

# Revisão 2024: Supermercados

**Apesar do cenário ainda em recuperação, enxergamos oportunidades e Assaí é nossa top pick**

Estamos elevando nossa recomendação para as ações de **Assaí Atacadista (ASAI3)** para **Compra**, com preço-alvo de **R\$ 21,70/ação** e mantendo nossa recomendação em **Neutro** para as ações do **Grupo Pão de Açúcar (PCAR3)**, com preço-alvo de **R\$ 4,30/ação**.

Em nossa visão, mesmo com um cenário macroeconômico ainda adverso para o consumo, com a população ainda pressionada em termos de renda disponível, com alta parcela da renda comprometida para a alimentação, além de níveis de confiança dos consumidores em queda, enxergamos empresas bem posicionadas, com vantagens competitivas e, no caso de Assaí, um valuation depreciado.

Assaí conta com boa resiliência em termos de topline e um SSS sólido, além de enxergarmos boas perspectivas na geração de caixa com o fim das conversões e um processo constante de desalavancagem. Além disso, seu valuation segue depreciado, o que favorece nossa tese. No caso de GPA, reconhecemos o bom trabalho que vem sendo feito em meio ao turnaround atual, marcado por ganhos de rentabilidade, desalavancagem e reposicionamento de mercado, porém, preferimos manter um tom mais cauteloso com a empresa ainda em reestruturação.

## Resumo

**Poder de compra ainda fraco, embora em recuperação.** A população segue apresentando um poder de compra pressionado e, mesmo em um momento de gradual recuperação da renda, as famílias seguem restritas em termos de renda disponível, com cerca de 52% de um salário mínimo comprometido com alimentação, segundo o valor médio de uma cesta de alimentos medida pela Abras.

**A expansão de lojas não é infinita.** O atacarejo vem apresentando um forte ritmo de expansão de lojas em todo o Brasil, com Atacadão e Assaí liderando o mercado. No entanto, as possibilidades de expansão de lojas são finitas e, em nossa visão, o fator determinando para um vencedor no longo prazo está mais relacionado com o mix de produtos, em conjunto com a satisfação do cliente com a loja.

**Assaí Atacadista é a nossa preferida.** Com uma das maiores vendas/m<sup>2</sup>, além de boa recuperação em vendas e perspectivas para 2024 favoráveis, elevamos nossa recomendação para as ações do Assaí para Compra e, mesmo em um cenário doméstico ainda adverso, enxergamos oportunidades em suas ações dado os níveis depreciados em que se encontram.

**GPA vêm se recuperando, mas turnaround ainda pesa.** Mesmo que GPA esteja conseguindo se recuperar, voltando a entregar margens saudáveis, desalavancando, e apresentando volume de vendas consistente, o momento de *turnaround* ainda nos faz termos uma postura conservadora e seguirmos com Neutro em suas ações. Seguimos, assim, acompanhando os desdobramentos e os resultados que a companhia vêm entregando.

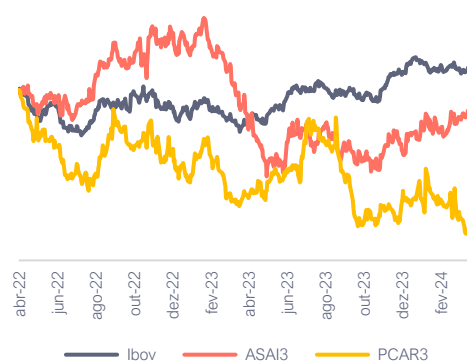
## Resumo

### Recomendação

ASAI3 Compra  
PCAR3 Neutro

Potencial	Cotação	Preço-alvo	Potencial
ASAI3	R\$ 14,48	R\$ 21,70	49,9%
PCAR3	R\$ 3,00	R\$ 4,30	43,3%
Oscilação	30d	12m	2024
ASAI3	9,3%	-12,2%	8,1%
PCAR3	-13,9%	-17,4%	-18,8%
Ibov	-2,5%	26,7%	-5,3%

Histórico (base 100 = 24 meses)



## Research

research@ativainvestimentos.com.br

Pedro Serra, CNPI  
pedro.serra@ativainvestimentos.com.br

Lucas Dias  
lucas.dias@ativainvestimentos.com.br

Victor Nishioka  
victor.nishioka@ativainvestimentos.com.br

# Revisão 2024: Supermercados

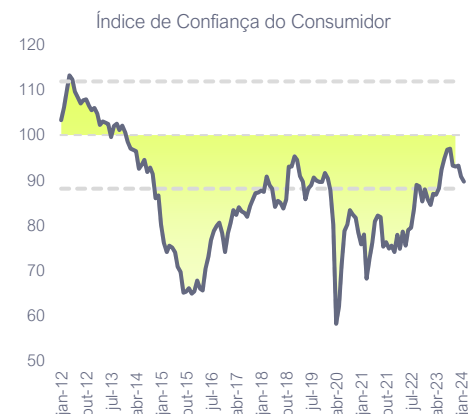
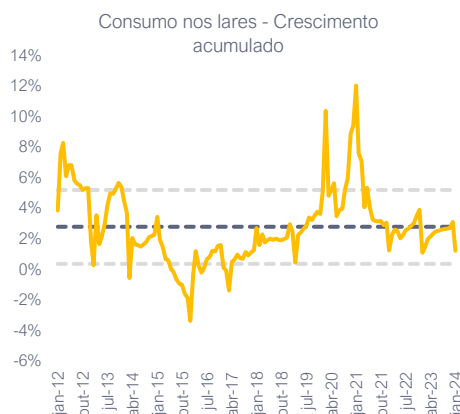
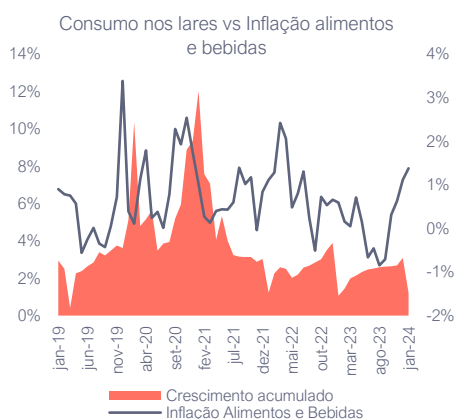
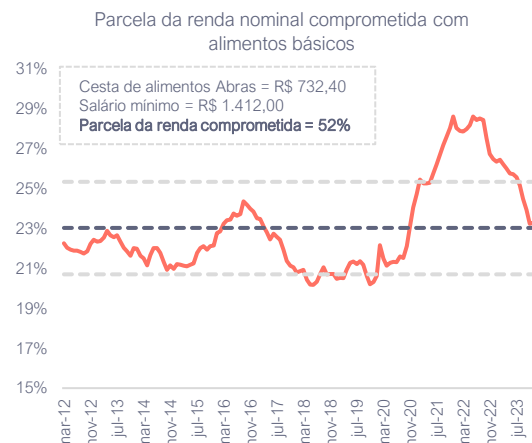
## Poder de compra voltando para níveis históricos

As famílias seguem com poder de compra limitado. Entre 2020 e meados de 2022, observamos o poder de compra em forte queda, fruto dos eventos pandêmicos iniciados em 2020 com a COVID-19. A renda das famílias está, atualmente, em níveis próximo da sua média histórica.

