

Varejo de Alimentos: Em busca de valor

Fluxo intenso de notícias para um setor resiliente - Analisando o momentum do varejo de alimentos

Nos últimos anos, temos acompanhado de perto a dinâmica do varejo alimentar no Brasil, que tradicionalmente se baseia em ciclos de aumento de volumes e queda de preços, ou vice-versa, levando a margens pressionadas e crescimento moderado. Mas com o aumento do Coronavoucher no ano passado, havia um cenário raro de preços e volumes mais altos, beneficiando todo o setor. Embora esperemos alguma desaceleração neste ano, o momentum ainda parece forte e pode ajudar as ações de varejo de alimentos a apresentarem um bom desempenho, especialmente no 1S21. Enquanto isso, o fluxo de notícias também tem sido bastante intenso nos últimos seis meses: IPO do Grupo Mateus, cisão da CBD e fusão entre Carrefour e Grupo Big. Assim, além de um Raio-X detalhado do setor, disponibilizamos a atualização dos números do Carrefour e do Grupo Mateus, restabelecendo a cobertura do GPA e do Assaí (nossa Top Pick do setor).

O fortalecimento dos players regionais, mas ainda com espaço para as operadoras nacionais

A maioria dos segmentos de varejo é difícil de gerenciar, mas o varejo de alimentos pode ser especialmente difícil. Quase tudo é complexo, como o enorme número de fornecedores, muitos dos quais com forte valor de marca e poder de barganha (o que basicamente justificou múltiplos mais baixos e um mercado de M&A mais lento do que outros segmentos de varejo). É também o único segmento de varejo no Brasil onde as empresas de controle estrangeiro são as principais líderes de mercado (Carrefour, GPA, Assaí e Grupo Big), com uma participação de mercado combinada de 37%. Mas na maioria dos 27 estados do Brasil, há pelo menos um forte player regional que alavanca a grande execução para fornecer forte competição para as redes maiores. Embora não excluamos players nacionais que buscam expandir sua presença nos mercados regionais, apesar da competição mais forte, ainda há baixa penetração de varejistas de alimentos por habitante em muitas regiões do Brasil, deixando muito espaço para crescimento para empresas bem capitalizadas. No caso do atacarejo, ainda são 16 cidades com mais de 300 mil habitantes sem Atacadão e 28 sem loja Assaí. Enquanto isso, ainda existem 123 cidades entre 100 mil – 300mil habitantes sem GPA ou lojas Carrefour.

Um setor mais digital pode levar a um re-rating, mas não será sem seus desafios

Em nossa opinião, um potencial re-rating do setor dependerá essencialmente de dois fatores: (i) crescimento consistente nos próximos anos; e (ii) exposição ao digital na tentativa de capturar a tendência de crescimento secular do e-commerce. Neste último, vimos recentemente tanto players tradicionais quanto plataformas de e-commerce investindo na categoria CPG, como a aquisição do

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

Supermercado Now pela B2W em 2020, ou as recentes movimentações da VipCommerce e da ToNoLucro pela Magazine Luiza. Embora vejamos uma tendência irreversível de investimentos no segmento de alimentos por parte dos players brasileiros de e-commerce, esperamos que apenas aqueles com escala e execução omnichannel prevaleçam (mas eventualmente com margens menores). Mas, além disso, parece que os altos custos de logística limitarão o desenvolvimento do varejo de alimentos on-line a um nível regional (que inclui parcerias entre plataformas de mercado e cadeias de supermercados regionais) em vez de nacional, eventualmente levando a pressões de margem nos próximos anos .

Cenário mais positivo no curto prazo, com o Assaí como nossa Top Pick

Embora as perspectivas de curto prazo para os varejistas de alimentos ainda pareçam promissoras, com alta da inflação em algumas categorias de alimentos (sustentando nosso rating de Compra sobre as ações), vale ressaltar que a alta competição, margens apertadas e eventual desaceleração da tendência inflacionária fazem o segmento menos atraente do que outros segmentos de varejo no longo prazo (como e-commerce ou vestuário). No entanto, considerando o cenário inflacionário e o espaço para as empresas expandirem suas distribuições geográficas, nossa Top Pick para o curto prazo é o Assaí, que combina um histórico sólido, lucratividade decente, um bom valuation (18x P/L 2021) e maior produtividade na suas lojas. Enquanto isso, considerando o potencial de valorização vindo da fusão do Carrefour com o Grupo Big, que deve expandir seu alcance e reduzir quaisquer lacunas de produtividade e margem, nós o classificamos como nossa Top Pick no longo prazo.

Sumário Executivo - A história das ações de valor

Os investidores há muito debatem se devem investir em empresa de “crescimento” (*growth*) ou “valor” (*value*) - em outras palavras, se deveriam comprar ações de momentum, geralmente mais arriscadas com maior potencial futuro, ou ficar com empresas testadas e comprovadas que eles vêem como sendo negociadas com valuation descontados.

Embora não seja claro até que ponto e quanto tempo o *rotation* vai durar, o setor de varejo de alimentos recentemente voltou aos holofotes no universo do varejo, mas não apenas na busca de valor. Nos últimos seis meses, o fluxo de notícias tem sido bastante intenso: IPO do Grupo Mateus, cisão da CBD e fusão entre o Carrefour e o Grupo Big.

Enquanto isso, o aumento do Coronavoucher no ano passado levou a um raro ciclo de preços mais altos e volumes maiores que beneficiaram todo o setor. Embora esperemos alguma desaceleração dos preços este ano, o bom momento ainda parece bom e pode ajudar as ações a ter um bom desempenho, principalmente no 1S21 - mesmo considerando a queda/desaceleração de volumes observada no início de 2021.

Neste relatório, atualizamos os números dos varejistas de alimentos em nosso universo de cobertura, restabelecendo a cobertura em Assaí (ASAI3) e no Grupo Pão de Açúcar (PCAR3) após a cisão da CBD em março, enquanto também atualizamos o Carrefour para Compra.

Apresentamos também um raio-x detalhado do setor varejista de alimentos no Brasil, que na última década apresentou três tendências principais: (i) um aumento constante do formato atacarejo (que não vemos perdendo fôlego); (ii) players regionais mais fortes, juntamente com abordagens mais regionais de operadores nacionais; e (iii) investimentos em digital.

Para as quatro varejistas de alimentos listadas em nosso universo de cobertura, analisamos no relatório a distribuição de suas lojas por porte de cidade e por renda média, bem como por região. A ideia é ir a fundo no potencial de expansão para os próximos anos, o que sugere que ainda há espaço para crescimento.

No caso do atacarejo, ainda são 16 cidades com mais de 300 mil habitantes sem Atacadão e 28 sem loja Assaí. Enquanto isso, ainda existem 123 cidades entre 100 mil e 300 mil habitantes sem lojas GPA ou Carrefour (nas quais, eventualmente, essas empresas teriam que enfrentar mais concorrência de players locais).

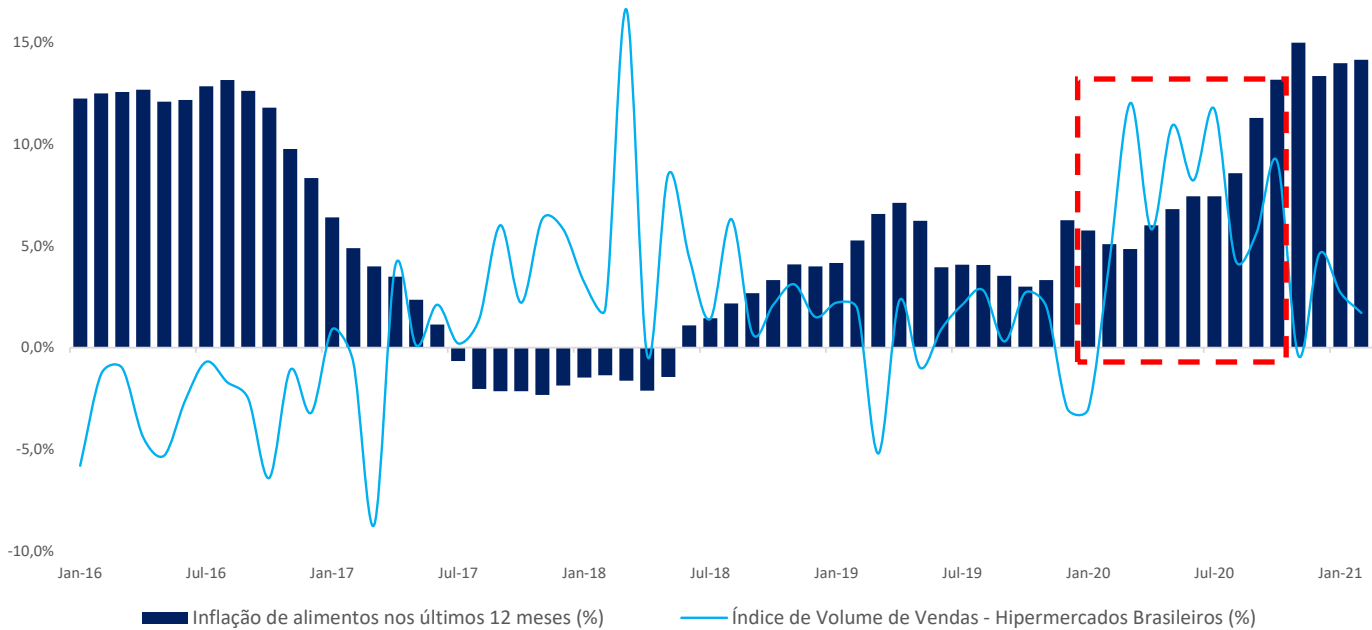
Em suma, nossa tese positiva para o setor se baseia em três pilares principais: (i) alta da inflação para alguns itens como proteínas e alimentos processados; (ii) espaço adequado para expansão de lojas, principalmente no formato atacarejo; e (iii) resiliência em meio a um cenário volátil para o varejo, com o ritmo de reabertura da economia ainda incerto para as categorias discricionárias.

No curto prazo, nosso Top Pick no segmento é o Assaí, que combina um histórico sólido, rentabilidade decente, um bom valuation (18x P/L 2021) e maior produtividade em suas lojas. Enquanto isso, considerando o potencial de valorização vindo da fusão com o Grupo Big, que deve expandir o alcance do Carrefour e estreitar quaisquer lacunas de produtividade e margem, nós o classificamos como Top Pick no longo prazo.

Um Raio-X do Varejo de Alimentos no Brasil

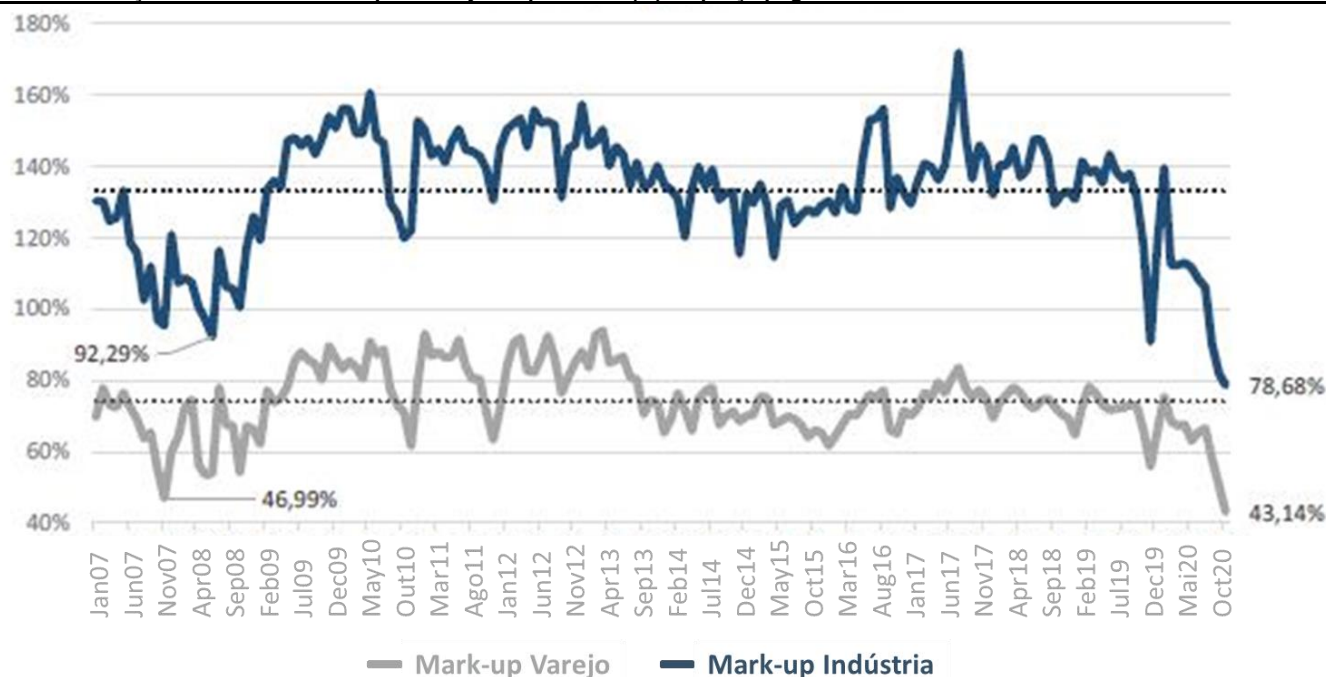
Apesar dos altos e baixos da inflação de alimentos, que apresentam alta correlação com o crescimento das vendas, o setor varejista de alimentos brasileiro tem crescido de forma constante nos últimos anos (CAGR de 10% desde 2000 e 6% desde 2014). Enquanto isso, os volumes seguiram o caminho oposto (com exceção do ano passado). Impulsionado pelo Coronavoucher, o ano passado trouxe um raro cenário de preços e volumes mais altos, beneficiando todo o setor.

