

## Carrefour (CRFB3): Carrefour Brasil + Grupo Big

### Combinação inesperada entre o #1 e o #3 varejistas de alimentos no Brasil

O Carrefour Brasil anunciou em fato relevante que firmou contrato de compra com a Advent e o Walmart Inc para a aquisição do Grupo Big, por um total de R\$ 7,5 bilhões (70% em dinheiro e 30% em ações do Carrefour, o que não será transferido por um período de até 6 meses a partir da conclusão da transação), implicando em múltiplos de 11x P/L 2020 e 8,2x EV/EBITDA (levando em consideração ~R\$ 3,5 bilhões em créditos fiscais do Grupo Big que poderiam ser usados para reduzir a carga tributária efetiva da empresa), de acordo com nossas estimativas (vs. 14x P/L 2020 e 8,3x EV/EBITDA para o Carrefour). O Carrefour também concordou em fazer um pagamento adiantado de R\$ 900 milhões à Advent e ao Walmart Inc em dinheiro. Após a conclusão da transação, o Grupo Carrefour deterá 67,7% do Grupo Carrefour Brasil (vs. 71,6% atualmente), a Península Participações deterá 7,2%, e Advent e Walmart (via subsidiárias) deterão 5,6% conjuntamente (antes do negócio, a Advent tinha 81% do Grupo Big e o Walmart 19%). Se aprovado pelos reguladores, combina-se os varejistas de alimentos N° 1 e N° 3 no Brasil - e esperamos que as ações do CRFB reajam positivamente no pregão de hoje. Significa também mais competição para Assaí, GPA e Grupo Mateus em diferentes mercados, com uma NewCo com vendas totais de R\$ 100 bilhões e 876 lojas.

### O Grupo Big é um turnaround em andamento; Positivo para o CRFB

Grandes transações envolvendo os maiores varejistas de alimentos do Brasil não são tão comuns (grandes players regionais também ganharam mais escala e poder de barganha com os fornecedores nos últimos anos). No caso da transação do Carrefour e do Grupo Big, esperamos que enfrente riscos de execução no processo de integração (considerando o tamanho do Grupo Big), e o negócio pode levar a algumas restrições por parte do regulador (ambas as empresas combinadas têm ~22 % de participação de mercado, embora com distribuição de lojas diferentes por região).

Mas a inesperada aquisição do Grupo BIG ampliará a presença do Carrefour Brasil em regiões onde tem menor penetração, como Nordeste e Sul (onde o Grupo Big possui 48% e 34% de sua base de lojas, vs. 20% e 11% do Carrefour), oferecendo um forte potencial de crescimento. A transação também ocorre dois meses depois que a Couche-Tard, uma rede canadense de lojas de conveniência, fez uma oferta de aquisição de € 16,2 bilhões pelo Carrefour, que foi frustrada pelo governo francês.

O Grupo Big foi adquirido pela Advent em 2018 e estava no meio de um processo de recuperação para fechar lacunas de produtividade e margem para líderes de mercado, envolvendo principalmente a conversão de lojas hiper não lucrativas nos formatos Sam's Club e Maxxi (atacado) e a reforma das lojas Maxxi e hipermercados.

#### BTG Pactual – Equity Research:

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

#### Carrefour BR (CRFB3)

Data	24/03/2021
Ticker	CRFB3
Rating	Neutro
Preço Alvo (R\$)	24,0
Preço (R\$)	19,3
Listagem	Novo Mercado

#### Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	38.254,79
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	114,74

#### Valuation:

	2021E	2022E
P/L	14,5x	12,3x
EV/EBITDA	6,9x	5,9x

#### Stock Performance:

Março (%)	1,4%
LTM (%)	-12,9%



A produtividade dos hipermercados do Grupo Big ainda é 65% menor do que a do Carrefour, enquanto essa diferença é de 60% nas lojas de atacado e as margens ainda são cerca de 50% menores do que as do Carrefour (4,5% no ano passado).

