

Varejo Alimentar

O ano de 2022: Mapeando os principais temas do Varejo Alimentar

Inflação segue em patamares elevados; Assaí continua como nossa preferência no segmento

Neste relatório, destacamos os principais temas que acreditamos que devem ser o foco dos investidores em 2022 para o varejo alimentar: (i) Inflação e seu impacto no poder de compra dos consumidores brasileiros; (ii) Atacarejo como uma alternativa interessante frente ao cenário macro difícil; (iii) Um consumidor cada vez mais exigente; e (iv) M&A (fusões e aquisições) no centro das atenções, mas em termos de integração. Continuamos preferindo exposição ao formato de Atacarejo, sendo o Assaí nossa preferência no segmento devido às sólidas perspectivas de crescimento, presença nacional e diversificada, além de um histórico de entregas já comprovado.

Olhando os principais temas do segmento. Destacando os principais temas que em nossa visão devem ser o foco dos investidores no segmento:

- Inflação sendo a vilã do poder de compra dos consumidores. Uma das principais variáveis a serem monitoradas no segmento é a inflação, que tem sido o principal ofensor do poder aquisitivo dos consumidores e, embora a alimentação seja uma das categorias mais resilientes da cesta de consumo dos brasileiros, ela não está blindada da deterioração macro. Embora nosso time de Economia projete que a taxa de inflação deva permanecer em dois dígitos para o 1º semestre do ano, desacelerando gradualmente para ~5% até o final do ano, acreditamos que o Auxílio Brasil pode ajudar a compensar parte do efeito negativo da inflação, já que é esperado que 70% dos recursos do programa sejam destinados ao consumo imediato (principalmente alimentação, medicamentos e transporte).
- Atacarejo segue como uma alternativa interessante. Como esperamos que a inflação permaneça em patamares elevados no curto prazo com incerteza política/macro dominando em meio às campanhas eleitorais, acreditamos que o canal se destacará como uma alternativa interessante em termos de custo/benefício. Portanto, acreditamos que os consumidores continuarão migrando para o formato em 2022 e que esse movimento deve ser estrutural, uma vez que não vemos motivos para os clientes voltarem a pagar um preço mais alto pelos mesmos produtos em um formato diferente.
- Um consumidor cada vez mais exigente a ser atendido. Discutimos o que entendemos que são as principais tendências do futuro dos supermercados frente a um consumidor mais conectado e exigente. Entre eles, destacamos a) iniciativas multicanais e a experiência em loja; b) análise de dados como uma engrenagem crucial de marketing, suprimento e experiência do consumidor; c) busca contínua dos clientes por produtos frescos e saudáveis; e d) como os supermercados podem ganhar espaço no consumo dos brasileiros que são atualmente dos restaurantes e de alimentos processados.
- M&A deve permanecer no centro das atenções, mas em termos de integração. Não vemos movimentos óbvios de M&A das empresas em nossa cobertura no curto prazo, já que Assaí e Carrefour Brasil devem se manter focados na integração e/ou conversão de lojas, o Grupo Mateus tem um plano ambicioso de expansão orgânica para entregar e o GPA irá converter as lojas do Extra e retomar seus planos de expansão orgânica.

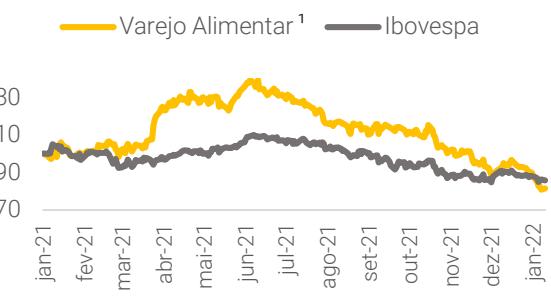
Danniela Eiger, CFA
Varejo
danniela.eiger@xpi.com.br

Thiago Suedt
Varejo
thiago.suedt@xpi.com.br

Gustavo Senday
Varejo
gustavo.senday@xpi.com.br

Empresa	Ticker	Recomend.	Preço alvo (R\$/ação)	Upside (%)
Supermercados				
Assaí	ASAI3	Compra	22,0	75%
Carrefour	CRFB3	Neutro	22,0	32%
Grupo Mateus	GMAT3	Compra	9,0	49%
GPA	PCAR3	Neutro	32,0	39%

Performance vs. IBOV*



Index

03. Inflação como a vilã do poder de compra do consumidor
04. Atacarejo segue como uma alternativa interessante
05. Olhando para outras tendências a serem monitoradas no setor
06. M&A deve permanecer no centro das atenções, mas em termos de integração
07. Principais riscos
08. Nossa visão sobre as ações; Revisando estimativas
14. *Valuation de comparáveis*

Inflação como a vilã do poder de compra do consumidor

E o impacto está sendo visto até mesmo nos resultados dos varejistas de alimentos

Inflação alta no centro das atenções. Uma das principais variáveis a serem monitoradas no segmento é a inflação, que tem sido o principal ofensor do poder aquisitivo dos consumidores e, embora a alimentação seja uma das categorias mais resilientes da cesta de consumo dos brasileiros, ela não está blindada da deterioração macro. Além disso, observamos que alimentos, combustíveis, gás e energia elétrica têm sido os principais ofensores da alta da inflação, itens bastante presentes no cotidiano dos brasileiros. De acordo com o IBGE, a inflação de alimentos em casa e fora de casa nos últimos meses aumentou 8,0% e 6,9% em 2021, respectivamente, enquanto o combustível doméstico e a eletricidade aumentaram 31,2% e 20,1%, respectivamente.

E não vai a lugar nenhum. Nossa time de Economia prevê que a inflação permaneça próxima de dois dígitos para o 1º semestre do ano, desacelerando gradualmente para ~5% até o final do ano. Como resultado, esperamos que o poder de compra permaneça limitado no curto prazo, o que prejudica o consumo. Conforme mostra a figura 1, mais da metade do salário mínimo foi destinado ao pagamento de alimentação nos últimos 2 anos.

