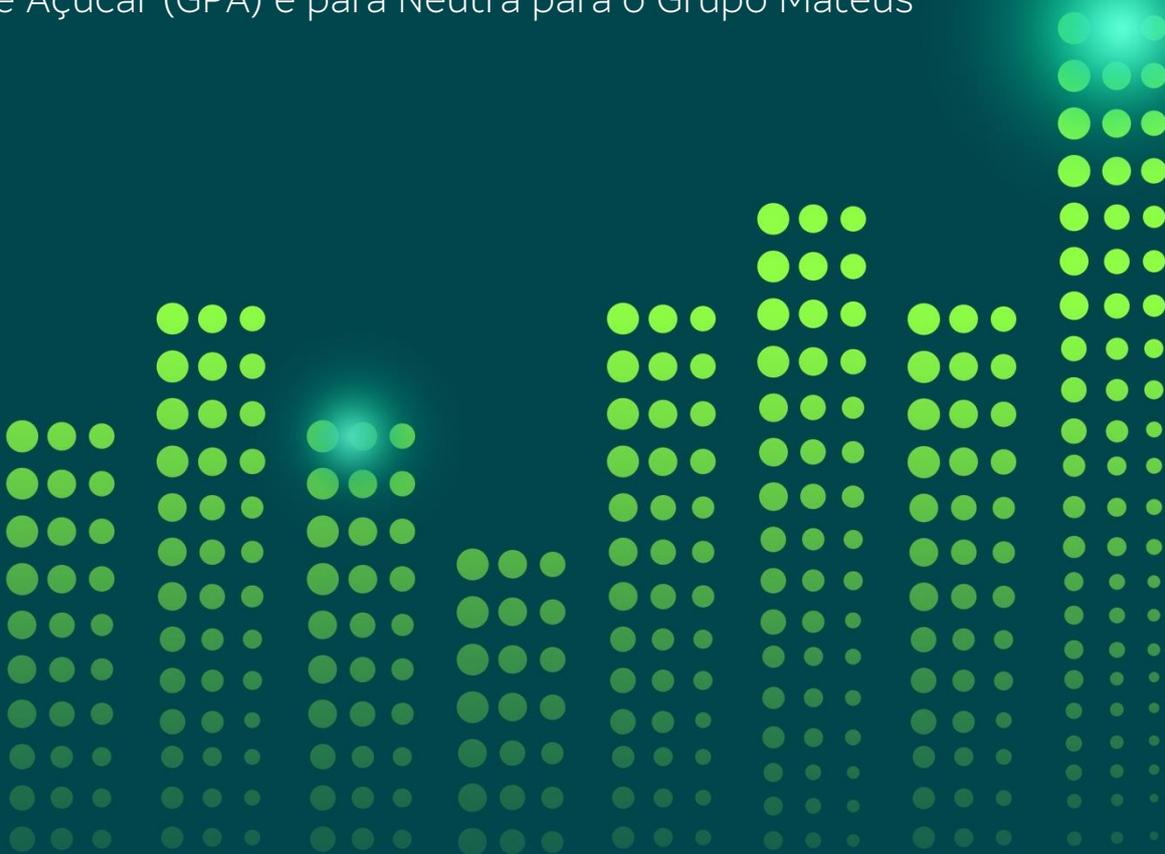
Ágora Insights

# Análise Setorial

Consumo e Varejo

Dezembro, 2022

Alterando a recomendação para Compra para o Grupo Pão de Açúcar (GPA) e para Neutra para o Grupo Mateus



## Alterando a recomendação para Compra para o Grupo Pão de Açúcar (GPA) e para Neutra para o Grupo Mateus

- Estamos alterando nossa recomendação para as ações do GPA para Compra e do Grupo Mateus para Neutra. Nossa estrutura de seleção de ações procura expansão de rentabilidade, medida pelo ROE e múltiplos baratos.
- Para PCAR3 (Compra, preço-alvo de R\$ 30,00 para 2023), nosso cenário base é que o turnaround irá impulsionar um ROE maior, em cerca de 9% até 2027, subindo de 2,5% em 2023. Além disso, o spin-off da Éxito, a ser concluído até o 1º semestre de 2023, poderia destravar valor de forma semelhante às transações anteriores envolvendo Cassino realizadas no passado.
- Para GMAT3 (Neutra, preço-alvo de R\$ 7,00 para 2023), vemos seu potencial de crescimento de longo prazo, com um plano agressivo de expansão de lojas, sendo desafiado pela desalavancagem operacional, enquanto a dinâmica desfavorável do capital de giro continua a pesar sobre o fluxo de caixa.