A combinação também reforçará a presença do Carrefour Brasil em formatos onde tem menor presença, em especial supermercados (99 lojas Bompreço e Nacional) e de *soft discount* (97 lojas Todo Dia). O Carrefour Brasil também atuará em um novo segmento de mercado com o formato Sam's Club (baseado em um sistema de associação, com mais de 2 milhões de associados, e um forte foco em produtos de marca própria), por meio de um contrato de licença com o Walmart.

O Grupo BIG possui os imóveis de 181 de suas lojas (47% de sua rede vs. 75% do Carrefour) e 38 espaços adicionais, que representam um valor imobiliário total de ~ R\$ 7 bilhões, de acordo com uma avaliação independente. Enquanto isso, o Carrefour Brasil planeja otimizar a rede de lojas convertendo as lojas Maxxi em Atacadão. A empresa também espera que certas lojas BIG e BIG Bompreço sejam convertidas para Atacadão ou Sam's Club, com as lojas restantes convertidas para a bandeira de hipermercado Carrefour.

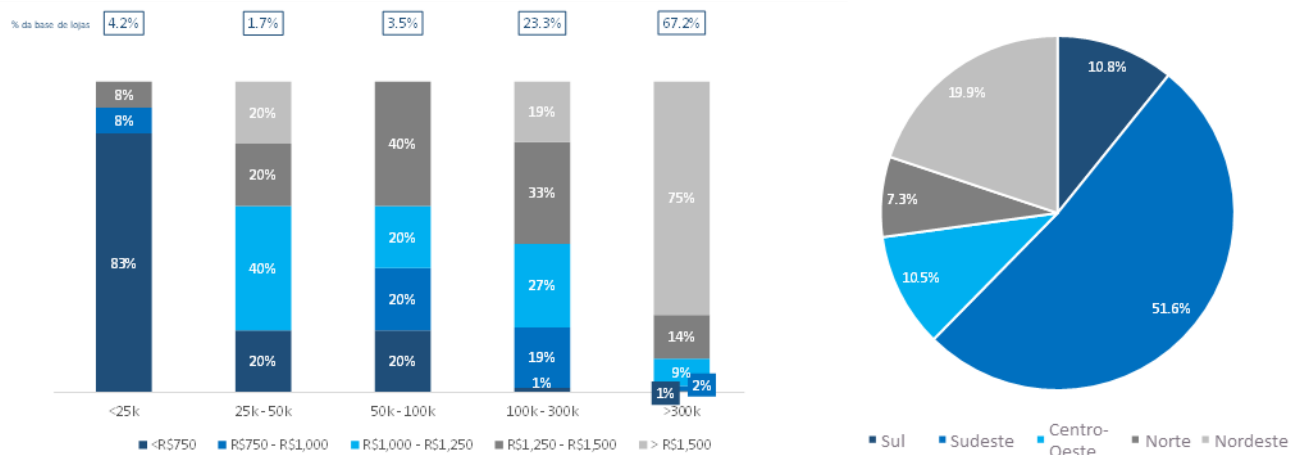
O Carrefour Brasil estima sinergias de negócios de R\$ 1,7 bilhão, em uma base anual, três anos após o fechamento da transação (ou ~30% do EBITDA do Carrefour em 2020): (i) ganhos relacionados à maior densidade de vendas e alinhamento de margens para aumentar rapidamente a lucratividade da loja; (ii) receita relativa à oferta de serviços financeiros do Banco Carrefour no âmbito da nova loja; (iii) aceleração do crescimento da oferta digital do Carrefour Brasil (e-commerce alimentar e não alimentar, marketplace B2C e B2B, parcerias para entrega de última milha, etc.) por meio da base de clientes do Grupo BIG; e (iv) otimização de custos gerais e despesas indiretas e maior eficiência da cadeia de suprimentos. Se assumirmos as sinergias a valor total, e um período de três anos a ser capturado, isso implica R\$ 12/ação de adição ao CRFB3 (considerando os 117 milhões de ações a serem emitidos para Advent e Walmart Inc.), ou VPL de R\$ 25 bilhões.