Em supermercados, vimos o preço médio de uma cesta básica de alimentos, medida pela Abras, subir aceleradamente, resultando em preços historicamente mais elevados. O último dado disponibilizado pela Abras informa que a cesta de alimentos medida está em R\$ 732,40, o que implica em um comprometimento de, aproximadamente, 52% de um salário mínimo no Brasil. Ou seja, a população baixa renda ainda está encurralada em termos de disponibilidade de renda para o consumo, o que enfraquece a venda de produtos diversos, além de outras necessidades, como educação e lazer, visto que o alimento é primordial para as famílias.

O peso inflacionário pode ser notado no gráfico abaixo, onde vemos que o consumo não consegue se alavancar com a renda ainda se recuperando e a confiança do consumidor fraca. Assim, o setor supermercadista enfrenta uma momento ainda de baixa, principalmente nos segmentos média e baixa renda, mais afetados pela renda, enquanto que o segmento *premium* apresenta um pouco mais de solidez, dado seu perfil de consumidor.

Assim, nossa visão para 2024 ainda deve ser de pressão, com um consumo mais tímido, além da população seguir com uma confiança mais fraca. Porém, isso também implica em um espaço para as empresas se expandirem, em especial, empresas mais *premium*, como o GPA, que vem se recuperando, em meio a um *turnaround*. Empresas mais sensíveis ao cenário macroeconômico podem ver adversidades no ano, porém, enxergamos que o Assai Atacadista está bem posicionado, com fôlego em suas margens, vendas crescendo e maior alívio em seus investimentos. Nesse sentido, embora o ano possa ser desafiador, não dispomos de um viés pessimista, mas sim moderado quando nos referimos aos ganhos supermercadistas, enxergando empresas que foram extremamente penalizadas nos últimos anos, mas que seguem sólidas em seus fundamentos.



# Revisão 2024: Supermercados

## Atacarejo – Satisfação do cliente vs Número de lojas

Um dos segmentos que mais crescem no Brasil, o atacarejo, vem sendo destaque nos lares brasileiros, visto que conseguem oferecer uma maior economia no abastecimento domiciliar. O ritmo de crescimento vem acelerando e cada vez mais percebemos a presença de grandes marcas nas ruas, uma ao lado da outra. Nesse sentido, a alta competição surge como um tema relevante entre os atacarejos, mais especificamente entre os dois maiores, Assaí e Atacadão.

O Assaí e o Atacadão (marca do Carrefour) representam cerca de 45% de todo o mercado de atacarejo no Brasil. Além disso, o segmento segue em plena expansão, com 72% de penetração nos lares brasileiros. O que tem ocorrido é que as famílias tem percebido a importância do atacarejo em termos de preço em suas compras domésticas. No entanto, o receio da alta pulverização, elevando a competitividade para sobre a tese.

Em nossa visão, o fator preço e quantidade de lojas não são os maior diferenciais competitivos entre as empresas, mas sim, o melhor mix, atrelado a iniciativas que promovam uma boa experiência do cliente, onde incluímos um rápido atendimento em diversas frentes (caixa, açougue, frios, padaria e etc). Com uma maior dificuldade em quantificar as iniciativas em termos de projeções, recorremos ao ReclameAqui, que nos mostra pouca diferença entre ambas as companhias na visão dos consumidores, o que deixa a competição extremamente acirrada.

Qual a reputação de Assaí Atacadista?

**Reputação BOM**

O consumidor avaliou o atendimento dessa empresa como BOM. A nota média nos últimos 6 meses é **7.5/10**.

Qual a reputação de Atacadão - Lojas Físicas?

**Reputação BOM**

O consumidor avaliou o atendimento dessa empresa como BOM. A nota média nos últimos 6 meses é **7.2/10**.

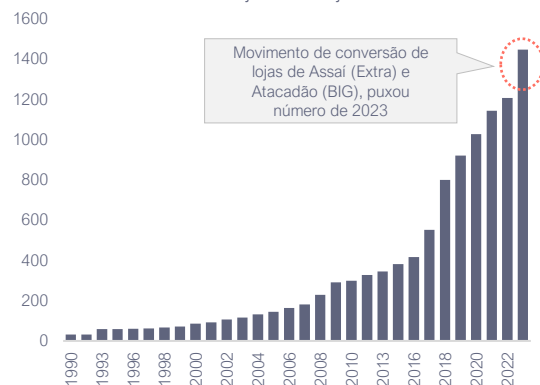
Acreditamos no modelo de negócio de atacarejo, em especial, dado sua maior atratividade para com as famílias brasileiras, no entanto, a alta competição, atrelada a vantagens competitivas pouco claras que justifiquem a escolha do consumidor entre uma empresa ou outra para realizar suas compras mensais faz com que os ganhos estejam mais voltadas ao maior número de lojas no curto prazo. No entanto, o ritmo de expansão de lojas é algo mais restritivo, e, no longo prazo, a satisfação do cliente deve falar mais alto neste segmento.

## Visão empresas

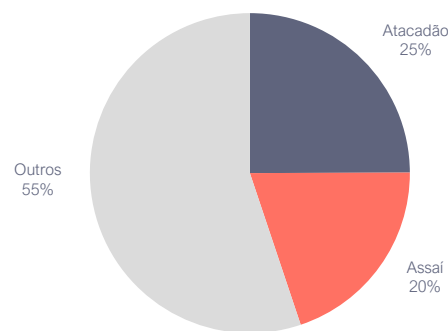
Em termos de lojas, existe uma grande pulverização no setor. Como visto no gráfico, apenas ~23% das lojas no Brasil pertencem a empresas listadas em bolsa, segundo a Abras. Temos, por exemplo, o Assaí com apenas 3% do share de lojas, semelhante ao Grupo Mateus. Isso implica em um enorme número de mercados regionais, o que permite um espaço para crescimento dos players maiores, dado seu maior poder de mercado contra mercados menores.

Embora o Assaí esteja mais fraco em termos de total de lojas, sua área de vendas só perde para o Carrefour, dado o modelo de lojas maiores de ambas, concentrado no atacarejo (modelo que hoje corresponde a, aproximadamente, 48% da receita no setor supermercadista). Com lojas menores, segmento mais premium e focado no modelo de proximidade, vemos o GPA mais fraco em termos de área de vendas, além de observarmos o Grupo Mateus também menor em área, devido a sua menor presença geográfica.