**Buscando expansão de ROE.** Nossa estrutura de seleção de ações busca a expansão do ROE mais múltiplos atrativos. Notavelmente, o GPA tem o maior desconto de avaliação em relação aos pares, refletindo um ROE próximo de zero esperado para o final de 2023. No entanto, os planos de recuperação de crescimento/margem no Pão de Açúcar devem impulsionar a expansão do ROE de +6 p.p. até 2027. Assim, vemos um ponto de entrada atraente, especialmente considerando que o spin-off do Éxito, a ser concluído no 1º semestre de 2023, poderia desencadear outras vantagens.

**Fatores top-down favorecem o GPA.** No Brasil, a inflação e a dinâmica do mercado de trabalho mostram desemprego ainda alto e tímida recuperação dos salários reais. O GPA é favorecido neste cenário devido à maior exposição a formatos premium e melhor dinâmica de capital de giro.

**GPA: uma pechincha 2 por 1 no varejo de alimentos.** Negociando com um múltiplo EV/EBITDA de 3,1 x estimado para 2023, as ações PCAR3 parecem excessivamente descontadas vs. Walmex (12,7x) e Mateus (7,7x). Essa lacuna reflete: (i) a estreita margem EBITDA do GPA Brasil de cerca de 5% em 2023 (Walmex/Mateus em 11%/8%). Para corrigir isso, um plano de recuperação foi lançado em março, incluindo a melhoria do atendimento ao cliente e a venda de ativos que não fazem parte do negócio principal a fim de reduzir o endividamento medido pela relação dívida líquida/EBITDA (em 2,8x no 3T22) – esperamos que esse plano gere resultados ao longo de 2023; e (ii) desconto de governança corporativa devido a eventos passados que prejudicaram os minoritários. Notavelmente, o Éxito será separado do GPA no 1º semestre de 2023. Nosso preço-alvo ao final de 2023 para PCAR3 (GPA Brasil+Éxito) é de R\$ 30,00 (potencial de valorização de cerca de 51%) implica em múltiplo EV/EBITDA alvo de 4,0x, refletindo uma recuperação no ROIC do GPA para 14% em 2027, de 9,0% em 2023, impulsionado pelo processo de turnaround.

**No entanto, não está claro qual poderia ser a vantagem extra impulsionada pelo spin-off GPA/Éxito.** Essa mudança pode proporcionar maior visibilidade para os negócios individuais, trazendo uma base de investidores muito mais focada para as operações do Brasil e da Colômbia. Por exemplo, assumindo um múltiplo EV/EBITDA 2023 mais alto variando de 5,0x-6,0x (ainda cerca de 60% de desconto para Walmex), o valor justo dos ativos consolidados do GPA (Brasil + México) seria de R\$ 42-53/ação.

**A grande história de longo prazo do Grupo Mateus é superada pelos desafios de curto prazo.** Em nossa opinião, a avaliação por múltiplos do Grupo Mateus é justa, considerando os desafios de curto prazo. Esperamos uma margem EBITDA estável de 6,5% em 2023-24 e geração de caixa praticamente zero até 2025, à medida que o Grupo Mateus realiza seu plano de expansão, além de financiar as necessidades de capital de giro. Nosso preço-alvo ao final de 2023 é de R\$ 7,00, impulsionado, entre outras coisas, por um CAGR (taxa média de crescimento anual) da receita no período de 2022-31 de +15% e melhoria gradual nas margens/capital de giro.