Embora o Auxílio Brasil seja um vento a favor. O novo programa social, em vigor a partir de 18 de janeiro (quando foi feito o primeiro pagamento), tem um ticket mínimo de R\$ 400 por mês e deve atingir cerca de 18 milhões de famílias (~60% delas na região Norte/Nordeste) – um nível recorde para um programa brasileiro de transferência de renda. De acordo com um estudo da CNC (Confederação Nacional de Serviços e Turismo), o programa deve agregar R\$ 84 milhões à economia em 2022, sendo 70% direcionados ao consumo imediato (alimentação, medicamentos e transporte). Nós, portanto, vemos isso como um vento a favor de demanda, pois deve ajudar a compensar parte do efeito negativo da inflação na renda dos consumidores.

Figura 1: O poder de compra brasileiro diminuiu nos últimos 2 anos

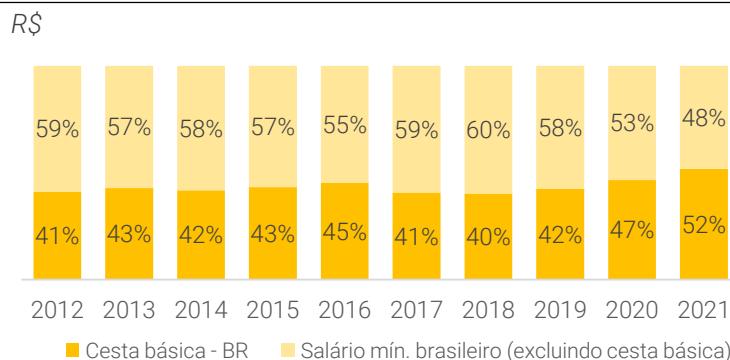
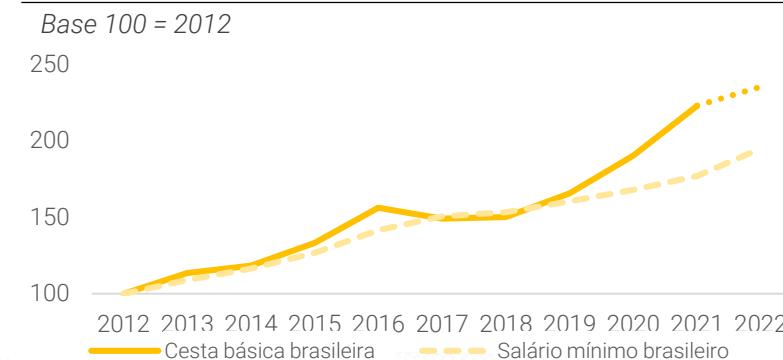


Figura 2: A cesta básica do Brasil vem superando o salário mínimo



Fonte: XP Research, Bloomberg, FGV, IBGE, BC.

Figura 3: Inflação de alimentos impulsionada principalmente por itens de casa

Inflação brasileira nos últimos 12 meses

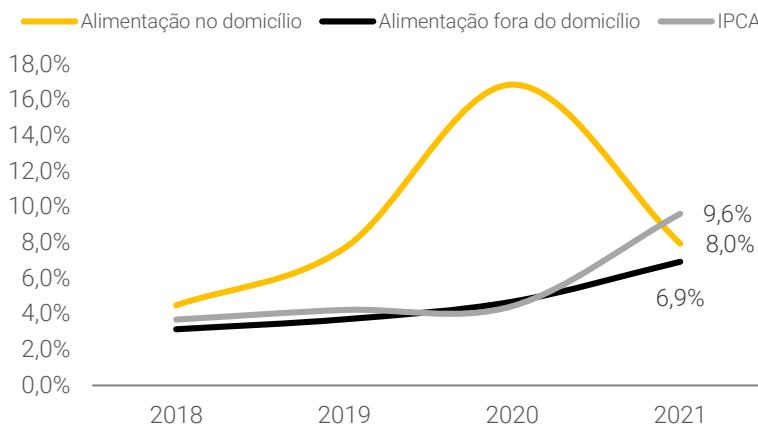
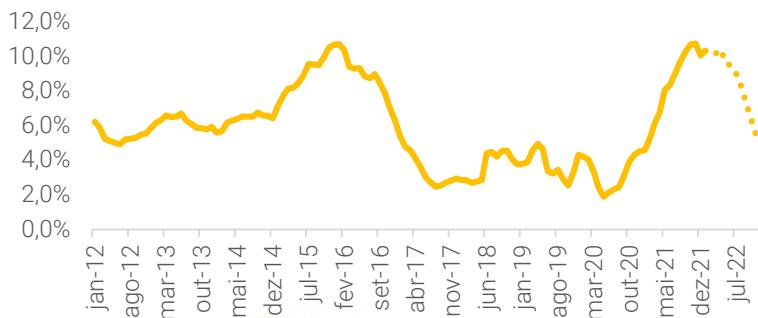


