

## Grupo Mateus (GMAT3): Iniciando nossa cobertura

### Crescendo como uma empresa local, mas com tamanho nacional

Iniciamos nossa cobertura no Grupo Mateus, um atacadista e varejista nas regiões Norte e Nordeste do Brasil, com um rating de Compra e preço-alvo de R\$ 11/ação, oferecendo um potencial de valorização de 29% na cotação atual e 23% de valorização considerando o preço do IPO (R\$ 8,97). Nos últimos anos, argumentamos que no setor de varejo de alimentos no Brasil, alguns players regionais tiveram uma história de crescimento de sucesso, impulsionados pelo aumento de escala (e poder de barganha com a indústria), lojas bem localizadas, forte reconhecimento da marca e execução decente. Até certo ponto, isso tornou a vida dos players nacionais (e listados) muito mais difícil (impactando as receitas e margens). Este é precisamente o caso do Grupo Mateus, que combina um sabor regional, escala muito maior do que a maioria dos concorrentes (o grupo é o 4º varejista de alimentos no Brasil), um modelo de negócios multiformato, uma divisão de atacado, uma estrutura de distribuição/logística eficiente e muito espaço para abrir novas lojas (com perspectivas de crescimento superiores às de outros pares listados), apesar de permanecer como um grupo regional.

### Nossa análise demográfica ainda mostra muito espaço para crescimento nas regiões Norte e Nordeste

Embora o Grupo Mateus tenha superado as outras empresas com atuação nacional, a verdadeira competição nos próximos anos vem de pares regionais, com muito menos escala (alguns deles são clientes da própria divisão de distribuição do Grupo Mateus). A empresa é um exemplo na prestação de serviço, e verticaliza serviços complementares (por exemplo, panificação e frios), levando a melhores margens e maior qualidade (uma vantagem competitiva em relação a outras redes regionais). Nossa análise demográfica mostra o potencial do Grupo Mateus em abrir lojas em 37 novas cidades, em estados onde a empresa já possui operações de varejo, e em 116 novas cidades se assumimos os estados do Ceará, Bahia e Tocantins (onde só opera por meio do negócio de atacado). Em nossa análise, usamos cidades com mais de 50 mil habitantes para a bandeira Camiño (lojas de bairro) e mais de 100 mil para atacado e supermercados.

### Ritmo deve desacelerar em 2021 após o Coronavoucher, mas a perspectiva de crescimento ainda é resiliente

A Covid-19 trouxe uma realidade diferente para o varejo de alimentos em comparação com os outros segmentos de varejo, com um cenário raro de alta da inflação nos alimentos e volumes maiores, também impulsionados pela receita adicional com o auxílio emergencial (Coronavoucher). De acordo com nossa análise, houve uma queda de R\$ 160 bilhões no total de salários desde março, mas isso foi mais do que compensado pelos R\$ 223 bilhões liberados via Coronavoucher (com o benefício chegando a 43% das famílias em setembro). E

#### BTG Pactual – Equity Research:

##### 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)

#### Grupo Mateus (GMAT3)

Data	23/11/2020
Ticker	GMAT3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	11,0
Preço (R\$)	8,7
Listagem	Novo Mercado

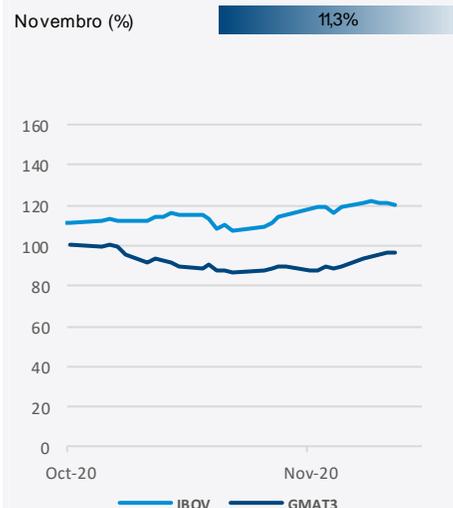
#### Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	19.121,84
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	53,71

#### Valuation:

	2020E	2021E
P/L	26,7x	20,4x
EV/EBITDA	16,3x	12,3x

#### Stock Performance:



esse efeito foi ainda mais pronunciado nas regiões Norte e Nordeste. Embora o fim do auxílio emergencial deva desacelerar o setor, no caso do Grupo Mateus sinalizamos que a maturação das lojas inauguradas nos últimos anos, a resiliência do setor mesmo em tempos mais difíceis e o agressivo plano de expansão (principalmente com o Atacarejo e lojas de bairro) devem sustentar perspectivas de crescimento sólido (esperamos crescimento de receita de 24% em 2021 e CAGR de 21% até 2025).

### Um negócio com alto crescimento no longo prazo e um curto prazo resiliente

Embora não possamos desprezar os riscos, como o fim do benefício fiscal para o negócio de atacado no Maranhão e uma potencial desaceleração da receita em 2021 após um ótimo desempenho neste ano (também auxiliado por um cenário macroeconômico mais favorável), o conhecimento local e a escala da empresa são uma barreira de entrada importante nos mercados em que opera. Apesar de um valuation premium em relação a outros varejistas de alimentos listados (GMAT3 é negociado a 20x P/L 2021 vs. 11x para Pão de Açúcar e 15x para Carrefour), a empresa se beneficia de uma operação bem-sucedida de atacado e divisão de B&M, oferecendo perspectivas de crescimento acima dos seus pares (28% de CAGR de lucro líquido até 2025), justificando nosso rating de Compra.

Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
RolC (EBIT) %	23,1	26,7	27,5	26,7	26,2
EV/EBITDA	-	-	16,3	12,3	10,1
P/L	-	-	26,7	20,4	16,9
Dividend Yield %	-	-	0,0	0,0	0,0

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	6917	8036	11678	13984	17043
EBITDA	533	769	1021	1340	1611
Lucro Líquido	328	499	700	919	1108
LPA (R\$)	0,15	0,23	0,32	0,42	0,50
DPA líquido (R\$)	0,01	0,01	0,00	0,00	0,00
Dívida Líquida/Caixa	-524	-502	2.124	2.205	2.374

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\$ 7,50, em 17 de Novembro de 2020.

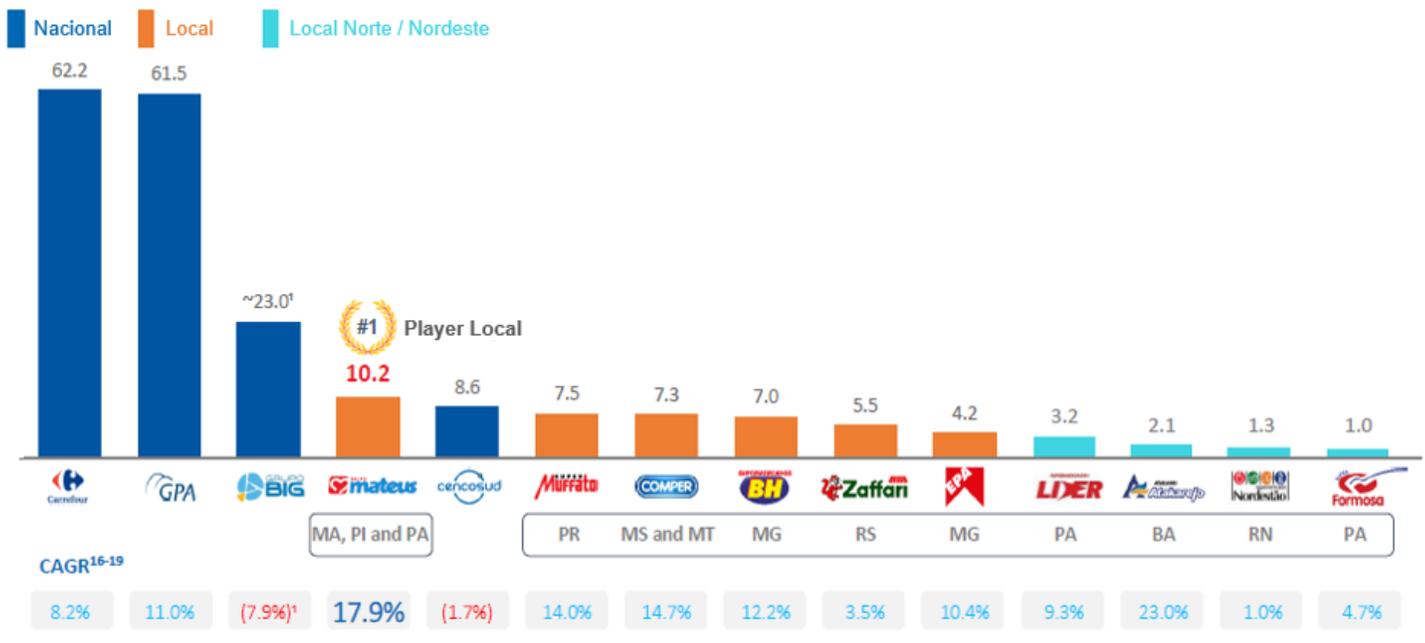
## Sumário Executivo – Um player regional premium

Iniciamos nossa cobertura no Grupo Mateus, um atacadista e varejista nas regiões Norte e Nordeste do Brasil, com um rating de Compra e preço-alvo de R\$ 11/ação, oferecendo um potencial de valorização de 29% na cotação atual e 23% de valorização considerando o preço do IPO (R\$ 8,97). Nos últimos anos, argumentamos que no setor de varejo de alimentos no Brasil, alguns players regionais tiveram uma história de crescimento de sucesso, impulsionados pelo aumento de escala (e poder de barganha com a indústria), lojas bem localizadas, forte reconhecimento da marca e execução decente. Até certo ponto, isso tornou a vida dos players nacionais (e listados) muito mais difícil (impactando as receitas e margens), com o Grupo Pão de Açúcar e Carrefour apresentando dificuldades para crescer nos formatos de supermercados e hipermercados.

Tabela 1: Participação regional das empresas no varejo de alimentos do Brasil

### Ranking dos Maiores Players do Brasil

Receita Bruta 2019 (R\$ bi)



Fonte: Empresa, Abras e BTG Pactual

Nossa visão positiva sobre o Grupo Mateus é baseada em quatro pilares: (i) foco regional (e posição de liderança) no Norte e Nordeste do Brasil, (ii) escala muito maior do que a maioria de seus concorrentes (quarto maior varejista de alimentos brasileiro), com lojas em diferentes formatos e um negócio de atacado, (iii) eficiente estrutura de distribuição/logística e (iv) oportunidades para abertura de novas lojas, apesar de preservar seu perfil de player regional.

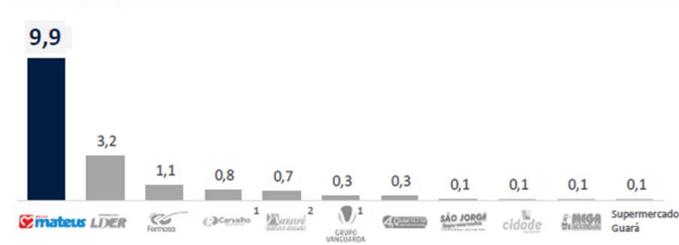
**Tabela 2: Líder regional com um modelo de negócios multiformato – Grupo Mateus**

	Armazém Mateus	Supermercados	Eleto	Mix Atacarejo	Camifão
Número de lojas	9 CDs	26	71	30	16
Receita bruta (2019)	R\$2,2bi	R\$2,7bi	R\$538mi	R\$4,1bi	R\$363mi
% da receita total (2019)	24%	26%	5%	41%	4%
Média de vendas por loja (2019)	R\$43k/m <sup>2</sup>	R\$106mi	R\$9mi	R\$180mi	R\$26mi
Área média de venda/loja (m <sup>2</sup> )	57.000	2.400	1050	5.120	750
Número de SKUs	17.000	12.000	1.500	16.000	6.000
Ticket médio (R\$)	-	R\$81	R\$558	R\$157	R\$55
Capex/loja nova (R\$mi)	-	R\$30mi	R\$4mi	R\$45mi	R\$16mi
Margem bruta (2019)	12,3%	25,6%	18,7%	15,5%	18,6%
Vendas por estado (2019)	<div style="display: flex; justify-content: space-around;"> <span style="background-color: #0070C0; color: white; padding: 2px;">61%</span> <span style="background-color: #0070C0; color: white; padding: 2px;">17%</span> <span style="background-color: #C00000; color: white; padding: 2px;">22%</span> </div>	<div style="display: flex; justify-content: space-around;"> <span style="background-color: #0070C0; color: white; padding: 2px;">85%</span> <span style="background-color: #C00000; color: white; padding: 2px;">15%</span> </div>	<div style="display: flex; justify-content: space-around;"> <span style="background-color: #0070C0; color: white; padding: 2px;">60%</span> <span style="background-color: #C00000; color: white; padding: 2px;">40%</span> </div>	<div style="display: flex; justify-content: space-around;"> <span style="background-color: #0070C0; color: white; padding: 2px;">72%</span> <span style="background-color: #C00000; color: white; padding: 2px;">28%</span> </div>	<div style="display: flex; justify-content: space-around;"> <span style="background-color: #0070C0; color: white; padding: 2px;">75%</span> <span style="background-color: #C00000; color: white; padding: 2px;">25%</span> </div>
	■ Maranhão	■ Piauí	■ Pará		

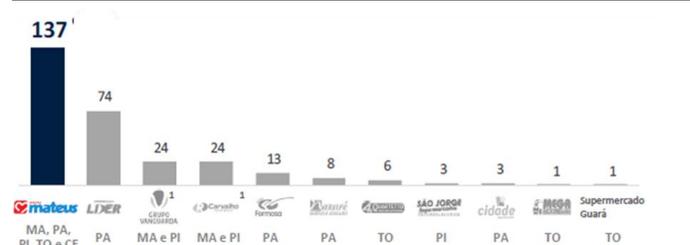
Fonte: Grupo Mateus e BTG Pactual

Com a concorrência dos maiores (e listados) players nacionais limitada no Maranhão e no Pará (dois estados dominados pelo Grupo Mateus e que respondem por aproximadamente 2% do setor varejista de alimentos no Brasil), a empresa explora sua escala muito maior do que seus concorrentes regionais, como o Supermercados Lider, aproveitando também da sua logística eficiente (fruto do DNA de atacado desde sua fundação em 1986) e exposição a diversos formatos, além da alta penetração de serviços em suas lojas.