Tabela 1: Volume vs. preços - varejo de alimentos brasileiro



Fonte: IBGE e BTG Pactual

Essa tendência começou a ser revertida no início de 2021, com preços mais altos, mas volumes desacelerando, embora seja importante ressaltar que as margens da indústria e do varejo estão no nível mais baixo em muitos anos, sugerindo que pode haver espaço para aumentos de preços em algumas categorias.

Tabela 2: Evolução histórica do mark-up de varejo em proteínas (%) no preço pago


Fonte: Athenagro, IEA e BTG Pactual

Apesar de sua resiliência, o setor de varejo de alimentos sempre foi um negócio difícil no Brasil, com um número enorme de fornecedores, muitos dos quais com forte valor de marca e poder de barganha. A logística e a gestão de estoque também são complexas, com mix de produtos variando de úmido/seco a perecível/não perecível e refrigerado/congelado, além da variedade de tipos de embalagens, incluindo vidros, latas e garrafas plásticas. E quando adicionamos a expansão nacional à mistura (o que também traz exposição a diferentes sistemas tributários estaduais), as coisas ficam ainda mais complicadas.

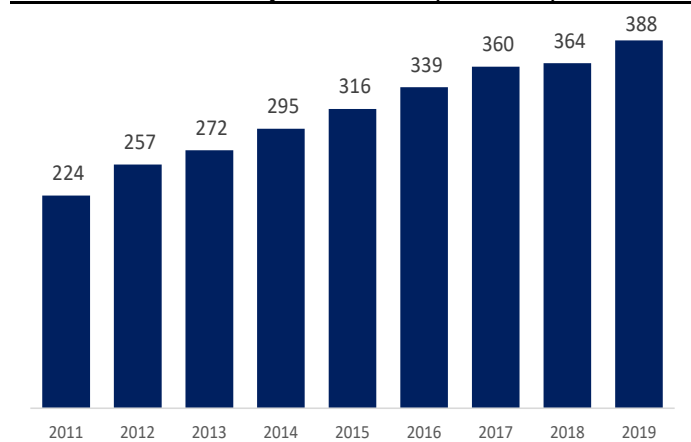
Tabela 3: Um raio-x do setor varejista de alimentos no Brasil

Autoatendimento de Alimentos no Brasil	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2019 vs 2018 (%)
Número de lojas (total autoserviço)	83.914	83.581	88.564	80.009	89.368	89.673	89.806	0,1%
Faturamento anual (R\$ bilhões)	272	294	316	339	353	356	378	6,4%
% do PIB	5,2	5,3	5,3	5,4	5,4	5,2	5,2	0,0%
Nº 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/m ²)	21,1	21,3	21,6	21,7	21,9	22,2	22,6	1,8%
Nº de check-outs	210.647	212.964	222.783	225.052	223.715	227.634	233.663	2,6%

Fonte: Abras e BTG Pactual

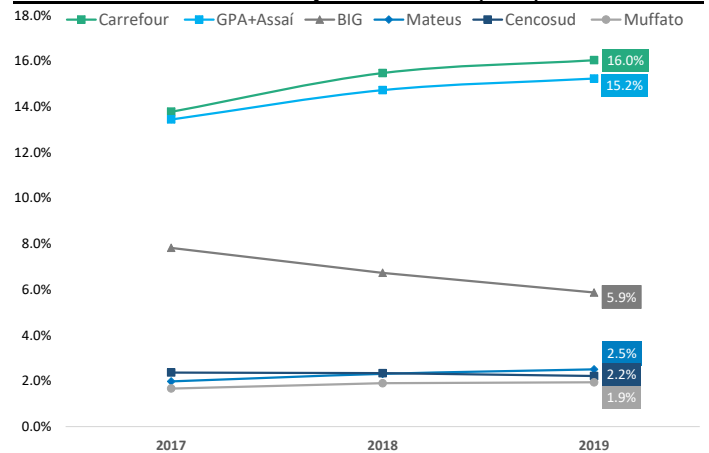
Atualmente, as 10 maiores redes de supermercados têm menos de 51% de market share.

Tabela 4: Vendas do Varejo de Alimentos (R\$ bilhões)



Fonte: Abras e BTG Pactual

Tabela 5: Market Share - Varejo de Alimentos (2020)



Fonte: Abras e BTG Pactual

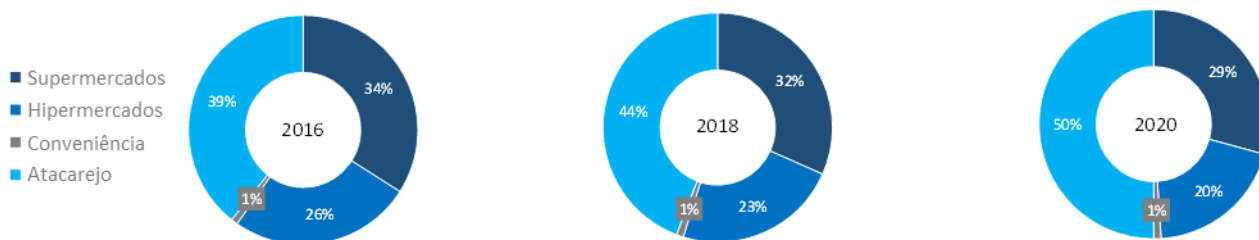
Na última década, o setor viu três tendências principais ganhando força: (i) o aumento contínuo do formato atacarejo (*cash-and-carry*) - que não vemos perdendo força, (ii) players regionais mais fortes no mercado, junto com abordagens mais regionais de operadoras nacionais nos últimos anos; e (iii) investimentos em digital.

Domínio do atacarejo

No caso do formato atacarejo, o setor varejista de alimentos passou por uma forte transformação devido à mudança de hábitos de consumo. Como resultado, os consumidores passaram a consumir marcas mais baratas e visitaram as lojas com menos frequência. A função anterior dos hipermercados como *one-stop-shop* (fornecendo todo o necessário) foi substituída por atacarejo.

Players como Atacadão (Carrefour), Assaí e Grupo Mateus se beneficiaram dessa mudança, entregando um crescimento acima da média e atraindo mais consumidores que antes compravam em outros formatos, principalmente hipermercados.

Tabela 6: Participação por segmento - varejo brasileiro de alimentos (2016, 2018 e 2020)

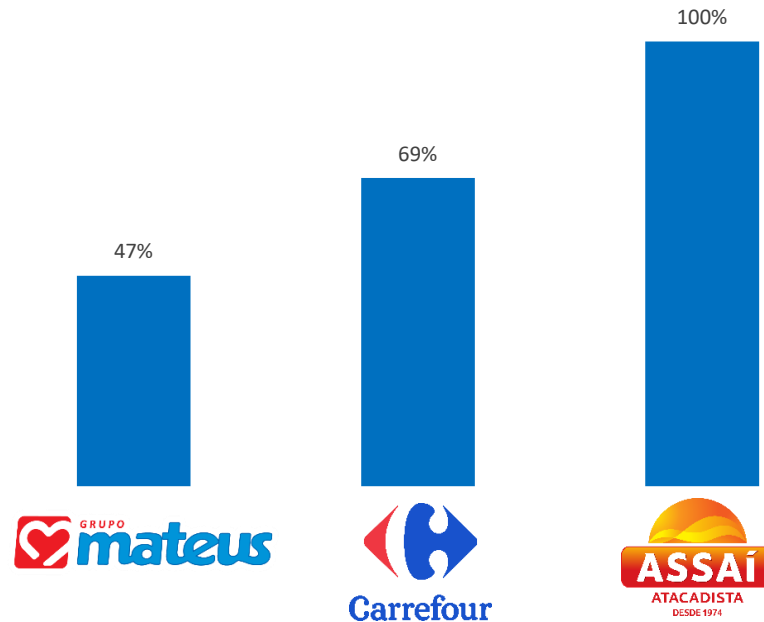


Fonte: Euromonitor e BTG Pactual

E com o aumento da demanda, o formato também foi reinventado. Anteriormente, 60% das vendas de atacarejo eram para pequenas empresas (supermercados familiares e donos de restaurantes), e apenas 40% eram para consumidores finais.

Atualmente, 60% dos lares brasileiros já fizeram pelo menos uma compra por ano em uma loja atacarejo (vs. 47% em 2015).

Devido à mudança nos hábitos de compra, as lojas de atacarejo passaram a fazer a maior parte das vendas ao consumidor final, o que também impactou (positivamente) o sortimento das lojas e a dinâmica das margens.

Tabela 7: Participação do Atacarejo nas vendas totais (2020) - por empresa

Fonte: Empresa e BTG Pactual

David vs. Golias - O poder dos players regionais

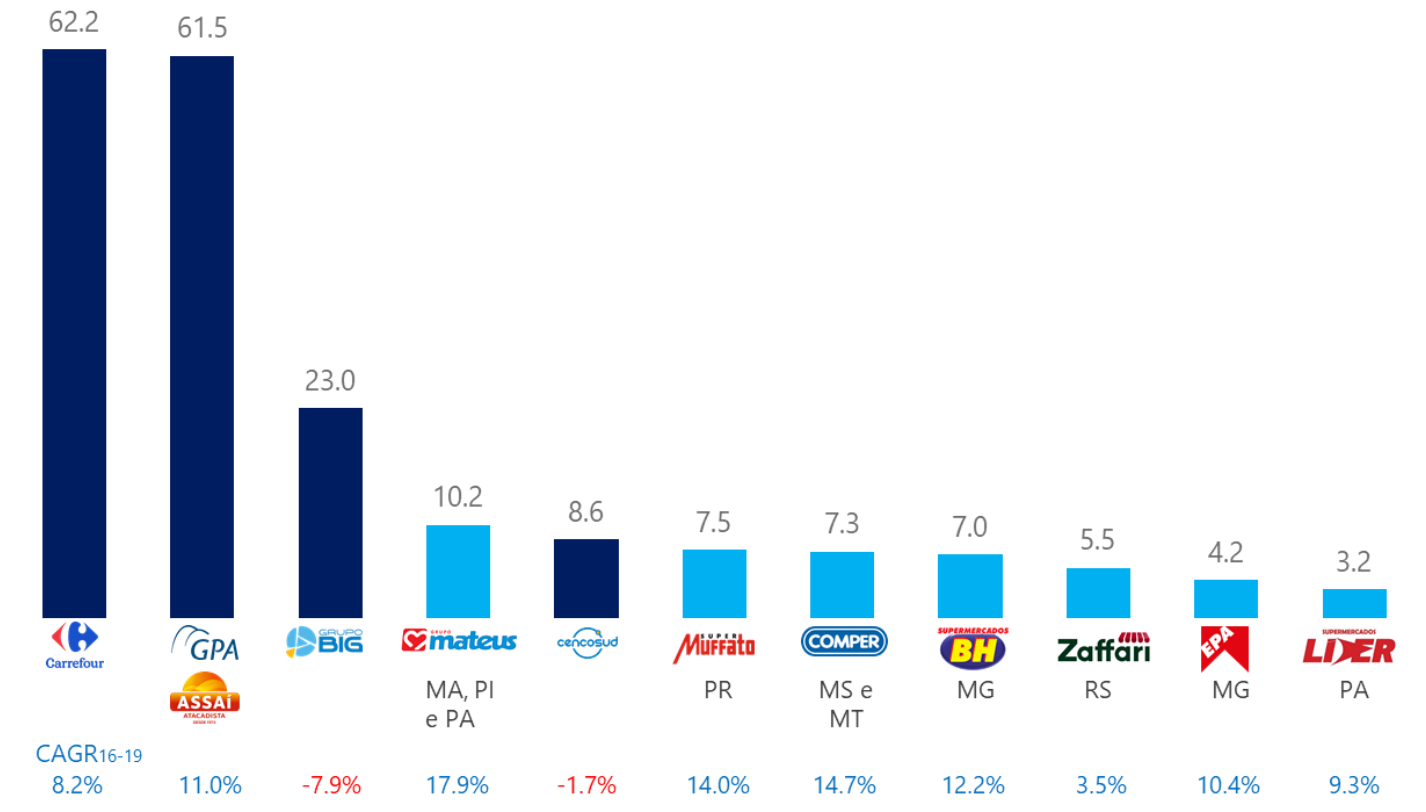
Em relação ao espaço para expansão, o principal dilema das maiores operadoras é a competição com players regionais.