Figura 4: E esperamos que continue alta em 2022

Inflação brasileira nos últimos 12 meses



Atacarejo segue como alternativa interessante

O formato deve continuar superando os outros canais em 2022

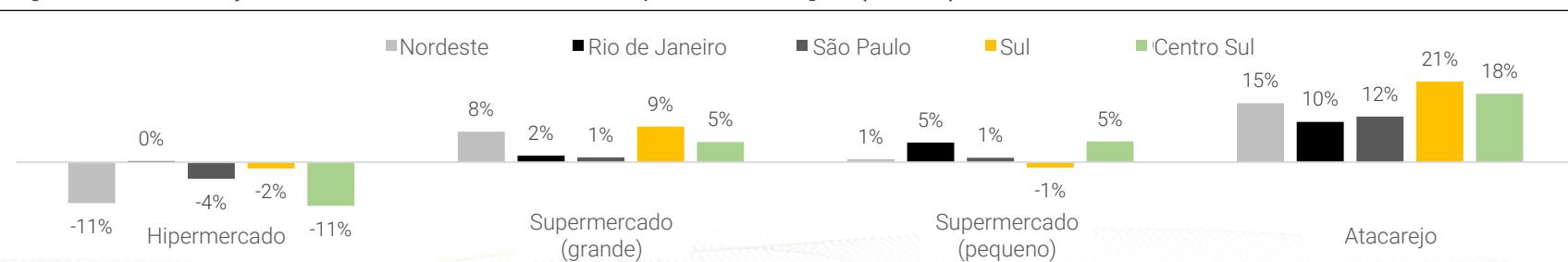
Atacarejo como um formato vencedor. De acordo com dados da Nielsen de 2021, o desempenho das vendas de formato cresceu 16% A/A, seguido por supermercados com crescimento de um dígito baixo-médio, enquanto o hiper caiu 3%. Como esperamos que a inflação permaneça em patamares elevados no curto prazo com incerteza política/macro dominando em meio às campanhas eleitorais, acreditamos que o canal se destacará como uma alternativa interessante em termos de custo/benefício. Portanto, acreditamos que os consumidores continuarão migrando para o formato em 2022 e que esse movimento deve ser estrutural, uma vez que não vemos motivos para os clientes voltarem a pagar um preço mais alto pelos mesmos produtos em um formato diferente. Acreditamos que a maioria dos consumidores fará a migração de hipermercados, pois os supermercados estão cada vez mais se adaptando para oferecer uma experiência/sortimento premium e se concentrando mais na qualidade e produtos frescos.

Mas eles não estão blindados do cenário macro mais fraco. Nós não esperamos que o formato saia ileso do cenário macro desafiador e, portanto, esperamos que o 4T21 e o 1T22 enfrentem alguns ventos contrários em termos de demanda frente ao menor poder aquisitivo das pessoas físicas juntamente com uma recuperação do B2B (bares, restaurantes, transformadores) mais fraca do que o esperado devido à variante Omicron.

Não se esqueça da concorrência. Embora não vejamos sinais de mudança material no cenário competitivo, acreditamos que devemos monitorar tanto as empresas listadas (Atacadão, Assaí e Mix Atacarejo) como as não listadas (por exemplo, Giga, Bretas, Fort Atacadista, Atakarejo etc.). Vemos a experiência do consumidor dentro das lojas e os preços atrativos como atributos fundamentais para captar e fidelizar novos clientes.

Serviços financeiros e digitais como alavancas interessantes. Embora um pouco mais tarde do que o resto do segmento, o Atacarejo também está se tornando digital para aumentar seu alcance e oferecer mais comodidade aos seus clientes. O Atacadão está à frente nesse sentido, mas o Assaí e o GMAT estão acompanhando com parcerias recentes e funcionalidades sendo desenvolvidas. Além disso, vemos os serviços financeiros como um diferencial importante, principalmente frente ao macro mais difícil, pois, além de alavancar as vendas no varejo, também aumenta a retenção de clientes em sua base por oferecer crédito e outros benefícios.

Figura 5: 2021 Variação A/A do Crescimento das Vendas por Canal e Região (Nielsen)



Fonte: XP Research, Nielsen, Empresas. *Inclui as projeções da XP para o 4T21 e 2022

Figura 6: 2021 Crescimento das vendas brasileiras por canal (Nielsen)

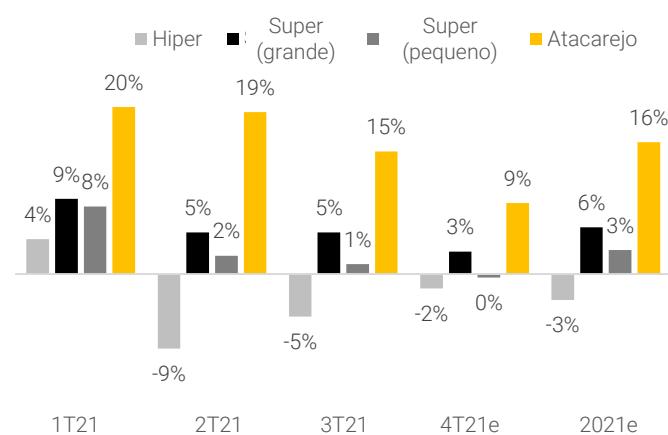
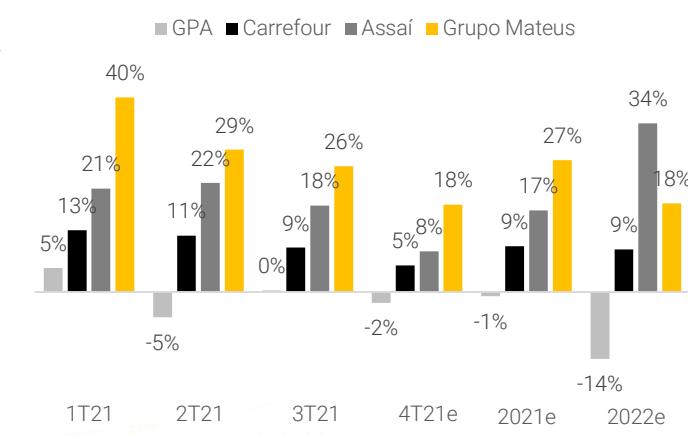


Figura 7: Performance de vendas das empresas listadas* (% A/A)



Olhando para outras tendências a serem monitoradas no setor

Um consumidor cada vez mais exigente a ser atendido

Lojas de conveniência multicanais estão moldando o futuro dos canais no varejo. Uma das principais tendências desencadeadas pela pandemia é a digitalização e as iniciativas omni, e no varejo alimentar isso não foi uma exceção. As empresas melhoraram suas operações em termos de tecnologia para atender um consumidor mais conectado e exigente, que agora busca a máxima conveniência em termos de experiência física, online e omni. O resultado é (i) uma crescente penetração de compras via WhatsApp; (ii) operação de última milha rápida como prioridade; (iii) uma crescente importância de dados de programas de fidelidade para definir e otimizar as iniciativas de marketing; e (iv) lojas self-checkout e “sem caixa” estão sendo testadas por varejistas internacionais como Kroger, 7-Eleven, Circle K e Giant Eagle que já estão lançando projetos piloto nos EUA. Em nossa cobertura, destacamos o PCAR como o mais avançado nesse tema, o que acreditamos ser explicado pelo fato de que essas demandas costumam estar mais associadas aos supermercados premium – posicionamento do Pão de Açúcar (Pda). Dentre as iniciativas que a empresa tem implementado destacamos i) sua operação de fullfilment junto ao MELI; ii) seu programa de coalizão STIX; iii) novas parcerias com empresas de última milha; e iv) self-checkouts sendo implementados em suas lojas.