Em nossa opinião, isso cria uma barreira de entrada relevante para novos concorrentes, ao mesmo tempo em que abre espaço para o crescimento futuro da empresa na região.

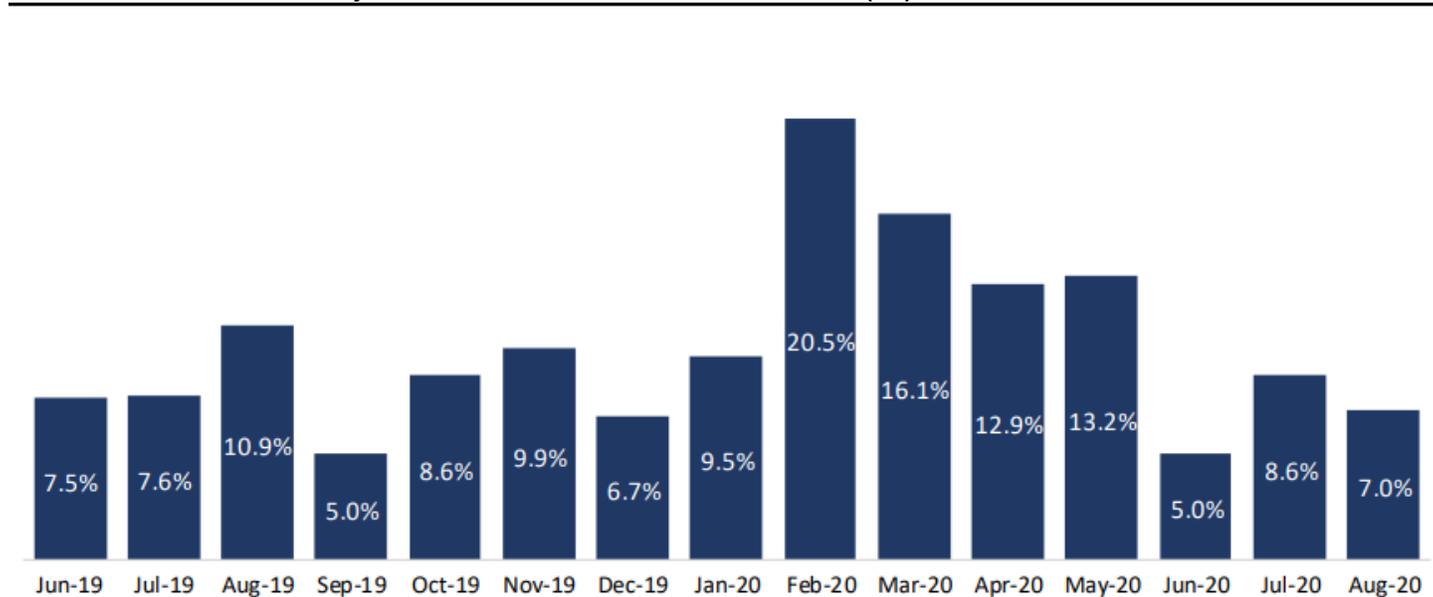
**Tabela 3: Mateus vs. Concorrentes regionais - Receita bruta (R\$ milhões) - 2019**


Fonte: Grupo Mateus e BTG

**Tabela 4: Mateus vs. Concorrentes regionais – Número de lojas - 2019**


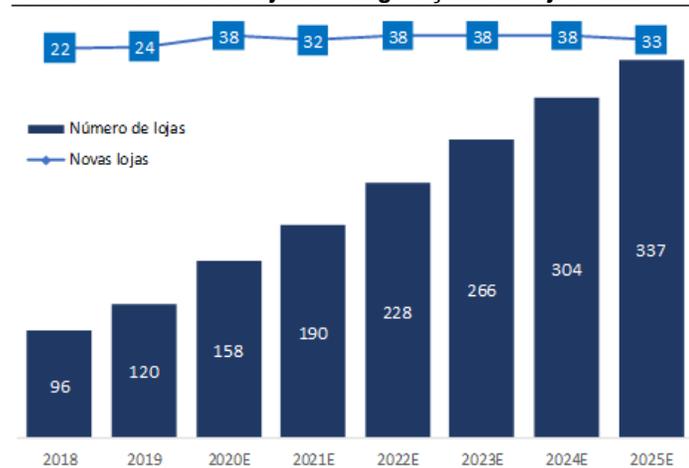
Fonte: Grupo Mateus e BTG

Além de sua posição de liderança, o Grupo Mateus está exposto a um setor resiliente, que no ano passado cresceu 6,4% a/a (em termos nominais), representando 5,2% do PIB brasileiro. Entretanto, auxiliado pelos efeitos do Covid-19, com mais consumidores comendo em casa e postergando os gastos discricionários, e uma aceleração da inflação em alimentos (8% nos últimos 12 meses) e o auxílio emergencial também ajudaram, com uma aceleração relevante desde fevereiro (12% de crescimento mensal na média).

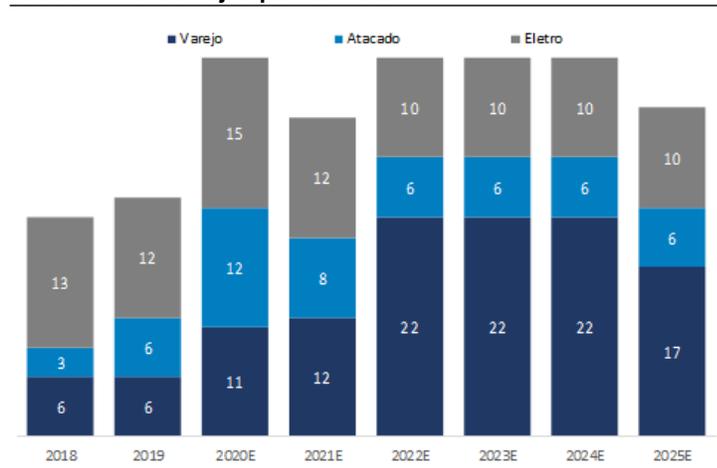
**Tabela 5: Crescimento do varejo de alimentos no Brasil – valores nominais (a/a)**


Fonte: Grupo Mateuse BTG

Mas, além da excelente performance em 2020, e apesar do posicionamento já dominante em alguns estados, ainda vemos espaço para expansão do Grupo Mateus, com 179 novas lojas previstas até 2025.

**Tabela 6: Número de lojas e inaugurações de lojas - total**


Fonte: Empresa e BTG Pactual

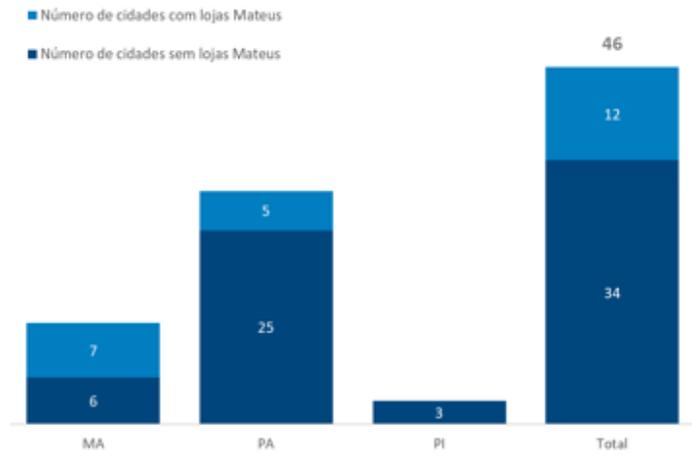
**Tabela 7: Novas lojas por formato**


Fonte: Empresa e BTG Pactual

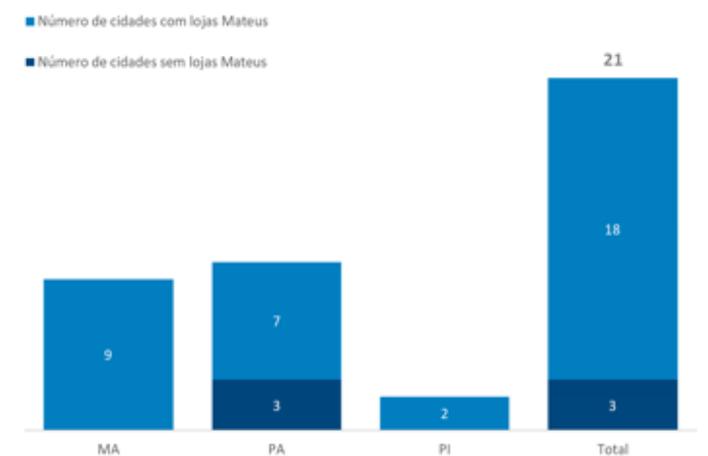
Através de nossa análise demográfica, mapeamos 67 cidades com mais de 50 mil habitantes nos estados do Maranhão, Pará e Piauí (onde o Grupo Mateus já possui operações). Atualmente, a empresa está presente em 30 cidades desses estados.

Também segmentamos essa análise por formato. Em cidades menores (entre 50-100 mil habitantes), há mais potencial para a empresa abrir suas lojas no formato de lojas de bairro (bandeira El Camiño). O Grupo Mateus pretende abrir cerca de 60 lojas nesse formato até 2025.

Adicionalmente, também mapeamos cidades com mais de 100 mil habitantes nesses mesmos estados (21 cidades), onde há mais potencial para abertura de lojas no formato Atacarejo (bandeira Mix Atacarejo) ou no formato de supermercado. A sobreposição já é elevada, visto que o Grupo Mateus está presente em 18 cidades - é importante lembrar que em algumas das maiores cidades ainda há espaço para mais lojas.

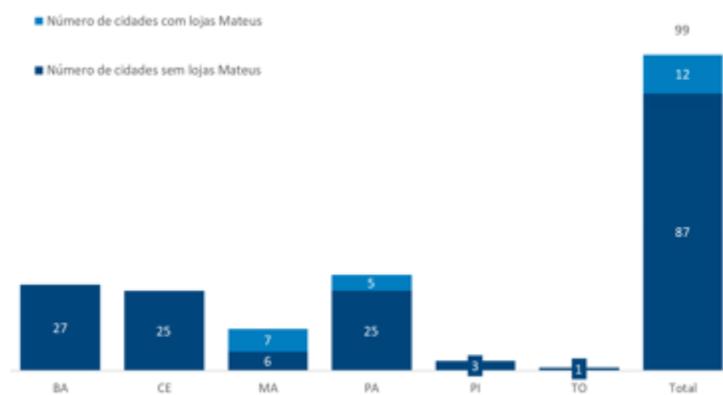
**Tabela 8: Cidades com 50mil a 100mil habitantes**


Fonte: IBGE e BTG Pactual

**Tabela 9: Cidades com mais de 100 mil habitantes**


Fonte: IBGE e BTG Pactual

Fizemos também a mesma análise, mas estendendo o raio para outros três estados, Ceará, Bahia e Tocantins, onde o Grupo Mateus atua apenas com seus negócios de atacado.

