



ÁGORA  
INVESTIMENTOS

ÁGORA INSIGHTS

# Análise de Empresas

Varejo Alimentar



02/09/2024

## E se... o Grupo Mateus adquirisse o Assaí?

- No último domingo (1º de setembro), um colunista de jornal sugeriu que o Grupo Mateus poderia estar interessado em adquirir as operações do Assaí. Isso foi posteriormente negado pelo Grupo Mateus em uma comunicação oficial.
- Embora formalmente negado e complexo de se materializar por enquanto, neste relatório desenhamos como seria uma aquisição potencial (Grupo Mateus+Assaí), reconhecendo que poderia fazer sentido estratégico em algum momento no futuro, principalmente considerando a complementaridade geográfica, significando também menor risco antitruste.
- Avaliamos potenciais implicações para o balanço do Grupo Mateus em uma combinação de aquisição de dinheiro e/ou ações e potenciais prêmios pagos pelas ações do Assaí - uma aquisição total em dinheiro levaria a alavancagem proforma Grupo Mateus+Assaí acima de 3,0x em todos os cenários.
- Uma aquisição de 50%+1 ASAI3, com um bom componente de ações GMAT3, poderia resultar em um balanço patrimonial "mais limpo" (alavancagem financeira menor que 3x medida pela relação dívida líquida sobre EBITDA) para o potencial GMAT+ASAI, enquanto os controladores atuais seriam capazes de manter uma participação controladora. O efeito positivo de segundo nível seria aumentar o *free float* do Grupo Mateus.
- Mantemos nossa recomendação de Compra para ASAI3 (preço-alvo de R\$ 18,00 ao final de 2025) e Neutra para GMAT3 (preço-alvo de R\$ 9,00), por enquanto, pois, na prática, não há nada material a ser precificado.

Um novo gigante do varejo de alimentos no Brasil? Grupo Mateus + Assaí seria virtualmente tão grande quanto Carrefour Brasil. No último domingo (1º de setembro), uma notícia veiculada na mídia comentou que o Grupo Mateus estaria potencialmente trabalhando em uma oferta para adquirir o Assaí. Apesar de já ter sido negada pelo Grupo Mateus, a notícia levanta debates instigantes sobre como seriam as vendas, a abrangência geográfica e o balanço desse novo player em potencial (quanto maior a troca de ações, menor a alavancagem financeira). Em última análise, esperaríamos um risco antitruste menor, dada a natureza fragmentada do setor varejista de alimentos do Brasil e a baixa sobreposição geográfica das empresas: o Grupo Mateus tem cerca de 70% de suas lojas nos estados do Maranhão e Pará, enquanto o Assaí tem apenas cerca de 4% de suas lojas nesses estados.

Em termos de avaliação, o consenso percebe praticamente pouco/nenhum prêmio no estágio atual, já que tanto a ASAI3 quanto a GMAT3 são negociadas a 10-11x o múltiplo P/L estimado para 2025. As ações ASAI3 estão sendo negociadas virtualmente no mesmo nível das ações GMAT3 (ambas em 11x segundo nossas estimativas e cerca de 10-11x pelas estimativas do consenso) e ligeiramente acima das ações do Carrefour Brasil (9,4x) em termos de múltiplo P/L estimado para 2025. Para evitar estresse na alavancagem financeira do Grupo Mateus, haveria espaço para um prêmio de dois dígitos baixos em relação ao preço atual de ASAI3. Em nossa análise de sensibilidade, notamos que usar o máximo possível de ações GMAT3 (ou seja, no cenário em que o atual acionista controlador do Grupo Mateus retém o controle da GMAT+ASAI) aumentaria seu *free float* (atualmente em 21%) - potencialmente desbloqueando ainda mais valor além de potenciais sinergias.

Pedro Pinto 

Flávia Meireles 

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

Em termos de alavancagem, cenários de aquisição em potencial apontam para usar o máximo possível de ações GMAT3 como pagamento. Após avaliar os méritos dessa aquisição em potencial - que vemos como, em geral, positiva em um nível estratégico - a questão-chave se torna: como seria o balanço patrimonial da "GMAT+ASAI" após o Grupo Mateus adquirir o controle do Assaí. Se o Grupo Mateus oferecer comprar 100% das ações ASAI3 em dinheiro, sua alavancagem financeira seria próxima de 3x (dívida líquida sobre EBITDA) - um nível de alavancagem complicado para um negócio de margem muito estreita, em nossa visão. De uma perspectiva de balanço, seria mais "racional" adquirir o controle (50%+1 ações), usando o máximo possível de ações GMAT3 como pagamento, dentro de um prêmio razoável (próximo a dois dígitos baixos ou 12% em nosso exemplo). Isso resultaria em um *free float* muito maior (até 44%) e uma alavancagem financeira controlada (2,2x dívida líquida sobre EBITDA se usar apenas ações como pagamento) - esse cenário implicaria uma diluição de 29% para os acionistas minoritários do Grupo Mateus.