Base de dados robusta está se tornando algo necessário para atender às necessidades dos consumidores. Acreditamos que no futuro a análise de dados terá um papel de liderança no segmento, pois esperamos que além de ser usada para apoiar iniciativas de marketing ela também possa embasar estratégias de suprimento. Por exemplo, a rede de supermercados norte-americana Kroger fez uma parceria com a Microsoft para realizar análises avançadas a partir de seu programa de fidelidade com o intuito de entender o que os consumidores podem querer e sinalizar quais itens precisam ser reabastecidos mais rapidamente. Além disso, a empresa deve usar IA (inteligência artificial) para definir o perfil de cada comprador e assim ajudar a determinar anúncios personalizados e recomendações de produtos.

Proximidade/conveniência e fresco/saudável são o futuro dos supermercados. Estamos vendo uma forte tendência de conveniência e novos conceitos no segmento, principalmente de supermercados, com a Americanas adquirindo o Hortifrut Natural da Terra; GPA lançando o Pão de Açúcar Fresco, com foco em produtos frescos (frutas, legumes, frios, peixes etc), e ampliando seus planos para o Minuto Pão de Açúcar; e Carrefour se juntando com o Muda Meu Mundo para oferecer produtos regionais frescos a preços competitivos. Acreditamos que os supermercados continuarão aumentando seu foco em ofertas frescas e premium/gourmet para reformular o significado das lojas físicas e focar na experiência dos clientes. No entanto, notamos que os grandes players não estão sozinhos e, portanto, devem enfrentar concorrência de apps de delivery de alimentos (por exemplo, Rappi, iFood), novos entrantes (por exemplo, Shopper, Mercê do Bairro), empresas privadas/regionais (por exemplo, St. Marche, Mambo, Oba) e grandes players do ecommerce (por exemplo, Americanas, MELI, Magalu).

Cuidado com os supermercados. Outra tendência que está sendo observada é a de supermercados tentando conquistar espaço dos restaurantes no consumo dos brasileiros oferecendo serviços de refeições prontas e, às vezes, até mesmo tendo seus próprios restaurantes dentro de suas lojas. No Brasil, vemos isso apenas em supermercados mais premium, embora acreditarmos que essa tendência possa aumentar, especialmente porque os consumidores continuam enfrentando uma renda disponível mais apertada e as preocupações com o Covid permanecem.

Figura 8: Self-checkout já é uma realidade

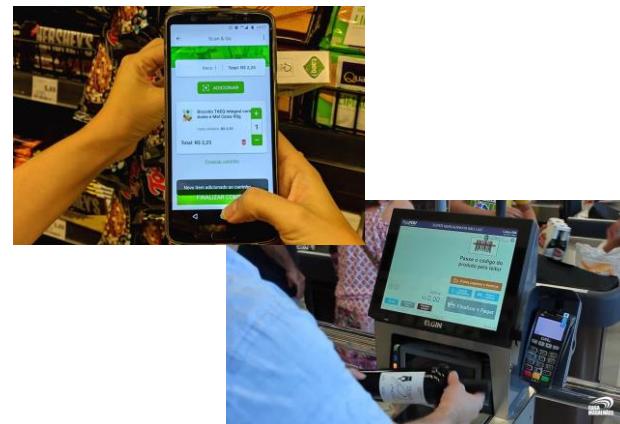


Figura 9: Refeições prontas e restaurantes dentro das lojas



M&As devem permanecer no centro das atenções, mas em termos de integração
Assaí e Carrefour Brasil vão focar na conversão de lojas

M&A parece ter ficado para trás, agora o foco está na integração. Não vemos movimentos óbvios de M&A para os players da nossa cobertura, pois Assaí e Carrefour Brasil devem estar focados na integração e/ou conversão de lojas. Vemos o Grupo Mateus fortemente focado na expansão orgânica (com ~50 inaugurações esperadas para 2022) enquanto o GPA deve estar focado em um mix de conversão de lojas (das 28 lojas Extra restantes em Pão de Açúcar - PdA) e expansão orgânica do Pão de Açúcar e Minuto Pão de Açúcar (formato de proximidade).

Tudo se resume a execução. Como resultado, acreditamos que, além das macrotendências, o tema principal do segmento será a execução, pois os investidores estão monitorando como as empresas vão entregar suas estratégias e provar seus pontos:

- **Assaf:** os investidores irão acompanhar de perto as vendas e o aumento da lucratividade do Extra, pois ainda estão relativamente céticos, devido ao histórico do formato e às preocupações de governança em torno da transação;
 - **Carrefour Brasil:** os investidores acompanharão a conversão das lojas e reestruturação do BIG, enquanto o Carrefour também adicionará um novo formato ao seu portfólio: Sam's Club;
 - **Grupo Mateus:** os investidores estarão atentos à expansão orgânica da empresa, principalmente na nova regional e grandes cidades, pois o histórico da empresa é em outras regiões e cidades menos competitivas;
 - **GPA:** investidores vão olhar para o novo patamar de rentabilidade do negócio sem o Extra, mas só devemos ter uma melhor visibilidade disso no 2º semestre após a conversão das 28 lojas restantes em PdA.