A partir da década de 90, os pequenos varejistas de alimentos começaram a unir forças e formar cooperativas para usufruir dos benefícios das compras em grande escala e do poder de barganha com os fornecedores. A partir dessas parcerias iniciais, os varejistas passaram a formar outros tipos de alianças estratégicas, com o objetivo não só de reduzir custos de compra, mas também de adquirir conhecimento.

De fato, ao longo dos últimos anos, argumentamos que alguns players regionais tiveram histórias de crescimento de sucesso, ajudados pelo aumento da escala (e poder de barganha), boas localizações de lojas, forte reconhecimento de marca e execução decente. Até certo ponto, isso tornou a vida dos players nacionais (e listados) muito mais difícil (receita e margem de lucro).

Tabela 8: Onda Regional no Setor de Varejo Alimentar Brasileiro

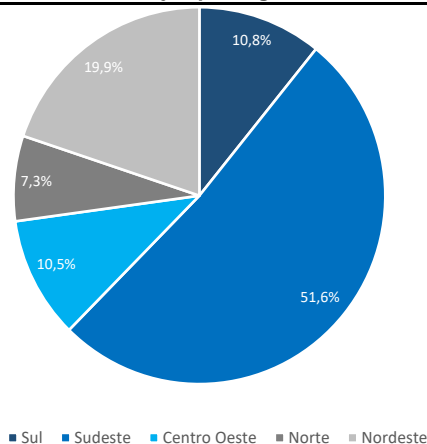
Ranking dos principais players do Brasil (receita bruta 2019)



Fonte: Empresas, Abras e BTG Pactual

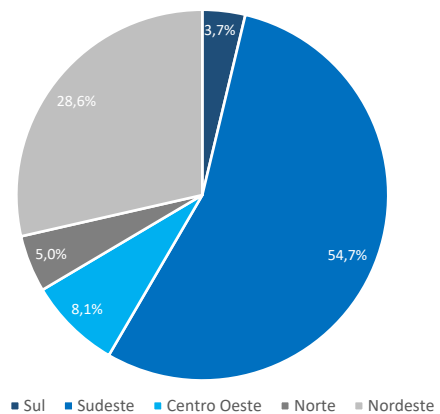
Para este relatório, analisamos as distribuições das lojas por tamanho da cidade, renda média e região. A ideia é aprofundar o potencial de expansão nos próximos anos, que envolve também o atacarejo.

Tabela 9: Carrefour - % de lojas por região

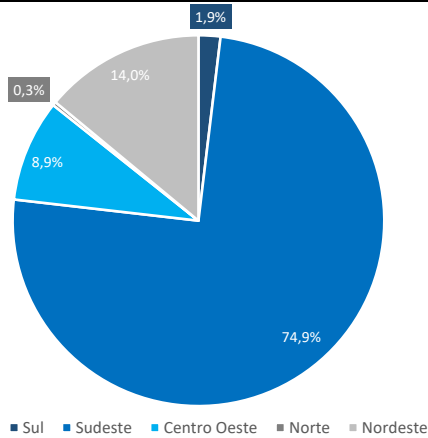


Fonte: IBGE e BTG Pactual

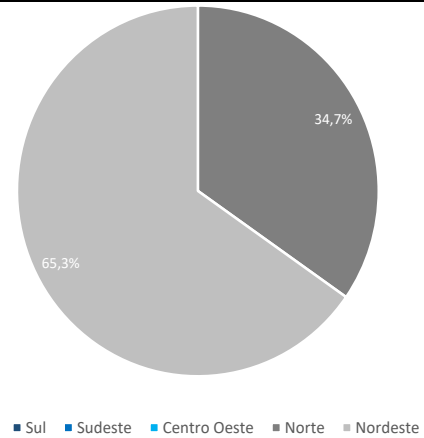
Tabela 10: Assai - % de lojas por região



Fonte: IBGE e BTG Pactual

Tabela 11: GPA - % de lojas por região


Fonte: IBGE e BTG Pactual

Tabela 12: Grupo Mateus - % de lojas por região


Fonte: IBGE e BTG Pactual

Embora pareça que a nacionalização dos maiores players seja uma tendência irreversível, a expansão do varejo nos próximos anos também deve se concentrar cada vez mais no interior (com participação crescente no PIB).

No entanto, apesar da competição dos players regionais, ainda há baixa penetração de varejistas de alimentos/habitante em muitas regiões brasileiras, deixando muitas oportunidades de crescimento para empresas bem capitalizadas.

Tabela 13: Penetração de varejistas de alimentos (% de habitantes) - 2019

Estado	Nº de varejistas	População	varejistas de alimentos * / 100 mil habitantes
Norte	1,115	15,864,454	7
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
Nordeste	4,420	53,081,950	8
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
Sul	10,647	27,386,891	39
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
Sudeste	19,841	80,364,410	25
Espirito 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
Centro Oeste	2,365	14,058,094	17
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
Brasil	38,387	190,755,799	20

Fonte: IBGE, ABRAS e BTG Pactual

E os players nacionais também tomaram iniciativas para superar a concorrência de seus pares regionais.

O GPA fez ajustes importantes em seu portfólio ajustando seus formatos. Por exemplo, 240 lojas Pão de Açúcar foram reformadas e, ao todo, foram 46 inaugurações do novo modelo G7, com foco na melhoria da experiência de compra e no fortalecimento da sua proposta de valor. Enquanto isso, 170 locais do Extra Super também foram reformados sob a bandeira Mercado Extra, sendo 28 convertidos para Compre Bem, que já apresentam maior produtividade.

Em 2019, o Carrefour anunciou que havia firmado um acordo com o Grupo Super Nosso, um varejista regional de alimentos de Minas Gerais (e 17º maior varejista de alimentos do Brasil) para operar 17 supermercados Carrefour na cidade de Belo Horizonte (em um contrato de 5 anos).

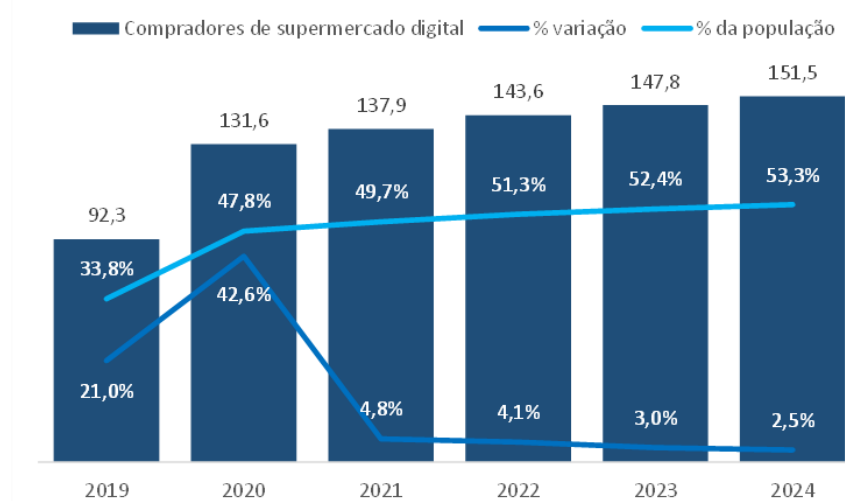
Com a parceria, as lojas de supermercados migraram para a bandeira regional (embora ainda façam parte da rede de lojas do Carrefour), com sua gestão seguindo os padrões de operação do Grupo Super Nosso. As duas empresas fornecem capital para revitalizar e adotar as lojas e investir em pessoas e treinamento.

O surgimento de plataformas de mercearia multicanal e o dilema de lucratividade versus crescimento

Passando para o terceiro tópico principal para varejistas de alimentos, as vendas online de alimentos decolaram em 2020 como resultado da pandemia. De acordo com estimativas do e-Marketer, alimentos e bebidas foi de longe a categoria do e-commerce de crescimento mais rápido nos Estados Unidos no ano passado. As vendas online de supermercados cresceram 54,0% para US\$ 96 bilhões. Isso os impulsionou para 12,0% do total das vendas no varejo nos Estados Unidos e 7,4% de todas as vendas de alimentos.

De acordo com um estudo de outubro de 2020 da Acosta, 58% dos consumidores de alimentos nos Estados Unidos relataram se sentir confortáveis com o uso de ferramentas digitais para ajudar a fazer as compras. Embora esse nível de conforto varie por geração (de 71% entre a Geração Z e a geração de millennials a 35% entre os idosos e aqueles com mais de 75 anos), esses números certamente são positivos para o crescimento.

Tabela 14: Consumidores de supermercados digitais nos EUA



Nota: maiores de 14 anos; Compradores de supermercado digital são definidos como usuários da Internet que fizeram pelo menos um pedido de supermercado por meio de qualquer canal digital durante o ano civil, independentemente do método de pagamento de atendimento; inclui entrega e retirada no supermercado

Fonte: e-Marketer e BTG Pactual

A Amazon também se tornou omni. Além da Whole Foods, ela está experimentando nos Estados Unidos um formato de supermercado de tamanho normal sem caixa, enquanto as lojas Amazon Fresh oferecem coleta e entrega no mesmo dia. Enquanto isso, os aplicativos também permitem que os clientes pulem a fila do caixa. Notavelmente, as maiores plataformas de tecnologia da China também seguiram esse caminho, com Alibaba e JD.com construindo grandes redes de supermercados.

Mas os donos de supermercados estão lutando para ganhar dinheiro com a entrega em domicílio online, principalmente por causa do alto custo da entrega de frutas e vegetais volumosos, em vez de os clientes os escolherem, embalarem e levarem para casa, como geralmente é feito nos supermercados. Portanto, os gastos de capital e os desafios técnicos de oferecer compras de alimentos online em grande escala têm sido assustadores para os varejistas de alimentos. E, em um

negócio como o varejo de alimentos, onde as margens já são tão baixas quanto 2 a 4% antes de entrar no mundo online, apenas os players mais capitalizados e mais eficientes podem garantir sua sobrevivência no modelo online.

Tudo isso colocou os donos de mercearias em apuros, pois as entregas continuam a crescer e se tornam uma necessidade. Algumas mercearias estão se concentrando mais em suas próprias operações de coleta ou em parceria com empresas de entrega rivais. Para muitos supermercados, a entrega de alimentos prejudica seus já escassos resultados financeiros.

No caso do Carrefour, a empresa lançou sua nova plataforma de e-commerce em outubro do ano passado. Aliado às parcerias com Rappi e Cornershop (agregadores), isso levou o e-commerce de itens não alimentícios a 31% do total das vendas no varejo no 4T20, sendo que as vendas de alimentos representaram 5% do total das vendas no varejo.

O Atacadão (operação de atacarejo do CRFB), passou a oferecer entrega por meio de parcerias com operadoras terceirizadas em 54 lojas em 12 estados, que representam cerca de 25% da rede de lojas da empresa.

Para o GPA, além da tradicional plataforma online, há dois anos comprou a James Delivery, que está presente em 18 cidades (+ 2,5 milhões de downloads), elevando o e-commerce para 5% e 12% das vendas do 4T20 para Multivarejo (super/hipermercados) e Pão de Açúcar, respectivamente.






Na verdade, metade de seus clientes de e-commerce agora são multicanais. Ao alavancar o tráfego em sua plataforma (17,5 milhões de downloads do aplicativo e 240 milhões de visitas por ano), sua presença em B&M (varejo físico), com 295 lojas agora oferecendo *click-and-collect* (36% das vendas do e-commerce) e com carrinhos de compras mais completos na plataforma digital (40 itens/cesta vs. 12 para B&M), o GPA já possui uma plataforma 1P lucrativa com uma margem EBITDA maior do que sua divisão Multivarejo (~8%).

Já considerando os players de e-commerce puro, no início de 2020, a B2W anunciou a aquisição do Supermercado Now, plataforma de e-commerce focada nas categorias de mercearia e supermercados online. Criado em 2016, permite aos clientes selecionar o supermercado de sua preferência e criar um carrinho de compras personalizável (como o Instacart). O Supermercado Now tem parceria com 22 redes de supermercados.

A Magazine Luiza também opera o Mercado Magalu, que está disponível em cerca de 900 *dark stores* e se concentra mais na plataforma 1P. Porém, assim como a B2W, aproveita o vasto tráfego de sua plataforma e sua estrutura logística existente. Mais recentemente, a Magazine também adquiriu a ToNoLucro, startup de entrega de alimentos e supermercados presente em mais de 40 municípios do Tocantins e Goiás, com +5 mil restaurantes parceiros em sua plataforma.

