

Ágora Insights

Análise de Empresas

Varejistas de Alimentos

Junho, 2023

O que está precificado?



O que está precificado?

- Os preços das ações CRFB3 e ASAI3 implicam em um corte maior que 15% nas estimativas de médio prazo ou um custo de capital 2,5-3,5% maior, o que consideramos excessivamente conservador. Assim, vemos potencial de queda limitado para a avaliação atual de 12,6x o múltiplo P/L para Carrefour Brasil e 11,4x o múltiplo P/L para Assaí (estimado para 2024).
- O Carrefour Brasil enfrenta um trimestre desafiador com a integração do Grupo Big, embora bem antecipado e incorporado em nossas estimativas. Já a conversão de lojas do Assaí deve impulsionar as vendas em 2024.
- Reiteramos Carrefour Brasil e Assaí como nossas preferências, com recomendação de Compra. Revisamos as estimativas e temos novos preços-alvos de R\$16,00/CRFB3 (anteriormente R\$19,00) e R\$ 17,00/ASAI3 (anteriormente R\$ 19,00).
- O Grupo Mateus deve ter a melhor dinâmica de resultados no 1S23, mas esperamos ver consistência na margem EBITDA e capital de giro no 2S23. Reiteramos nossa recomendação Neutra e elevamos o preço-alvo para R\$ 8,00/GMAT3.

O que já está precificado na avaliação de CRFB3 e ASAI3? Ganhos reduzidos ou taxa de desconto excessiva? Neste relatório, realizamos uma análise de sensibilidade tanto no Carrefour Brasil quanto no Assaí para entender o que a avaliação atual implica. Concluímos que os preços atuais das ações refletem o EBITDA deprimido e as estimativas de lucro líquido no longo prazo (mais de 5 anos) ou uma taxa de juros persistentemente alta pesando sobre os fluxos de caixa. A nosso ver, ambos os cenários penalizam os dois maiores varejistas de alimentos do Brasil e perpetuam desafios de curto prazo, com os quais não concordamos. Para Carrefour Brasil e Assaí teríamos que cortar nossas estimativas de EBITDA em 9-12% (2027-2032) e lucro líquido em mais de 15% (2027-32) para avaliar essas ações nos preços atuais. Além disso, se mantivéssemos nossos fluxos de caixa de cenário-base, teríamos que descontar a um custo de capital 2,5-3,5% maior para que ambas as empresas fossem avaliadas de forma justa considerando o modelo de fluxo de caixa descontado.

Em suma, acreditamos que a avaliação atual implica em um cenário de baixa para ambas as empresas, com potencial de queda limitado. Embora ainda haja riscos de execução relacionados à integração de fusões e aquisições do Carrefour Brasil e incertezas sobre a alavancagem relativamente alta do Assaí, mantemos nossa visão de que os dois principais players continuarão a liderar o mercado brasileiro de varejo de alimentos. Por enquanto, Carrefour Brasil e Assaí continuam sendo nossas principais escolhas.

As revisões de lucros de curto prazo têm sido o principal impulsionador da queda das ações ASAI3 e CRFB3; os desafios macro devem diminuir no 2º semestre de 2023. O baixo desempenho das ações do Carrefour Brasil e Assaí no acumulado do ano (queda de cerca de 30% no acumulado do ano) foi em grande parte impulsionado por revisões de lucros de curto prazo. O cenário macro mais desafiador, com volatilidade da inflação, um cenário competitivo difícil no segmento de atacarejo e relativamente a alta alavancagem financeira levou a cortes nas expectativas de lucro líquido de ambas as empresas. No futuro, vemos a normalização do cenário macro no 2º semestre de 2023 e em 2024, enquanto a maioria das conversões de lojas de ambas as empresas começa a aumentar.

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

Felipe Cassimiro 

Flávia Meireles 

Carrefour Brasil: Valor do longo prazo ao custo da dor do curto prazo. O Carrefour Brasil está passando por um dos trimestres mais desafiadores no 2T23 devido ao fim do processo de conversão de 27 lojas do Grupo Big e custos extraordinários relacionados. Daqui para frente, vemos os desafios da integração do Grupo Big chegando ao fim, pois esperamos que a empresa tenha uma rede de lojas ajustada no 3T23 e esteja pronta para acelerar as operações e reduzir as contribuições negativas do EBITDA. Além disso, a desaceleração da inflação e um cenário competitivo menos difícil no Sudeste também devem contribuir favoravelmente para o crescimento da receita a partir do 4T23.