**Tabela 10: Cidades com 50 mil a 100mil habitantes (Pará, Maranhão, Piauí, Ceará, Bahia e Tocantins)**


Fonte: IBGE e BTG Pactual

**Tabela 11: Cidades com mais de 100 mil habitantes (Pará, Maranhão, Piauí, Ceará, Bahia e Tocantins)**


Fonte: IBGE e BTG Pactual

Como resultado, ainda existem mais 87 cidades menores que podem suportar a abertura de uma loja de bairro e mais 29 cidades (acima de 100 mil habitantes) que podem suportar a abertura de uma loja de atacado ou supermercado.

Em outra frente, nos últimos 34 anos, a empresa também consolidou uma posição de liderança nos negócios de atacado no Norte e Nordeste do país, com mais de 590 cidades e mais de 19 mil pontos de venda como clientes e 1,7 mil representantes de vendas. Além de sua contribuição para a receita do grupo (em torno de 25% das vendas totais), o negócio atacado também oferece mais escala para negociar com a indústria, beneficiando o negócio de varejo do Grupo Mateus (estimamos que aproximadamente 90% das compras do negócio de varejo do Grupo Mateus compra diretamente através da sua divisão de distribuição).

Parte desse posicionamento favorável se reflete em alguns acordos de exclusividade com marcas internacionais na região (como P&G, Nivea, Heinz, Colgate-Palmolive, entre outras) com um preço competitivo, principalmente frente à ameaça de grandes players nacionais.

Ainda, a exposição ao atacado também gera um benefício fiscal através da operação no estado do Maranhão. Por meio desse benefício (considerando apenas a operação de atacado), o Grupo Mateus paga uma carga tributária de 2% de ICMS (imposto estadual) versus uma alíquota efetiva de aproximadamente 12% em comparação a outros estados em que não há benefício.

Considerando que parte do benefício é compensada quando a empresa vende os produtos para sua própria operação de varejo (estimamos que aproximadamente 70% das vendas da divisão de atacado são internas) e que ao tirar o benefício fiscal do ICMS ela não pode se beneficiar de outros créditos fiscais, estimamos um efeito líquido de 0,7% do lucro bruto da empresa ou 2,7% de seu EBITDA (em 2019), mas aproximadamente 50% do seu lucro líquido (já que o benefício reduz a carga tributária efetiva para aproximadamente 4%).

Em nosso cenário base, consideramos que o benefício é válido até 2025 (último ano de nossa projeção) - o que significa que estamos considerando a renovação do benefício após 2022 (prazo oficial do benefício atual).

O risco de alguma alteração no incentivo fiscal até 2022 é baixo em nossa visão (e há alta probabilidade de renovação depois disso), mas pode afetar o valuation da empresa se as coisas ocorrerem de outra forma (embora esperamos que parte das perdas seja repassada aos preços).

Mas, além do risco do incentivo fiscal, destacamos que após o excelente desempenho neste ano, com aumento do tráfego e ticket médio de compras nos supermercados, impulsionados pela inflação de alimentos e renda adicional com o Coronavoucher, 2021 tende a ser bem mais difícil para o varejo de alimentos como um todo.

De acordo com nossa análise, desde março, houve uma queda de R\$ 160 bilhões no total de salários, mas isso foi mais do que compensado pelos R\$ 223 bilhões em recursos liberados com Coronavoucher (com o benefício chegando a 43% dos domicílios no Brasil, em setembro). E esse efeito foi ainda mais pronunciado nas regiões Norte e Nordeste do Brasil.

Embora o fim do auxílio emergencial deva trazer uma tendência de desaceleração do setor, no caso do Grupo Mateus, sinalizamos que a maturação das lojas inauguradas nos últimos anos e o agressivo plano de expansão sustentam uma resiliente perspectiva de crescimento (esperamos um crescimento de receita de 24% em 2021 e 21% anualmente, CAGR, até 2025), acima de seus pares nacionais.

**Tabela 12: Análise comparativa – Varejistas listados em alimentos**

2019	GMAT	PCAR - Brasil	CRFB
<b>Número de lojas</b>	<b>120</b>	<b>881</b>	<b>464</b>
# Atacado	23	166	186
# Supermercados	37	366	53
# Hipermercados	2	112	100
# Lojas de conveniência	-	237	125
# Lojas de eletrônicos e eletrodomésticos	58	0	0
Selling area ('000sqm)	229.572	1.896.000	1.967.014
<b>Receita bruta (R\$mi)</b>	<b>9.713</b>	<b>59.101</b>	<b>62.221</b>
CAGR 17-19 (%) - Crescimento anual	10,9%	6,9%	5,9%
Lucro bruto (R\$mi)	2.082	11.582	10.402
Margem bruta (%)	25,9%	21,3%	18,2%
<b>EBITDA ex-IFRS16 (R\$mi)</b>	<b>769</b>	<b>2.844</b>	<b>3.674</b>
<b>EBITDA ex-IFRS16 margem (%)</b>	<b>7,8%</b>	<b>5,2%</b>	<b>6,4%</b>
Lucro líquido (R\$mn)	499	984	1.012

\*Lucro líquido consolidado para CRFB \*\*Lojas Camiño consideradas como supermercados

Em resumo, apesar de um valuation premium em comparação com seus pares listados (e concorrentes nacionais), com o Grupo Mateus sendo negociado a 20x P/L 2021, contra 15x do Carrefour e 11x do Pão de Açúcar, destacamos o domínio da empresa em sua região de origem (combinando escala de atuação e capilaridade no varejo), mas ainda com muito espaço para crescer nos próximos anos, principalmente por meio de lojas de bairro e do formato de Atacado. Como consequência, estimamos um crescimento anual no lucro por ação (LPA) de 28% (vs. 14% do Carrefour e Pão de Açúcar), justificando nosso rating de Compra.

**Tabela 13: Resumo DRE e Balanço patrimonial – Grupo Mateus**

DRE	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	Balanço Patrimonial	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>Receita líquida</b>	<b>6.917</b>	<b>8.112</b>	<b>11.419</b>	<b>14.149</b>	<b>17.281</b>	<b>21.360</b>	<b>Ativo circulante</b>	<b>2.556</b>	<b>2.796</b>	<b>6.867</b>	<b>7.206</b>	<b>7.518</b>	<b>8.514</b>
CSV	(5.072)	(5.970)	(8.663)	(10.682)	(13.100)	(16.225)	Caixa	272	407	3.476	2.903	2.563	2.776
<b>Lucro bruto</b>	<b>1.844</b>	<b>2.141</b>	<b>2.756</b>	<b>3.467</b>	<b>4.180</b>	<b>5.135</b>	Recebíveis	807	804	1.130	1.686	1.963	2.308
Despesas gerais e administrativas	(1.309)	(1.560)	(1.833)	(2.219)	(2.666)	(3.248)	Estoques	1.423	1.518	2.195	2.550	2.925	3.362
Outras receitas/despesas	(3)	(16)	-	-	-	-	Outros	54	67	67	67	67	67
Depreciação e amortização	(81)	(84)	(107)	(177)	(251)	(346)	<b>Ativo não circulante</b>	<b>147</b>	<b>128</b>	<b>128</b>	<b>128</b>	<b>128</b>	<b>128</b>
<b>EBIT</b>	<b>452</b>	<b>481</b>	<b>816</b>	<b>1.071</b>	<b>1.262</b>	<b>1.541</b>	<b>Ativos imobilizados</b>	<b>733</b>	<b>1.269</b>	<b>1.780</b>	<b>2.292</b>	<b>2.953</b>	<b>3.348</b>
<b>EBITDA</b>	<b>533</b>	<b>565</b>	<b>923</b>	<b>1.248</b>	<b>1.514</b>	<b>1.887</b>	<b>Total dos ativos</b>	<b>3.435</b>	<b>4.193</b>	<b>8.775</b>	<b>9.626</b>	<b>10.598</b>	<b>11.989</b>
Resultado financeiro	(120)	(100)	(116)	(102)	(98)	(82)	<b>Passivo circulante</b>	<b>1.111</b>	<b>961</b>	<b>1.094</b>	<b>1.409</b>	<b>1.766</b>	<b>2.237</b>
<b>EBT</b>	<b>331</b>	<b>381</b>	<b>699</b>	<b>969</b>	<b>1.164</b>	<b>1.458</b>	Empréstimos e Financiamentos	222	192	192	192	192	192
Impostos	(3)	(16)	(28)	(39)	(47)	(59)	Passivo trabalhista e social	162	198	198	198	198	198
<b>Lucro líquido</b>	<b>328</b>	<b>366</b>	<b>671</b>	<b>930</b>	<b>1.117</b>	<b>1.399</b>	Fornecedores	703	554	687	1.001	1.358	1.829
							Outros	24	18	18	18	18	18
<b>Crescimento</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>Passivo não circulante</b>	<b>675</b>	<b>1.241</b>	<b>1.387</b>	<b>1.161</b>	<b>892</b>	<b>692</b>
Receita bruta	17,9%	18,3%	39,6%	23,0%	21,5%	23,2%	Empréstimos e Financiamentos	574	717	863	637	368	168
Receita líquida	19,2%	17,3%	40,8%	23,9%	22,1%	23,6%	Outros	102	524	524	524	524	524
EBITDA	28,0%	6,1%	63,3%	35,2%	21,3%	24,6%	<b>Patrimônio líquido</b>	<b>1.650</b>	<b>1.992</b>	<b>6.295</b>	<b>7.057</b>	<b>7.941</b>	<b>9.061</b>
EBITDA ajustado	28,0%	6,1%	63,3%	35,2%	21,3%	24,6%	<b>Total dos passivos + PL</b>	<b>3.435</b>	<b>4.193</b>	<b>8.775</b>	<b>9.626</b>	<b>10.598</b>	<b>11.989</b>
Lucro líquido	54,8%	11,6%	83,4%	38,6%	20,1%	25,3%							
<b>Margens operacionais</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>							
Margem bruta	26,7%	26,4%	24,1%	24,5%	24,2%	24,0%							
Despesas gerais e administrativas/ Receita líquida	-18,9%	-19,2%	-16,1%	-15,7%	-15,4%	-15,2%							
Margem EBIT	6,5%	5,9%	7,1%	7,6%	7,3%	7,2%							
Margem EBITDA	7,7%	7,0%	8,1%	8,8%	8,8%	8,8%							
Alíquota Impostos	-1,0%	-4,1%	-4,1%	-4,1%	-4,1%	-4,1%							
Margem líquida	4,7%	4,5%	5,9%	6,6%	6,5%	6,5%							

Fonte: Grupo Mateus e BTG Pactual

Um olhar sobre o Grupo Mateus

Tabela 14: Receita bruta (R\$ milhões) e margem bruta



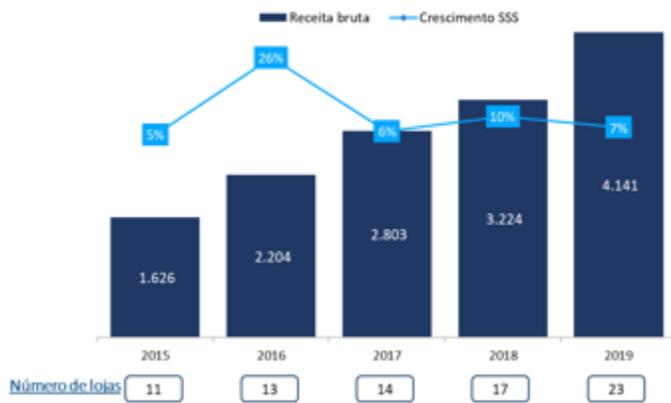
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 15: Receita bruta supermercados e hipermercados



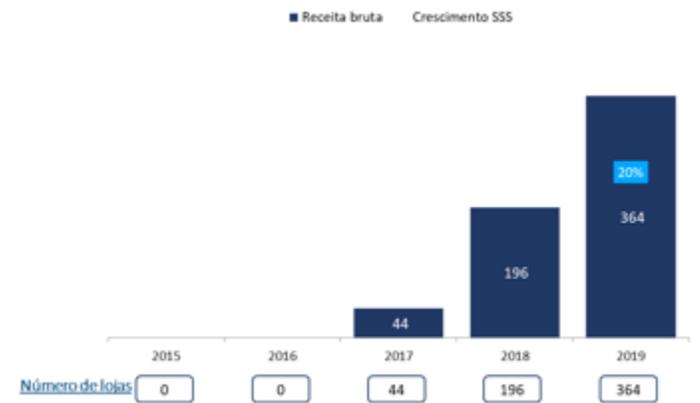
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 16: Receita bruta (R\$ milhões) – Atacarejo (R\$ milhões)



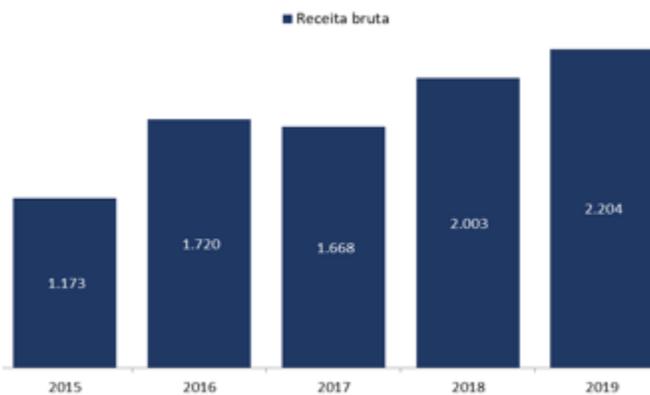
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 17: Receita bruta – Camião (R\$ milhões)



Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 18: Receita bruta – Atacado (R\$ milhões)



Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 19: Receita bruta – Eletro (R\$ milhões)



Fonte: Empresa e BTG Pactual

**Tabela 20: EBITDA (ex-IFRS16) e margem EBITDA**


Fonte: Empresa e BTG Pactual

**Tabela 21: Lucro líquido e margem líquida**


Fonte: Empresa e BTG Pactual

## Visão geral do Grupo Mateus

O Grupo Mateus foi fundado em 1986 por Ilson Mateus, ex-garimpeiro e mecânico, ele inaugurou um armazém de 50m<sup>2</sup> na cidade de Balsas, 800km ao sul da cidade de São Luís, capital do Estado do Maranhão. Depois de vários anos, Mateus passou a vender para outros supermercados da região, o que se tornou a divisão de atacado no Grupo Mateus.