Então, no início de março, a MGLU adquiriu a VipCommerce, uma startup de Software como Serviço (SaaS) focada no segmento de alimentos, por um valor não revelado. A VipCommerce fornece soluções de e-commerce de marca branca para supermercados, clubes de atacado e outros varejistas, com software que gerencia o ciclo completo do pedido - do pedido inicial à entrega final - por meio de um conjunto de APIs que se conectam diretamente aos principais sistemas de ERP usados pelos supermercados brasileiros, possibilitando o controle de estoque e preços em tempo real. Suas soluções agora são utilizadas por mais de 100 redes de supermercados com mais de 400 lojas espalhadas por 18 estados.

Tabela 15: Análise Comparativa - Varejistas Brasileiros

	Lançou nova plataforma de e-commerce em outubro do ano passado. Também possui parcerias com Rappi e Cornershop.
	Além da tradicional plataforma online, comprou a James Delivery em 2018, que está presente em 18 cidades (+ 2,5 milhões de downloads).
	A atuação digital do Assai terá como foco o B2B por meio de parcerias com players que já atuam neste ecossistema.
	Lançou o aplicativo Mateus Mais em março de 2020, com foco em delivery e experiências de banco digital. Também está planejando lançar um marketplace no 2S21.
	A Magazine Luiza opera o Mercado Magalu, alavancando o vasto tráfego de sua plataforma e de sua estrutura logística. Mais recentemente, a Magazine Luiza adquiriu a ToNoLucro e a VipCommerce.
	Aquisição do Supermercado Now em 2020. A plataforma permite que os clientes selecionem o supermercado de sua preferência e criem carrinhos de compras personalizáveis.

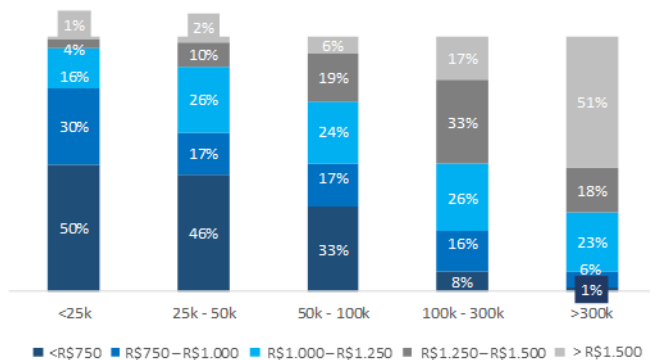
Fonte: Empresas e BTG Pactual

Penetração dos maiores varejistas pelo Brasil

Com o objetivo de analisar a exposição geográfica dos varejistas de alimentos listados, analisamos a distribuição de suas lojas por porte de cidade, renda média e região. A ideia é aprofundar o potencial de expansão que existe nos próximos anos.

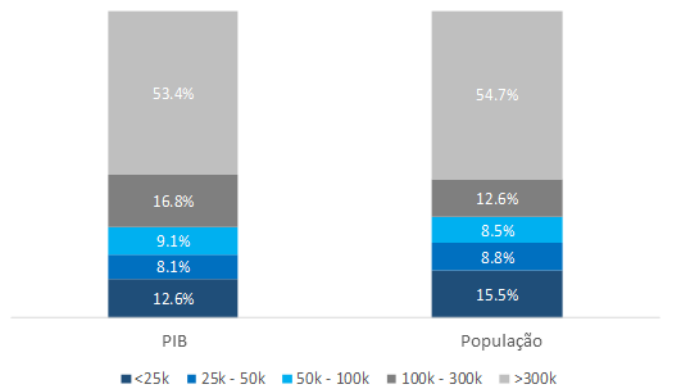
Nas tabelas a seguir, apresentamos o cenário atual da distribuição do Carrefour, Assai, Grupo Mateus e GPA, além de uma comparação com PIB e população.

Tabela 16: % de cidades (nº de habitantes e renda média) - Brasil (2020)



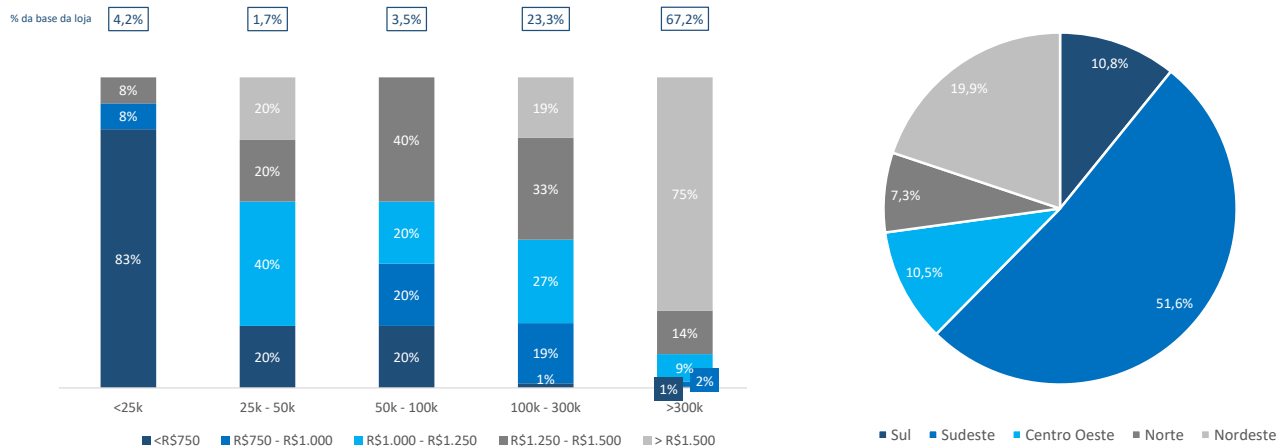
Fonte: IBGE e BTG Pactual | "k" = mil

Tabela 17: PIB e população por tamanho de cidade (%) - Brasil (2020)



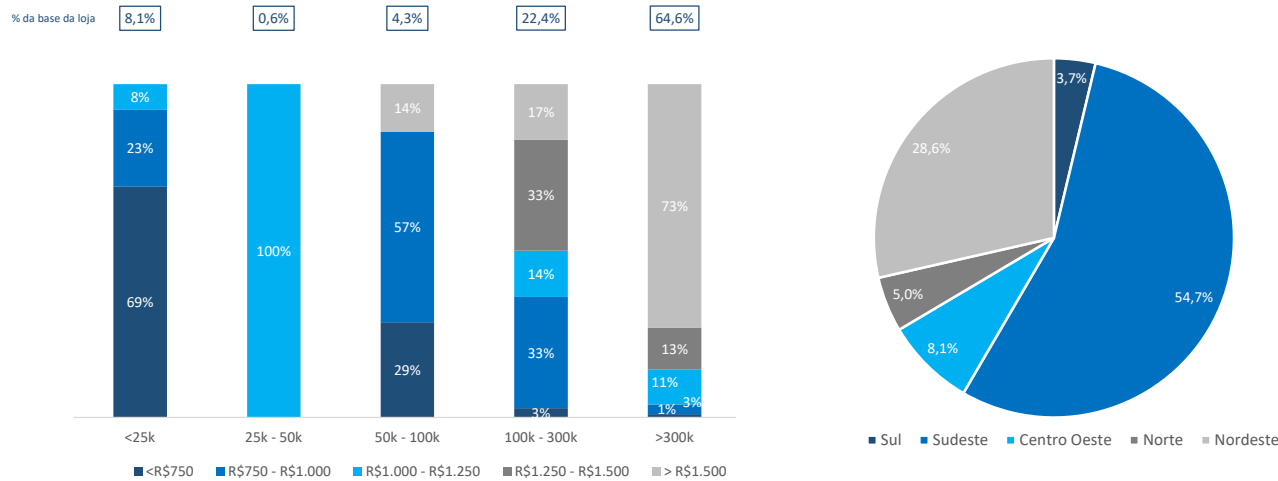
Fonte: IBGE e BTG Pactual | "k" = mil

Tabela 18: % de lojas do CRFB por tamanho de cidade, região e renda média

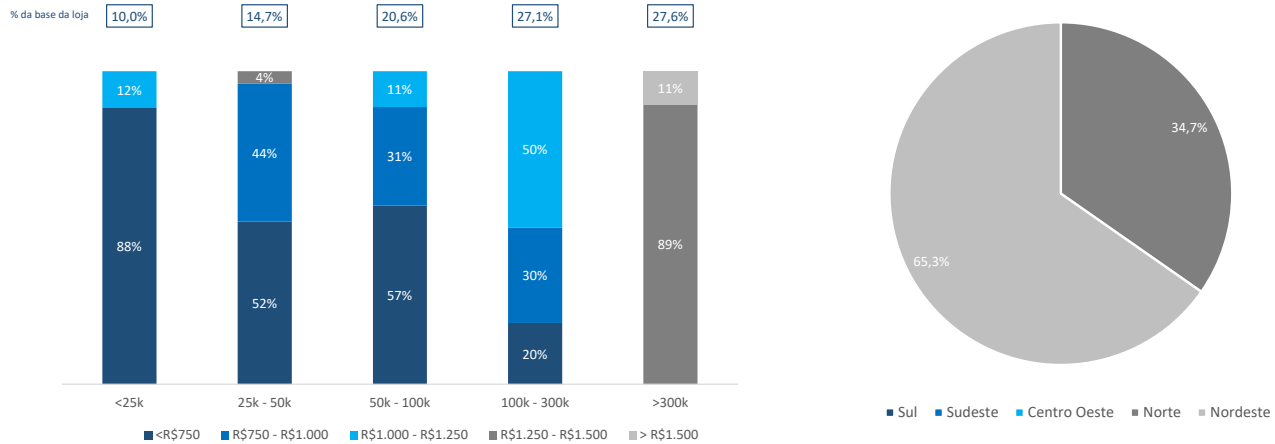


Fonte: Empresas e BTG Pactual | "k" = mil

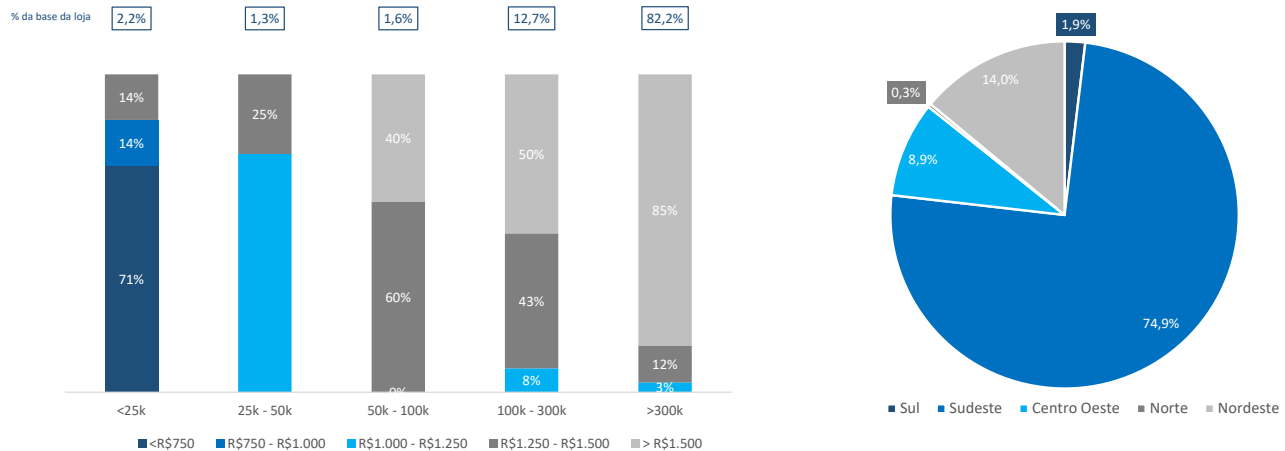
Tabela 19: % de lojas do Assaí por tamanho de cidade, região e renda média



Fonte: Empresas e BTG Pactual | "k" = mil

Tabela 20: % de lojas do Grupo Mateus por tamanho de cidade, região e renda média


Fonte: Empresas e BTG Pactual | "k" = mil

Tabela 21: % de lojas do GPA por tamanho de cidade, região e renda média


Fonte: Empresas e BTG Pactual | "k" = mil

Principais conclusões de nossa análise demográfica:

- Carrefour tem maior presença nas grandes cidades (67% da base de lojas, vs. 53% do PIB), embora seja ainda mais pronunciado para o GPA (82% das lojas em cidades com mais de 300 mil habitantes);
- Ainda há 16 cidades com mais de 300 mil habitantes sem Atacadão e 28 sem loja Assaí;
- Ainda existem 123 cidades entre 100 mil – 300 mil habitantes sem lojas GPA ou Carrefour (em que eventualmente essas empresas teriam que enfrentar mais concorrência de players locais);
- Para as maiores cidades, o Assaí é um pouco mais diversificado que o Carrefour e o GPA (considerando a renda média). Principalmente para o Assaí, ainda vemos espaço para a empresa sustentar um forte ritmo de crescimento nos próximos anos;

- Como player regional, o Grupo Mateus já se encontra bem diversificado em termos de exposição a cidades menores e consumidores de menor renda. O espaço para expansão ainda é grande em cidades entre 50 e 100 mil nos estados onde a empresa já atua, além de outros estados do Nordeste (como Ceará e Bahia).