Fazendo algumas contas. Fizemos duas análises de sensibilidade sobre o potencial de valorização das aquisições do Extra e do BIG e chegamos a conclusão que eles poderiam somar até R\$ 2,5-5,6/ação para ASA13 e CRFB3, respectivamente, vs. nosso caso base de R\$ 1,3-3,3/ação.

Figura 10: Análise de sensibilidade da conversão das lojas Extra (R\$/ação)

Vendas/m² Lojas Extra	Margem Normalizada do EBITDA				
	6,5%	7,0%	7,5%	8,0%	8,5%
	56,0	0,1	0,5	0,9	1,3
	57,5	0,3	0,7	1,1	1,5
	59,0	0,4	0,8	1,3	1,7
	60,5	0,5	1,0	1,4	1,9
	62,0	0,7	1,1	1,6	2,3

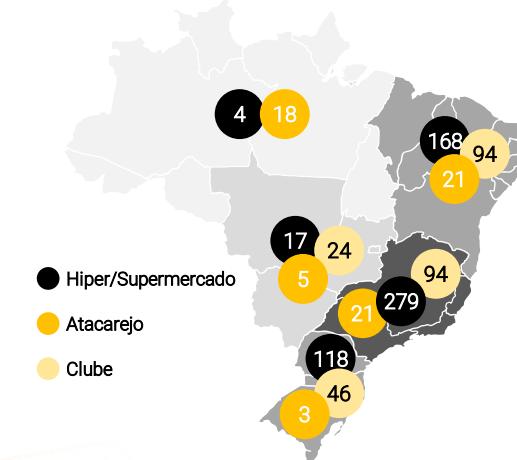
Figura 11: Análise de sensibilidade do BIG (R\$/ação)

EV/EBITDA Alvo(2024e)	Crescimento de Vendas Anual 2020-2024e						
	5,0%	7,5%	10,0%	12,5%	15,0%	17,5%	
	5,8x	1,6	2,0	2,4	2,9	3,4	4,0
	6,3x	1,9	2,4	2,9	3,4	4,0	4,6
	6,8x	2,3	2,8	3,3	3,9	4,5	5,1
	7,3x	2,7	3,2	3,8	4,4	5,0	5,7
	7,8x	3,0	3,6	4,2	4,9	5,6	6,3

Figura 12: Lojas do Extra que serão convertidas



Figura 13: Carrefour + BIG (# lojas)



Riscos principais

Tudo se resume ao macro; mas não há espaço para decepções

Perspectiva macroeconômica. O varejo é altamente correlacionado ao cenário macroeconômico, portanto qualquer deterioração econômica ou riscos políticos seriam negativos para o varejo. Além disso, destacamos que caso a projeção de PIB para 2022 seja revisada para níveis negativos, os lucros das empresas também poderão ser revisados para baixo, o que levaria a uma deterioração do setor. Mesmo assim, destacamos que esse impacto deve ser menos relevante para o segmento de varejo alimentar, uma vez que alimentos são uma categoria essencial.

Novas variantes de Covid-19. Apesar das recentes notícias indicarem uma boa eficácia de vacinas contra casos graves da variante Ômicron, as altas taxas de transmissão e aumento do número de casos são riscos, pois podem levar a maiores restrições de mobilidade e dificultar ainda mais a recuperação do canal B2B. Ainda assim, acreditamos que as doses de reforço podem ajudar a mitigar esse risco, enquanto as taxas de mortos permanecem sob controle apesar do aumento do número de casos.

Execução. Vemos a execução como o principal risco para o segmento, pois espera-se que todas as companhias entreguem e comprovem suas estratégias em 2022: Grupo Mateus com seu plano de expansão mais agressivo, entrando em grandes cidades mais competitivas; Assaí com a conversão das lojas Extra; GPA com seu novo negócio ex-Extra e retomada do plano de expansão orgânica; e por fim Carrefour com a integração do Grupo BIG e a operação de um novo formato (Sam's Club).

Nossa visão sobre as ações: Revisando estimativas

Nossa visão sobre as ações

Menos correlacionado com macrotendências, mas inflação alta é um vento contrário no curto prazo

Alimento é o último na lista de economias. Comer é a necessidade básica de qualquer pessoa para sobreviver e, portanto, alimento é uma das categorias mais (se não a mais) resilientes da cesta dos consumidores. Como resultado, o varejo alimentar é visto como um segmento defensivo para se possuir durante um cenário macro desafiador, como o que esperamos para 2022. Vemos o Auxílio Brasil, a recuperação do B2B e a desaceleração da inflação como ventos favoráveis ao segmento, embora não deva estar blindado da corrosão do poder de compra, com os consumidores fazendo procurando opções mais baratas de marcas e canais. No entanto, esperamos que o principal fator que impacte as ações seja a execução, já que todas as quatro empresas têm entregas importantes para o ano.

Dividimos nossa cobertura em duas cestas:

Os expostos a um único formato (*pure plays*): Assaí (Atacarejo) e GPA (Supermercado). Continuamos preferindo a exposição ao Assaí (COMPRA), pois vemos o formato do Atacarejo como o canal mais resiliente em meio a uma perspectiva macro desafiadora. Além disso, esperamos que a conversão das lojas Extra destrave valor, a qual acreditamos que os investidores acompanharão com cautela, especialmente durante o 2º semestre de 2022. Quanto ao GPA (NEUTRO), esperamos um momento de resultados ainda desafiador, uma vez que o 4T deve ser pressionado pelas promoções das lojas Extra enquanto só devemos ter uma melhor visibilidade da nova empresa (Extra ex-Hiper) no 2º semestre após a conversão das lojas restantes.