Desde então, Mateus cresceu até se tornar o 4º maior varejista de alimentos do Brasil e maior player regional do país, com sua divisão de atacado vendendo para quase 20 mil pontos de venda e com lojas do grupo localizadas em 49 cidades do estado do Maranhão, Pará e Piauí.

Após a consolidação no interior do Maranhão, a empresa inaugurou sua primeira loja em Imperatriz (2ª maior cidade do estado) em 2000 e em São Luís em 2003, tendo se expandido para o Pará em 2012 e para o estado do Piauí em 2020.

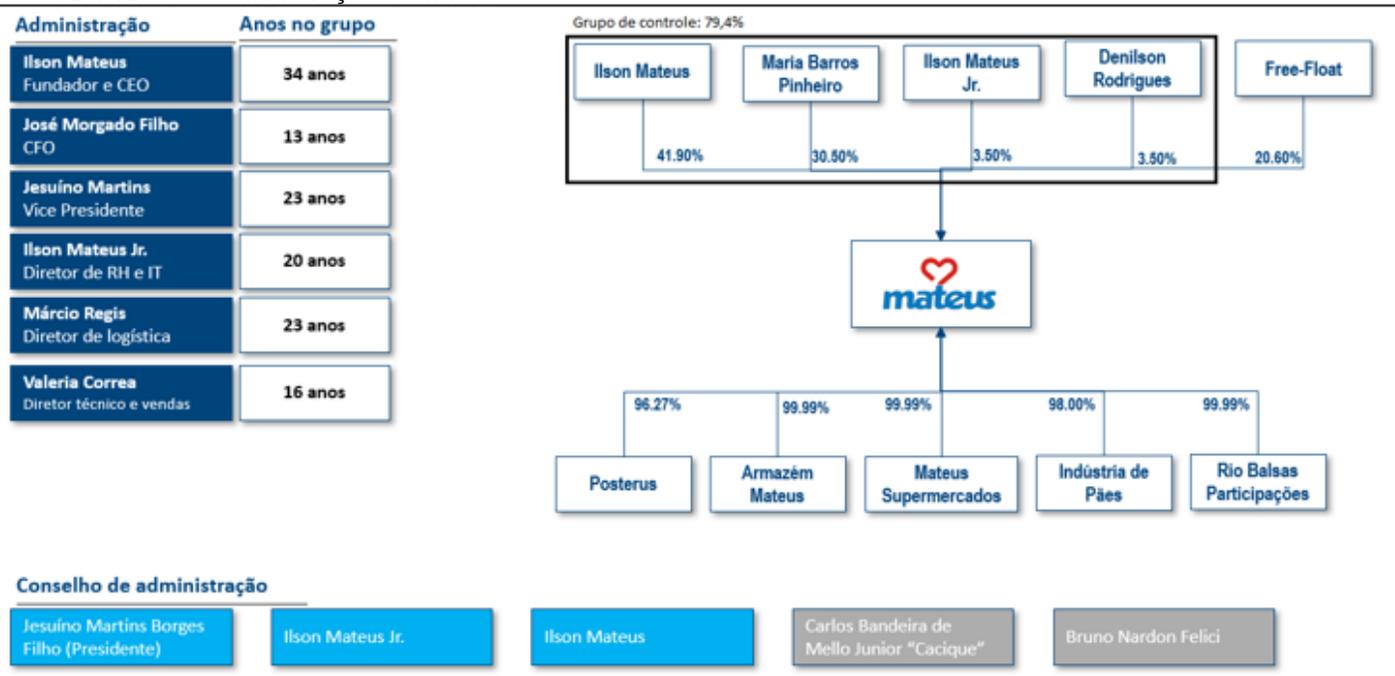
**Tabela 22: Linha do tempo – Grupo Mateus**


Fonte: Empresa e BTG Pactual

Ilson Mateus é o fundador e CEO e Ilson Mateus Jr. é o Diretor de RH e TI. Mais do que isso, a administração tem um longa e sólida experiência, com 74% dos cargos de liderança comandados por pessoas com mais de 10 anos de grupo.

O Grupo Mateus também trouxe dois novos conselheiros independentes após seu IPO em outubro: Carlos Bandeira de Mello “Caique” (ex-CEO do Banco Carrefour no Brasil), que ajudará o grupo a desenvolver ainda mais seus negócios de serviços financeiros, e Bruno Nardon (cofundador da Rappi e Kanui no Brasil), com foco cada vez maior em sua proposta *omnichannel* pelo varejista. O Presidente do Conselho de Administração é Jesuíno Martins, também Vice-Presidente da Empresa e ingressou há 22 anos no Grupo Mateus.

Tabela 23: Time de administração e controle



Fonte: Empresa e BTG Pactual

O Grupo Mateus também tem investido no desenvolvimento dos seus colaboradores, com a criação da Ulma (Universidade dos Líderes Mateus) em 2011. As decisões do dia-a-dia da empresa são tomadas pelos gestores das lojas, que estão alinhados com os principais objetivos da empresa. 62% da sua remuneração total é variável, sendo 40% relacionado as despesas, 30% a perdas e eficiência, 20% ao faturamento e 10% ao EBIT.

Atualmente, o Grupo Mateus opera com uma divisão de atacado e varejo. O primeiro, que conta com a marca Armazém Mateus, opera com quase dois mil vendedores autônomos, 9 CDs e 926 caminhões (330 próprios), que são utilizados para distribuição de produtos de +1.470 fornecedores do Armazém Mateus, inclusive grandes players da indústria, como P&G, Nivea, Heinz, Colgate-Palmolive e Kimberly-Clark, para quase 20 mil varejistas (além da divisão de varejo de Mateus).

Armazém Mateus distribui para os estados do Maranhão (56,7% das vendas totais), Pará (23,8%), Piauí (17,8%), Tocantins (1,4%), Ceará e Bahia (0,15% cada) e teve R\$ 2,2 bilhões em vendas na 2019, representando 24% das vendas totais.

Em sua divisão de varejo, o Grupo Mateus opera com quatro formatos de lojas complementares:

- i. **Mix Atacarejo:** Formato de Atacarejo com 30 lojas e área média de ~5 mil m<sup>2</sup> (capex de ~ R\$ 45 milhões por loja), oferecendo 16 mil SKUs (itens possíveis em estoque). Os produtos representam 83% das vendas totais, enquanto os 17% restantes são serviços. A exemplo de outras lojas de Atacarejo (como Assaí e Atacadão), o Mix Atacarejo vende para pessoas físicas (55% das vendas) e PMEs (pequenas e médias

empresas) (45%). O formato tem aproximadamente 380 funcionários por loja, R\$ 40 milhões de vendas/ano/m<sup>2</sup> e representou 41% das vendas do Grupo Mateus em 2019.

- ii. **Supermercados Mateus** (24 lojas) e **Hipermercados** (2 lojas): atualmente localizados nos estados do Maranhão e Pará, com área média de 2.400m<sup>2</sup> (capex de ~ R\$ 30 milhões por loja), oferecendo 12 mil SKUs. As vendas de produtos representam 92% das vendas totais, enquanto os 8% restantes são de serviços. As lojas de supermercado focam na venda para pessoa física e representaram 26% das vendas do Grupo Mateus em 2019. Seus principais concorrentes são players regionais como Líder, Carvalho e Formosa.
- iii. **Eleto Mateus** (71 lojas): criada em 1997 como formato complementar aos supermercados e atacarejo, a Eleto Mateus oferece uma ampla gama de produtos, eletrônicos, eletrodomésticos e móveis. Este formato representou 5% das vendas totais da empresa em 2019, tem uma área média de 1.100m<sup>2</sup> (capex de ~R\$ 4,4 milhões por loja) e oferece 1.500 SKUs. Seus principais concorrentes são players nacionais, como Magazine Luiza e Via Varejo, e regionais, como Liliani e Casas Sampaio.
- iv. **Supermercados Camiño** (13 lojas, desde 2019): criado em 2017 com um formato híbrido, operando como loja de bairro nas cidades de maior densidade, ou supermercado de referência nas menores. A Camiño opera lojas menores (750m<sup>2</sup> vs. 2.400 m<sup>2</sup> para supermercados), com 6.000 SKUs (vs. 12 mil de supermercados) e um capex/loja de R\$ 15,5 milhões. O formato, que concorre principalmente com players regionais de médio porte (Casa Garcia, Mix Pinheiro, Menezes, Serve Bem e Carvalho), representou 4% das vendas totais em 2019.

Na sua divisão de varejo, uma das principais vantagens competitivas do Grupo Mateus é a elevada penetração dos serviços nas vendas totais, com o Grupo Mateus operando de forma verticalizada, e com serviços complementares, produzindo assim melhores margens e maior qualidade dos produtos.

Cada loja está dividida em até 13 unidades de negócios (padaria, frios, açougue, etc.) com cada unidade com resultados próprios, metas e remuneração variável. A empresa verticaliza alguns serviços como a padaria, que conta com duas unidades de produção e mais de 700 SKUs (8,8 toneladas/ano), fatiamento e porcionamento de frios (251 SKUs e 5,4 toneladas/ano) e central de frutas e verduras. Em algumas lojas, os serviços representam 25% das vendas e apresentam margens acima de 20%.

O Grupo Mateus também oferece serviços financeiros por meio de: (i) MateusCard, cartão de crédito em parceria com o Bradesco, no qual os clientes podem comprar dentro-ou-fora das lojas Mateus em até 24x. Atualmente, a MateusCard possui 220 mil contas e 300 mil cartões ativos e tinha uma carteira de crédito de R\$ 145 milhões em 2019 (PDD de 2,4%) e registrou faturamento de R\$ 475 milhões; e (ii) Crednosso, marca própria, com mais de 112 mil cartões, que oferece descontos em redes de drogarias, folha de pagamento, transações bancárias e pagamento de contas. A empresa também tem um programa de fidelidade com o MateusApp, contando com mais de 960 mil contas e 465 mil usuários ativos

O Grupo Mateus também desenvolveu uma proposta *omnichannel* nos últimos anos (vantagem importante contra os concorrentes locais menos estabilizados). Atualmente possui três operações digitais: (i) Mateus Online: lançada em 2019, é a plataforma de e-commerce proprietária do grupo com foco em produtos não alimentícios, operando atualmente em 34 cidades nos estados do Maranhão e Pará. Mateus Online registrou vendas de R\$ 22,2 milhões em 2019 (ii) App Super - Mercado do Futuro: plataforma delivery/drive-thru, que opera em 12 lojas em 5 cidades. O aplicativo foi lançado em abril de 2020 e registrou R\$ 5,3 milhões em vendas em junho; e (iii) Canto do Chef: plataforma de e-commerce para PMEs (geralmente clientes do Mix Atacarejo).

As soluções foram desenvolvidas internamente por mais de 180 desenvolvedores (+150 devem ser contratados nos próximos anos) da Pulse, a empresa de soluções de Software da companhia (fundada em 2013). A empresa já desenvolver e administra as plataformas de e-commerce, vendas, CRM e o aplicativo do Grupo Mateus.