Nossa visão otimista sobre o Carrefour Brasil é suportada por: (i) líder de mercado no longo prazo devido à presença do Atacadão (atacarejo) e combinação de formatos de lojas e unidades de negócios; ii) estrutura de capital mais equilibrada: R\$ 960 milhões de emissão de dívida e R\$ 1,1 bilhão em caixa referente ao sale lease-back de 5 CDs/5 lojas; e iii) potencial negativo limitado suportado por nossa análise de sensibilidade. Em suma, reiteramos nossa recomendação de Compra, pois vemos uma avaliação atraente de 12,6x o múltiplo P/L para 2024, considerando o forte CAGR (taxa de crescimento anual) do lucro de cerca de 35,0% no período de 2023 a 2026). Reduzimos nosso preço-alvo ao final de 2023 para R\$ 16,00/ação devido a estimativas de curto prazo mais baixas.

Revisão de Estimativas:

Carrefour Brasil R\$ milhões	2022	Atuais			Antigas			Δ%		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
Vendas líquidas	102.890	118.293	127.964	137.526	121.508	135.575	148.269	-2,6%	-5,6%	-7,2%
EBITDA	6.623	6.289	7.799	8.861	6.731	8.309	9.917	-6,6%	-6,1%	-10,6%
Margem Ebitda (%)	6,4%	5,3%	6,1%	6,4%	5,5%	6,1%	6,7%	-0,22 p.p.	-0,03 p.p.	-0,25 p.p.
Lucro Líquido	1.740	1.036	1.840	2.535	1.140	2.427	3.280	-9,1%	-24,2%	-22,7%

Fonte: Bradesco BBI

Assaí: Risco de curto prazo pesando, mas contribuição das lojas convertidas será mais forte no 2º semestre de 2023. Em nossa opinião, existem três fatores principais de curto prazo que provavelmente pesarão sobre o preço da ação ASAI3 nos próximos meses: (i) risco excessivo da participação remanescente de 11,7% do Casino na empresa, como o bloqueio para o última oferta secundária terminando em 9 dias (15 de junho), e não temos nenhuma indicação da empresa sobre o momento da próxima oferta secundária; (ii) competição acirrada e inflação de alimentos em desaceleração; e (iii) incertezas sobre a alavancagem da empresa, que no 1T23 atingiu 2,8x (dívida líquida/EBITDA), mas incluindo o pagamento restante de R\$ 2,7 bilhões ao GPA.

À medida que a rede de lojas convertidas do Assaí aumenta as receitas, embora em um ritmo mais lento do que inicialmente planejado, estimamos que as receitas mantenham um forte crescimento de 30%, na comparação anual, no 2º semestre de 2023. Fizemos uma análise da contribuição da receita das lojas convertidas, e assim aumentamos nossas estimativas para 2024-25 em cerca de 2,0%. Além disso, à medida que a empresa reduz o ritmo de aberturas orgânicas e, portanto, investimentos capex, vemos uma redução na alavancagem da empresa para 2,15x (dívida líquida/EBITDA) no final de 2023. Em suma, o valor justo do Assaí é apoiado por sólidos fundamentos de negócios e vemos um potencial de queda limitado na avaliação atual: ASAI3 está sendo negociado a 11,4x o múltiplo P/L estimado para 2024, o mais baixo entre os varejistas de alimentos, e mantemos nossa recomendação de Compra. No entanto, reduzimos nosso preço-alvo ao final de 2023 para R\$ 17,00/ação devido a estimativas de curto prazo mais baixas.

Revisão de Estimativas:

Assaí R\$ milhões	2022	Atuais			Antigas			Δ%		
		2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Vendas líquidas	54.520	70.359	83.115	92.217	70.403	81.068	90.252	-0,1%	2,5%	2,2%
EBITDA	3.840	5.024	5.901	6.640	5.041	5.999	6.769	-0,3%	-1,6%	-1,9%
Margem Ebitda (%)	7,0%	7,1%	7,1%	7,2%	7,2%	7,4%	7,5%	0,0 p.p.	-0,3 p.p.	-0,3 p.p.
Lucro Líquido	1.220	1.074	1.507	1.997	1.207	1.774	2.201	-11,0%	-15,1%	-9,3%