Felipe Cassimiro 

Flávia Meireles 

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

## Pão de Açúcar: GPA é uma pechincha de varejo de alimentos 2 por 1

**Turnaround do GPA Brasil deve impulsionar uma melhoria significativa do ROE.** O principal supermercado do GPA Brasil hoje é o Pão de Açúcar, que teve uma receita lenta nos últimos anos (CAGR de receita de +1,2% no período de 2016 a 2021), levando a uma margem EBITDA média baixa de 2017 a 2021 de cerca de 4,5%, vs. Grupo Mateus de 7,3%. Para enfrentar essa situação, em março, Marcelo Pimentel foi nomeado novo CEO do GPA, após ter atuado na Marisa, DPSP e Walmart (a nosso ver, fez um bom trabalho de recuperação na Marisa). A nova gestão colocou em ação um plano de recuperação para recuperar a operação brasileira do GPA, incluindo melhor atendimento ao cliente, envolvendo: i) melhor sortimento de produtos frescos/ serviços especializados como padaria, açougue e frios; ii) menor encolhimento do produto, mantendo prateleiras de alta qualidade; iii) estratégia digital avançada com app “Meu Desconto” e promoções personalizadas; e (iv) filas de caixa mais curtas. Nós reconhecemos o risco de execução do turnaround, mas em nossa visão, os primeiros sinais no 3T22 já mostram uma retomada nas vendas e uma melhora, ainda que lenta, nas margens.

**Planos de monetização de ativos são cruciais para melhorar a estrutura de capital.** Em uma base consolidada, esperamos que o GPA tenha um endividamento medido pela relação dívida líquida/EBITDA de 2,3x em 2023, enquanto o ROE será de cerca de 2,5%. A nosso ver, será fundamental para que o GPA Brasil melhore sua estrutura de capital para gerar valor no longo prazo. Para tanto, a administração listou os seguintes ativos que poderão ser alienados: i) os 13% restantes da participação no Grupo Éxito ainda a ser detida pelo GPA Brasil após a cisão inicial do GPA/Éxito, ii) sale-leaseback da sede em São Paulo e 70 lojas próprias, iii) venda do terreno próprio de um antigo hipermercado Extra no Rio de Janeiro que está fechado, e iv) desinvestimento de postos de gasolina localizados nas lojas Extra, convertidas para Assaí. Todos esses ativos combinados podem valer R\$ 2,0-2,5 bilhões, em nossa opinião.

**O negócio do Grupo Éxito pode gerar valor.** Atualmente, o GPA detém 98% do Grupo Éxito, um varejista de alimentos listado com operações na Colômbia, Argentina e Uruguai. No dia 6 de setembro, o GPA anunciou a cisão de 85% de sua participação no Grupo Éxito. O negócio deve ser fechado no 1S23 e os minoritários do GPA no Brasil receberão sua parte proporcional do Grupo Éxito (BDRs de ações do Éxito listadas na Colômbia) e minoritários nos EUA receberão ADRs equivalentes. Historicamente, o controlador do GPA, o acionista Casino fez movimentos polêmicos para os quais o mercado aplica um desconto de governança corporativa (por exemplo, o Grupo Éxito foi incorporado ao GPA em 2019). No entanto, movimentos recentes feitos pelo Casino (a cisão do GPA Brasil/Éxito e possível conversão de certos ativos em uma corporação) poderiam reduzir a diferença de avaliação. Independentemente disso, o spin-off GPA Brasil/Éxito provavelmente dará mais visibilidade a cada negócio individual, atraindo uma base de investidores muito mais focada.

**Avaliação barata.** As ações PCAR3 são negociadas com um múltiplo EV/EBITDA 2023 de 3,0x, contra 13,0x para Walmex e 7,6x para o Grupo Mateus, um amplo desconto refletindo os fracos resultados do GPA Brasil e as preocupações relacionadas com a governança corporativa. Nosso preço-alvo para 2023 de R\$ 30,00 implica em um EV/EBITDA alvo de 4,0x, ainda um desconto muito grande de 43% em relação aos pares da América Latina (incluindo Walmex, Mateus, Cencosud e Chedraui).

**Gatilhos** para uma reclassificação são o turnaround do GPA Brasil ao longo de 2023 e um spin-off do Éxito/GPA Brasil até o 1S23.

**Principais riscos.** Além do risco de overhang nas ações do Grupo Éxito após a cisão, existem riscos de execução subjacentes no plano de recuperação do Pão de Açúcar.

### Análise de Sensibilidade do BBI

Os varejistas de alimentos da América Latina negociam atualmente a uma média de 7,0x o múltiplo EV/EBITDA, excluindo Walmex, que é referência no setor, negociando a 15x EV/EBITDA de acordo com estimativas de consenso (estimativa do BBI é de 13x para 2023). Incluímos players como Chedraui, Soriana e LaComer (todas listadas e operando no México) e Cencosud (varejista chilena de alimentos). PCAR3 negocia atualmente em 3,0x. Dentro desta faixa, em 5,0-6,0x, ainda com um desconto de 14-29% para os pares, o PCAR3 pode ser avaliado em R\$ 42-53/ação, 128-188% de valorização em relação ao preço de mercado atual.