**Tabela 24: Estratégia omnichannel**

	  <b>MATEUS ONLINE</b> Plataforma E-commerce	  <b>SUPER APP</b> Delivery/Drive-thru	  <b>CANTO DO CHEF</b> E-commerce para PMEs
<b>Delivery</b>	Até 3 dias	Entregas no mesmo dia	Até 24Hrs
<b>Regiões atendidas</b>	30 cidades (MA e PA)	11 lojas em 4 cidades	São Luis e Belém
<b>Ticket médio</b>	R\$ 804	R\$ 25	R\$ 985
<b>Receitas (1T20)</b>	R\$ 8.9mi	R\$ 16.9mi	R\$ 4.2mi

Fonte: Empresa e BTG

## Explorando o varejo de Alimentos do Norte e Nordeste

Apesar de sua resiliência, o setor de varejo de alimentos sempre foi um negócio difícil de operar no Brasil, incluindo um enorme número de fornecedores, muitos deles com forte valor de marca e poder de barganha. A logística e a gestão de estoques também são complexas, pois o mix inclui itens úmidos e secos, perecíveis, refrigerados e congelados, além de embalagens diversas, como copos, latas e garrafas plásticas. E quando adicionamos a expansão nacional (que também traz exposição a diferentes sistemas tributários estaduais) à mistura, fica ainda mais difícil.

**Tabela 25: Uma Raio-X do setor varejista de alimentos no Brasil**

Setor de Autosserviço de Alimentos Brasileiro	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2019 vs 2018 (%)
Número de Lojas (Total autosserviço)	83.914	83.581	88.564	80.009	89.368	89.673	89.806	0,1%
Faturamento anual (R\$ bi)	272	294	316	339	353	356	378	6,4%
% of PIB	5,2	5,3	5,3	5,4	5,4	5,2	5,2	0,0%
Número de empregos diretos	1.753.270	1.836.789	1.801.737	1.802.319	1.822.368	1.853.122	1.881.835	1,5%
Área de Vendas (milhões/m²)	21,1	21,3	21,6	21,7	21,9	22,2	22,6	1,8%
Número de check-outs	210.647	212.964	222.783	225.052	223.715	227.634	233.663	2,6%

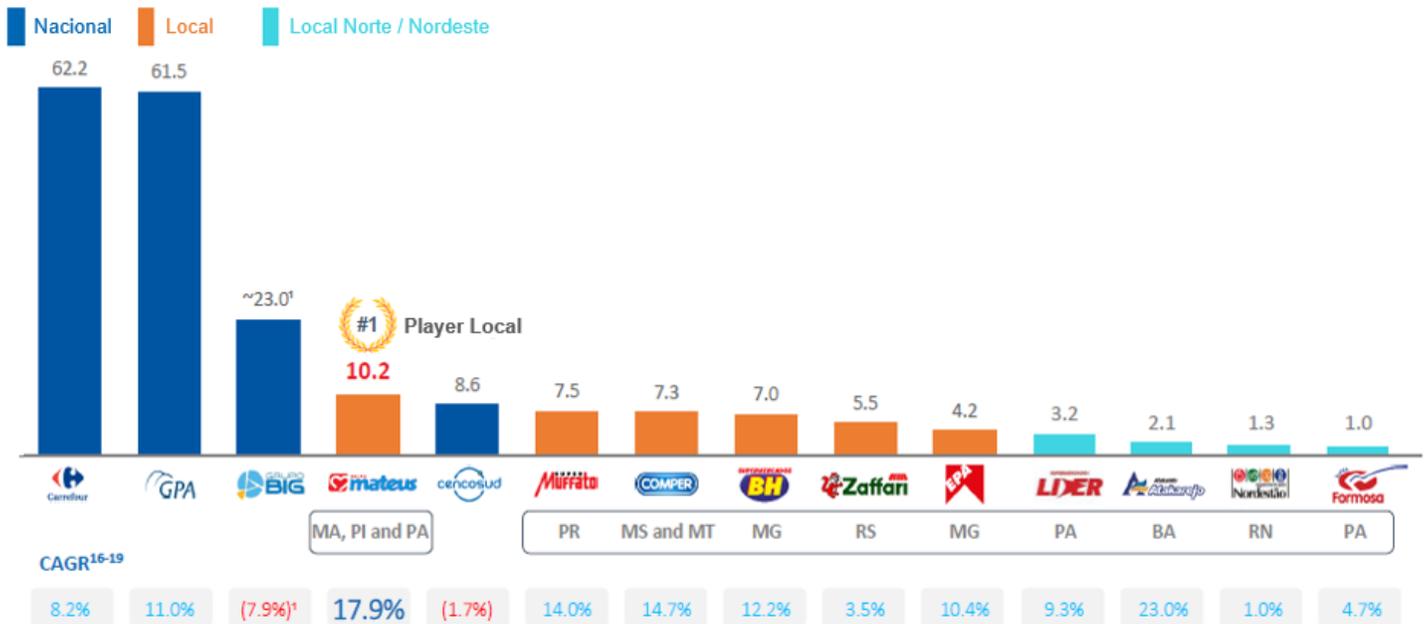
Fonte: Abras e BTG Pactual

Na maioria dos 27 estados do Brasil, há pelo menos 1 forte player regional: por exemplo, Muffato e Zaffari no Sul e Supermercados BH em Minas Gerais. Em outras palavras, os players regionais ainda desempenham um papel fundamental, com liderança, conhecimento local, bom poder de barganha sobre a indústria e, geralmente, melhores localizações em relação aos players nacionais.

Tabela 26: Varejo alimentar regional - varejistas de alimentos

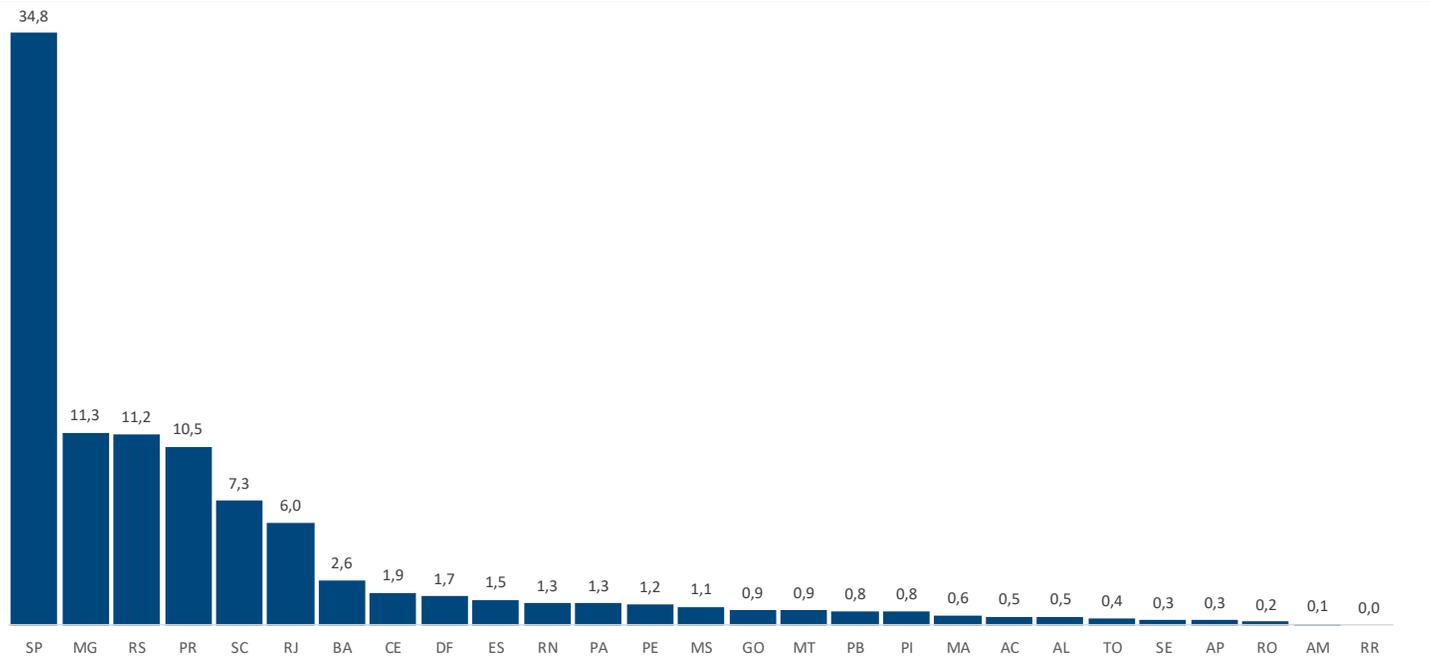
Ranking dos Maiores Players do Brasil

Receita Bruta 2019 (R\$ bi)



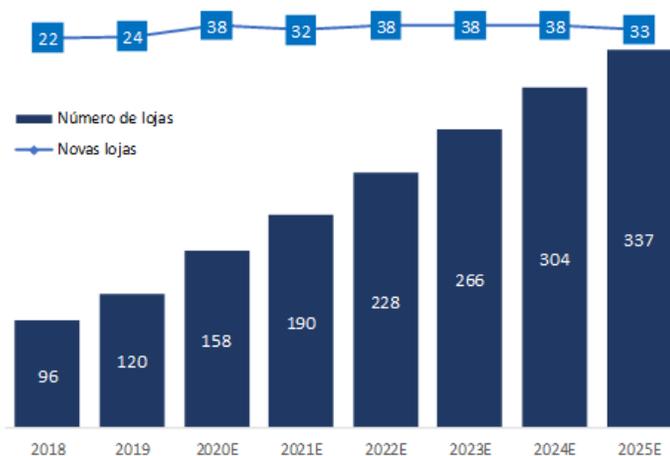
Fonte: Empresa, Abras e BTG Pactual

E é o que acontece também com o Grupo Mateus. Com a concorrência dos maiores (listados) players nacionais mais limitada no Maranhão e no Pará (dois estados dominados pelo Grupo Mateus e que respondem por ~2% do varejo de alimentos no Brasil), a empresa tira proveito de sua escala muito maior em comparação com pares regionais, como Supermercados Lider ou Grupo Vanguarda e o Grupo Carvalho, também alavancando em logística eficiente (devido ao DNA do atacado desde a criação da empresa em 1986) e exposição a diferentes formatos, bem como alta penetração de serviços nas lojas.

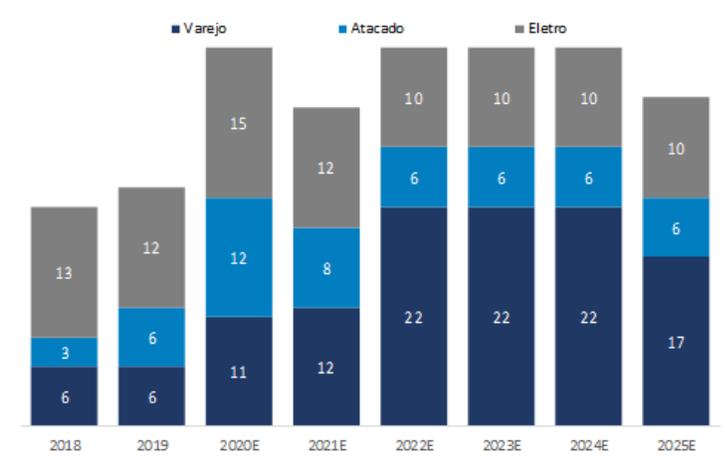
**Tabela 27: Participação de cada estado brasileiro nas vendas do varejo alimentar (% - 2019)**


Fonte: Abras e BTG Pactual

Em nossa opinião, isso cria uma barreira relevante para novos players, ao mesmo tempo em que cria espaço para o crescimento futuro da empresa na região. Mas além do seu atual posicionamento atraente nos estados do Maranhão e Pará, ainda vemos espaço para a expansão do Grupo Mateus, apesar de permanecer como um player regional, com 179 novas lojas previstas até 2025.

**Tabela 28: Número de lojas e inaugurações - total**


Fonte: Empresa e BTG Pactual

**Tabela 29: Abertura de lojas por formato**


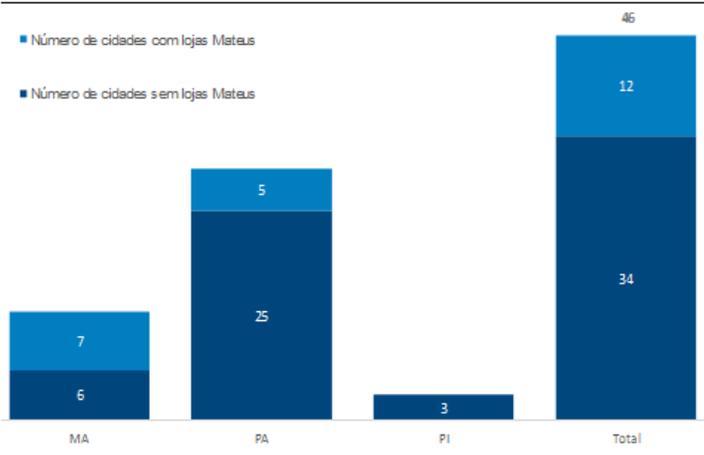
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Utilizando nossa análise demográfica com base nos dados do IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística), mapeamos 67 cidades com mais de 50 mil habitantes nos estados do Maranhão, Pará e Piauí (onde o Grupo Mateus já possui operações). Atualmente, a empresa está presente em 30 cidades desses estados.