Portfólios mais amplos: Carrefour Brasil e Grupo Mateus. Continuamos otimistas com o Grupo Mateus (COMPRA), pois vemos a empresa bem posicionada para consolidar as regiões Norte/Nordeste enquanto possíveis discursos populistas durante as campanhas presidenciais possam impactar positivamente as ações. Além disso, esperamos que o Auxílio Brasil tenha um impacto mais positivo para a companhia vs. seus pares devido ao seu foco em regiões de menor renda (60% do programa focado no Norte/Nordeste). Quanto ao Carrefour Brasil (NEUTRO), acreditamos que os resultados continuarão pressionados no curto prazo devido a sua operação de varejo, enquanto a integração do Grupo BIG deve começar a ser vista apenas no 2º semestre.

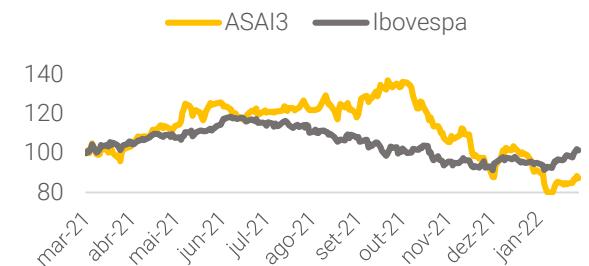
Assaí | Compra; Preço alvo R\$22,0/ação

As conversões do Extra seguem em destaque

	2020a	2021e			2022e			2023e		
Demonstração de Resultado (R\$mn)		Atual	Anterior	% diff.	Atual	Anterior	% diff.	Atual	Anterior	% diff.
Receita Líquida	35.950	41.912	42.107	-0,5%	56.269	57.037	-1,3%	77.702	79.224	-1,9%
Lucro Bruto	5.907	7.123	7.168	-0,6%	9.284	9.411	-1,3%	12.860	13.112	-1,9%
Margem bruta	16,4%	17,0%	17,0%	0 bps	16,5%	16,5%	0 bps	16,6%	16,6%	0 bps
EBIT	1.930	2.576	2.610	-1,3%	3.105	3.213	-3,4%	4.620	4.864	-5,0%
Margem EBIT	5,4%	6,1%	6,2%	-10 bps	5,5%	5,6%	-10 bps	5,9%	6,1%	-20 bps
EBITDA ajustado	2.696	3.128	3.200	-2,3%	3.983	4.091	-2,6%	5.794	6.064	-4,5%
Margem EBITDA ajustada	7,5%	7,5%	7,6%	-10 bps	7,1%	7,2%	-10 bps	7,5%	7,7%	-20 bps
Lucro Líquido	1.003	1.339	1.293	3,6%	877	1.192	-26,4%	2.104	2.355	-10,7%
Margem líquida	2,8%	3,2%	3,1%	10 bps	1,6%	2,1%	-50 bps	2,7%	3,0%	-30 bps
Balanço Patrimonial (R\$mn)										
Dívida Bruta	7.831	8.163	8.163	0,0%	11.163	12.379	-9,8%	12.663	12.379	2,3%
Caixa e Equivalentes	3.532	2.147	2.266	-5,2%	933	2.589	-64,0%	68	545	-87,5%
(Dívida) Líquida / cash	4.299	6.016	5.897	2,0%	10.230	9.790	4,5%	12.595	11.834	6,4%
(Dívida) Líquida / EBITDA	1,6x	1,9x	1,8x	0,1x	2,6x	2,4x	0,2x	2,2x	2,0x	0,2x
Métricas de Avaliação	2022e	2023e								
EV/EBITDA	6,8x	5,1x								
P/L	19,3x	8,1x								
P/L em crescimento (PEG)	0,1x	0,4x								

Assaí (ASAI3)	Compra
Preço-alvo (R\$/ação)	22,0
Preço de tela (R\$/ação)	12,6
Potencial de Valorização (%)	74,9%
Valor das ações (R\$ milhões)	16.941
# núm. de ações (mi)	1.347
Free Float (%)	59,0%
Valor médio de neg. (R\$ mi)	137

Performance vs. IBOV



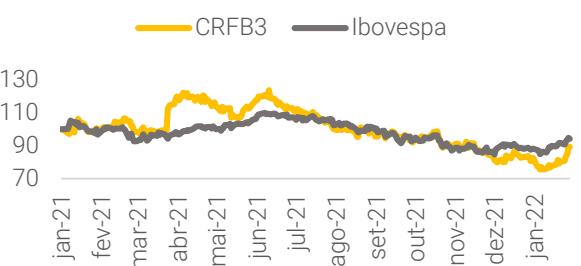
Carrefour | Neutro; Preço alvo R\$22,0/ação

Isto é BIG! Todos os olhos nele

	2020a	2021e			2022e			2023e			
Demonstração de Resultado (R\$mn)		Atual	Anterior	% dif.	Atual	Anterior	% dif.	Atual	Anterior	% dif.	
Receita Líquida	71.191	77.812	79.845	-2,5%	84.519	90.509	-6,6%	89.377	99.769	-10,4%	
Lucro Bruto	13.918	14.713	14.933	-1,5%	16.002	16.998	-5,9%	16.431	18.004	-8,7%	
Margem bruta	19,6%	18,9%	18,7%	20 bps	18,9%	18,8%	20 bps	18,4%	18,0%	30 bps	
EBIT	4.476	4.832	4.769	1,3%	4.746	5.031	-5,7%	4.850	5.200	-6,7%	
Margem EBIT	6,3%	6,2%	6,0%	20 bps	5,6%	5,6%	10 bps	5,4%	5,2%	20 bps	
EBITDA ajustado	5.610	5.698	5.686	0,2%	6.423	6.673	-3,8%	6.553	6.975	-6,0%	
Margem EBITDA ajustada	7,9%	7,3%	7,1%	20 bps	7,6%	7,4%	20 bps	7,3%	7,0%	30 bps	
Lucro Líquido	2.758	2.285	2.212	3,3%	2.189	2.847	-23,1%	2.442	3.091	-21,0%	
Margem líquida	3,9%	2,9%	2,8%	20 bps	2,6%	3,1%	-60 bps	2,7%	3,1%	-40 bps	
Balanço Patrimonial (R\$mn)											
Dívida Bruta	13.396	19.853	17.334	14,5%	20.020	17.544	14,1%	20.179	17.651	14,3%	
Caixa e Equivalentes	5.672	10.706	9.868	8,5%	11.501	11.028	4,3%	12.078	12.263	-1,5%	
Dívida líquida / (Caixa)	7.724	9.147	7.466	22,5%	8.519	6.517	30,7%	8.101	5.387	50,4%	
Dívida Líquida / EBITDA	1,4x	1,6x	1,3x	0,3x	1,3x	1,0x	0,3x	1,2x	0,8x	0,5x	
	2022e	2023e									
Métricas de Avaliação											
EV/EBITDA	6,8x	6,6x									
P/L	16,0x	14,3x									
P/L em crescimento (PEG)	1,4x	1,4x									