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	8,5	6,9	5,9
P/L	21,6	45,7	18,7	14,5	12,3
Dividend Yield %	1,6	0,2	0,9	1,9	2,4

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	54.268	60.064	66.688	73.874	80.621
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	1,30	1,57
DPA Líquido (R\$)	0,29	0,05	0,17	0,36	0,46
Dívida Líquida/Caixa	1.260	-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\$ 19,27, em 23 de Março de 2021.

**Tabela 1: % de lojas por tamanho de cidade, região e renda média do CRFB**



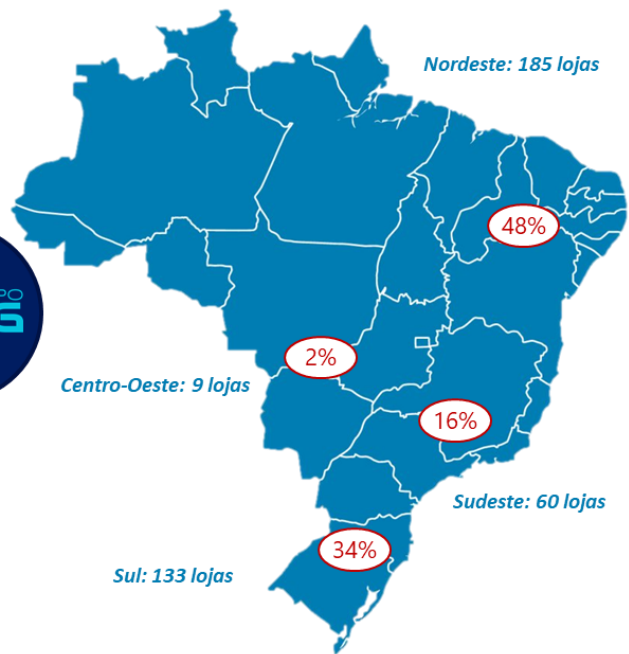
Fonte: Empresa e BTG Pactual

**Tabela 2: Grupo BIG em resumo**

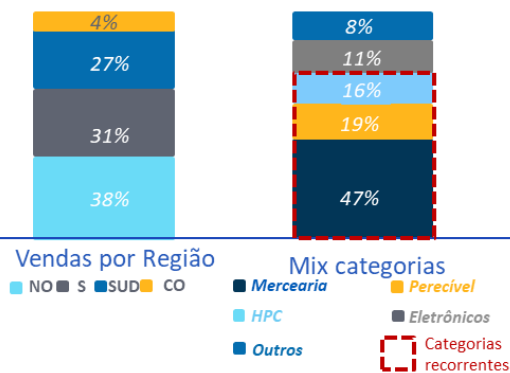
**Dados Operacionais – Ano Fiscal 2020**

- 387 lojas
- R\$21,7 bi de Receita Líquida
- R\$0,9 bi de EBITDA ajustado
- 41 mil funcionários
- 15 CDs and 6 entrega de atacado (B2B)
- 13 postos de gasolina
- 47% de lojas próprias (vs. 53% alugadas)

