

Grupo Pão de Açúcar (PCAR3): Conselho aprova cisão do Assaí

A CBD anunciou esta manhã (14/12) que o Conselho de Administração do GPA e Sendas (Assaí) aprovou uma proposta de reestruturação societária com o objetivo de separar a unidade de atacado (*cash-and-carry*), operada pelo Sendas sob a marca “Assaí”, do tradicional negócio de varejo desenvolvido pelo GPA. A proposta será submetida à aprovação dos acionistas do GPA e Sendas nas Assembleias Gerais Extraordinárias de ambas as empresas a serem realizadas em 31 de dezembro de 2020. As pautas das Assembleias Gerais contemplarão as seguintes matérias: (i) Spin-off parcial do Sendas, com o objetivo de segregar a participação do Sendas na Almacenes Éxito e transferir determinados ativos operacionais, sendo a parcela cindida incorporada ao GPA; e (ii) spin-off parcial do GPA, visando segregar a participação total do GPA no Sendas. Neste último ponto, a cisão será realizada na proporção de uma ação ordinária da Sendas para cada ação ordinária de emissão do GPA.

O GPA também transferirá para a Sendas: (i) 50% das ações da Bellamar Empreendimentos e Participações Ltda., sociedade que detém 35,76% da Financeira Itaú CBD (FIC - divisão de financiamento ao consumo da CBD); e (ii) alguns imóveis, no valor total de R\$ 145 milhões.

O Sendas obteve seu registro de companhia aberta (categoria “A”) da CVM e irá requisitar American Depositary Shares representativas de suas ações ordinárias listadas na NYSE. A distribuição das ações ordinárias e ADSs do Sendas aos acionistas do GPA e aos detentores de ADSs do GPA como resultado da cisão da CBD ocorrerá após a aprovação das listagens, com base em uma data de corte, que o GPA e o Sendas esperam que ocorra antes do final do primeiro trimestre de 2021. As duas empresas estimam R\$ 130 milhões em despesas relacionadas ao processo de reestruturação e cisão.

Nossa opinião: A reestruturação permite que ambas as empresas acessem os mercados de capitais e outras fontes de financiamento, e também pode desbloquear um valor significativo para os acionistas da CBD. A divisão de atacado superou consistentemente o mercado (~30% de CAGR de receita desde 2015), melhorando a margem EBITDA (de 4,2% para 6,3% no mesmo período - pré-IFRS), e poderia negociar com um prêmio para a média dos varejistas de alimentos no Brasil.

Se assumirmos um lucro líquido de R\$ 1 bilhão (reportado no ano passado pelo Assaí) e um múltiplo projetado de 20x P/L (vs. 18x para Grupo Mateus, 15x para Carrefour e 12x para a CBD), isso implica um valor de mercado de R\$ 19,6 bilhões somente para o Assaí (vs. valor de mercado atual da CBD de R\$ 19,5 bilhões).

Em outro exercício (que detalhamos na tabela 3), assumimos um crescimento de receita de 10% para o GPA (Multivarejo + Éxito) e margem EBITDA (pós-IFRS) em 2021 de 4,9% (semelhante a 2019), além de 20% crescimento da receita do Assaí e margem líquida em 2021 de 3,7% (semelhante a 2019). Com um múltiplo EV/EBITDA de 7x em 2021 para o GPA e 20x P/L para o Assaí, chegamos a um potencial de valorização de 47% em relação aos preços atuais.

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

P.Acucar-Cbd (PCAR3)

Data	14/12/2020
Ticker	PCAR3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	99,0
Preço (R\$)	72,8
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	19.517,46
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	101,7

Valuation:

	2020E	2021E
P/L	21,9x	13,5x
EV/EBITDA	5,4x	4,3x

Stock Performance:



Tabela 1 - Valor de mercado implícito (R\$ milhões) - GPA Consolidado

Market cap implícito (R\$mn)	EV/EBITDA - 2021 - GPA					
	6,0x	7,0x	8,0x	9,0x	10,0x	11,0x
15,0x	19.633	21.323	23.014	24.704	26.395	28.085
16,0x	21.121	22.811	24.501	26.192	27.882	29.572
17,0x	22.608	24.298	25.989	27.679	29.370	31.060
18,0x	24.096	25.786	27.476	29.167	30.857	32.547
19,0x	25.583	27.273	28.964	30.654	32.345	34.035
20,0x	27.071	28.761	30.451	32.142	33.832	35.522

Fonte: BTG Pactual

Tabela 2 – Potencial de valorização do valor de mercado atual (%) - GPA Consolidado

Potencial de valoriz. p/ market cap atual (%)	EV/EBITDA - 2021 - GPA					
	6,0x	7,0x	8,0x	9,0x	10,0x	11,0x
15,0x	1%	9%	18%	27%	35%	44%
16,0x	8%	17%	26%	34%	43%	52%
17,0x	16%	25%	33%	42%	51%	59%
18,0x	23%	32%	41%	49%	58%	67%
19,0x	31%	40%	48%	57%	66%	74%
20,0x	39%	47%	56%	65%	73%	82%

Fonte: BTG Pactual

Tabela 3 - Dados Financeiros - GPA e Assaí (com IFRS16)

GPA	2019	2021	Sendas (Assaí)	2019	2021
Receita	28.683	34.706	Receita	27.953	40.252
EBITDA	1.397	1.690	EBITDA	1.985	
Margem EBITDA	4,9%	4,9%	Margem EBITDA	7,1%	
Lucro Líquido	(556)		Lucro Líquido	1.033	1.488
Margem Líquida	-1,9%		Margem Líquida	3,7%	3,7%
Dívida financeira líquida (a partir do 3T20)	5.119		Dívida financeira líquida (a partir do 3T20)	5.008	
Dívida líquida (a partir do 3T20)	12.822		Dívida líquida (a partir do 3T20)	7.557	
			Dívida Líquida / EBITDA	3,8x	

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 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 ao 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