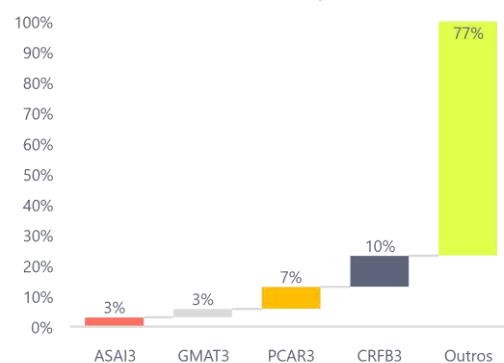
Número de lojas atacarejo no Brasil



Share atacarejo Brasil



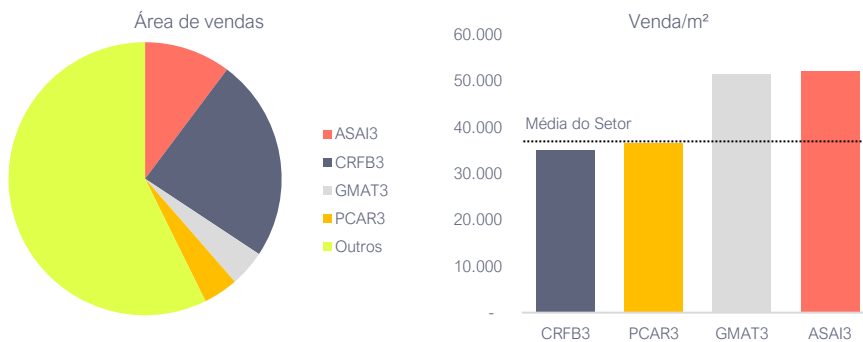
Share total de lojas





## Revisão 2024: Supermercados

Por fim, embora o Assaí e o Grupo Mateus sejam menores em termos de número de lojas, as empresas possuem a maior venda/m<sup>2</sup> do setor, com cerca de 25% de share cada uma. Assim, temos o atacarejo como um dos modelos que vem se consolidando como um dos mais eficazes dentre os principais modelos de negócio supermercadista, embora seja um dos mais afetados em termos de preço em momentos macroeconômicos mais desafiadores.



Em nossa cobertura, nossa visão é mais otimista com Assaí, dado uma maior solidez e boas perspectivas para 2024. A empresa mostrou boa recuperação ao longo de 2023, além de enxergarmos melhor geração de caixa para 2024, com redução gradual nos investimentos. No caso de GPA, embora enxerguemos bons resultados recentemente, o fato da companhia estar inserida em um processo de turnaround mantém nossa postura cautelosa, visto que a empresa ainda precisa mostrar maior controle de seus custos nesse processo e apresentar maiores vantagens competitivas perante seus pares com modelo de lojas premium.

# Assaí Atacadista | ASAI3

## Compra

### Upgrade para Compra, enxergando sólido crescimento e valuation atrativo

#### Indicação

Elevamos nossa recomendação em **Assaí Atacadista (ASAI3)** para **Compra** com um preço-alvo de **R\$ 21,70/ação**, potencial de, aproximadamente, 50%. Os principais drivers que enxergamos para a tese são: (i) consistência na entrega de topline e SSS em níveis sólidos, (ii) encerramento das conversões de lojas beneficiando as margens, capex e geração de caixa, (iii) ciclo de conversão de caixa em bom nível e apresentando bom poder de barganha, (iv) boas perspectivas para desalavancagem financeira e (v) um valuation apresentando um atrativo upside.

#### Resumo

**Faturamento consistente e SSS positivo.** Com um crescimento médio de 20% ao ano e um SSS projetado para 2024 em 6,5%, enxergamos o desempenho em vendas como um ponto positivo para a companhia esse ano. Além disso, atualmente temos 100% das lojas convertidas contribuindo para o SSS, o que fortifica a tese de uma evolução no indicador para 2024.

**Conclusão das conversões pode favorecer o desempenho.** Agora que o Assaí encerrou suas conversões, esperamos ganhos de produtividade que podem favorecer a margem bruta, além de ganhos em SG&A, favorecendo a margem ebitda. Também devemos ver um alívio no capex, o que pode beneficiar o fluxo de caixa livre. Por fim, agora com os estoques normalizados, devemos observar menos volatilidade no ciclo de caixa da companhia.

**Boas perspectivas para a desalavancagem.** O Assaí vem se desalavancando. Além disso, com melhores perspectivas na geração de caixa, a empresa possuirá novas vias para otimizar sua estrutura de capital.

**Valuation atrativo.** Estamos enxergando um potencial de valorização de cerca de 50% em nosso modelo de valuation, após incorporar nossas novas premissas. Com isso, chegamos em um preço-alvo de R\$ 21,70/ação de ASAI3 e, assim, elevamos nossa recomendação para Compra.

R\$ Mil	2023	2024E	2025E	2026E
Receita bruta	72.785.118	83.355.701	97.319.222	104.131.568
Receita líquida	66.503.000	76.687.245	89.129.892	95.368.985
Same Store Sales	16%	6,5%	8,5%	7,0%
Lucro bruto	10.821.000	12.538.365	14.617.302	15.688.198
Margem bruta	16,3%	16,4%	16,4%	16,5%
Ebitda ajustado	4.712.000	5.540.653	6.319.948	6.829.918
Margem ebitda ajustada	7,1%	7,2%	7,1%	7,2%
Lucro líquido	710.000	1.124.789	1.129.170	1.433.871
Margem líquida	1%	1,5%	1,3%	1,5%

[Abra Sua Conta](#)

ASAI3			
Valor de mercado (R\$mi)	R\$	19.493,4	
Últ. preço	R\$	14,53	
Preço-alvo	R\$	21,70	
Potencial		49,3%	
Múltiplos	12m	24m	Média
P/L	18,1x	12,4x	14,9x
Ev/Ebitda	6,9x	6,1x	7,0x
P/VP A	3,5x	2,8x	5,1x
Oscilação	30d	12m	2024
ASAI3	9,3%	-12,2%	8,1%
Ibov	-2,5%	26,7%	-5,3%
Comps	2023	2024	2025
ROE	15,3%	20,0%	17,1%
ROIC	16,0%	14,7%	14,1%
Alavancagem	2,1x	2,0x	2,1x

Histórico (base 100 = 24 meses)