Embora pareça irreversível a tendência dos maiores players de se tornarem (mais) nacionais, a expansão do varejo nos próximos anos também deve se concentrar cada vez mais no interior (com participação crescente no PIB).

No entanto, apesar da alta competição por players regionais, ainda há baixa penetração de varejistas de alimentos/moradores em muitas regiões brasileiras, abrindo espaço para o crescimento de empresas bem capitalizadas.

Nossas principais escolhas no setor varejista de alimentos

Embora o setor de varejo de alimentos não seja uma grande tese estrutural, considerando a alta competição (incluindo de players regionais), margens estreitas e eventual desaceleração da tendência inflacionária atual, tornando-o menos atraente do que outros segmentos de varejo no longo prazo (como o e-commerce e vestuário), a perspectiva do curto prazo ainda parece promissora.

Em resumo, nossa tese positiva para o setor se baseia em três pilares principais: (i) alta da inflação para alguns itens como proteínas e alimentos processados; (ii) espaço decente para expansão da distribuição geográfica, especialmente no formato de atacarejo; e (iii) resiliência em meio a um cenário volátil para o varejo, com o ritmo de reabertura da economia ainda incerto para as categorias discricionárias.

No curto prazo, preferimos o Assaí, que combina um histórico sólido, rentabilidade decente, um bom valuation (18x P/L 2021) e maior produtividade em suas lojas. Enquanto isso, considerando o potencial de valorização vindo da fusão com o Grupo Big, que deve expandir o alcance do Carrefour e reduzir quaisquer lacunas de produtividade e margem, o CRFB3 é nossa Top Pick no longo prazo.

Tabela 22: Tabela de valuation – Varejistas Brasileiros de Alimentos

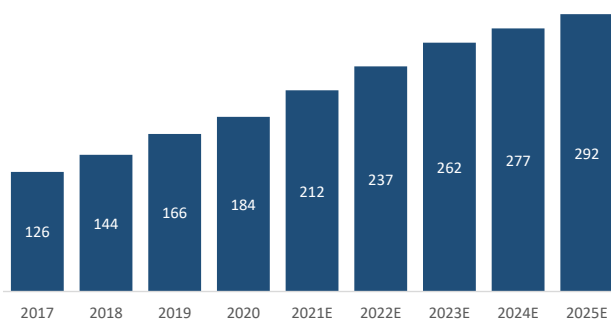
Empresa	País	P/L			EV/EBITDA			Cresc. de vendas	Cresc. EBITDA	EBITDA			Margem EBITDA			Último preço (R\$/ação)	Preço-alvo (R\$/ação)	Upside (%)
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	CAGR 2021-2023E	CAGR 2021-2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E			
Carrefour	BR	16,8x	15,3x	13,7x	7,9x	7,3x	6,9x	8%	10%	6.426	7.193	7.819	8,1%	8,3%	8,5%	23,0	27,0	17%
PCAR	BR	26,0x	23,5x	16,6x	4,2x	4,2x	4,1x	3%	4%	4.355	4.487	4.691	8,1%	8,2%	8,2%	36,3	47,0	30%
Assai	BR	17,6x	12,0x	9,5x	9,0x	6,7x	5,5x	25%	26%	3.211	4.285	5.120	7,6%	7,7%	7,7%	80,0	105,0	31%
Mateus	BR	17,8x	14,7x	10,9x	11,9x	10,1x	7,9x	20%	19%	1.362	1.585	1.942	9,0%	9,0%	8,9%	7,8	11,0	41%
Varejistas brasileiros		17,7x	15,0x	12,3x	8,4x	7,0x	6,2x	14%	15%	3.783	4.386	4.905	8,1%	8,2%	8,3%			

Fonte: Empresas e BTG Pactual | "Upside" = potencial de valorização

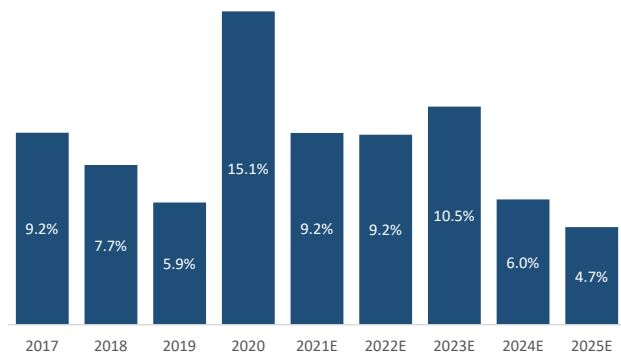
Assaí - Uma história de crescimento consistente

Restabelecimento da cobertura com preço-alvo de R\$ 105/ação e rating de Compra após a cisão da CBD

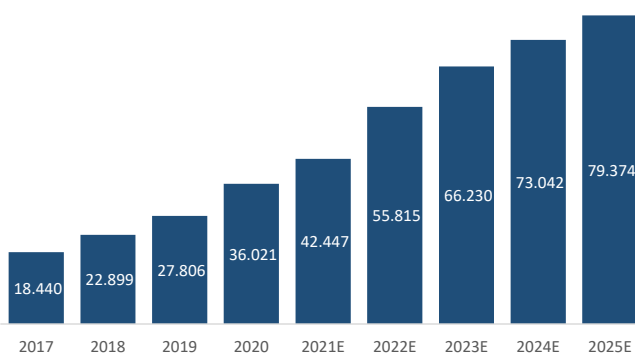
O Assaí é a 2ª maior operadora de atacarejo do Brasil (atrás apenas do Atacadão), com uma presença nacional de 184 lojas em 23 estados (a maior empresa de atacarejo puro do Brasil). Desde que a CBD adquiriu a divisão em 2007, as vendas cresceram de menos de R\$ 1,5 bilhão para R\$ 39 bilhões no ano passado, com a empresa conseguindo aumentar sua área de vendas em 18% ao ano nos últimos cinco anos, apresentando um crescimento consistente de receita de 28% ao ano ao longo do caminho.

Tabela 23: Número de Lojas


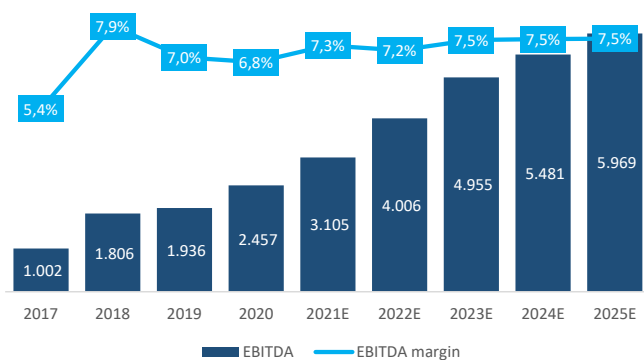
Fonte: Empresas e BTG Pactual

Tabela 24: Crescimento de SSS (a/a)


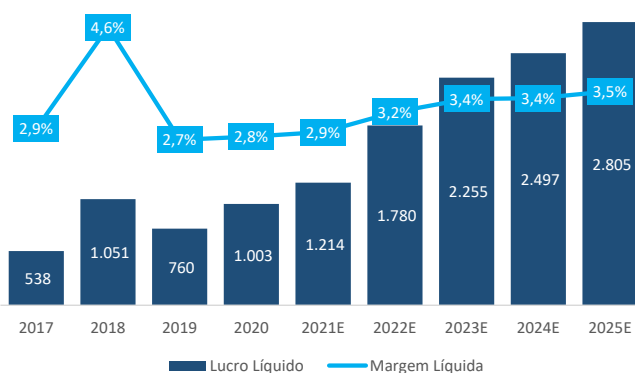
Fonte: Empresas e BTG Pactual | SSS = vendas nas mesmas lojas

Tabela 25: Receita Líquida (R\$ milhões) - CAGR de 17,1% (2020-2025)


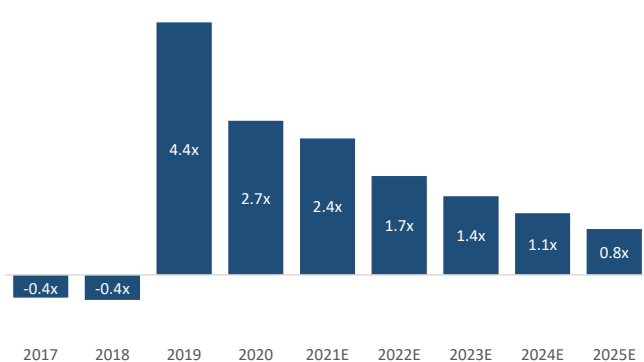
Fonte: Empresas e BTG Pactual

Tabela 26: EBITDA (R\$ milhões) e Margem EBITDA


Fonte: Empresas e BTG Pactual

Tabela 27: Lucro Líquido (R\$ milhões) e Margem Líquida - CAGR de 22,5% (2020-2025)


Fonte: Empresas e BTG Pactual

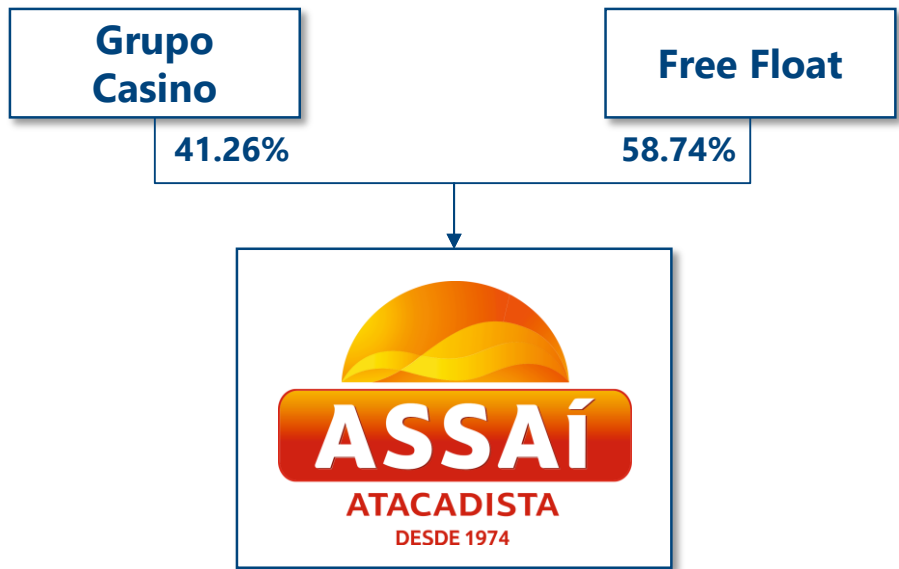
Tabela 28: Dívida Líquida/EBITDA - Desalavancagem após cisão


Fonte: Empresas e BTG Pactual

Em dezembro passado, os acionistas da CBD aprovaram uma proposta de reestruturação societária para separar a unidade de atacarejo, operada pelo Sendas sob a marca "Assaí", do tradicional negócio de varejo desenvolvido pelo GPA (divisão Multivarejo + Êxito). A cisão, ocorrida em 1º de março, foi concluída à razão de uma ação ordinária do Sendas

para cada ação ordinária de emissão do GPA. O GPA também transferiu para o Sendas: (i) 50% das ações da Bellamar Empreendimentos e Participações Ltda., empresa que detém 35,76% da Financeira Itaú CBD (FIC - divisão de financiamento ao consumidor da CBD); e (ii) alguns imóveis, no valor total de R\$ 145 milhões.

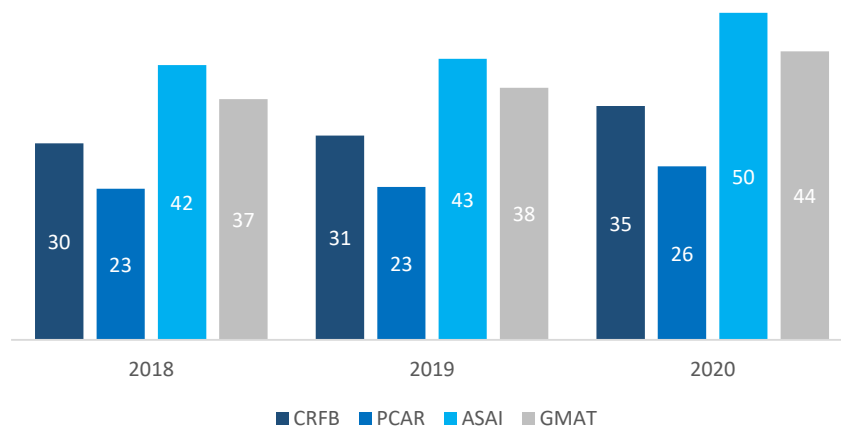
Tabela 29: Base de Acionistas - Assaí



Fonte: Empresas e BTG Pactual

Nossa visão positiva sobre o Assaí se baseia em quatro pilares principais: (i) forte histórico de execução (apresentando crescimento consistente de dois dígitos nos últimos anos) e melhorias nas margens; (ii) maior produtividade de lojas; (iii) exposição pura ao atacarejo (formato de maior crescimento no varejo de alimentos); e (iv) muito espaço para uma expansão consistente (esperamos que a área de vendas cresça 13% ao ano). Enquanto isso, vemos o Assaí sendo negociado com um valuation atraente de 18x P/L 2021 e uma relação PEG de 0,5x, com ele também definido para se beneficiar do processo de desalavancagem nos próximos anos.