Carrefour (CRFB3)	Neutro
Preço-alvo (R\$/ação)	22,0
Preço de tela (R\$/ação)	16,6
Potencial de Valorização (%)	32,4%
Valor das ações (R\$ milhões)	34.936
# núm. de ações (mi)	2.102
Free Float (%)	20,7%
Valor médio de neg. (R\$ mi)	74

Performance vs. IBOV



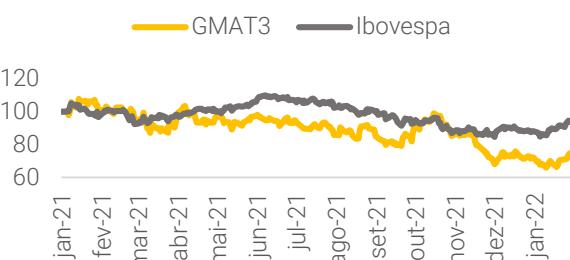
Grupo Mateus | Compra; Preço alvo R\$9,0/ação

Plano de expansão do IPO está no caminho certo, mas ações ainda parecem carecer da atenção dos investidores

	2020	2021e			2022e			2023e		
Demonstração de Resultado (R\$mn)		Atual	Anterior	% dif.	Atual	Anterior	% dif.	Atual	Anterior	% dif.
Receita Líquida	12.397	15.717	15.754	-0,2%	18.551	22.165	-16,3%	27.632	28.775	-4,0%
Lucro Bruto	2.989	3.687	3.745	-1,5%	4.356	5.269	-17,3%	6.577	6.840	-3,9%
Margem bruta	24,1%	23,5%	23,8%	-30 bps	23,5%	23,8%	-30 bps	23,8%	23,8%	0 bps
EBIT	837	818	909	-10,0%	1.095	1.413	-22,5%	1.996	1.901	5,0%
Margem EBIT	6,8%	5,2%	5,8%	-60 bps	5,9%	6,4%	-50 bps	7,2%	6,6%	60 bps
EBITDA ajustado	1.004	1.084	1.112	-2,5%	1.355	1.663	-18,5%	2.383	2.226	7,1%
Margem EBITDA ajustada	8,1%	6,9%	7,1%	-20 bps	7,3%	7,5%	-20 bps	8,6%	7,7%	90 bps
Lucro Líquido	726	737	885	-16,7%	1.044	1.362	-23,4%	1.721	1.725	-0,2%
Margem líquida	5,9%	4,7%	5,6%	-90 bps	5,6%	6,1%	-50 bps	6,2%	6,0%	20 bps
Balanço Patrimonial (R\$mn)										
Dívida Bruta	592	531	552	-3,7%	531	552	-3,7%	531	552	-3,7%
Caixa e Equivalentes	2.112	1.373	1.790	-23,3%	757	1.216	-37,8%	(252)	1.053	-123,9%
Dívida líquida / (Caixa)	(1.520)	(842)	(1.238)	-32,0%	(225)	(664)	-66,1%	783	(500)	-256,5%
Dívida Líquida / EBITDA	(1,6x)	(0,8x)	(1,1x)	0,3x	(0,2x)	(0,4x)	0,2x	0,3x	(0,2x)	0,6x
Métricas de Avaliação	2022e	2023e								
EV/EBITDA	7,1x	4,7x								
P/L	12,8x	7,7x								
P/L em crescimento (PEG)	0,2x	0,3x								

Grupo Mateus (GMAT3)	Compra
Preço-alvo (R\$/ação)	9,0
Preço de tela (R\$/ação)	6,0
Potencial de Valorização (%)	49,3%
Valor das ações (R\$ milhões)	13.322
# núm. de ações (mi)	2.209
Free Float (%)	21,0%
Valor médio de neg. (R\$ mi)	21

Performance vs. IBOV



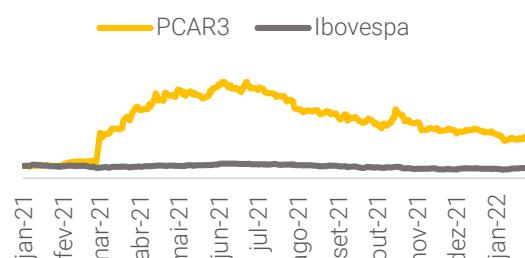
Grupo Pão de Açúcar | Preço alvo R\$32,0/ação