# Assaí Atacadista | ASAI3

# Compra

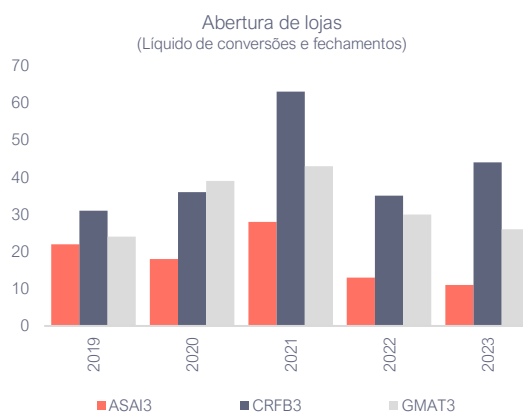
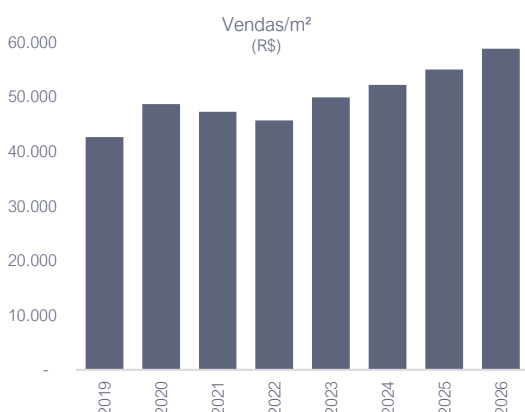
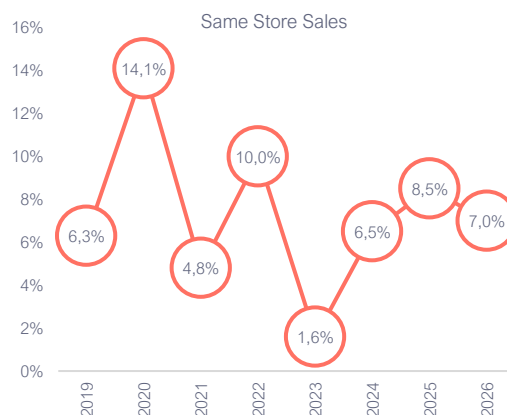
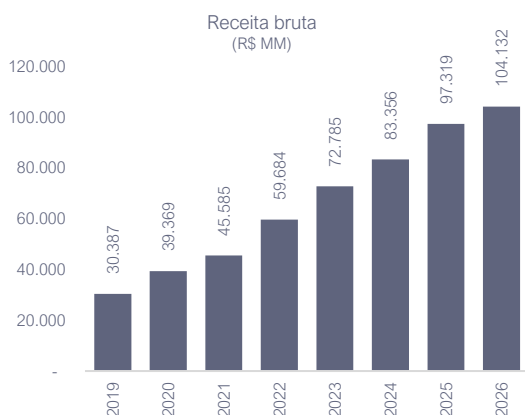
## Tese de Investimento

### Top line e Same Store Sales devem evoluir

Iniciando pelo seu faturamento bruto, a companhia vem apresentando uma média de crescimento anual de 20%. Podemos citar também a consistência em seu SSS, que, embora pressionado em 2023 por bases de comparação mais fortes em 2022 e pela deflação em alimentos e bebidas, encerrou o ano no patamar positivo, com os avanços observados no último trimestre do ano. Em nossas estimativas, optamos por não avançar o SSS aos dois dígitos em 2024 e mantemos em um dígito médio, ficando em 6,5% no ano. Além disso, as lojas convertidas já estão contribuindo 100% no SSS de 2024, o que deve favorecer uma normalização neste indicador esse ano.

As vendas/m<sup>2</sup> seguem resilientes. Em nossas estimativas, atribuímos às aberturas de lojas o *guidance* fornecido pelo Assaí, de 15 aberturas em 2024 e 20 em 2025. Com isso, em 2025 o Assaí deve encerrar o ano com 323 lojas em operação, o que implicaria em uma venda/m<sup>2</sup> de, aproximadamente, R\$ 55 mil (vs. R\$ 50 mil em 2023, aproximadamente).

Olhando para as aberturas de lojas orgânicas, temos o Assaí como o que menos abriu lojas nos últimos anos. Porém, enxergamos isso como uma gestão de capital eficiente se pensarmos no grande número de conversões que a empresa fez nos últimos dois anos. Assim, a empresa conseguiu um maior controle de *capex*, geração de caixa, controle de estoques e ritmo de expansão. Do contrário, poderíamos ter visto um alto nível de *capex* para suportar conversões mais lojas orgânicas como seus concorrentes, pressionando sua geração de caixa além do necessário. Por isso, enxergamos esses patamares inferior aos seus pares como benéfico para a companhia hoje.



# Assaí Atacadista | ASAI3

# Compra

## Rentabilidades

As novas lojas orgânicas e convertidas vêm apresentando maior rentabilidade do que as lojas mais antigas do Assaí. Agora que a empresa finalizou suas conversões e possui mais lojas contribuindo para os ganhos, esperamos que as novas lojas ajudem na reequilíbrio da margem bruta da empresa, compensando as margens menores e a recuperação mais lenta na rentabilidade das lojas antigas.

Com relação a margem ebitda, devemos estar observando ganhos em SG&A com o fim das conversões, o que deve favorecer os ganhos nessa frente. Embora existam aberturas orgânicas no pipeline da companhia, acreditamos que a magnitude das conversões pesava acima das lojas orgânicas no SG&A, o que não devemos observar em 2024.

## Capex e impactos na geração de caixa

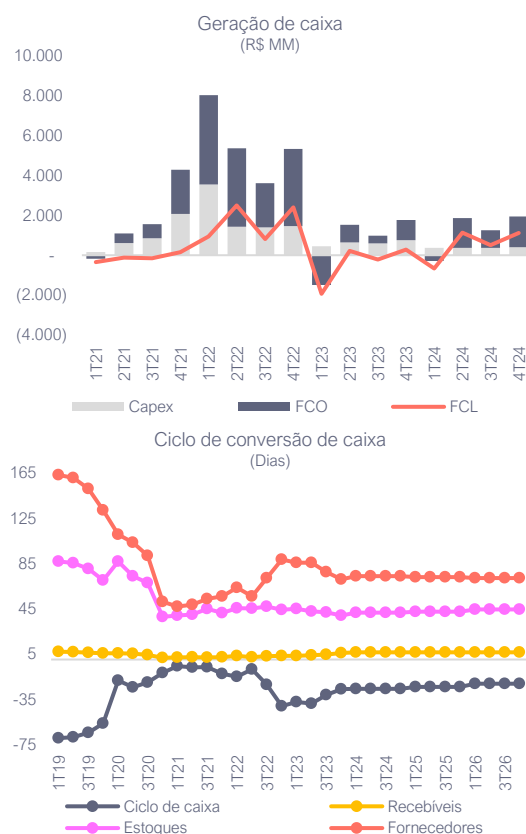
Com o encerramento das conversões, outro ponto que enxergamos como positivo é a redução gradual do capex. Cada conversão demandava, aproximadamente, R\$ 60 MM em investimentos, o que, no final, pressionava o fluxo de caixa livre. Com o fim dessa necessidade, esperamos uma melhora na geração de caixa, com o capex pesando menos e abrindo espaço para o uso do caixa gerado em novas frentes, como a estabilidade da estrutura de capital ou a geração de valor para o acionista através de pagamento de proventos (payout médio de 20% ao ano) ou recompras de ações. Além disso, também abriria espaço para futuros M&As, o que não acreditamos ser o melhor caminho para a companhia no momento, e nem acreditamos que esteja no pipeline da mesma, mas que não deixa de ser uma possibilidade.

## Capital de giro e ciclo de conversão de caixa

Com relação ao capital de giro, a empresa, atualmente, vêm operando com um prazo de contas a receber marginalmente acima de seu histórico, mas não enxergamos isso como um problema, visto que seus prazos para receber já são curtos. Em nossas estimativas, optamos por não considerar ganhos nesta linha. Com o fim das conversões, os dias de estoques voltam a se normalizar, o que deve estabilizar também a margem bruta da companhia, além de estabilizar também o ciclo de caixa consolidado. Finalmente, os prazos com fornecedores apresentam um pouco mais de volatilidade histórica, e, com isso, optamos por premissas mais em linha com os níveis atuais, sem apresentar melhorias, a fim de sermos mais conservadores. Assim, com um ciclo de conversão de caixa negativo, o Assaí segue se financiando através de seus fornecedores, demonstrando seu poder de barganha.