Tabela 30: Produtividade por player (vendas/m² - R\$ '000)



Fonte: Empresas e BTG Pactual

Usando um modelo DCF, alcançamos um preço-alvo de R\$ 105/ação (30% de potencial de valorização vs. preço atual), o que nos leva a iniciar a cobertura com um rating de Compra. Assumimos um custo de capital próprio (em USD) de 9% e um crescimento a longo prazo de 3,5% (também em USD).

Justificativa de nossas estimativas para o Assaí:

- Em média, a empresa deve abrir 22 lojas/ano até 2025 (28 em 2021 e 25 em 2022);
- Expansão da área de vendas em 13%/ano de 2020 até 2025, com crescimento de SSS (vendas nas mesmas lojas), em média, de 8%/ano. Como resultado, estimamos CAGR de vendas brutas de 17% (2020-2025);
- Estimamos que a margem bruta fique estagnada a/a, enquanto a margem EBITDA, que já apresentou um tremendo crescimento nos últimos anos, deve atingir 7,8% (pós IFRS-16) na perpetuidade (vs. 7,5% em 2020);
- EBITDA Ajustado (pós-IFRS16) crescendo 18%/ano, em média, até 2025, com o lucro líquido crescendo 23% no mesmo período (considerando carga tributária média de 34%).

Tabela 31: Resumo do P&L - Assaí

DRE	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	Balanco Patrimonial	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Receita Líquida	22.899	27.806	36.021	42.447	55.815	66.230	Ativo circulante	4.228	5.722	8.349	8.830	10.585	12.121
CPV	(18.736)	(23.228)	(30.107)	(36.422)	(46.576)	(55.265)	Caixa	1.411	1.876	3.532	3.225	3.497	3.877
Lucro Bruto	4.163	4.578	5.914	7.024	9.239	10.965	Contas a receber	137	189	182	217	286	339
Desp. Vendas, Gerias & Adm	(2.360)	(2.655)	(3.253)	(3.854)	(5.005)	(5.903)	Estoque	2.235	2.765	3.739	4.492	5.906	7.008
Depreciação / Amortização	(232)	(386)	(493)	(591)	(749)	(856)	Outros	445	892	896	896	896	896
EBIT	1.564	1.526	1.930	2.474	3.205	4.040	Ativos não-circulantes	1.110	1.125	1.190	1.190	1.190	1.190
EBITDA	1.806	1.936	2.457	3.105	4.006	4.955	Ativos Permanentes	4.616	16.693	9.282	10.761	12.036	13.289
Receitas de juros	38	96	169	316	147	194	Ativos totais	9.954	23.540	18.821	20.781	23.811	26.600
Despesas de juros	(84)	(431)	(784)	(950)	(655)	(817)	Passivo circulante	5.065	6.721	8.723	9.722	11.274	12.253
EBT	1.518	1.191	1.315	1.840	2.698	3.417	Empréstimos e financiamentos	680	1.283	2.292	2.292	2.292	2.292
Imposto de Renda	(467)	(389)	(312)	(626)	(917)	(1.162)	Financiamento ao consumidor	3.607	4.562	5.058	6.036	7.550	8.499
Lucro Líquido	1.051	802	1.003	1.214	1.780	2.255	Fornecedores	127	108	104	124	163	194
							Outros	651	768	1.269	1.269	1.269	1.269
Crescimento	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	Passivo não-circulante	680	9.721	8.688	8.688	8.688	8.688
SSS (GPA Alimentar)	7,7%	5,9%	15,1%	9,2%	9,2%	10,5%	Empréstimos e financiamentos	107	9,079	8,415	8,415	8,415	8,415
Vendas Líquidas		21,4%	29,5%	17,8%	31,5%	18,7%	Outros	573	642	273	273	273	273
EBITDA		7,2%	26,9%	26,4%	29,0%	23,7%	Patrimônio Líquido	4.209	7.098	1.410	2.372	3.849	5.658
Lucro Líquido		-23,7%	25,0%	21,1%	46,6%	26,7%	Passivo Total + Patrimônio Líquido	9.954	23.540	18.821	20.781	23.811	26.600
Margens Operacionais	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E							
Margem Bruta	18,2%	16,5%	16,4%	16,5%	16,6%	16,6%							
Desp. Vendas, Gerias & Adm / Receita Líq.	-10,3%	-9,5%	-9,0%	-9,1%	-9,0%	-8,9%							
Margem EBIT	6,8%	5,5%	5,4%	5,8%	5,7%	6,1%							
Margem EBITDA	7,9%	7,0%	6,8%	7,3%	7,2%	7,5%							
Margem Líquida	4,6%	2,9%	2,8%	2,9%	3,2%	3,4%							

Fonte: BTG Pactual

Carrefour - Operação bem administrada e ampliando seu alcance com a aquisição do Grupo Big

Atualizando para Compra e introduzindo um novo preço-alvo de R\$ 27/ação (vs. R\$ 24/ação anteriormente)

No curto prazo, o Carrefour Brasil deve se beneficiar de um tráfego mais resiliente em sua divisão de alimentos (especialmente na operação atacarejo) e da inflação de alimentos ainda elevada, enquanto esperamos também uma recuperação gradual na divisão de financiamento ao consumidor após o aumento das últimas provisões ano.

Usando uma abordagem DCF, aplicamos um modelo de valuation de Soma das Partes para atingir um preço-alvo de R\$ 27. Para a divisão de alimentos do Carrefour, usamos um modelo DCF, que aponta para um preço-alvo de R\$ 25 (vs. R\$ 22/ação anteriormente).

Para a participação de 51% do Carrefour no Banco CSF, usamos um modelo DDM (Modelo de Gordon) de 5 anos que assume um payout médio de 50% no próximo ano e um pagamento de 90% para a perpetuidade (ROE estável de 21%), dando-nos um adicional de R\$ 2 para a divisão de financiamento ao consumidor.

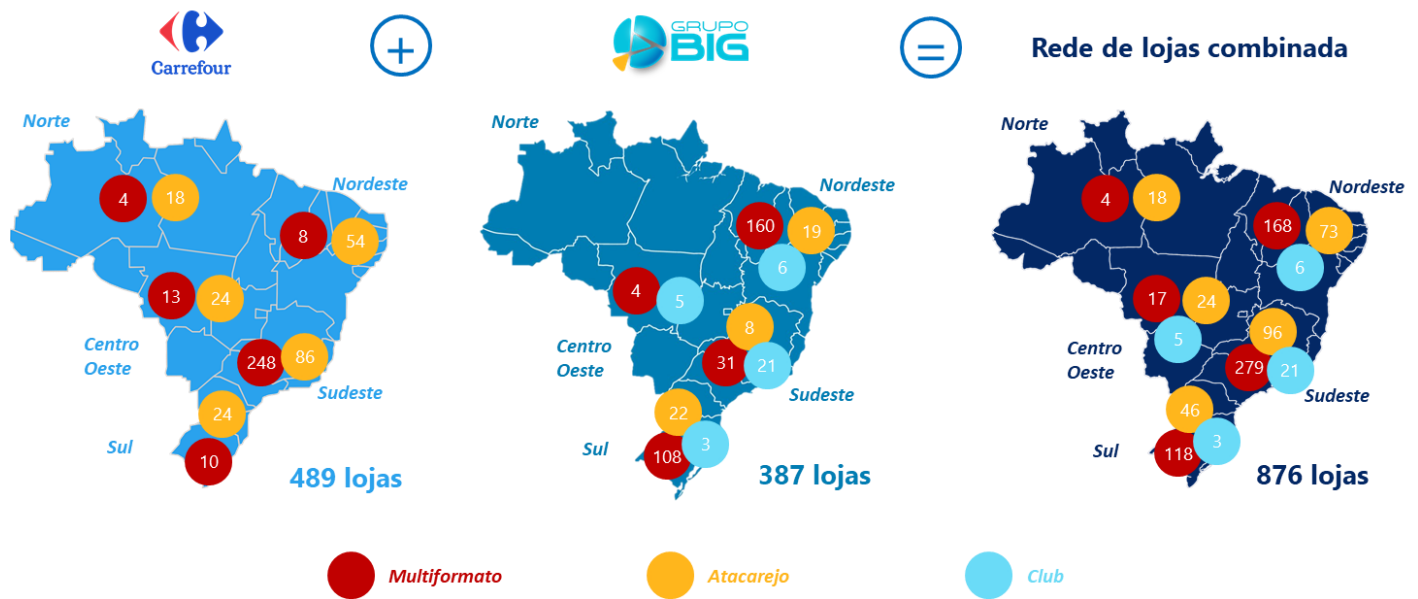
Ainda não incluímos a fusão com o Grupo Big em nosso preço-alvo oficial. O negócio foi anunciado no final de março (e deve ser concluído até o final do ano) por R\$ 7,5 bilhões (70% em dinheiro e 30% em ações do Carrefour).

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 algum risco de execução no processo de integração (considerando o tamanho do último) e o negócio pode ter alguns (menores) ajustes do regulador (as empresas combinadas têm um market share de cerca de 22%, embora com distribuições regionais diferentes).

Mas a inesperada aquisição do Grupo Big ampliará a presença do Carrefour em regiões onde atualmente tem menor penetração, como Nordeste e Sul (onde o Grupo Big possui 48% e 34% de sua base de lojas, respectivamente, vs. 20% e 11% para o Carrefour), com forte potencial de crescimento.

Tabela 32: Distribuição das loja (Carrefour + BIG)



Fonte: Empresas e BTG Pactual

O Grupo Big foi adquirido pela Advent em 2018 e está no meio de um turnaround para fechar lacunas de produtividade e margem em relação aos líderes de mercado, envolvendo principalmente a conversão de lojas hiper não lucrativas em formatos Sam's Club e Maxxi (atacarejo) e a reforma de alguns Maxxi e hipermercados.

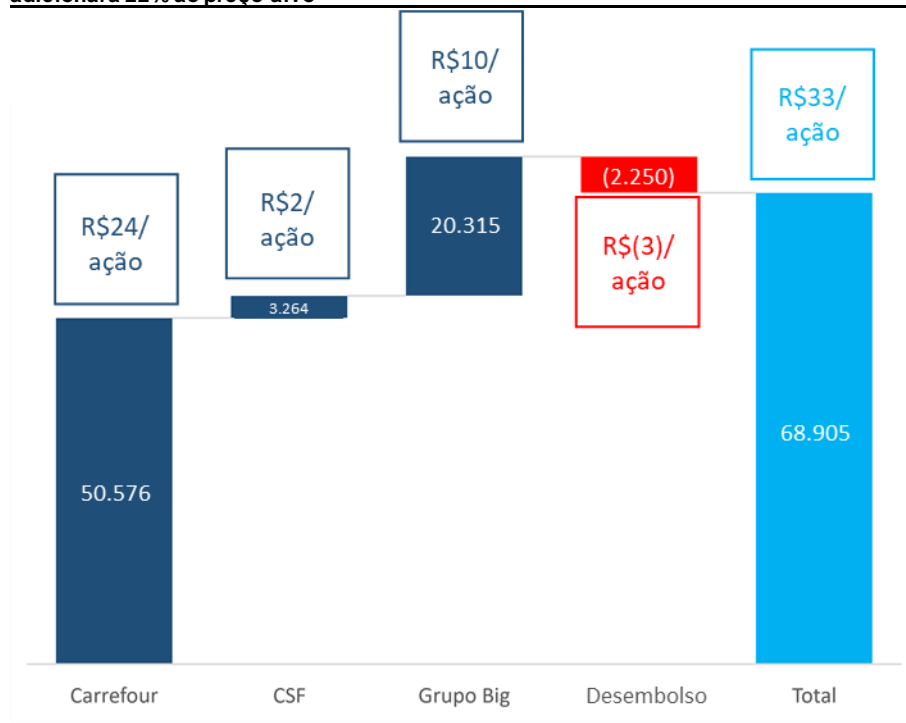
A produtividade nos hipermercados do Grupo Big ainda é 65% menor do que no Carrefour, enquanto essa diferença é de 60% para as lojas de atacado. Enquanto isso, a margem EBITDA ainda está cerca de 50% abaixo do Carrefour (4,5% no ano passado).

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

O Carrefour Brasil estima sinergias anuais de R\$ 1,7 bilhão três anos após o fechamento do negócio (ou ~ 30% do EBITDA do Carrefour em 2020), incluindo: (i) ganhos relacionados à maior densidade de vendas e alinhamento de margem 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 de sua oferta digital (e-commerce alimentar e não alimentar, marketplaces 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.