Também segmentamos essa análise por formato. Em cidades menores (entre 50-100 mil habitantes) há mais potencial para a empresa abrir seu formato de bairro (bandeira El Camiño). Esperamos que a empresa encerre 2020 com 19 lojas neste formato, mas pretende abrir mais 63 lojas até 2025.

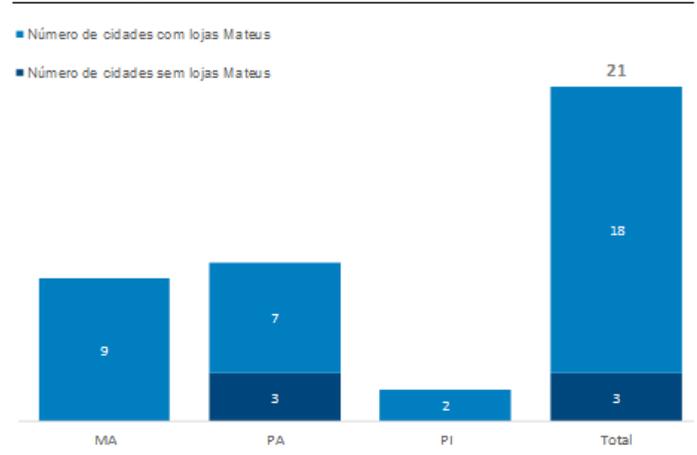
Enquanto isso, também mapeamos cidades com mais de 100 mil habitantes nesses mesmos estados (21 cidades), onde há mais potencial para abertura de Atacado (bandeira Mix Atacarejo) ou no formato de supermercado. A sobreposição já é elevada, pois o Grupo Mateus está presente em 18 cidades (mas ainda com oportunidade para a empresa abrir mais lojas nas cidades em que já opera).

**Tabela 30: Mapa de calor demográfico - cidades entre 50-100 mil habitantes (Pará, Maranhão e Piauí)**



Fonte: IBGE e BTG Pactual

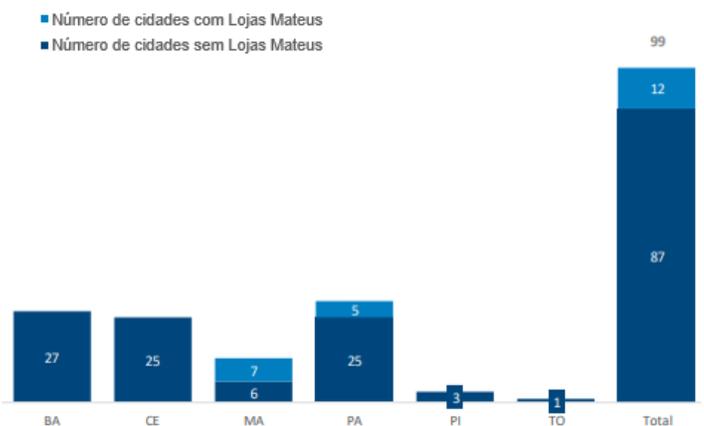
**Tabela 31: Calor demográfico - cidades acima de 100 mil habitantes (Pará, Maranhão e Piauí)**



Fonte: IBGE e BTG Pactual

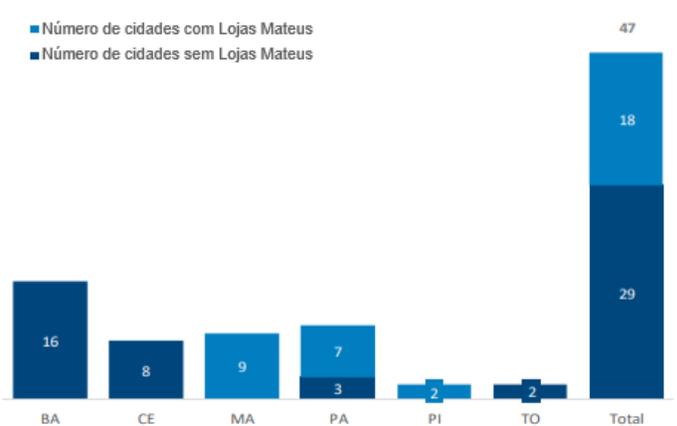
Também fizemos a mesma análise, mas estendendo o raio para outros três estados, Ceará, Bahia e Tocantins, onde o Grupo Mateus opera apenas com o atacado.

**Tabela 32: Mapa de calor demográfico - cidades entre 50-100 mil habitantes (Pará, Maranhão, Piauí, Ceará, Bahia e Tocantins)**



Fonte: IBGE e BTG Pactual

**Tabela 33: Mapa de calor demográfico - cidades com mais de 100 mil habitantes (Pará, Maranhão, Piauí, Ceará, Bahia e Tocantins)**

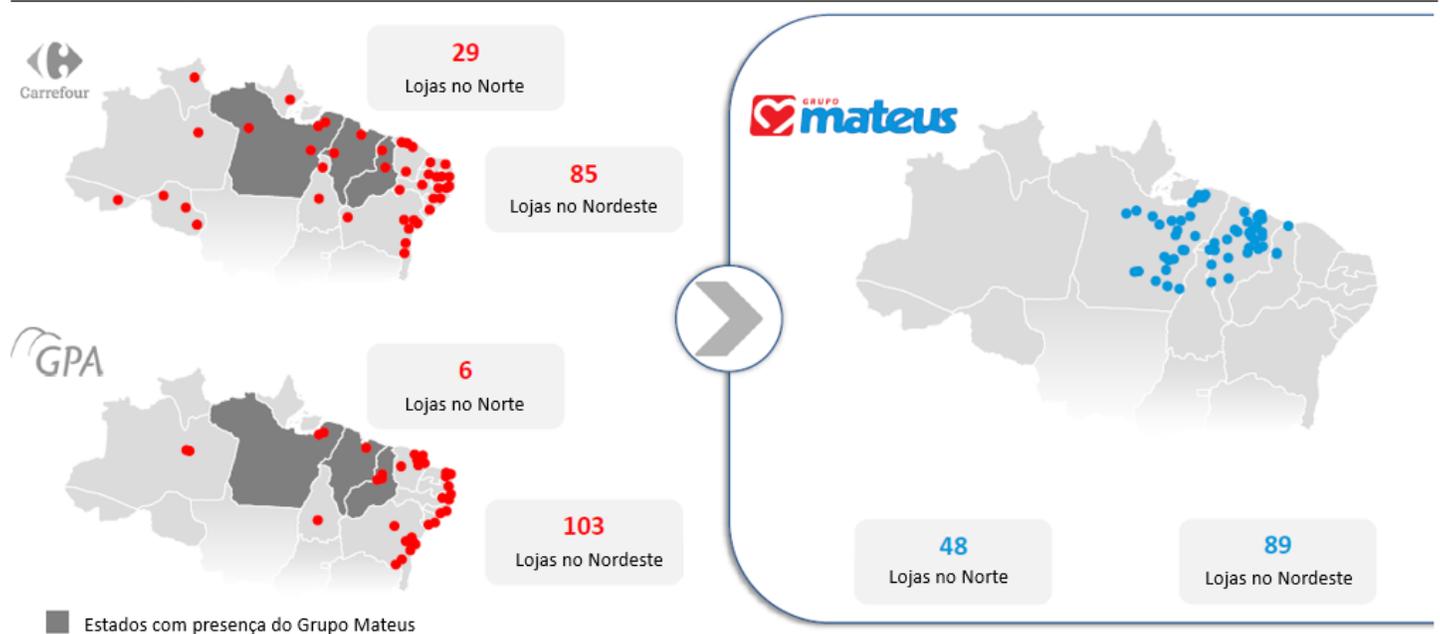


Fonte: IBGE e BTG Pactual

Como resultado, ainda existem 87 cidades menores adicionais que poderiam suportar a abertura de uma loja de bairro e 29 cidades adicionais (acima de 100 mil habitantes) que poderiam suportar a abertura de uma loja de atacado ou supermercado. Não levamos em consideração outros estados das regiões Norte e Nordeste do país, que poderiam ser mais difíceis (definitivamente uma oportunidade para o Grupo Mateus, mas enfrentando, em alguns desses estados, como Pernambuco, uma competição mais acirrada dos jogadores nacionais).

Também não descartamos que players nacionais (CBD, Carrefour e Grupo Big) tentarão aumentar sua presença nos mercados domésticos do Grupo Mateus (12% e 23% das lojas CBD e Carrefour, respectivamente, estão localizadas nas regiões Norte e Nordeste combinados), embora a capilaridade de sua base de lojas, a estrutura logística (auxiliada pelo negócio de atacado) e a escala (e poder de barganha com os fornecedores) criem uma perspectiva mais dura para novos (ou antigos) entrantes.

**Tabela 34: Posição dos players listados - Norte e Nordeste (2019)**



Fonte: IBGE e BTG Pactual

### Coronavoucher: principais impactos e perspectivas para 2021

Desde abril, o governo paga ajuda emergencial de R\$ 600 a trabalhadores informais e desempregados. Válido inicialmente por três meses, o auxílio foi prorrogado por mais dois meses até agosto e, por fim, por mais quatro meses (reduzindo o auxílio para R\$ 300 neste caso) até o final do ano.

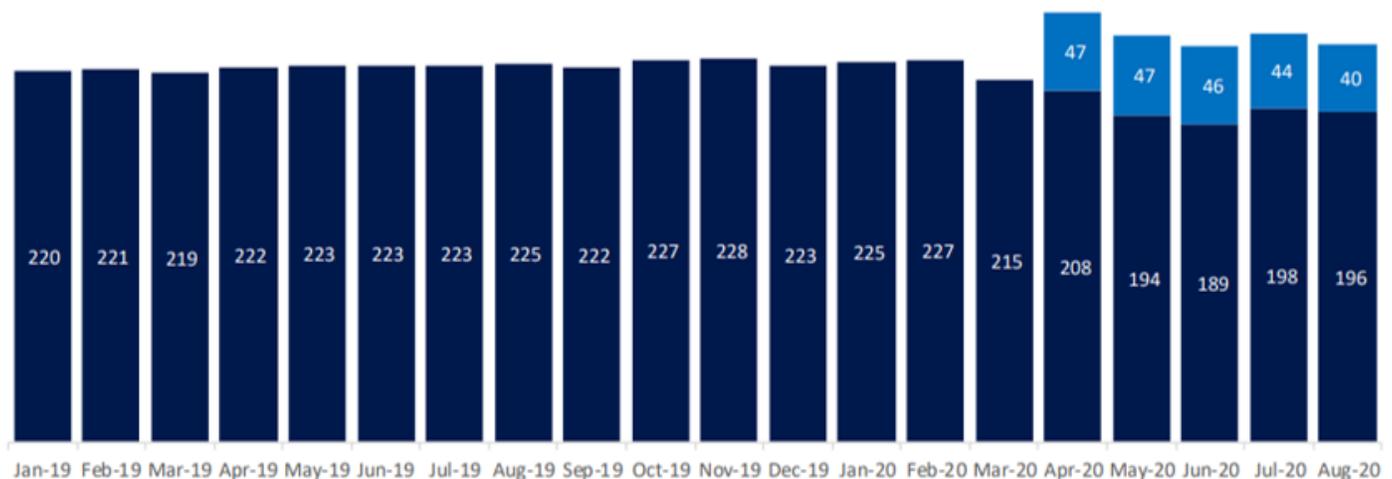
Estimamos que 67 milhões de pessoas já receberam ajuda emergencial, bem acima do número de beneficiários do Bolsa Família (programa oficial do governo de distribuição de renda no Brasil, que atinge 19,2 milhões de pessoas). Vale ressaltar que o Coronavoucher e o Bolsa Família não são cumulativos.