**Distribuição**



**Divisão de vendas**



Fonte: Empresa e BTG Pactual

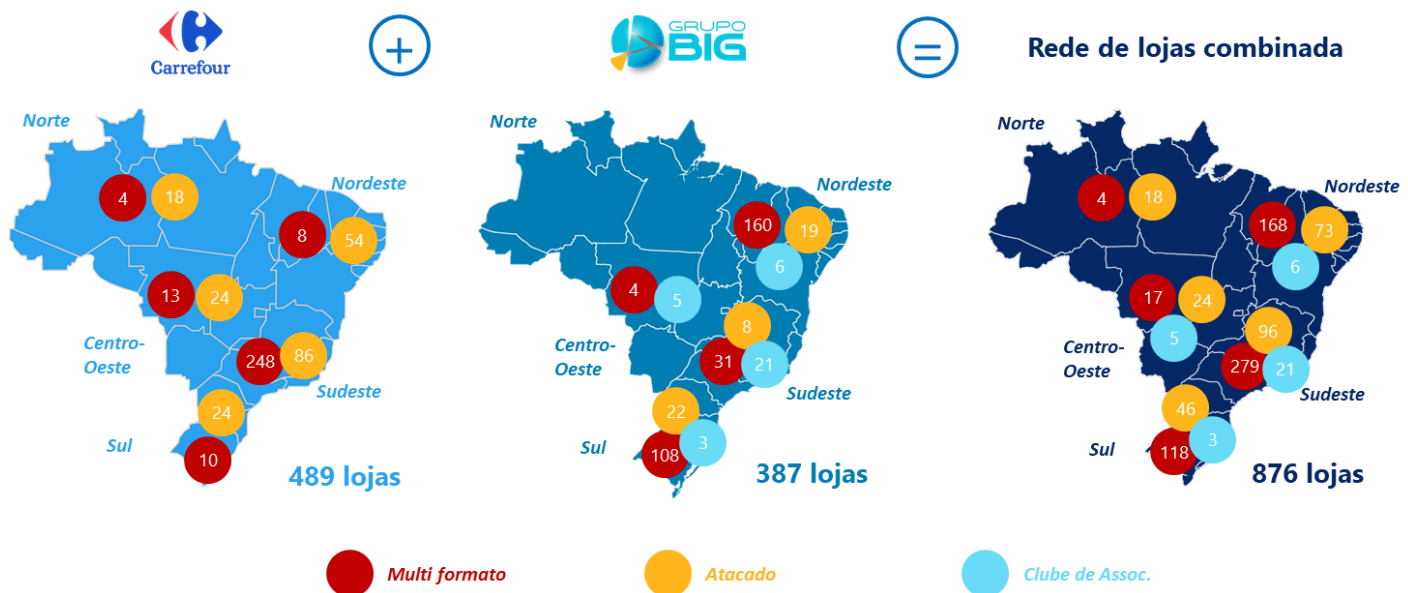
**Tabela 3: Posicionamento de mercado do Grupo BIG**

Em dezembro de 2020

Formato	Clube Assoc.	Hyper	Super	Vizinhança	Atacado
Marcas					
Posicionam.	Premium	Convencional	Convencional	Soft discount	Desconto
Nº de lojas	35	107	99	97	49
% da Receita líquida	21%	52%			27%

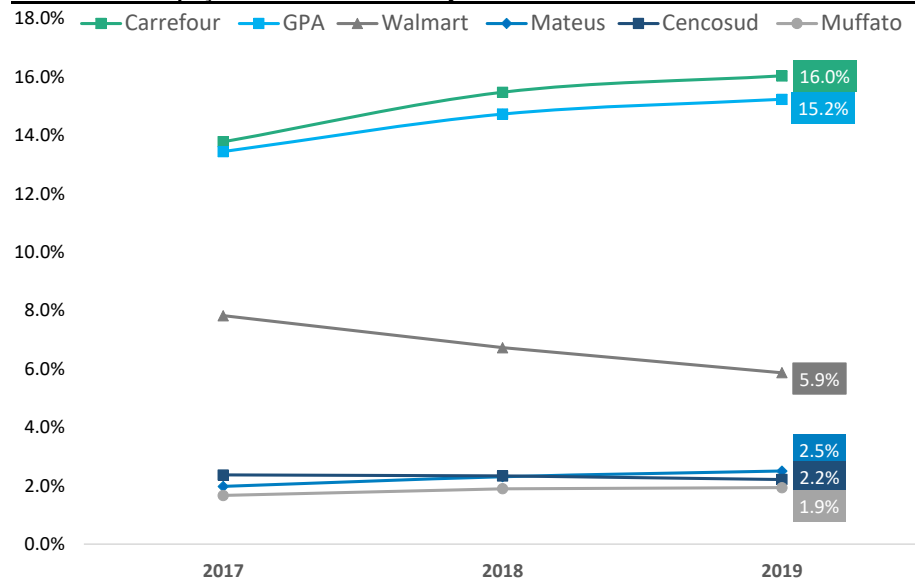
Fonte: Empresa e BTG Pactual

**Tabela 4: Distribuição das lojas (Carrefour + BIG)**



Fonte: Empresa e BTG Pactual

**Tabela 5: Participação de mercado de varejistas de alimentos no Brasil**



Fonte: Empresas 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 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 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](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)