**Mantemos nossa recomendação de Compra para ASAI3 e Neutra para GMAT3.** Apesar do prêmio potencial e da redução potencial da alavancagem para o Assaí em uma estrutura "GMAT+ASAI", o Grupo Mateus já negou negociações de aquisição e este é principalmente um exercício hipotético de "E se". De forma geral, acreditamos que não há informações adicionais a serem precificadas em ambas as ações, pois o Grupo Mateus já negou as possíveis negociações delineadas pela notícia.



**ÁGORA**  
INVESTIMENTOS



**Região Metropolitana (RJ e SP)**  
4004 8282

**Demais Regiões do Brasil**  
0800 724 8282

**Demais Regiões do Brasil**  
0800 724 8282

#### **ECONOMIA**

##### **Dalton Gardimam**

Economista – Chefe

##### **Maria Clara W. F. Negrão**

Economista, CNPI

#### **RESEARCH ÁGORA**

##### **José Francisco Cataldo Ferreira**

CNPI – Superintendente de Research

#### **ANÁLISE FUNDAMENTALISTA**

##### **Ricardo Faria França**

CNPI - Analista de Investimentos

##### **Flávia Andrade Meireles**

CNPI - Analista de Investimentos

##### **Wellington Antonio Lourenço**

CNPI - Analista de Investimentos

##### **Renato Cesar Chanes**

CNPI - Analista de Investimentos

##### **José Ricardo Rosalen**

CNPI-P - Analista de Investimentos

##### **Larissa Fidelis Monte**

Analista Assistente de Investimentos

#### **ANÁLISE GRÁFICA**

##### **Ernani T. Reis**

CNPI-T - Analista Gráfico

##### **Henrique Procopio Colla**

CNPI-P - Analista de Investimentos

#### **DIRETOR**

Ricardo Barbieri de Andrade



## Acompanhe nossas redes sociais



### 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.

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 CTVM:

O Bradesco BBI tem participação societária e interesses econômicos relevantes na empresa Cosan Dez Participações S.A., uma empresa gerenciada pela Cosan S.A. O Banco Bradesco S.A. detentor do Bradesco BBI e da Ágora CTVM, tem participação acionária indireta em Log Commercial Properties, Vitru e Zamp S.A.

Ágora, 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.

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: Anima Educação S.A., Ambipar S.A., Assai S.A., B3 S.A., Boa Safra S.A., Brisanet S.A., C&A Modas S.A., CCR S.A., Cogna S.A., Copel S.A., Ecorodovias S.A., Eletrobras S.A., Eletromidia S.A., Energisa S.A., Eneva S.A., Engie S.A., GPA S.A., Grupo Casas Bahia S.A., Hapvida S.A., Hypera S.A., Iochpe Maxion S.A., Localiza S.A., Movida S.A., MRV S.A., Oceanpact S.A., Pague Menos S.A., Positivo S.A., RD S.A., Rede D'Or S.A., Sabesp S.A., Tenda S.A., Tupy S.A., VAMOS S.A., Vibra Energia S.A., Vitru S.A. e Yduqs S.A.

Nos últimos 12 meses, a Ágora CTVM participou, como instituição intermediária, das ofertas públicas de títulos e valores mobiliários das companhias: Anima Educação S.A., Ambipar S.A., Assai S.A., B3 S.A., Boa Safra S.A., Brisanet S.A., C&A Modas S.A., CCR S.A., Cogna S.A., Copel S.A., CPFL Energia S.A., Ecorodovias S.A., Eletrobras S.A., Eletromidia S.A., Energisa S.A., Eneva S.A., Engie S.A., GPA S.A., Grupo Casas Bahia S.A., Hapvida S.A., Hypera S.A., Iochpe Maxion S.A., Jalles Machado S.A., Localiza S.A., Movida S.A., MRV S.A., Oceanpact S.A., Pague Menos S.A., Positivo S.A., RD S.A., Rede D'Or S.A., Sabesp S.A., Santos Brasil S.A., TAESA S.A., Tenda S.A., Tupy S.A., VAMOS S.A., Vibra Energia S.A., Vitru S.A. e Yduqs S.A.

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