## Alavancagem

A alavancagem do Assaí é algo que pressiona seu desempenho. No entanto, a companhia vem em um bom processo de desalavancagem, onde, no final de 2023, a companhia reduziu o índice de 4,4x para 3,8x. Temos a expectativa de que a companhia chegue próximo de 3,5x em 2024, considerando o seu passivo de arrendamento. Adicionalmente, com a melhora na geração de caixa mencionada anteriormente, o valor gerado pode também auxiliar na redução da alavancagem. Com isso, entendemos que a alavancagem é um risco para as operações, porém, enxergamos a companhia em níveis saudáveis, levando em consideração os resultados positivos que vêm entregando.





# Assaí Atacadista | ASAI3

## Compra

### Valuation e recomendação

Atualizamos nosso modelo de valuation a fim de incorporar as novas premissas. O novo preço-alvo foi definido com base na média entre nosso fluxo de caixa descontado e nosso múltiplo de saída. Consideramos um *WACC* de 10,7% e um *g* de 4% para o *DCF* e um múltiplo de saída de 13x *P/L* em cinco anos, chegando a um preço-alvo de R\$ 21,70/ação, implicando em um *upside* de, aproximadamente, 50%, e um múltiplo *P/L* de 17,2x para 2024. Assim, elevamos nossa recomendação para Compra.

Custo de capital		Sensibilidade WACC x G					
			12,2%	11,5%	10,7%	10,0%	9,2%
Risk free rate	7,3%						
Equity risk premium	5,0%	5,0%	R\$ 19,60	R\$ 21,50	R\$ 23,90	R\$ 27,10	R\$ 31,40
Beta alavancado	3,25	4,5%	R\$ 18,90	R\$ 20,60	R\$ 22,70	R\$ 25,40	R\$ 29,10
<b>Ke</b>	<b>23,6%</b>	4,0%	R\$ 18,30	R\$ 19,80	R\$ 21,70	R\$ 24,10	R\$ 27,20
Custo de dívida	10,5%	3,5%	R\$ 17,80	R\$ 19,20	R\$ 20,80	R\$ 22,90	R\$ 25,70
Alíquota de IR efetiva	34,0%	3,0%	R\$ 17,30	R\$ 18,60	R\$ 20,10	R\$ 22,00	R\$ 24,30
<b>Kd</b>	<b>7,0%</b>						
%Capital próprio	23%						
%Capital de terceiros	77%						
<b>WACC</b>	<b>10,7%</b>						



## Balanço Patrimonial, DRE e Fluxo de Caixa

R\$ MM

Balanço Patrimonial	1T23	2T23	3T23	4T23	1T24	2023	2024	2025
<b>Ativo Total</b>	<b>39.089,0</b>	<b>40.102,0</b>	<b>41.341,0</b>	<b>43.177,0</b>	<b>44.184,1</b>	<b>43.177,0</b>	<b>52.070,9</b>	<b>59.754,5</b>
Caixa & Aplicações	4.134,0	4.596,0	4.417,0	5.459,0	5.799,2	5.459,0	8.413,7	8.827,2
Estoques	6.324,0	6.374,0	6.600,0	6.664,0	6.827,6	6.664,0	7.908,8	9.390,6
Contas à Receber	566,0	703,0	839,0	1.199,0	1.257,5	1.199,0	1.470,7	1.709,3
Outros Ativos CP	12.378,0	13.058,0	13.215,0	14.616,0	15.621,9	14.616,0	19.825,4	23.046,7
Outros Ativos LP	26.711,0	27.044,0	28.126,0	28.561,0	28.562,3	28.561,0	32.245,5	36.707,8
Ativo Fixo	25.259,0	25.674,0	26.760,0	27.406,0	27.496,7	27.406,0	30.999,2	35.260,4
<b>Passivo &amp; PL</b>	<b>39.089,0</b>	<b>40.102,0</b>	<b>41.341,0</b>	<b>43.177,0</b>	<b>44.184,1</b>	<b>43.177,0</b>	<b>52.070,9</b>	<b>59.754,5</b>
Fornecedores	12.061,0	12.764,0	12.261,0	12.110,0	12.138,0	12.110,0	14.060,0	16.127,4
Dívida (Curto Prazo)	1.339,0	1.243,0	2.625,0	2.115,0	2.261,5	2.115,0	2.717,1	3.073,2
Outros Passivos CP	1.923,0	1.741,0	1.744,0	2.200,0	2.114,4	2.200,0	2.434,7	2.848,4
Dívida (Longo Prazo)	11.543,0	11.977,0	11.469,0	13.069,0	13.974,2	13.069,0	16.789,4	18.989,6
Outros Passivos LP	8.243,0	8.246,0	8.917,0	9.053,0	9.009,4	9.053,0	10.439,0	12.125,7
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>3.980,0</b>	<b>4.131,0</b>	<b>4.325,0</b>	<b>4.630,0</b>	<b>4.686,6</b>	<b>4.630,0</b>	<b>5.630,7</b>	<b>6.590,2</b>

R\$ MM

DRE	1T23	2T23	3T23	4T23	1T24	2023	2024	2025
Receita Líquida	15.096,0	15.984,0	17.002,0	18.421,0	17.638,1	66.503,0	76.687,2	89.129,9
CMV	(12.668,0)	(13.420,0)	(14.245,0)	(15.349,0)	(14.786,3)	(55.682,0)	(64.148,9)	(74.512,6)
Lucro Bruto	2.428,0	2.564,0	2.757,0	3.072,0	2.851,7	10.821,0	12.538,4	14.617,3
Total de Despesas Op.	(1.821,0)	(1.839,0)	(1.882,0)	(2.045,0)	(1.988,1)	(7.587,0)	(8.339,7)	(10.015,9)
EBIT	607,0	725,0	875,0	1.027,0	863,6	3.234,0	4.198,6	4.601,4
Resultado Fin.	(630,0)	(628,0)	(737,0)	(736,0)	(743,2)	(2.731,0)	(2.553,2)	(2.958,9)
IR & CSLL	83,0	47,0	35,0	(9,0)	(45,1)	156,0	(579,4)	(581,7)
Lucro Líquido	72,0	156,0	185,0	297,0	87,6	710,0	1.124,8	1.129,2
EBITDA	951,0	1.113,0	1.212,0	1.436,0	1.172,3	4.712,0	5.540,7	6.319,9

**Margens**

Bruta	16,1%	16,0%	16,2%	16,7%	16,2%	16,3%	16,4%	16,4%
EBIT	4,0%	4,5%	5,1%	5,6%	4,9%	4,9%	5,5%	5,2%
EBITDA	6,3%	7,0%	7,1%	7,8%	6,6%	7,1%	7,2%	7,1%
Líquida	0,5%	1,0%	1,1%	1,6%	0,5%	1,1%	1,5%	1,3%

