

## Carrefour (CRFB3): resultado do 3T20

### Sólidos números de receita no trimestre, com destaque para o atacado (*cash-and-carry*)

O crescimento de SSS (efeitos ex- calendário) em seu segmento de alimentos atingiu 23,5% a/a (100 bps acima de nossa estimativa), levando a um crescimento de vendas de 27% a/a (em linha conosco). Na bandeira Atacadão, o SSS cresceu 26% a/a (um destaque no trimestre e vs. 20% em nossos números). Como resultado, as vendas do Atacadão cresceram 31% a/a (4% acima de nós), impulsionadas por um posicionamento estratégico mais competitivo e pela reabertura de bares e restaurantes nos últimos meses. Em sua divisão de varejo, o Carrefour também registrou forte crescimento de SSS de 26,6% a/a (contra 27,8% em nossas projeções), com as categorias de alimentos reportando expansão de 15,4% a/a e não-alimentos crescendo 43,6% a/a. Os hipermercados foram o destaque, com vendas crescentes 25,3% a/a. Em sua plataforma digital, o CRFB apresentou crescimento de GMV de e-commerce de 86% a/a, atingindo R\$ 895 milhões, quase no mesmo nível do 2T20, impulsionado por seu e-commerce de alimentos que triplicou no período (+ 202% a/a), enquanto o e-commerce de não-alimentos cresceu 69% a/a, com sua operação de marketplace alcançando 22% do GMV total.

### Maior lucratividade da divisão de alimentos compensada por números mais fracos no CSF

A margem bruta consolidada foi de 19,7%, queda de 250 bps a/a e 50 bps abaixo de nossa estimativa, com o sólido desempenho da operação de varejo alimentar compensado por maiores provisões no Banco Carrefour (CSF). A margem bruta do Atacadão atingiu 15,1% (-10bps a/a), com a retomada das vendas B2B e maior competitividade em preços, enquanto a margem EBITDA foi de 8,0% (+ 110bps a/a). A margem bruta da divisão Varejo (incluindo o e-commerce) atingiu 26,1% (+ 30bps a/a), enquanto a margem EBITDA foi de 8,0% a/a (+ 220 bps a/a), ajudada por uma dinâmica de margem mais favorável no canal de e-commerce, ganhos de produtividade e alavancagem operacional. O EBITDA consolidado atingiu R\$ 1,3 bilhão (+ 19% a/a, mas 8% abaixo de nossa projeção), com margem EBITDA de 7,7% (-50bps a/a), e o lucro líquido foi de R\$ 757 milhões (alta de 73% a/a e 3% acima de nossa expectativa).

#### BTG Pactual – EquityResearch:

##### Luiz Guanais

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Gabriel Savi

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

[Analise.Acoes@btgpactual.com](mailto:Analise.Acoes@btgpactual.com)

#### Carrefour BR (CRFB3)

|                  |              |
|------------------|--------------|
| Data             | 11/11/2020   |
| Ticker           | CRFB3        |
| Rating           | Neutro       |
| Preço Alvo (R\$) | 24,0         |
| Preço (R\$)      | 19,6         |
| Listagem         | Novo Mercado |

#### Dados Gerais:

|                         |           |
|-------------------------|-----------|
| Market Cap. (R\$ mn)    | 38.989,31 |
| Vol. Médio 12M (R\$ mn) | 108,33    |

#### Valuation:

|           | 2020E | 2021E |
|-----------|-------|-------|
| P/L       | 19,5x | 15,2x |
| EV/EBITDA | 8,8x  | 7,2x  |

#### Stock Performance:

|              |      |
|--------------|------|
| Novembro (%) | 6,4% |
| LTM (%)      | 5,4% |



| Valuation        | 12/2018 | 12/2019 | 12/2020E | 12/2021E | 12/2022E |
|------------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| RoIC (EBIT) %    | 21,2    | 17,1    | 20,7     | 24,3     | 27,5     |
| EV/EBITDA        | 9,7     | 13,0    | 8,8      | 7,2      | 6,1      |
| P/L              | 21,6    | 45,7    | 19,5     | 15,2     | 12,9     |
| Dividend Yield % | 1,6     | 0,2     | 0,8      | 1,8      | 2,3      |

| Resumo Financeiro (R\$ milhões) | 12/2018 | 12/2019 | 12/2020E | 12/2021E | 12/2022E |
|---------------------------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| Receita                         | 54.268  | 60.064  | 66.688   | 73.874   | 82.621   |
| EBITDA                          | 3.869   | 3.803   | 4.760    | 5.549    | 6.305    |
| Lucro Líquido                   | 1.664   | 1.012   | 2.052    | 2.634    | 3.107    |
| LPA (R\$)                       | 0,84    | 0,51    | 1,03     | 1,33     | 1,57     |
| DPA líquido (R\$)               | 0,29    | 0,05    | 0,17     | 0,36     | 0,46     |
| Dívida Líquida/Caixa            | -1.617  | -3.188  | -1.845   | -284     | 1.260    |

Fonte: Relatórios da empresa, Bovespa, estimativas do BTG Pactual S.A. / Valuations: com base no último preço das ações do ano; (E) com base no preço das ações de R\$ 19,64, em 10 de Novembro de 2020.

