

Grupo Pão de Açúcar (PCAR3): Spin-off iminente reforça nossa tese de curto prazo

Spin-off iminente reforça nossa tese de CBD de curto prazo

Em dezembro passado, os acionistas de CBD aprovaram uma proposta de reestruturação societária com o objetivo de separar a unidade de atacado, operada pela Sendas sob a marca “Assaí”, do tradicional negócio de varejo desenvolvido pelo GPA (divisão Multivarejo + Êxito). A conclusão dessa operação está prevista para final de fevereiro / início de março e, embora não seja novidade no mercado, ainda vemos potencial de valorização relevante a ser capturado no cálculo de soma das partes, o que reforça o CBD como uma oportunidade de curto prazo para os investidores, considerando o valuation atual de PCAR3, negociado a 12x P/L 2021.

Abordando a lógica da transação para os acionistas atuais

A cisão será feita na proporção de uma ação ordinária do Sendas para cada ação ordinária de emissão do GPA. O GPA também transferirá para o 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 consumidor do CBD); e (ii) alguns imóveis, no valor total de R\$ 145 milhões. No início de dezembro, o Sendas obteve o registro de companhia aberta (categoria “A”) da CVM e solicitou American Depositary Shares representativos 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 do CBD ocorrerá após a aprovação das listagens. As duas empresas estimam R\$ 130 milhões em despesas relacionadas ao processo de reestruturação e cisão.

Potencial de valorização relevante em um cálculo de soma das partes

Embora o fim do Coronavoucher possa significar uma perspectiva mais difícil para os varejistas de alimentos no Brasil (com os consumidores diminuindo o consumo e reduzindo o tráfego nas lojas), ainda vemos uma perspectiva resiliente no curto prazo. A reestruturação permite que ambas as empresas acessem os mercados de capitais e outras fontes de financiamento. A divisão de atacado superou consistentemente o mercado (~ 30% de CAGR de receita desde 2015), melhorando a margem EBITDA (de 4% para ~7% no mesmo período; pré-IFRS), o que merece um prêmio considerando o valuation atual do CBD (que é negociado a 12x P/L 2021). Neste ano, o Assaí deve inaugurar 28 lojas (e 78 unidades entre 2021 e 2023), enquanto a margem EBITDA ainda deve crescer marginalmente.

Estimamos uma receita líquida total de R\$ 54,5 bilhões para o GPA em 2021 (Multivarejo + Êxito), que inclui R\$ 29,5 bilhões apenas na divisão Multivarejo (+ 5% a/a), uma margem EBITDA (pós-IFRS) em 2021 de 8 % e um lucro líquido de R\$ 500 milhões (~ 1% margem líquida). Para o Assaí, estimamos receita

BTG Pactual – EquityResearch:

Luiz Guanais

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Gabriel Savi

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Victor Rogatis

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

Analise.Acoes@btgpactual.com

líquida de R\$ 44 bilhões em 2021 (alta de 23% a/a) e margem líquida de 3%, resultando em um lucro líquido de R\$ 1,3 bilhão.

Em uma análise de sensibilidade, se assumirmos um múltiplo de P/L de 2021 de 12x para o GPA (29% menor que a mediana global de varejistas de alimentos de 17x) e 18x para Assaí (desconto de 10% para o GMAT), alcançamos um equity value combinado de R\$ 29,4 bilhões para o PCAR3, 29% de potencial de valorização em relação aos preços atuais, mesmo após a alta recente.

Tabela 1: Análise de sensibilidade - Soma das partes (CBD)