**Crescimento Ano/Ano**

Δ Receita Líq.		5,9%	6,4%	8,3%	-4,3%	22,0%	15,3%	16,2%
Δ EBITDA		17,0%	8,9%	18,5%	-18,4%	20,4%	17,6%	14,1%
Δ Lucro Líq.		116,7%	18,6%	60,5%	-70,5%	-41,8%	58,4%	0,4%

R\$ MM

Fluxo de Caixa	1T23	2T23	3T23	4T23	1T24	2023	2024	2025
NOPLAT	(4.176,0)	1.104,9	1.038,5	955,1	570,0	4.147,2	2.771,1	3.036,9
(-) IR & CSLL	83,0	47,0	35,0	(9,0)	(45,1)	156,0	(579,4)	(581,7)
(+) Depreciação & Amort.	313,0	341,0	370,0	452,0	308,7	1.476,0	1.342,0	1.718,6
(-) Δ Capital de Giro	(1.079,0)	303,0	(836,0)	(54,0)	(723,3)	(1.666,0)	(70,0)	(326,7)
(-) CAPEX	(450,0)	(650,0)	(598,0)	(750,0)	(364,8)	(2.448,0)	(1.520,0)	(2.010,5)
<b>(=) FCFE</b>	<b>(5.392,0)</b>	<b>1.098,9</b>	<b>(25,5)</b>	<b>603,1</b>	<b>(209,4)</b>	<b>1.509,2</b>	<b>2.523,1</b>	<b>2.418,3</b>

# Grupo Pão de Açúcar | PCAR3

## Neutro

Apesar de pontos positivos, matemos Neutro em meio a reestruturação

### Indicação

Estamos mantendo **Neutro** para **Grupo Pão de Açúcar (PCAR3)** com um preço-alvo de **R\$ 4,30/ação**, potencial de, aproximadamente, 30%. Reconhecemos que o trabalho de turnaround do GPA tem se mostrado eficaz conforme a empresa apresenta seus resultados (dentre eles, os ganhos de rentabilidade e a redução da alavancagem). No entanto, a empresa ainda enfrenta sua reestruturação, o que ainda interfere em seu desempenho. Com isso, optamos por nos mantermos cautelosos com a companhia, a fim de evitarmos exposição a uma empresa em recuperação e a ações com bastante volatilidade.

### Resumo

**Caminho mais resiliente para seu modelo de lojas.** O modelo de negócio do GPA, focado em lojas de proximidade, *premium* e menores, tem se mostrado resiliente ao longo dos trimestres, principalmente dado um público-alvo mais específico. Com isso, a companhia consegue se mostrar eficiente mesmo em períodos mais conturbados da economia, em termos de *topline*.

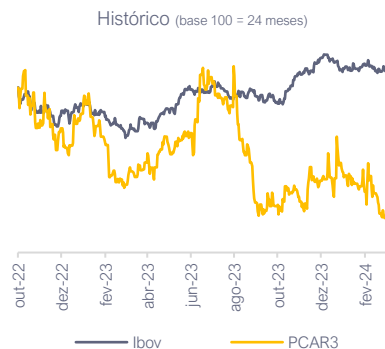
**Margens em recuperação.** A companhia vêm apresentando uma boa recuperação de sua margem bruta, fruto de boa gestão de estoques, mix e precificação. Já sua margem ebitda, embora esteja evoluindo, ainda observamos certa pressão proveniente das despesas com a reestruturação, o que está pressionando seu ebitda consolidado. Ainda enxergamos essa pressão persistindo ao longo de 2024 e, incorporamos em nossas estimativas, o patamar mais baixo do *guidance* fornecido pelo GPA, de 8% de margem ebitda para 2024.

**Desalavancagem em andamento.** Um dos pontos de maior atenção na tese é sua desalavancagem. A companhia tem feito um bom trabalho, vendendo ativos non-core e simplificando suas operação em território nacional a fim de usar o capital para reduzir sua alavancagem. Em nossas estimativas, consideramos o follow-on anunciado e o arrendamento e enxergamos níveis mais saudáveis de endividamento na companhia.

**Valuation atrativo, mas riscos pesam mais.** Embora os pontos positivos sejam evidentes na tese, além de um potencial de, aproximadamente, 30%, optamos por mantermos Neutro em nossa recomendação, dado todo o processo de reestruturação que a empresa está enfrentando. Com isso, nosso novo preço-alvo ficou em R\$ 4,30/ação, mas acompanhando os desdobramentos do turnaround.

Abra Sua Conta

PCAR3			
Valor de mercado (R\$mi.)	R\$		1086,0
Últ. preço	R\$		3,00
Preço-alvo	R\$		4,30
Potencial			43,3%
Múltiplos	12m	24m	Média
P/L	-	-	2,9x
Ev/Ebitda	5,9x	4,5x	4,9x
P/VPA	0,1x	0,1x	0,1x
Oscilação	30d	12m	2024
PCAR3	-13,9%	-17,4%	-18,8%
Ibov	-2,5%	26,7%	-5,3%
Comps	2023	2024	2025
ROE	-45,2%	-6,8%	0,5%
ROIC	4,8%	10,5%	10,3%
Alavancagem	1,2x	0,4x	0,7x



R\$ Mil	2023	2024E	2025E	2026E
Receita bruta	20.617.000	22.170.720	23.719.573	25.039.302
Receita líquida	19.250.000	20.618.843	22.016.845	23.241.836
Same Store Sales	5,6%	5,6%	5,8%	5,0%
Lucro bruto	4.817.000	5.299.826	5.769.229	6.090.204
Margem bruta	25,0%	25,7%	26,2%	26,2%
Ebitda ajustado	1.305.000	1.639.981	1.613.614	1.722.954
Margem ebitda ajustada	6,8%	8,0%	7,3%	7,4%
Lucro líquido	(2.134.000)	(343.152)	26.348	111.825
Margem líquida	-11,1%	-1,7%	0,1%	0,5%

# Grupo Pão de Açúcar | PCAR3

## Neutro

### Tese de Investimento

#### Vendas

O GPA vem de altos e baixos em termos de *topline*. Além dos impactos macroeconômicos, efeitos de cisão, como com o Assaí e, mais recentemente, com o Éxito, distorcem seu consolidado. No entanto, a partir de 2022 começamos a enxergar uma melhor constância em seu SSS, principalmente se compararmos com outros modelos de redes de mercados. O modelo de lojas menores, mais *premium* e de proximidade consegue se manter mais resiliente, com um público mais nichado. Isso permite uma certa vantagem competitiva perante grades varejistas, como o Assaí e o Atacadão, principalmente em termos de *pricing* se compararmos com a inflação, por exemplo.

Em nossas estimativas, estamos olhando uma receita mais tímida, com um SSS se normalizando em 2026. Enxergamos a reestruturação que vem ocorrendo na empresa como uma fonte de ganhos em termos de mix de produtos, que permitem menos estoques parados (resultando, muitas vezes, em quebras) e em termos de uma rentabilidade saldável.

#### Rentabilidades

Em termos de margens, com as melhorias provenientes da reestruturação sendo implementadas, como o foco maior nas lojas de proximidade e mix de produtos, enxergamos uma margem bruta ganhando espaço. Formatos de proximidade possuem a característica de vender mais produtos perecíveis, que possuem maior margem, além de terem um giro melhor de estoques. Com isso, enxergamos uma nova dinâmica de margem bruta para essa nova fase do GPA.