Considerando os números do Grupo Big de 2022 em diante, de acordo com nossas estimativas, acrescentaria ~25-30% à receita do Carrefour nos próximos anos e 20-25% ao EBITDA (considerando as margens mais baixas, embora reduzindo gradativamente a diferença em relação ao Carrefour, e chegando a ~7% no longo prazo, contra 4,5% atualmente).

Tabela 33: Análise de sensibilidade: Composição do valuation (R\$ milhões e R\$/ação) - Carrefour + Grupo Big (considerando nova contagem de ações após a fusão) - Grupo Big adicionará 22% ao preço-alvo



Fonte: Empresa e BTG Pactual

Já levando em consideração as 117 milhões de ações a serem emitidas pelo Carrefour para a Advent e Walmart Inc. como parte do negócio, esperamos que o Grupo Big acrescente 22% ao nosso preço-alvo.

Tabela 34: Novo vs. Antigo (números oficiais) - Carrefour (ex-Grupo Big)

	Novo			Antigo			Variação		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
SSS - Atacarejo	4,4%	6,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,5%	-61bps	100bps	50bps
SSS - Varejo	1,5%	5,4%	4,5%	7,3%	6,5%	6,0%	-583bps	-106bps	-150bps
SSS - Varejo de Alimentos	3,5%	5,8%	4,9%	5,7%	5,5%	4,9%	-223bps	39bps	-8bps
Receita Líquida -Alimentos	76.249	82.859	88.432	70.227	76.640	83.264	9%	8%	6%
Margem Bruta	17,5%	17,5%	17,4%	17,8%	17,8%	17,8%	-23bps	-31bps	-37bps
EBITDA - Alimentos (ex-IFRS16)	5.052	5.688	6.217	4.611	5.266	5.946	10%	8%	5%
Margem EBITDA	6,6%	6,9%	7,0%	6,6%	6,9%	7,1%	6bps	-1bps	-11bps
Lucro Líquido ajustado consolidado	2.723	2.989	3.343	2.732	3.213	3.424	0%	-7%	-2%

Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 35: Resumo do P&L - Carrefour Brasil (ex-Grupo Big)

DRE	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Receita Líquida	50.300	54.268	60.064	71.196	79.632	86.552	92.374
CPV	(40.023)	(42.885)	(47.615)	(57.273)	(63.847)	(69.447)	(74.165)
Lucro Bruto	10.277	11.383	12.449	13.923	15.786	17.106	18.209
Desp. Vendas, Gerias & Adm	(6.674)	(7.089)	(7.601)	(8.188)	(9.160)	(9.685)	(10.147)
Outras (despesas) / receitas	269	(292)	(901)	(6)	(80)	(87)	(92)
Depreciação / Amortização	(657)	(747)	(1.022)	(1.034)	(1.350)	(1.390)	(1.424)
EBITDA	3.106	3.122	2.781	4.523	4.997	5.716	6.303
EBITDA	3.763	3.869	3.803	5.557	6.347	7.107	7.726
Resultado financeiro	(660)	(361)	(502)	(579)	(759)	(1.088)	(1.140)
EBT	2.446	2.761	2.279	3.944	4.271	4.665	5.202
Imposto de Renda	(731)	(893)	(951)	(1.081)	(1.274)	(1.382)	(1.539)
Lucro Líquido	1.600	1.664	1.012	2.690	2.670	2.932	3.282
Lucro Líquido ajustado	1.423	1.857	1.902	2.686	2.723	2.989	3.343
EBITDA ajustado	3.494	4.161	4.704	5.563	6.426	7.193	7.819

Crescimento	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Vendas Brutas	6,7%	7,6%	10,4%	20,1%	11,8%	8,5%	6,7%
Vendas Líquidas	6,3%	7,3%	10,2%	19,7%	11,8%	8,7%	6,7%
EBITDA	16,5%	2,8%	-1,7%	46,1%	14,2%	12,0%	8,7%
EBITDA ajustado	3,8%	19,1%	13,0%	18,3%	15,5%	11,9%	8,7%
Lucro Líquido	36,3%	4,0%	-39,2%	165,7%	-0,7%	9,8%	11,9%

Margens Operacionais	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Margem Bruta	20,4%	21,0%	20,7%	19,6%	19,8%	19,8%	19,7%
Desp. Vendas, Gerias & Adm / Receita Líq.	-13,3%	-13,1%	-12,7%	-11,5%	-11,5%	-11,2%	-11,0%
Margem EBIT	6,2%	5,8%	4,6%	6,4%	6,3%	6,6%	6,8%
Margem EBITDA	7,5%	7,1%	6,3%	7,8%	8,0%	8,2%	8,4%
Imposto de Renda	-29,9%	-32,3%	-41,7%	-27,4%	-29,8%	-29,6%	-29,6%
Margem Líquida	2,8%	3,4%	3,2%	3,8%	3,4%	3,5%	3,6%

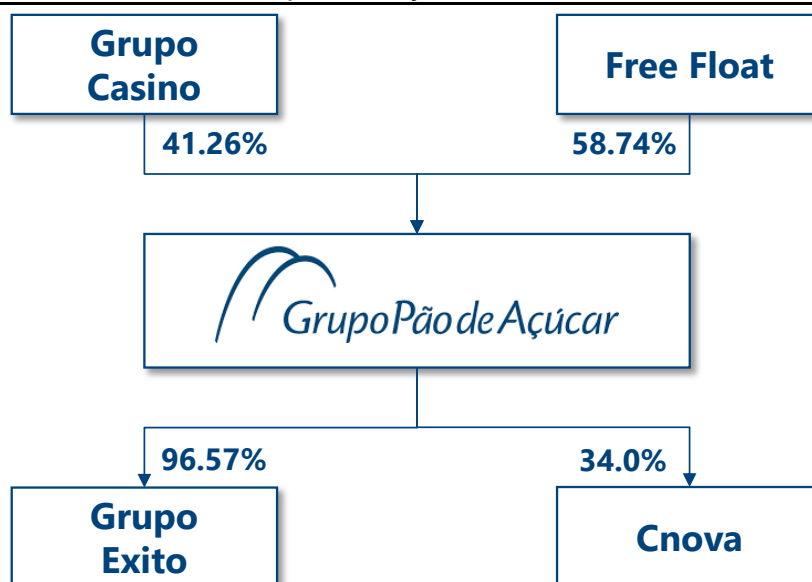
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Balanco Patrimonial	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Ativo circulante	16.758	17.898	22.155	25.413	31.905	30.735	33.572
Caixa	4.810	4.933	5.609	5.672	9.180	6.158	7.421
Contas a receber	1.033	901	1.206	1.330	1.485	1.614	1.723
Estoques	4.999	5.132	5.949	7.709	8.643	9.401	10.040
Outros	5.916	6.932	9.391	10.702	12.598	13.562	14.388
Ativos não-circulantes	4.790	5.530	6.979	8.115	8.115	8.115	8.115
Ativos Permanentes	12.330	13.249	15.778	18.296	19.112	19.893	20.368
Ativos totais	33.878	36.677	44.912	51.824	59.132	58.743	62.055
Passivo circulante	16.284	16.746	20.059	24.720	26.406	27.965	29.314
Empréstimos e financiamentos	1.461	17	19	574	574	574	574
Financiamento ao consumidor	4.032	4.637	5.941	7.534	7.923	8.428	9.001
Fornecedores	9.410	10.423	12.187	14.423	15.646	16.639	17.364
Outros	1.381	1.669	1.912	2.189	2.263	2.324	2.376
Passivo não-circulante	4.454	5.884	10.148	10.059	10.059	10.059	10.059
Empréstimos e financiamentos	1.016	1.896	2.837	3.344	3.344	3.344	3.344
Outros	3.438	3.988	7.311	6.715	6.715	6.715	6.715
Minoritários							
Patrimônio Líquido	13.140	14.047	14.705	17.045	19.899	20.719	22.682
Passivo Total + Patrimônio Líquido	33.878	36.677	44.912	51.824	55.454	58.743	62.055

Grupo Pão de Açúcar - Explorando o valuation de Soma das Partes e os desafios dos formatos mais tradicionais no Brasil

Restabelecimento da cobertura com preço-alvo de R\$ 47/ação e rating de Compra após a cisão da CBD

Após a cisão da CBD, revisamos nossas estimativas para o Grupo Pão de Açúcar (GPA), incluindo sua operação brasileira (anteriormente a divisão Multivarejo) e Almacenes Éxito.

Tabela 36: Base acionária - Grupo Pão de Açúcar


Fonte: Empresa e BTG Pactual

Para o GPA, usamos um valuation de Soma das Partes, avaliando a operação brasileira em R\$ 11/ação, enquanto vemos a Éxito em R\$ 40/ação (contribuição para o GPA) - (ambos usando uma metodologia DCF).

Para CNova (que detalhamos abaixo), assumimos um múltiplo corrente de 0,4x EV/GMV (desconto de 42% sobre o preço atual). Também aplicamos um desconto de retenção de 25% em relação ao nosso preço-alvo.

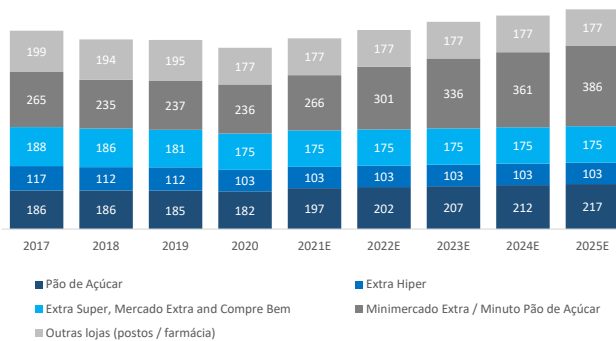
Enquanto no Brasil vemos menos espaço para a empresa expandir sua área de vendas e margens, o potencial de valorização em nosso modelo consolidado está no valuation de Soma das Partes dos diferentes ativos em seu balanço.

Para a operação brasileira, utilizamos um modelo DCF, pressupondo um custo de capital próprio (em USD) de 10% e um crescimento de longo prazo de 2% (também em USD).

Justificativa por trás de nossas estimativas para o GPA Brasil:

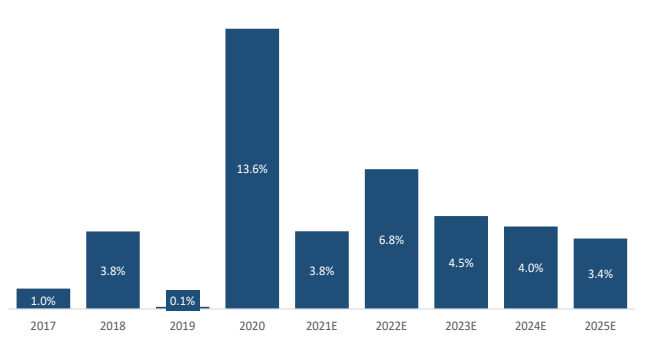
- Expansão da área de vendas de ~ 2%/ano de 2020 até 2025, com crescimento de SSS, em média, de 4,5%/ano.
- Estimamos a inauguração de cinco lojas da bandeira Pão de Açúcar/ano no período, além de 30 novas lojas de bairro por ano. Como resultado, estimamos CAGR de vendas brutas de 5,2% (2020-2025);
- Estimamos a margem bruta estável a/a, enquanto a margem EBITDA deve atingir 8,2% (pós IFRS-16) na perpetuidade (vs. 8% este ano), com EBITDA ajustado (pós-IFRS16) crescendo 6%/ano, em média, até 2025.

Tabela 37: Número de lojas por formato (Brasil)



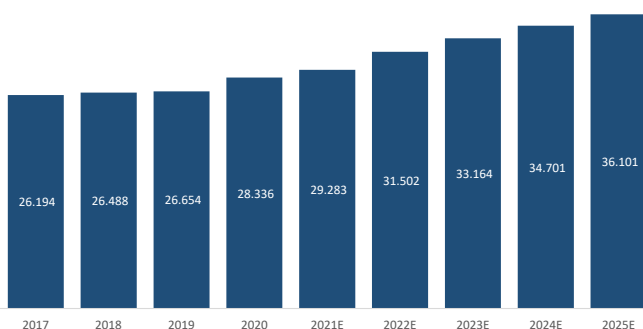
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 38: Crescimento do SSS (a/a) - Brasil



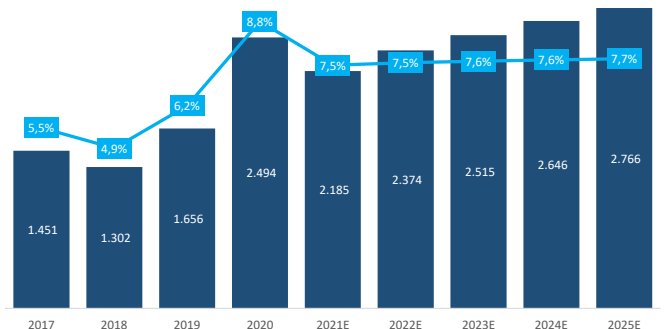
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 39: Receita Líquida no Brasil (R\$ milhões) - 5,0% CAGR (2020-2025)



Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 40: EBITDA (R\$ milhões) e Margem EBITDA (Brasil)



Fonte: Empresa e BTG Pactual

No caso da Almacenes Éxito, esperamos que as restrições de mobilidade continuem pesando sobre alguns negócios da empresa. O processo de vacinação em andamento deve suportar uma recuperação total apenas em 2022. No geral, acreditamos que a empresa verá alguma aceleração no crescimento operacional, ao mesmo tempo que continua a adaptar seu modelo de negócios aos novos hábitos de consumo. Os negócios complementares devem seguir relativamente fracos no curto prazo, mas com recuperação gradual ao longo do ano.