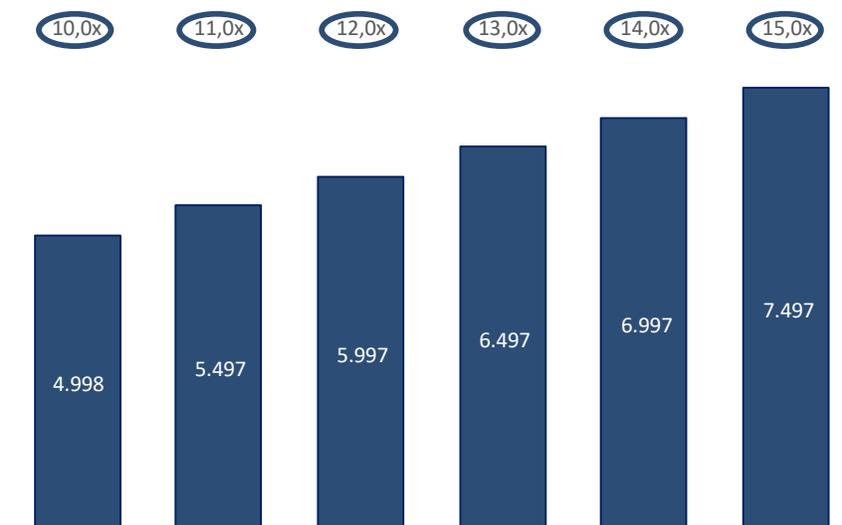
Market cap implícito (R\$ mi)		P/L 2021 - GPA					
		10,0x	11,0x	12,0x	13,0x	14,0x	15,0x
P/L 2021 - Assaí	16,0x	25.792	26.292	26.792	27.292	27.791	28.291
	17,0x	27.092	27.592	28.091	28.591	29.091	29.591
	18,0x	28.392	28.891	29.391	29.891	30.391	30.890
	19,0x	29.691	30.191	30.691	31.191	31.690	32.190
	20,0x	30.991	31.491	31.990	32.490	32.990	33.490
	21,0x	32.291	32.790	33.290	33.790	34.290	34.789

Potencial de valoriz. do market cap atual (%)		P/L 2021 - GPA					
		10,0x	11,0x	12,0x	13,0x	14,0x	15,0x
P/L 2021 - Assaí	16,0x	13%	15%	17%	20%	22%	24%
	17,0x	19%	21%	23%	25%	28%	30%
	18,0x	24%	27%	29%	31%	33%	35%
	19,0x	30%	32%	35%	37%	39%	41%
	20,0x	36%	38%	40%	42%	45%	47%
	21,0x	42%	44%	46%	48%	50%	53%

R\$/ação		P/L 2021 - GPA					
		10,0x	11,0x	12,0x	13,0x	14,0x	15,0x
P/L 2021 - Assaí	16,0x	96,2	98,1	100,0	101,8	103,7	105,5
	17,0x	101,1	102,9	104,8	106,7	108,5	110,4
	18,0x	105,9	107,8	109,6	111,5	113,4	115,2
	19,0x	110,8	112,6	114,5	116,4	118,2	120,1
	20,0x	115,6	117,5	119,3	121,2	123,1	124,9
	21,0x	120,5	122,3	124,2	126,1	127,9	129,8

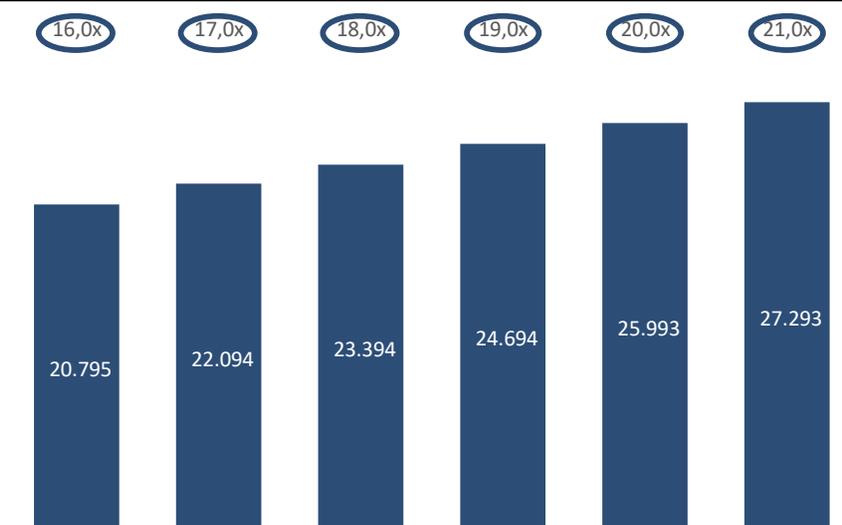
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 2: Valuation implícito do GPA (Multivarejo + Éxito) - R\$ bi e P/L 2021E