## A divisão de financiamento ao consumidor ficou abaixo do esperado, mas vemos a situação como transitória

Em sua divisão de financiamento ao consumidor (CSF), o Carrefour registrou um crescimento de 16% a/a no faturamento para R\$ 9,7 bilhões (vs. 0,3% de expansão no 2T), impulsionado pelo aumento do Cartão Atacadão (alta de 29,6% a/a) e crescimento de 12,1% no faturamento com cartão de crédito do Carrefour. Como resultado, a carteira de crédito total cresceu 20% a/a para R\$ 12,3 bilhões. A aceleração nos cartões Atacadão e Carrefour gerou pressão adicional no provisionamento, aumento de 48% a/a no 3T (já que o modelo IFRS9 exige contabilizar a perda potencial esperada assim que o recebível aparecer e, portanto, antes que comece a gerar receitas), também atingido por uma provisão extraordinária de R\$ 180 milhões no trimestre. E dada a abordagem de empréstimo mais conservadora no início da pandemia, as receitas de intermediação financeira caíram 19% a/a no período. Por sua vez, o EBITDA atingiu -R\$ 4 milhões (vs. R\$ 268 milhões no 3T19). Descendo na linha, o resultado líquido foi um prejuízo de - R\$ 4 milhões (vs. R\$ 152 milhões no 3T19 e + R\$ 44 milhões em nossas estimativas).

## Momentum resiliente para varejistas de alimentos sustenta nossa visão positiva para o CRFB

Embora o Carrefour tenha divulgado fortes números operacionais gerais em seu negócio de alimentos, o resultado na divisão de financiamento ao consumidor foi uma surpresa negativa no trimestre (embora não o consideremos estrutural). No geral, vemos um momentum resiliente para varejistas de alimentos, com maior visibilidade de lucros em comparação com outros segmentos de varejo, ajudado por uma inflação de alimentos mais alta no Brasil, aumentando a atratividade do Carrefour no curto prazo - também ajudado por um valuation com desconto - com CFRB3 negociado a 15x P/L 2021 (vs. a mediana dos varejistas de 30x).

Tabela 1: Análise do Resultado do 3T20 - Carrefour

| <b>DRE (R\$ milhões)</b>              | <b>3T20A</b> | <b>3T20E</b> | <b>A/E</b>     | <b>3T19A</b> | <b>a/a</b>     |
|---------------------------------------|--------------|--------------|----------------|--------------|----------------|
| Vendas Brutas                         | 19.276       | 19.163       | 0,6%           | 15.143       | 27,3%          |
| Receita Líquida                       | 17.441       | 17.406       | 0,2%           | 13.776       | 26,6%          |
| Lucro Bruto                           | 3.438        | 3.523        | -2,4%          | 3.064        | 12,2%          |
| Desp. De Vendas, Gerais e Adm.        | -2.117       | -2.061       | 2,7%           | -1.948       | 8,7%           |
| <b>EBITDA ajustado</b>                | <b>1.339</b> | <b>1.462</b> | <b>-8,4%</b>   | <b>1.129</b> | <b>18,6%</b>   |
| <b>Lucro Líquido</b>                  | <b>757</b>   | <b>734</b>   | <b>3,1%</b>    | <b>437</b>   | <b>73,2%</b>   |
| <b>Margens Operacionais</b>           |              |              |                |              |                |
| Magrem Bruta                          | 19,7%        | 20,2%        | -50 bps        | 22,2%        | -250 bps       |
| Margem Desp. De Vendas, Gerais e Adm. | -12,1%       | -11,8%       | -30 bps        | -14,1%       | 200 bps        |
| <b>Margem EBITDA ajustada</b>         | <b>7,7%</b>  | <b>8,4%</b>  | <b>-70 bps</b> | <b>8,2%</b>  | <b>-50 bps</b> |
| Margem Líquida                        | 4,3%         | 4,2%         | 10 bps         | 3,2%         | 120 bps        |
| <b>Destaques Operacionais</b>         |              |              |                |              |                |
| Crescimento SSS                       | 23,5%        | 22,5%        | 100 bps        | 3,8%         | 1970 bps       |
| Número de lojas (ex- atacado)         | 670          | 676          | -0,9%          | 652          | 2,8%           |
| Área de vendas - eop ('000 m²)        | 2.039.097    | 2.061.051    | -1,1%          | 1.958.894    | 4,1%           |

Fonte: Empresa e BTG Pactual

## Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTG Pactual Digital.

- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira ao custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

## Disclaimer Global

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatos sobre os quais o BTG Pactual digital não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual digital não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual digital e os seus clientes. O BTG Pactual digital ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo de decisão do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos o direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

**Certificação dos analistas:** Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas, conforme o caso. ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse [www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)