Fonte: Bradesco BBI



Grupo Mateus: A sólida dinâmica de resultados do curto prazo deve ser testada nos próximos dois trimestres. Na contramão do Carrefour e do Assaí, o Grupo Mateus apresentou resultados consistentes nos últimos dois trimestres que nos levaram a revisar nossas estimativas para cima. Nossa pergunta chave sobre o caso é se Mateus será capaz de manter um sólido crescimento de SSS (vendas de mesmas lojas, expansão de margem EBITDA e melhoria de capital de giro por mais dois trimestres. Por enquanto, mantemos nossa recomendação Neutra, pois vemos as ações GMAT3 razoavelmente avaliadas em 11,5x o múltiplo P/L para 2024. Aumentamos nosso preço-alvo ao final de 2023 para R\$ 8,00/ação devido a estimativas de curto prazo mais altas.

Revisão de Estimativas:

Grupo Mateus R\$ milhões	2022	Atuais			Anteriores			Δ%		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
Vendas Líquidas	21.769	27.170	33.246	39.459	27.176	33.146	39.531	0,0%	0,3%	-0,2%
EBITDA	1.601	2.018	2.527	3.078	1.991	2.453	3.069	1,4%	3,0%	0,3%
Margem EBITDA (%)	7,4%	7,4%	7,6%	7,8%	7,3%	7,4%	7,8%	0,1 p.p	0,2 p.p	0,0 p.p
Lucro Líquido	979	1.216	1.477	1.916	1.176	1.398	1.893	3,4%	5,7%	1,2%

Fonte: Bradesco BBI



RESEARCH ÁGORA

Dalton Gardimam
Economista- Chefe

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

José Ricardo Rosalen Filho
CNPI - P - Analista de Investimentos

Larissa Fidelis Monte
Analista Assistente de Investimentos

DIRETOR GERAL
Luis Claudio de Freitas Coelho Pereira

DIRETOR
Ricardo Barbieri de Andrade



ÁGORA
INVESTIMENTOS

Região Metropolitana (RJ e SP)

4004 8282

Demais Regiões do Brasil

0800 724 8282

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:

O Bradesco BBI tem participação societária e interesses econômicos relevantes na empresa Cosan Dez Participações S.A, empresa controlada pela Cosan S.A, emissora objeto de relatórios de análise. O Banco Bradesco tem participação societária e interesses econômicos relevantes na empresa Log Commercial Properties e Participações 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 LOG Commercial Properties

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: Alliance Sonae Shopping Centers S.A., Alpagatas S.A., B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão, Banco Inter S.A., CCR S.A., Centrais Elétricas Brasileiras S.A., Cielo S.A., Cogna Educação S.A., Companhia Brasileira de Alumínio S.A., Diagnóstico da América S.A., Dimed S.A., Distribuidora de Medicamentos, Energisa S.A., Eneva S.A., Fleury S.A., Guararapes Confeções S.A., Hapvida Participações e Investimentos S/A, Iochpe Maxiom S.A., JHSF Participações S.A., Kora Saúde Participações S.A., Localiza Rent A Car S.A., Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras, Qualicorp Consultoria e Corretora de Seguros S.A., Randon SA Implementos e Participações., Rede D'or São Luiz S.A., Sendas Distribuidora S.A., Telefônica Brasil S.A., Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A. e Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos 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: Alliance Sonae Shopping Centers S.A., Alpagatas S.A., B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão, Banco Inter S.A., CCR S.A., Centrais Elétricas Brasileiras S.A., Cielo S.A., Cogna Educação S.A., Companhia Brasileira de Alumínio S.A., CSHG - Recebíveis Imobiliários - FII e CSHG Logística - FII, CVC Brasil Operadora e Agência de Viagens S.A.m Diagnóstico da América S.A., Dimed S.A., Distribuidora de Medicamentos, Energisa S.A., Eneva S.A., Fleury S.A., Guararapes Confeções S.A., Hapvida Participações e Investimentos S/A, Iguatemi S.A., Iochpe Maxiom S.A., JHSF Participações S.A., Kora Saúde Participações S.A., Localiza Rent A Car S.A., Melluz S.A., Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras, Qualicorp Consultoria e Corretora de Seguros S.A., Randon SA Implementos e Participações., Rede D'or São Luiz S.A., Sendas Distribuidora S.A., Telefônica Brasil S.A., Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A. e Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos 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 Econômico Mexicano FEMSA (FMX834).*