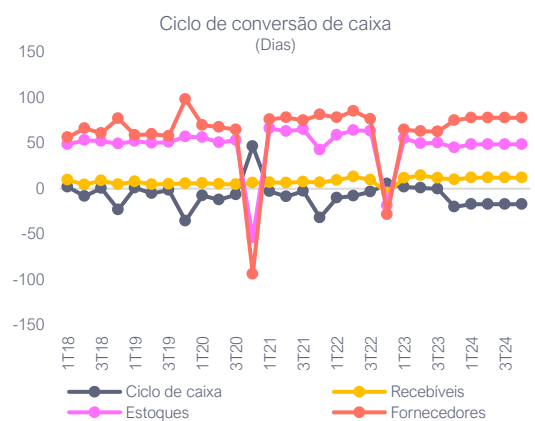
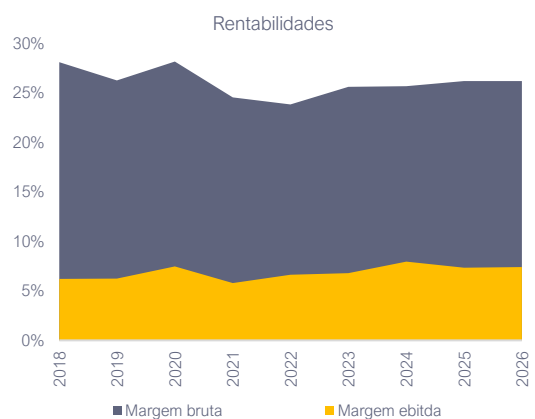
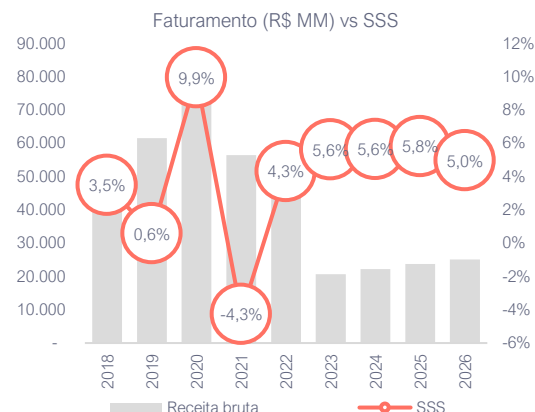
Para a margem ebitda, ainda enxergamos algum aperto ocasionado pelas despesas com a reestruturação. Com isso, esperamos a margem ebitda ainda apresente maior lentidão em se recuperar. Em nossas estimativas, vale pontuar, consideramos a menor ponta do guidance fornecido pelo GPA, de 8% em 2024.

#### Ciclo de conversão de caixa

Em termos de estoques, estamos esperando níveis menos voláteis conforme o processo de reestruturação for se encerrando. Assim, esperamos um melhor ajuste de mix a fim seguir reduzindo os níveis de quebra (que já vem em redução sequencial), além de trazer uma melhor dinâmica de margem bruta. Em termos de fornecedores, ainda na mesma linha de pensamento anterior, acreditamos em uma melhor dinâmica de negociações com os fornecedores do GPA conforme for finalizando o *turnaround*.

#### Alavancagem

Olhando a alavancagem, um pontos mais desafiadores de GPA, enxergamos como positivo todo o processo de desalavancagem que a empresa vem construindo. Em nossas análises, considerando o arrendamento e incorporando o recém follow on, enxergamos uma relação dívida líquida / ebitda em 2,6x para o final de 2024 (vs. 4,5x em 2023, em nossos cálculos).



# Grupo Pão de Açúcar | PCAR3

## Neutro

### Governança

Pós follow-on, o Casino perdeu seu controle no GPA, passando de 40,9% para 22,4%. Assim, mesmo o Casino já tendo se afastado de decisões do conselho do GPA, isto é positivo dado uma melhor perspectiva perante o mercado. Além disso, o ex-CEO, Sr. Ronaldo Labrudi, participou da oferta, ficando agora com, aproximadamente, 5%, sendo um acionista relevante dentro do grupo, o que, em nossa visão, também é positivo para companhia.

### Valuation e recomendação

Atualizamos nosso modelo de *valuation* a fim de incorporar as novas premissas. O novo preço-alvo foi definido com base em nosso fluxo de caixa descontado para a firma. Consideramos um *WACC* de 11,6% e um *g* de 6,1% para o *DCF*, chegando a um preço-alvo de R\$ 4,30/ação, implicando em um *upside* de, aproximadamente, 30%. No entanto, devido ao GPA ainda enfrentar um processo de reestruturação, optamos por manter nossa recomendação Neutra.

Custo de capital		Sensibilidade WACC x G					
Risk free rate	7,3%		13,1%	12,4%	11,6%	10,9%	10,1%
Equity risk premium	6,0%	7,1%	R\$ 4,20	R\$ 4,30	R\$ 4,60	R\$ 5,00	R\$ 5,60
Beta alavancado	2,16	6,6%	R\$ 4,10	R\$ 4,20	R\$ 4,50	R\$ 4,70	R\$ 5,20
<b>Ke</b>	<b>20,3%</b>	6,1%	R\$ 4,00	R\$ 4,20	R\$ 4,30	R\$ 4,60	R\$ 4,90
Custo de dívida	9,8%	5,6%	R\$ 4,00	R\$ 4,10	R\$ 4,30	R\$ 4,50	R\$ 4,70
Alíquota de IR efetiva	34,0%	5,1%	R\$ 4,00	R\$ 4,10	R\$ 4,20	R\$ 4,30	R\$ 4,60
<b>Kd</b>	<b>6,5%</b>						
% Capital próprio	37%						
% Capital de terceiros	63%						
<b>WACC</b>	<b>11,6%</b>						