**Tabela 35: Número de beneficiários do Coronavoucher - Divisão por região**

Região	Número de beneficiários do Coronavoucher:				População Total	% da população
	Bolsa Família	Cadastro Único	App Caixa	Total		
<b>Norte</b>	2.558.225	1.112.673	3.204.412	<b>6.875.310</b>	15.864.454	<b>43,34%</b>
<b>Nordeste</b>	9.940.314	3.439.139	8.402.463	<b>21.781.916</b>	53.081.950	<b>41,03%</b>
<b>Centro Oeste</b>	835.053	867.203	3.377.200	<b>5.079.456</b>	14.058.094	<b>36,13%</b>
<b>Sul</b>	1.096.535	1.226.996	5.439.669	<b>7.763.200</b>	27.386.891	<b>28,35%</b>
<b>Sudeste</b>	4.791.081	3.845.979	17.574.495	<b>26.211.555</b>	80.364.410	<b>32,62%</b>

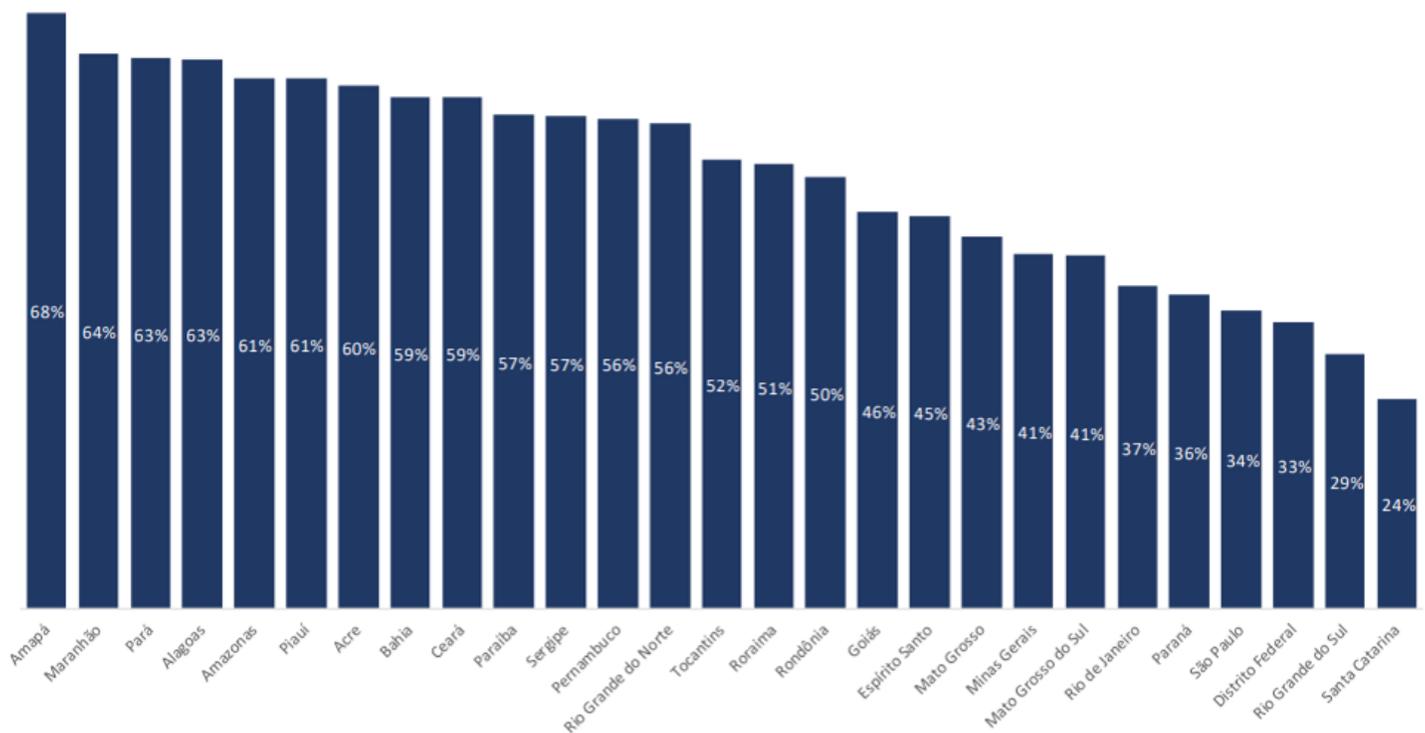
Fonte: IBGE e BTG Pactual

De acordo com nossa análise, houve uma queda de R\$ 160 bilhões no total de salários desde março, mas isso foi mais do que compensado pelos R\$ 223 bilhões em recursos liberados com o Coronavoucher (com o benefício chegando a 43% das famílias no Brasil, a partir de setembro).

**Tabela 36: Impacto do Coronavoucher nos salários dos brasileiros (R\$ bilhões)**


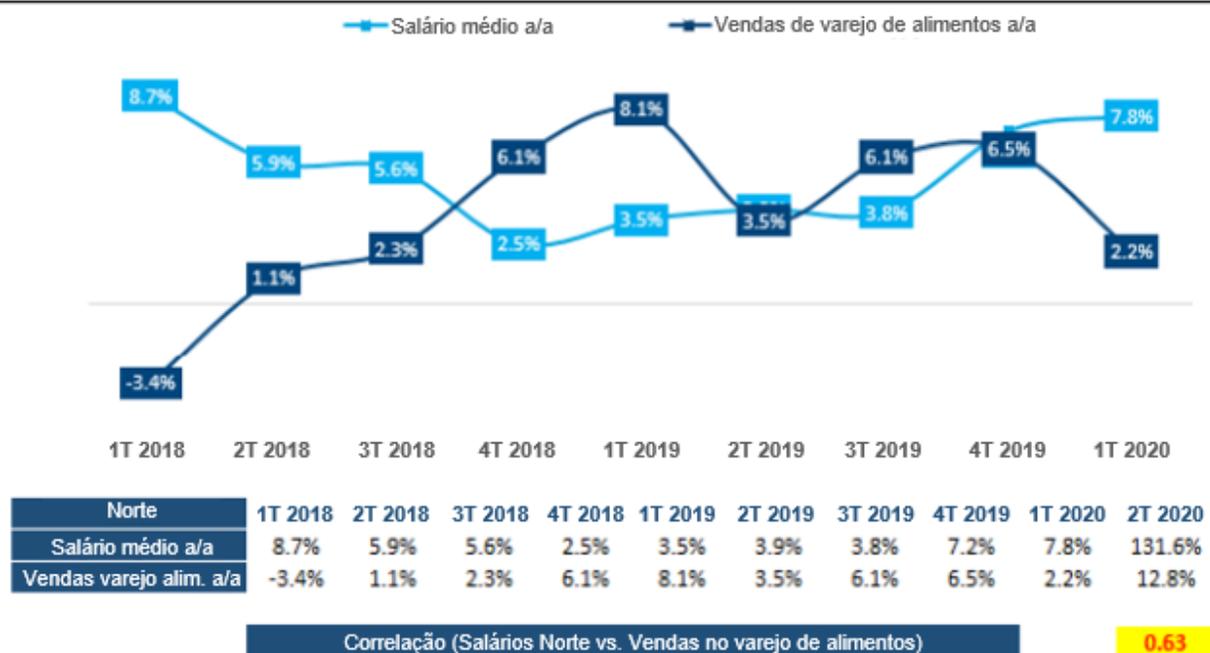
Fonte: IBGE e BTG Pactual

A Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD), realizada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) para estimar os impactos do Coronavírus no mercado de trabalho, concluiu recentemente que a renda mensal per capita do Nordeste aumentou 26%, de R\$ 688 a R\$ 868. No Norte, registrou aumento de 24%, passando de R\$ 707 para R\$ 874.

**Tabela 37: % de famílias que recebem ajuda de emergência - por estado**


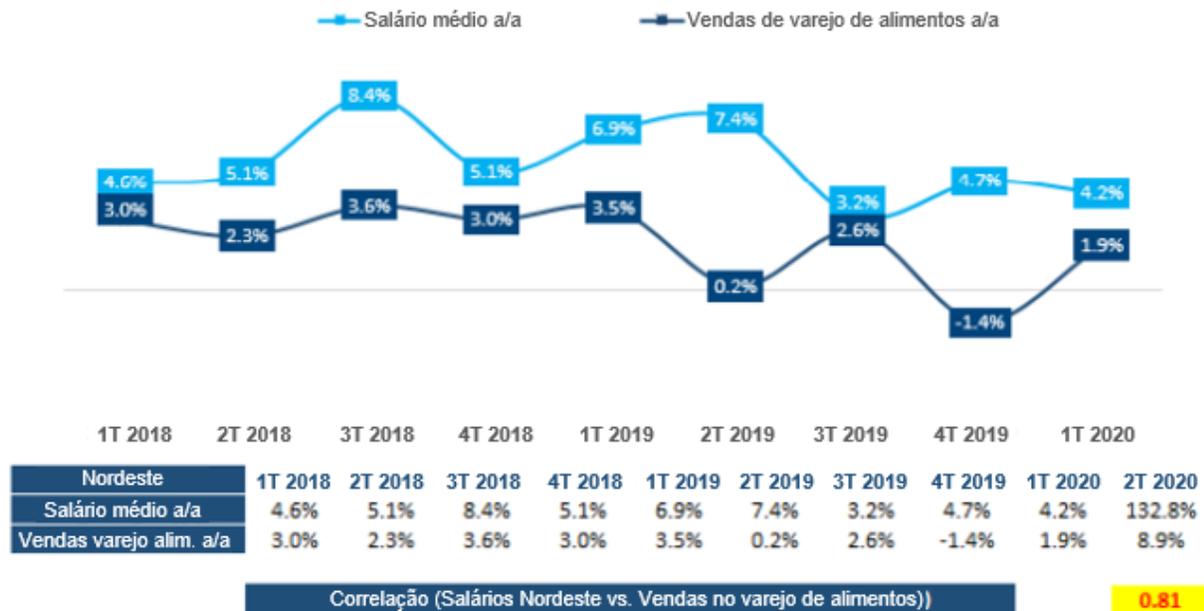
Fonte: IBGE e BTG Pactual

Em nossa análise de correlação para as regiões Norte e Nordeste, estimamos uma correlação de 0,63 e 0,81, respectivamente, entre o salário médio e o crescimento das vendas no varejo de alimentos (com a renda incremental do Coronavoucher tendo um papel fundamental).

**Tabela 38: Salários médios e vendas no varejo alimentar - região Norte**


Fonte: IBGE e BTG Pactual

**Tabela 39: Salários médios e vendas no varejo alimentar - região Nordeste**



Fonte: IBGE e BTG Pactual

Embora o fim do estímulo governamental deva trazer uma tendência de desaceleração ao setor, como é o caso do Grupo Mateus, sinalizamos que a maturação das lojas inauguradas nos últimos anos e o agressivo plano de expansão ainda devem sustentar um crescimento com perspectivas resilientes (esperamos um crescimento de receita de 24% em 2021 e CAGR de 21% até 2025).

## Abordando os principais riscos do Grupo Mateus

### Incentivo fiscal no estado do Maranhão

A exposição ao canal de atacado, além de dar escala ao Grupo Mateus, também gera um benefício fiscal por meio da operação no Maranhão. Por meio desse benefício (considerando apenas a operação de atacado), o Grupo Mateus paga uma carga tributária de 2% de ICMS (um imposto estadual), contra uma alíquota efetiva de ~12% em comparação com outros estados sem qualquer benefício. Do ponto de vista contábil, o benefício fiscal é considerado como efeito positivo na linha de deduções do resultado e não está sujeito ao imposto de renda. No ano passado, o incentivo somou R\$ 448 milhões (sendo R\$ 160 milhões de benefício fiscal).

Mas considerando que parte do benefício é compensada quando a empresa vende os produtos para sua própria operação de varejo (estimamos que ~70% das vendas da divisão de atacado são internas) e que ao tirar o benefício do ICMS não pode se beneficiar de outro imposto créditos (aumentando o CPV do Grupo Mateus), estimamos um efeito líquido de 0,7% do lucro bruto da empresa ou 2,7% de seu EBITDA (em 2019), mas ~50% do lucro líquido (já que o benefício também reduz a receita efetiva carga tributária para 4%).