## BBI vs. Consenso

Estamos um pouco abaixo do consenso de mercado em relação à receita e mais pessimistas em relação ao EBITDA nos resultados do 4T22, reduzindo as estimativas do ano de 2022. Daqui para frente, assumimos recuperação de margem à frente do consenso e, portanto, nossa estimativa de EBITDA para 2024 está bem acima do consenso. A forte alavancagem operacional, conseqüentemente, leva a um lucro líquido maior em 2024.

Grupo Pão de Açúcar R\$ milhões	BBI				Consenso			Δ%	Δ%	Δ%
	2021	2022	2023	2024	2022	2023	2024			
Receita líquida consolidada	51.095	42.813	46.573	50.042	43.038	46.853	50.049	-0,5%	-0,6%	0,0%
Ebitda consolidado	3.814	2.939	3.762	4.273	3.289	3.840	3.941	-10,6%	-2,0%	8,4%
Margem Ebitda	7,5%	6,9%	8,1%	8,5%	7,6%	8,2%	7,9%	-0,8%	-0,1%	0,7%
<b>Lucro líquido consolidado (ajustado)</b>	<b>16</b>	<b>-281</b>	<b>459</b>	<b>994</b>	<b>159</b>	<b>423</b>	<b>705</b>	<b>-</b>	<b>8,5%</b>	<b>41,1%</b>

Fonte: Companhia e Bradesco BBI

## Grupo Mateus: boa história de longo prazo, mas curto prazo é desafiador

**O valuation está descontado, mas no curto prazo o cenário ainda é desafiador; alteramos recomendação para Neutra.** O desconto atual do múltiplo P/L do Grupo Mateus de 11,5x (2023) em comparação com os pares de varejo de alimentos é justo, considerando que há riscos negativos associados à sua agressividade na expansão orgânica para novas regiões. Em suma, alteramos a recomendação para Neutra de GMAT3 pois, nos próximos 6-12 meses, tanto as margens quanto a geração de caixa devem ser pressionadas. Numa perspectiva de longo prazo, gostamos da estratégia do Grupo Mateus baseada em dois pilares fundamentais: i) agressiva expansão orgânica e ii) melhoria do capital de giro.

**A melhor defesa é um bom ataque.** O Grupo Mateus quer fortalecer o seu mercado principal, o Norte do Brasil, enquanto se expande para uma nova região: o Nordeste. Concordamos com a estratégia especialmente pela expansão agressiva dos dois líderes de mercado, Carrefour Brasil e Assaí, em escala nacional. O Grupo Mateus tem exposição a diferentes formatos de loja e a primeira etapa da expansão para novos estados do Nordeste deve ser suportada por sua marca de atacarejo. Nós vemos potencial para 20 novas lojas de atacarejo nos próximos anos, sustentando um crescimento sólido. Estimamos um crescimento robusto da receita com um CAGR de vendas de +24% para o período de 2021 a 2025.

**A dor do gerenciamento do capital de giro pode melhorar, mas apenas no longo prazo.** No segundo pilar, as necessidades de capital de giro do Grupo Mateus são bem diferentes de outros varejistas de alimentos, dada a estratégia de negócios herdada. Em 2019, os estoques chegaram a 100 dias enquanto os fornecedores, em 30 dias, levando a uma dinâmica de capital de giro consumidora de caixa, incomum no setor. Por exemplo, o Walmex tem quase zero dias em necessidades de capital de giro, pois os estoques correspondem aos pagamentos dos fornecedores. No futuro, Mateus deve começar a reduzir a diferença em relação às práticas da indústria para evitar forte consumo de caixa, papel fundamental do recém-anunciado CFO Tulio Queiroz.

**Esperamos baixa geração de fluxo de caixa/queima de caixa no curto prazo.** A estratégia atual está prejudicando as margens e queimando caixa, embora concordemos que é o movimento certo a longo prazo. O plano de expansão leva a menos economias de escala e, portanto, menor margem EBITDA à medida que a empresa tem menor densidade de lojas na região Nordeste. Na dinâmica do capital de giro, as necessidades de caixa pioraram nos últimos dois trimestres e a estratégia implementada recentemente deve render resultados em 12-18 meses.