**Balço Patrimonial, DRE e Fluxo de Caixa**

R\$ MM

Balço Patrimonial	1T23	2T23	3T23	4T23	1T24	2023	2024	2025
<b>Ativo Total</b>	<b>43.454,0</b>	<b>44.398,0</b>	<b>22.685,0</b>	<b>22.050,0</b>	<b>23.932,2</b>	<b>22.050,0</b>	<b>24.982,3</b>	<b>24.233,9</b>
Caixa & Aplicações	3.516,0	3.217,0	3.740,0	3.748,0	6.355,2	3.748,0	6.077,8	5.291,5
Estoques	2.079,0	1.965,0	1.992,0	1.952,0	1.956,2	1.952,0	2.224,4	2.359,2
Contas à Receber	588,0	761,0	613,0	573,0	646,5	573,0	734,4	784,2
Outros Ativos CP	27.985,0	28.951,0	7.936,0	7.523,0	10.319,2	7.523,0	10.583,0	9.903,4
Outros Ativos LP	15.469,0	15.447,0	14.749,0	14.527,0	13.613,0	14.527,0	14.399,4	14.330,5
Ativo Fixo	9.743,0	9.572,0	9.231,0	9.414,0	9.523,3	9.414,0	9.753,9	10.459,8
<b>Passivo &amp; PL</b>	<b>43.454,0</b>	<b>44.398,0</b>	<b>22.685,0</b>	<b>22.050,0</b>	<b>23.932,2</b>	<b>22.050,0</b>	<b>24.982,3</b>	<b>24.233,9</b>
Fornecedores	2.451,0	2.505,0	2.466,0	3.253,0	3.137,2	3.253,0	3.567,4	3.783,7
Dívida (Curto Prazo)	1.124,0	1.576,0	1.411,0	972,0	1.303,7	972,0	1.254,5	1.174,6
Outros Passivos CP	13.140,0	14.059,0	2.155,0	2.000,0	1.783,5	2.000,0	1.960,4	1.917,4
Dívida (Longo Prazo)	5.436,0	4.583,0	4.640,0	4.302,0	5.770,2	4.302,0	5.552,3	5.198,8
Outros Passivos LP	7.636,0	7.956,0	6.994,0	6.801,0	6.655,4	6.801,0	7.564,8	7.049,2
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>13.667,0</b>	<b>13.719,0</b>	<b>5.019,0</b>	<b>4.722,0</b>	<b>5.282,2</b>	<b>4.722,0</b>	<b>5.082,8</b>	<b>5.110,2</b>

R\$ MM

DRE	1T23	2T23	3T23	4T23	1T24	2023	2024	2025
Receita Líquida	4.496,0	4.755,0	4.742,0	5.257,0	4.870,2	19.250,0	20.618,8	22.016,8
CMV	(3.400,0)	(3.573,0)	(3.551,0)	(3.909,0)	(3.630,6)	(14.433,0)	(15.319,0)	(16.247,6)
Lucro Bruto	1.096,0	1.182,0	1.191,0	1.348,0	1.239,6	4.817,0	5.299,8	5.769,2
Total de Despesas Op.	(1.164,0)	(1.206,0)	(1.205,0)	(1.333,0)	(1.161,0)	(4.908,0)	(4.690,8)	(4.898,7)
EBIT	(68,0)	(24,0)	(14,0)	15,0	78,6	(91,0)	609,0	870,5
Resultado Fin.	(332,0)	(338,0)	(170,0)	(169,0)	(322,2)	(1.009,0)	(1.232,1)	(939,1)
IR & CSLL	122,0	68,0	175,0	53,0	74,1	418,0	176,8	(14,1)
Lucro Líquido	(195,0)	(352,0)	(1.286,0)	(301,0)	(143,8)	(2.134,0)	(343,2)	27,4
EBITDA	153,0	227,0	333,0	286,0	336,3	1.305,0	1.640,0	1.613,6

**Margens**

Bruta	24,4%	24,9%	25,1%	25,6%	25,5%	25,0%	25,7%	26,2%
EBIT	-1,5%	-0,5%	-0,3%	0,3%	1,6%	-0,5%	3,0%	4,0%
EBITDA	3,4%	4,8%	7,0%	5,4%	6,9%	6,8%	8,0%	7,3%
Líquida	-4,3%	-7,4%	-27,1%	-5,7%	-3,0%	-11,1%	-1,7%	0,1%

**Crescimento Ano/Ano**

Δ Receita Líq.		-53,0%	-54,6%	-139,5%	8,3%	11,1%	7,1%	6,8%
Δ EBITDA		-62,9%	-39,7%	-141,8%	119,8%	13,9%	25,7%	-16%
Δ Lucro Líq.		183,9%	427,0%	-71,6%	-26,3%	53250,0%	-83,9%	-108,0%

R\$ MM

Fluxo de Caixa	1T23	2T23	3T23	4T23	1T24	2023	2024	2025
NOPLAT	(49,0)	(19,8)	(17,9)	9,3	51,9	23,6	402,0	574,5
(-) IR & CSLL	122,0	68,0	175,0	53,0	74,1	418,0	176,8	(14,1)
(+) Depreciação & Amort.	250,0	255,0	256,0	256,0	257,7	1.017,0	1.030,9	743,1
(-) Δ Capital de Giro	(816,0)	(292,0)	9.595,0	1.053,0	(521,3)	9.540,0	(455,4)	66,6
(-) CAPEX	(205,0)	(137,0)	(220,0)	(164,0)	(212,4)	(726,0)	(752,3)	(788,5)
<b>(=) FCFE</b>	<b>(820,0)</b>	<b>(193,8)</b>	<b>9.613,1</b>	<b>1.154,3</b>	<b>(424,1)</b>	<b>9.854,6</b>	<b>225,3</b>	<b>595,7</b>



## DISCLAIMER

Este relatório foi elaborado exclusivamente pela Ativa Investimentos e está sendo fornecido exclusivamente para fins informativos. As informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas a mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação prévia, exceto quando encerrar a cobertura do emissor dos títulos discutidos neste relatório.

Este relatório não é uma oferta ou solicitação de qualquer instrumento financeiro. Antes de tomar a decisão de aplicar em qualquer operação, os potenciais investidores devem considerar cuidadosamente sua própria situação financeira, seus objetivos de investimento, todas as informações disponíveis e, em particular, avaliar os fatores de risco aos quais o investimento está sujeito. Os investidores deverão procurar aconselhamento financeiro em relação aos produtos ou estratégias de investimentos discutidas neste relatório, quando necessário. Os investidores devem observar que os rendimentos de títulos ou outros investimentos, mencionados neste relatório, podem flutuar e o preço de tais títulos e investimentos pode aumentar ou diminuir. O desempenho passado não é necessariamente um guia para o desempenho futuro. A Ativa Investimentos não aceita responsabilidade por qualquer perda direta ou indireta decorrente do uso deste relatório.

Os traders e demais profissionais da Ativa Investimentos e das empresas do conglomerado podem realizar comentários ou estratégias de negociação que refletem opiniões contrárias à opinião expressa neste relatório. Esses comentários de mercado ou estratégias de negociação refletem os diferentes prazos, premissas, visões e métodos analíticos das pessoas que as elaboraram, e a Ativa Investimentos e seu conglomerado não possuem nenhuma obrigação de garantir que tais comentários de mercado ou estratégias de negociação sejam levados ao conhecimento de qualquer destinatário deste relatório. Este relatório é baseado em informações publicamente disponíveis e que a Ativa Investimentos considera confiável, porém não representa que é preciso e/ou completo, sendo assim, não deve ser considerado como tal.

### Research

[research@ativainvestimentos.com.br](mailto:research@ativainvestimentos.com.br)

### Institucional

#### Ações | Renda Fixa | Mercados Futuros

Mesa RJ: (55 21) 3515-0290  
Mesa SP: (55 11) 3339-7036  
Sales: (55 21) 3515-0202

### Pessoa Física

Mesa RJ: (55 21) 3515-0256/3958-0256  
Mesa SP: (55 11) 3896-6994/6995/6996  
Mesa GO: (55 41) 3270-4100  
[assessoriadigital@ativainvestimentos.com.br](mailto:assessoriadigital@ativainvestimentos.com.br)

### Atendimento

0800 285 0147

### Ouvidoria

0800 717 7720