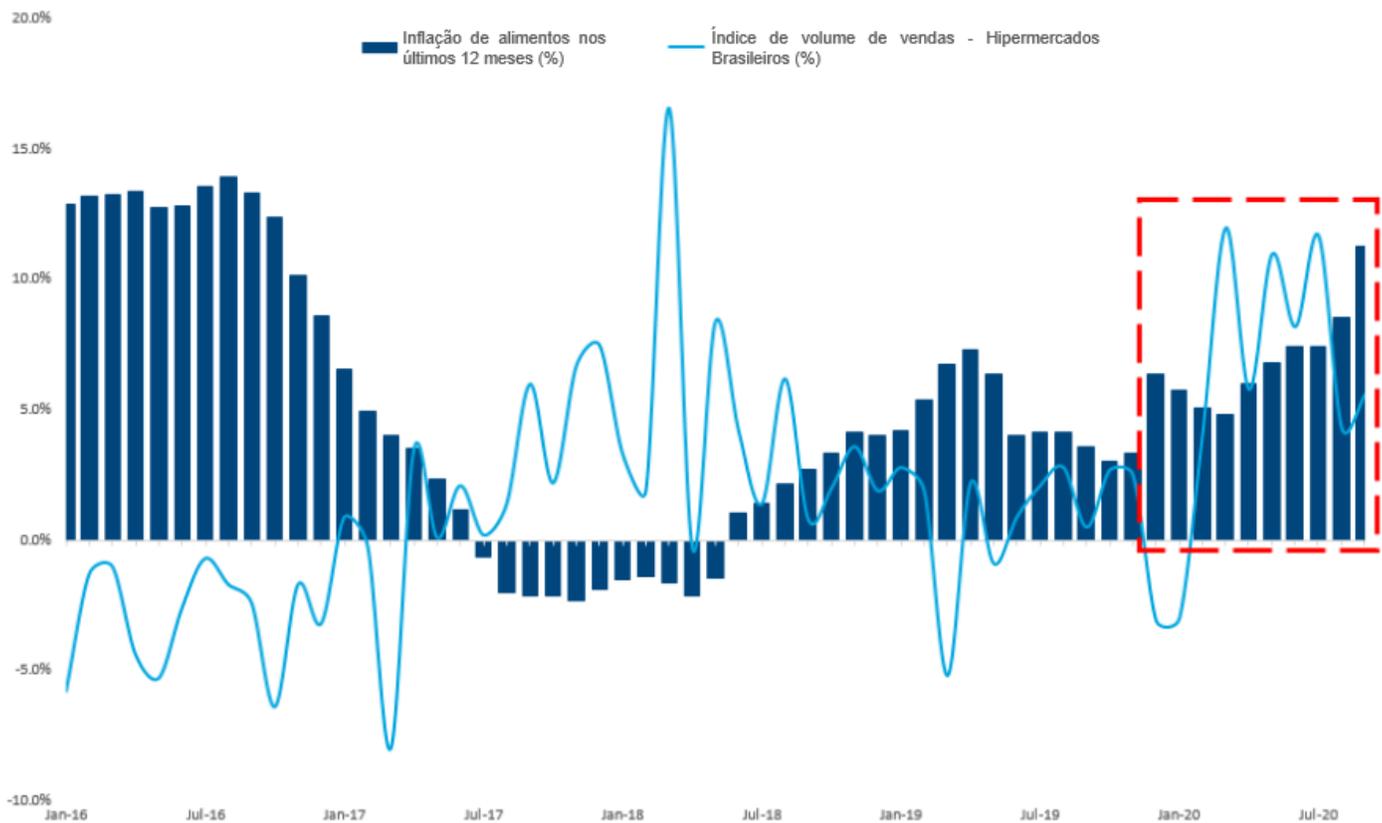
Em nosso cenário base, consideramos que o benefício é válido até 2025 (último ano de nossa projeção) - o que significa supor que será renovado após 2022 (prazo oficial para o benefício atual).

O risco de alterar o incentivo fiscal até 2022 é baixo em nossa visão (e há uma grande probabilidade de renovação depois disso), mas poderia afetar o valuation da empresa se a situação se alterar (embora esperaríamos que parte das perdas seriam repassadas aos preços). Em um exercício simples, se assumirmos que o benefício não é válido a partir de 2023, nosso preço-alvo é reduzido em 12%.

### Perspectiva mais difícil para varejistas de alimentos em 2021

Não há dúvida de que o setor varejista de alimentos vai desacelerar no próximo ano, depois que o Coronavoucher em 2020 criou um cenário (raro) de preços mais altos juntamente com volumes mais altos pela primeira vez em anos (correlação histórica de -0,67 pré-pandemia), especialmente para players menores.

**Tabela 40: Os varejistas de alimentos enfrentaram um cenário de preços e volumes mais altos em 2020; na série histórica, encontramos uma correlação negativa de 0,46 (2016 - set/2020) vs. -0,67 em 2016 - fev./20**



Fonte: IBGE e BTG Pactual

No entanto, não esperamos que a inflação de alimentos perca espaço no curto prazo e a resiliência do setor deve persistir mesmo em um cenário de menor renda disponível.

### Competição mais feroz de players nacionais

Também não descartamos players nacionais (CBD, Carrefour e Grupo Big) que buscam expandir sua presença nos mercados domésticos do Grupo Mateus, especialmente por meio do formato de Atacado (Carrefour e CBD devem abrir 20

lojas de Atacados cada em 2021), o que pode afetar o crescimento da empresa e impedir grandes expansões de margem. Atualmente, estimamos que 12% e 23% das lojas CBD e Carrefour, respectivamente, estão no Norte e Nordeste.

No entanto, apesar da maior competição, ainda há uma baixa penetração de varejistas de alimentos / habitantes nessas regiões em comparação com outros estados / regiões.

**Tabela 41: Penetração dos varejistas de alimentos (%de habitantes)**

Estado	Nº de varejistas de alimentos	População	Varejistas de alimentos / 100 mil habitantes
<b>Norte</b>	<b>1.115</b>	<b>15.864.545</b>	<b>7</b>
Acre	153	733.559	21
Amapá	99	669.526	15
Amazonas	112	3.483.985	3
Pará	481	7.581.051	6
Rondônia	144	1.562.409	9
Roraima	4	450.479	1
Tocantins	121	1.383.445	9
<b>Nordeste</b>	<b>4.420</b>	<b>53.081.950</b>	<b>8</b>
Alagoas	279	3.120.494	9
Bahia	944	14.016.906	7
Ceará	913	8.452.381	11
Maranhão	229	6.574.789	3
Paraíba	463	3.766.528	12
Pernambuco	652	8.796.448	7
Piauí	414	3.118.360	13
Rio Grande do Norte	418	3.168.027	13
Sergipe	108	2.068.017	5
<b>Sul</b>	<b>10.647</b>	<b>27.386.891</b>	<b>39</b>
Paraná	2.756	10.444.526	26
Santa Catarina	2.545	6.248.436	41
Rio Grande do Sul	5.346	10.693.929	50
<b>Sudeste</b>	<b>19.841</b>	<b>80.364.410</b>	<b>25</b>
Espírito Santo	647	3.514.952	18
Minas Gerais	4.186	19.597.330	21
Rio de Janeiro	2.217	15.989.929	14
São Paulo	12.791	41.262.199	31
<b>Centro Oeste</b>	<b>2.365</b>	<b>14.058.094</b>	<b>17</b>
Distrito Federal	638	2.570.160	25
Goiás	584	6.003.788	10
Mato Grosso	409	3.035.122	13
Mato Grosso do Sul	733	2.449.024	30
<b>Brasil</b>	<b>38.387</b>	<b>190.755.799</b>	<b>20</b>

Fonte: IBGE, Abras e BTG Pactual

## Valuation

Usando um modelo DCF, alcançamos um preço-alvo de R\$ 11/ação (vs. R\$ 8,97/ação no IPO) e iniciamos a cobertura com um rating de Compra. Assumimos um custo de capital próprio (em USD) de 8,6% e um crescimento a longo prazo de 4% (também em USD).

Justificativa por trás de nossas estimativas para o Grupo Mateus:

- Em média, a empresa deve abrir 36 lojas / ano até 2025, principalmente nos formatos atacado (6 lojas / ano), Camiño (13 lojas / ano) e Eletro Mateus (10 lojas / ano);
- Expansão da área de vendas em 15% /ano de 2020 até 2025, com crescimento de SSS, em média, de 10,6% /ano nos supermercados, hipermercados e lojas de bairro da empresa. Para a divisão de atacado, estimamos que o SSS cresça, em média, 8% ao ano no mesmo período.
- Operação de atacado (vendas externas) cresce 9,6% /ano de 2020 até 2025. Como resultado, o CAGR de receita bruta consolidada (2020-2025) atinge 21%.
- Estimamos que a margem bruta caia 30bps a/a em relação aos níveis de 2020 até 2025 (e 220bps em relação aos níveis de 2019), dada a crescente participação de atacado nas vendas gerais. Em 2025, o atacado deve representar 51% das vendas da empresa contra 49% em 2020 e 42% em 2019;
- EBITDA ajustado (pré-IFRS16) crescendo 23% /ano, em média, até 2025, com a margem EBITDA saltando de 8,1% em 2020 para 8,9% em 2025;
- O incentivo fiscal no estado do Maranhão é assumido até 2025 e excluído da perpetuidade (quando assumimos uma carga de imposto de renda de 34%);
- Lucro Líquido crescendo 28% no mesmo período (considerando carga tributária média de 4% devido ao incentivo fiscal no estado do Maranhão).

**Tabela 42: Resumo do P&L - Grupo Mateus**

DRE	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	Balanco Patrimonial	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>Receita líquida</b>	<b>6.917</b>	<b>8.112</b>	<b>11.419</b>	<b>14.149</b>	<b>17.281</b>	<b>21.360</b>	<b>Ativo circulante</b>	<b>2.556</b>	<b>2.796</b>	<b>6.867</b>	<b>7.206</b>	<b>7.518</b>	<b>8.514</b>
CSV	(5.072)	(5.970)	(8.663)	(10.682)	(13.100)	(16.225)	Caixa	272	407	3.476	2.903	2.563	2.776
<b>Lucro bruto</b>	<b>1.844</b>	<b>2.141</b>	<b>2.756</b>	<b>3.467</b>	<b>4.180</b>	<b>5.135</b>	Recebíveis	807	804	1.130	1.686	1.963	2.308
Despesas gerais e administrativas	(1.309)	(1.560)	(1.833)	(2.219)	(2.666)	(3.248)	Estoques	1.423	1.518	2.195	2.550	2.925	3.362
Outras receitas/despesas	(3)	(16)	-	-	-	-	Outros	54	67	67	67	67	67
Depreciação e amortização	(81)	(84)	(107)	(177)	(251)	(346)	<b>Ativo não circulante</b>	<b>147</b>	<b>128</b>	<b>128</b>	<b>128</b>	<b>128</b>	<b>128</b>
<b>EBIT</b>	<b>452</b>	<b>481</b>	<b>816</b>	<b>1.071</b>	<b>1.262</b>	<b>1.541</b>	<b>Ativos imobilizados</b>	<b>733</b>	<b>1.269</b>	<b>1.780</b>	<b>2.292</b>	<b>2.953</b>	<b>3.348</b>
<b>EBITDA</b>	<b>533</b>	<b>565</b>	<b>923</b>	<b>1.248</b>	<b>1.514</b>	<b>1.887</b>	<b>Total dos ativos</b>	<b>3.435</b>	<b>4.193</b>	<b>8.775</b>	<b>9.626</b>	<b>10.598</b>	<b>11.989</b>
Resultado financeiro	(120)	(100)	(116)	(102)	(98)	(82)	<b>Passivo circulante</b>	<b>1.111</b>	<b>961</b>	<b>1.094</b>	<b>1.409</b>	<b>1.766</b>	<b>2.237</b>
<b>EBT</b>	<b>331</b>	<b>381</b>	<b>699</b>	<b>969</b>	<b>1.164</b>	<b>1.458</b>	Empréstimos e Financiamentos	222	192	192	192	192	192
Impostos	(3)	(16)	(28)	(39)	(47)	(59)	Passivo trabalhista e social	162	198	198	198	198	198
<b>Lucro líquido</b>	<b>328</b>	<b>366</b>	<b>671</b>	<b>930</b>	<b>1.117</b>	<b>1.399</b>	Fornecedores	703	554	687	1.001	1.358	1.829
							Outros	24	18	18	18	18	18
<b>Crescimento</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>Passivo não circulante</b>	<b>675</b>	<b>1.241</b>	<b>1.387</b>	<b>1.161</b>	<b>892</b>	<b>692</b>
Receita bruta	17,9%	18,3%	39,6%	23,0%	21,5%	23,2%	Empréstimos e Financiamentos	574	717	863	637	368	168
Receita líquida	19,2%	17,3%	40,8%	23,9%	22,1%	23,6%	Outros	102	524	524	524	524	524
EBITDA	28,0%	6,1%	63,3%	35,2%	21,3%	24,6%	<b>Patrimônio líquido</b>	<b>1.650</b>	<b>1.992</b>	<b>6.295</b>	<b>7.057</b>	<b>7.941</b>	<b>9.061</b>
EBITDA ajustado	28,0%	6,1%	63,3%	35,2%	21,3%	24,6%	<b>Total dos passivos + PL</b>	<b>3.435</b>	<b>4.193</b>	<b>8.775</b>	<b>9.626</b>	<b>10.598</b>	<b>11.989</b>
Lucro líquido	54,8%	11,6%	83,4%	38,6%	20,1%	25,3%							
<b>Margens operacionais</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>							
Margem bruta	26,7%	26,4%	24,1%	24,5%	24,2%	24,0%							
Despesas gerais e administrativas/ Receita líquida	-18,9%	-19,2%	-16,1%	-15,7%	-15,4%	-15,2%							
Margem EBIT	6,5%	5,9%	7,1%	7,6%	7,3%	7,2%							
Margem EBITDA	7,7%	7,0%	8,1%	8,8%	8,8%	8,8%							
Alíquota Impostos	-1,0%	-4,1%	-4,1%	-4,1%	-4,1%	-4,1%							
Margem líquida	4,7%	4,5%	5,9%	6,6%	6,5%	6,5%							

Fonte: Grupo Mateus 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 BTGPactual 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 aos 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 fatores 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 decisório 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)