Fonte: BTG Pactual

Tabela 3: Valuation implícito do Assaí - R\$ bi e P/L 2021E



Fonte: BTG Pactual

Tabela 4: Valuation implícito do Assaí - R\$ bi e P/L 2021E

Empresa	País	P/L			EV / EBITDA		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
Carrefour	BR	14,9x	13,3x	10,5x	7,4x	6,4x	5,0x
CBD	BR	13,4x	11,7x	11,3x	4,6x	3,9x	3,1x
Mateus	BR	20,1x	16,7x	12,7x	13,8x	11,4x	8,7x
Exito	CO	11,1x	10,4x	n.m	6,5x	6,2x	n.m
Cencosud	CL	14,0x	12,3x	n.m	8,1x	7,5x	n.m
Walmex	MX	23,8x	21,6x	21,0x	12,7x	11,7x	10,7x
InRetail	PE	26,3x	21,8x	18,8x	10,8x	9,9x	9,0x
Varejistas - América Latina		14,9x	13,3x	12,7x	8,1x	7,5x	8,7x
Costco	US	34,8x	32,5x	29,3x	18,9x	17,7x	16,1x
Kroger Co.	US	10,3x	12,6x	12,4x	5,6x	6,1x	6,1x
Loblaw Companies Ltd	US	12,7x	11,3x	n.m	7,1x	6,8x	n.m
Sysco Corp.	US	51,7x	24,3x	21,0x	20,8x	13,7x	12,7x
Wal-Mart	US	25,3x	24,6x	23,0x	12,6x	12,4x	11,9x
Varejistas de alimentos na América do Norte		25,3x	24,3x	22,0x	12,6x	12,4x	12,3x
Carrefour (Global)	FR	10,5x	9,6x	9,7x	6,1x	5,7x	5,5x
Casino	FR	12,6x	11,3x	n.m	7,5x	7,0x	5,9x
Ocado	UK	n.m	n.m	n.m	242,5x	120,1x	60,9x
Greggs	GB	45,4x	25,5x	22,2x	13,0x	10,3x	9,1x
Jeronimo Martins	PT	19,5x	17,5x	16,2x	7,5x	7,1x	6,6x
Magnit	RU	15,5x	14,5x	12,8x	5,4x	5,0x	4,7x
Sainsbury	UK	17,2x	11,7x	10,9x	5,5x	5,0x	4,9x
Sonae SGPS	PT	8,9x	7,9x	7,7x	6,5x	6,3x	6,4x
WM Morrisson	UK	18,1x	12,7x	11,7x	7,3x	6,4x	6,3x
Tesco	GB	22,0x	13,5x	12,3x	9,6x	8,4x	8,1x
X5 Retail Group	RU	15,1x	13,4x	11,0x	6,0x	5,6x	5,1x
DIA	ES	n.m	n.m	n.m	8,5x	5,8x	3,9x
Varejistas de alimentos europeus		16,4x	13,1x	11,7x	7,4x	6,4x	6,1x
Metcash Ltd	AU	13,8x	15,3x	14,5x	7,4x	7,9x	7,7x
Shoprite	ZA	16,8x	15,2x	14,1x	7,4x	7,0x	6,6x
Spar	ZA	14,9x	13,2x	12,0x	10,3x	9,4x	8,9x
Woolworths Ltd	AU	28,0x	25,5x	23,9x	11,5x	10,9x	10,3x
Sun Art Retail Group LTD	HK	18,2x	19,4x	17,2x	5,6x	6,1x	5,6x
Varejistas de alimentos em outras regiões		16,8x	15,3x	14,5x	7,4x	7,9x	7,7x
Mediana de pares		16,8x	13,5x	12,8x	7,5x	7,0x	6,6x

Fonte: Bloomberg 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 BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual digital e os seus clientes. O BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTGPactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTGPactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTGPactual S.A. (excluindo o 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 BTGPactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTGPactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTGPactual 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 BTGPactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTGPactual 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 BTGPactual 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