Vale ressaltar que, neste cenário de caso base, também incluímos a participação de 34% da CBD na Cnova (operação de e-commerce do Casino na França), avaliada em 0,4x EV/GMV atrás, com um GMV no ano passado de EUR 4,2 bilhões, adicionando R\$ 12/ação.

Neste sentido, o Casino divulgou esta semana um press release informando que face ao desempenho recente da operação de e-commerce, lançou os trabalhos preparatórios para um potencial aumento de capital adicional na Cnova para permitir acelerar os seus planos de crescimento. Esta operação, que poderá ser realizada através de operações de mercado, pode também incluir uma colocação secundária de ações detidas pelo Grupo, enquanto garante que o Grupo Casino continua a manter o controle de ambas as subsidiárias estratégicas.

- Como parte do processo de reestruturação da Cnova em 2016 (em que a CBD terminou com uma participação de 34% na operação de e-commerce na Europa), o Casino concordou em considerar de boa fé a oportunidade de lançar, em devido tempo e dependendo da estratégia, objetivos financeiros e condições de mercado prevaletentes, uma oferta pública inicial da Cnova;
- A CBD pode exigir que o Casino contrate um banco consultivo de primeira linha selecionado pelo Casino para avaliar de boa fé a oportunidade de um IPO ou FMO (oferta totalmente comercializada) e, em ambos os casos, a oportunidade e a viabilidade de uma colocação secundária. Se Casino ou Cnova decidir iniciar um IPO ou FMO (incluindo qualquer oferta secundária), o GPA tem o direito de vender todas as suas ações como parte de tal oferta, com prioridade sobre o Casino com relação a até 90% do total de ações para ser oferecido em tal oferta secundária (o que acreditamos pode ser o caso agora);
- O Casino também concordou que, se pretende transferir qualquer ou todas as suas ações ordinárias da Cnova para qualquer terceiro (exceto para vendas entre membros do Grupo Casino ou as afiliadas controladoras do Casino), cuja transferência constituirá uma mudança de controle da Cnova, o GPA terá o direito de exigir que o cessionário adquira todas as suas ações na Cnova aproximadamente ao mesmo tempo e nas mesmas condições;
- Se a transferência não constituir uma mudança de controle da Cnova, o GPA terá o direito de exigir que o cessionário adquira até a mesma porção das referidas ações, aproximadamente ao mesmo tempo e nas mesmas condições;

O Casino detém 64,8% da Cnova e a CBD 33,98%. A preços atuais, a participação do GPA na Cnova seria de R\$ 6,15 bilhões (vs. valor de mercado atual da PCAR3 de R\$ 9,9 bilhões, um aumento de 58% desde a cisão da CBD em março, ou R\$ 3,6 bilhões). No entanto, dada a liquidez muito baixa das ações, o desempenho superior recente (Cnova subiu 141% nos últimos 12 meses) e o market cap atual (EUR 2,65 bilhões, ou 0,7x EV/GMV 2020) não indicam necessariamente o valor justo potencial do ativo.

Grupo Mateus - O poder dos players regionais

Mantendo o preço-alvo de R\$ 11/ação – Rating de Compra

Nos últimos anos, argumentamos que existem alguns players regionais no varejo alimentar brasileiro que têm histórias de crescimento bem-sucedidas, impulsionadas por escala crescente (e poder de barganha com a indústria), boas localizações de lojas, forte reconhecimento de marca e execução decente. Este é exatamente o caso do Grupo Mateus.

Nossa visão positiva sobre o caso é baseada em quatro pilares: (i) tese regional (e uma posição de liderança) no Norte e Nordeste do Brasil; (ii) escala muito maior do que a maioria de seus concorrentes (quarto maior varejista brasileiro de alimentos), com diversos formatos de lojas e um negócio de atacado; (iii) estrutura de distribuição/logística eficiente; e (iv) amplo espaço para abertura de novas lojas, preservando seu status de player regional.

Enquanto isso, os riscos de curto prazo incluem o fim do benefício fiscal para o seu negócio de atacado no Maranhão e uma potencial desaceleração da receita neste ano (após um ótimo desempenho no ano passado, impulsionado pelo cenário *top down* mais favorável com o Coronavoucher), enquanto negocia com um valuation mais caro do que Assaí e Carrefour.

Tabela 41: Novo vs. Antigo (números oficiais) - Grupo Mateus

	Novo			Antigo			Variação		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
Grupo Mateus									
Receita Bruta	17.824	20.793	25.570	16.845	20.431	25.328	6%	2%	1%
Receita Líquida	15.178	17.706	21.773	13.984	17.043	21.209	9%	4%	3%
Lucro Bruto	3.704	4.295	5.249	3.413	4.112	5.084	9%	4%	3%
Margem Bruta	24,4%	24,3%	24,1%	24,4%	24,1%	24,0%	0bps	13bps	14bps
EBITDA ajustado	1.397	1.630	1.999	1.340	1.611	1.999	4%	1%	0%
Margem EBITDA ajustado	9,2%	9,2%	9,2%	9,6%	9,5%	9,4%	-38bps	-25bps	-24bps
Lucro Líquido	967	1.171	1.571	919	1.108	1.421	5%	6%	11%

Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 42: Resumo do P&L e Balanço - Grupo Mateus

DRE	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	Balanço Patrimonial	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Receita Líquida	6.917	8.036	12.397	15.178	17.706	21.773	Ativo circulante	2.556	2.796	6.066	6.602	7.127	8.731
CPV	(5.072)	(5.953)	(9.408)	(11.473)	(13.411)	(16.524)	Caixa	272	407	2.112	1.865	1.846	2.448
Lucro Bruto	1.844	2.082	2.989	3.704	4.295	5.249	Contas a receber	807	804	1.305	1.514	1.668	1.930
Desp. Vendas, Gerias & Adm	(1.309)	(1.314)	(1.928)	(2.307)	(2.665)	(3.250)	Estoques	1.423	1.518	2.618	3.192	3.582	4.322
Depreciação / Amortização	(81)	(146)	(192)	(208)	(264)	(335)	Outros	54	67	31	31	31	31
EBIT	452	623	870	1.189	1.366	1.664	Ativos não-circulantes	147	128	194	194	194	194
EBITDA (IFRS16)	533	769	1.062	1.397	1.630	1.999	Ativos Permanentes	733	1.269	1.939	2.467	3.124	3.534
EBITDA (ex-IFRS16)	533	708	997	1.362	1.585	1.942	Ativos totais	3.435	4.193	8.199	9.263	10.445	12.460
Resultado financeiro	(120)	(112)	(145)	(181)	(145)	(26)	Passivo circulante	1.111	961	1.361	1.692	1.981	2.436
EBT	331	511	725	1.009	1.221	1.638	Empréstimos e financiamentos	222	192	61	61	61	61
Impost de Renda	(3)	(12)	2	(41)	(50)	(67)	Obrigações trabalhistas e previdenciárias	162	198	275	275	275	275
Lucro Líquido	328	499	726	967	1.171	1.571	Fornecedores	703	554	945	1.275	1.565	2.020
							Outros	24	18	80	80	80	80
Crescimento	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	Passivo não-circulante	675	1.241	1.130	904	635	635
Gross Sales	17,9%	15,7%	48,2%	23,8%	16,7%	23,0%	Empréstimos e financiamentos	574	717	531	305	36	36
Net Sales	19,2%	16,2%	54,3%	22,4%	16,7%	23,0%	Outros	102	524	599	599	599	
EBITDA (IFRS16)	28,0%	44,3%	38,1%	31,6%	16,7%	22,6%	Patrimônio Líquido	1.650	1.992	5.708	6.667	7.829	9.388
EBITDA (ex-IFRS16)	28,0%	32,8%	41,0%	36,6%	16,4%	22,5%	Passivo Total + Patrimônio Líquido	3.435	4.193	8.199	9.263	10.445	12.460
Net income	54,8%	52,3%	45,5%	33,2%	21,0%	34,2%							
Margens operacionais	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E							
Margem Bruta	26,7%	25,9%	24,1%	24,4%	24,3%	24,1%							
Desp. Vendas, Gerias & Adm / Receita Lq.	-18,9%	-16,3%	-15,5%	-15,2%	-15,1%	-14,9%							
Margem EBIT	6,5%	7,8%	7,0%	7,8%	7,7%	7,6%							
Margem EBITDA	7,7%	9,6%	8,6%	9,2%	9,2%	9,2%							
Margem EBITDA (ex-IFRS16)	7,7%	8,8%	8,0%	9,0%	9,0%	8,9%							
Impost de Renda	-1,0%	-2,4%	0,2%	-4,1%	-4,1%	-4,1%							
Margem Líquida	4,7%	6,2%	5,9%	6,4%	6,6%	7,2%							

Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 43: Comparáveis de Supermercados

Empresa	País	P/L			EV/EBITDA		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
Carrefour	BR	16,8x	15,3x	13,7x	7,9x	7,3x	6,9x
PCAR	BR	26,0x	23,5x	16,6x	4,2x	4,2x	4,1x
Assai	BR	17,6x	12,0x	9,5x	9,0x	6,7x	5,5x
Mateus	BR	17,8x	14,7x	10,9x	11,9x	10,1x	7,9x
Exito	CO	17,1x	13,7x	12,4x	6,8x	6,2x	5,9x
Cencosud	CL	16,3x	13,7x	12,3x	8,3x	7,4x	6,7x
Walmex	MX	25,8x	23,4x	21,3x	13,7x	12,7x	11,7x
InRetail	PE	24,8x	20,1x	16,0x	10,6x	9,6x	8,9x
Varejistas América Latina		17,7x	15,0x	13,1x	8,7x	7,3x	6,8x
Costco	EUA	36,7x	33,7x	30,4x	20,7x	19,0x	17,2x
Kroger Co.	EUA	11,1x	13,1x	12,7x	6,0x	6,5x	6,3x
Loblaw Companies Ltd	EUA	16,4x	14,8x	13,0x	7,8x	7,7x	7,4x
Sysco Corp.	EUA	59,3x	25,5x	22,2x	21,7x	14,4x	13,2x
Wal-Mart	EUA	25,1x	25,6x	23,7x	12,3x	12,9x	12,2x
Varejistas de alimentos da América do Norte		25,1x	25,5x	22,2x	12,3x	12,9x	12,2x
Carrefour (Global)	FR	11,0x	9,8x	8,9x	5,6x	5,3x	5,0x
Casino	FR	12,5x	10,8x	11,5x	7,0x	6,5x	6,4x
Ocado	UK	n.m	n.m	n.m	182,0x	91,1x	50,2x
Greggs	GB	n.m	45,5x	26,1x	24,1x	14,0x	11,1x
Jeronimo Martins	PT	21,5x	18,8x	17,0x	7,4x	6,7x	6,9x
Magnit	RU	12,7x	12,1x	10,9x	5,5x	5,0x	5,3x
Sainsbury	UK	20,5x	12,3x	11,5x	5,7x	5,2x	5,0x
Sonae SGPS	PT	12,0x	11,2x	13,0x	6,8x	6,3x	5,8x
WM Morrison	UK	12,7x	12,6x	11,9x	6,9x	6,7x	6,5x
Tesco	GB	22,0x	11,8x	10,6x	8,1x	6,9x	6,7x
X5 Retail Group	RU	15,2x	13,0x	12,4x	5,9x	4,9x	5,0x
Varejistas de alimentos europeus		12,7x	12,2x	11,7x	6,9x	6,5x	6,4x
Metcash Ltd	AU	14,7x	16,8x	16,2x	8,0x	8,6x	8,1x
Shoprite	ZA	17,8x	15,7x	14,7x	7,5x	7,1x	6,7x
Spar	ZA	14,4x	13,0x	11,7x	10,0x	9,2x	8,7x
Woolworths Ltd	AU	27,3x	25,4x	24,0x	11,0x	10,5x	10,2x
Sun Art Retail Group LTD	HK	17,8x	20,7x	18,4x	5,4x	6,1x	5,6x
Varejistas de alimentos em outras regiões		17,8x	16,8x	16,2x	8,0x	8,6x	8,1x
Mediana dos pares		17,6x	14,8x	13,0x	7,8x	7,0x	6,7x

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 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