**Gatilhos.** Temos premissas conservadoras para a melhoria do capital de giro nas nossas prejeções. Caso a empresa alcance as taxas de referência, a geração de fluxo de caixa poderia melhorar substancialmente mais do que que estimamos.

**Principais riscos.** Como mencionamos, o Grupo Mateus está expandindo agressivamente sua rede de lojas principalmente no Nordeste. Se o cenário competitivo for mais difícil do que o previsto, a empresa poderia enfrentar margens mais baixas e crescimento de receita mais baixo do que prevemos.



## BBI vs. Consenso

Estamos um pouco abaixo do consenso em relação às receitas de 2022 e aplicamos uma taxa de crescimento mais lento daqui para frente em um cenário macro difícil. Nosso EBITDA e lucro líquido estão aquém do consenso, pois acreditamos que somos mais agressivos em relação aos impactos negativos da expansão do Nordeste na margem EBITDA.

Grupo Mateus R\$ milhões	BBI			Consenso			Δ%	Δ%	Δ%
	2022	2023	2024	2022	2023	2024			
Receita líquida	21.599	26.789	32.615	21.747	27.848	34.197	-0,7%	-3,8%	-4,6%
Margem bruta (%)	22,3%	21,4%	21,0%	22,4%	22,5%	22,6%	-0,2%	-1,1%	-1,6%
Ebitda	1.416	1.936	2.306	1.563	2.128	2.711	-9,4%	-9,0%	-14,9%
Margem Ebitda	6,6%	7,2%	7,1%	7,2%	7,6%	7,9%	-	-	-
<b>Lucro líquido consolidado (ajustado)</b>	<b>961</b>	<b>1.326</b>	<b>1.592</b>	<b>1.011</b>	<b>1.381</b>	<b>1.855</b>	<b>-5,0%</b>	<b>-4,0%</b>	<b>-14,2%</b>

Fonte: Companhia e 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

### Larissa Fidelis Monte

Analista Assistente 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 fornecer 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:

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 Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais - Usiminas.

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., Alpargatas S.A., B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão, Banco Pan S.A., BRF S.A., C&A Modas S.A., CCR S.A., Centrais Elétricas Brasileiras S.A., Companhia Brasileira de Alumínio, CTEEP - Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista, Diagnósticos da América S.A., Dimed S.A., Distribuidora de Medicamentos, Ecorodovias Infraestrutura e Logística S.A., Energisa S.A., Eneva S.A., Guararapes Confeções S.A., Hypera S.A., Iguatemi S.A., Jochpe Maxiom S.A., Light Serviços de Eletricidade S.A., Kora Saúde Participações S.A., Localiza Rent A Car S.A., MPM Corporativos S.A., Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A., Pet Center Comércio e Participações S.A., Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras, Positivo Tecnologia S.A., Qualicorp Consultoria e Corretora de Seguros S.A., Raizen Energia S.A., Randon SA Implementos e Participações, Rede D'or São Luiz S.A., Sendas Distribuidora S.A., Telefônica Brasil S.A., Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A., Unidas S.A., Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A., Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A. e Yduqs Participacoes 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., B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão, Banco Pan S.A., BRF S.A., C&A Modas S.A., CCR S.A., Centrais Elétricas Brasileiras S.A., Companhia Brasileira de Alumínio, CSHG Logística - Fil, CSHG Recebeíveis Imobiliários - Fil, CTEEP - Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista, CVC Brasil Operadora e Agência de Viagens 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., Guararapes Confeções S.A., Hypera S.A., Iguatemi S.A., Jochpe Maxiom S.A., Light Serviços de Eletricidade S.A., Kora Saúde Participações S.A., Livetech da Bahia Indústria e Comércio S.A., Localiza Rent A Car S.A., MPM Corporativos S.A., Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A., Pet Center Comércio e Participações S.A., Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras, Positivo Tecnologia S.A., Qualicorp Consultoria e Corretora de Seguros S.A., Raizen Energia S.A., Randon SA Implementos e Participações, Rede D'or São Luiz S.A., Sendas Distribuidora S.A., Telefônica Brasil S.A., Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A., Três Tentos Agroindustrial S.A., Unidas S.A., Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A., Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A. e Yduqs Participacoes 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).