Pão de Açúcar... Agora é a sua vez

	2020a	2021e			2022e			2023e		
Demonstração de Resultado (R\$mn)		Atual	Anterior	% dif.	Atual	Anterior	% dif.	Atual	Anterior	% dif.
Receita Líquida	51.253	50.812	51.144	-0,6%	43.886	43.960	-0,2%	45.557	46.753	-2,6%
Lucro Bruto	13.749	12.767	13.146	-2,9%	11.089	11.379	-2,5%	11.577	12.107	-4,4%
Margem bruta	26,8%	25,1%	25,7%	-60 bps	25,3%	25,9%	-60 bps	25,4%	25,9%	-50 bps
EBIT	2.630	1.456	1.881	-22,6%	1.748	1.617	8,1%	2.018	1.753	15,1%
Margem EBIT	5,1%	2,9%	3,7%	-80 bps	4,0%	3,7%	30 bps	4,4%	3,8%	70 bps
EBITDA ajustado	3.920	3.867	4.165	-7,2%	3.640	3.758	-3,1%	3.984	4.041	-1,4%
Margem EBITDA ajustada	7,6%	7,6%	8,1%	-50 bps	8,3%	8,5%	-30 bps	8,7%	8,6%	10 bps
Lucro Líquido	1.239	75	550	-86,4%	472	470	0,4%	700	788	-11,2%
Margem líquida	2,4%	0,1%	1,1%	-90 bps	1,1%	1,1%	0 bps	1,5%	1,7%	-10 bps
Balanço Patrimonial (R\$mn)										
Dívida Bruta	9.151	9.834	9.589	2,6%	9.834	9.589	2,6%	9.834	9.589	2,6%
Caixa e Equivalentes	8.711	7.946	9.283	-14,4%	11.450	11.496	-0,4%	12.283	12.910	-4,9%
Dívida líquida / (Caixa)	440	1.888	306	517,5%	(1.616)	(1.907)	-15,3%	(2.449)	(3.321)	-26,3%
Dívida Líquida / EBITDA	0,1x	0,6x	0,1x	0,5x	(0,5x)	(0,6x)	0,1x	(0,7x)	(1,0x)	0,3x
Métricas de Avaliação	2022e	2023e								
EV/EBITDA	2,1x	1,7x								
P/L	13,1x	8,8x								
P/L em crescimento (PEG)	0,3x	0,5x								

GPA (PCAR3)	Neutro
Preço-alvo (R\$/ação)	32,0
Preço de tela (R\$/ação)	23,0
Potencial de Valorização (%)	39,4%
Valor das ações (R\$ milhões)	6.183
# núm. de ações (mi)	269
Free Float (%)	58,5%
Valor médio de neg. (R\$ mi)	58

Performance vs. IBOV



Valuation de Comparáveis

Valuation Comps

Empresas	Preço Atual	Recomendação	Val. Ações (\$ mi)	Val. Méd. Neg. (\$ mi)	EV / EBITDA		P / L		CAGR Receita 2020-2023		CAGR EBITDA 2020-2023		Mg. EBITDA 2022e
					2022	2023	2022	2023	2020-2023	2020-2023	2020-2023	2020-2023	
Brasil													
Carrefour	16,6	Neutro	6.166	14	6,8x	6,6x	16,0x	14,3x	8%	5%	5%	8%	8%
GPA	23,0	Neutro	1.136	11	2,1x	1,7x	13,1x	8,8x	-4%	1%	1%	8%	8%
Assaí	12,6	Compra	3.144	26	6,8x	5,1x	19,3x	8,1x	29%	29%	29%	7%	7%
Grupo Mateus	6,0	Compra	2.515	4	7,1x	4,7x	12,8x	7,7x	31%	38%	38%	10%	10%
Média Brasil					6,4x	5,4x	15,9x	11,0x	16%	17%	17%	8%	
Latam ex-Brasil													
Walmart México	70,1	N.C	58.913	45	13,8x	12,7x	25,3x	23,0x	7%	8%	8%	11%	11%
Falabella	2.850,0	N.C	8.800	11	8,6x	8,0x	14,5x	12,6x	10%	33%	33%	13%	13%
Soriana	23,3	N.C	2.017	0	5,5x	5,4x	9,2x	8,7x	1%	1%	1%	8%	8%
Cencosud	1.474,9	N.C	5.133	10	5,8x	5,3x	10,3x	9,6x	7%	16%	16%	10%	10%
Chedraui	41,5	N.C	1.906	1	5,9x	5,3x	10,2x	8,6x	20%	20%	20%	7%	7%
Éxito	11.950,0	N.C	1.354	0	5,7x	5,3x	12,0x	10,9x	4%	7%	7%	8%	8%
Média Latam ex-Brasil					12,1x	11,2x	22,1x	20,0x	7%	12%	12%	11%	
EUA													
Walmart	139,8	N.C	387.816	1.174	11,4x	11,1x	21,8x	20,8x	4%	5%	5%	6%	6%
Target	220,4	N.C	105.613	947	9,9x	9,9x	16,6x	16,4x	12%	16%	16%	11%	11%
Kroger	43,6	N.C	32.050	386	6,4x	6,5x	12,5x	12,8x	4%	7%	7%	5%	5%
Costco	505,1	N.C	223.991	1.475	22,3x	20,3x	39,3x	36,0x	12%	16%	16%	4%	4%
PriceSmart	71,4	N.C	2.204	9	8,8x	7,8x	19,6x	16,9x	8%	14%	14%	6%	6%
Média EUA					14,2x	13,4x	25,9x	24,4x	8%	10%	10%	6%	
Europa													
Axfood	239,5	N.C	5.394	8	10,5x	9,8x	25,8x	23,6x	9%	7%	7%	8%	8%
Carrefour	17,2	N.C	14.991	80	6,1x	5,8x	10,5x	9,6x	3%	6%	6%	6%	6%
Tesco	300,0	N.C	30.854	74	7,5x	7,4x	14,1x	13,7x	-1%	-3%	-3%	7%	7%
Jeronimo Martins	21,3	N.C	15.057	15	9,1x	8,5x	25,3x	22,8x	7%	11%	11%	8%	8%
Casino	20,3	N.C	2.466	8	6,4x	6,2x	9,0x	7,6x	0%	4%	4%	8%	8%
Média Europa					7,7x	7,4x	16,5x	15,4x	2%	3%	3%	7%	
Ásia													
Aeon	2.594,5	N.C	19.654	63	8,7x	8,0x	94,3x	66,5x	2%	6%	6%	6%	6%
Coles	16,3	N.C	15.394	45	8,8x	8,3x	21,8x	20,2x	3%	8%	8%	9%	9%
Yonghui	3,9	N.C	5.536	47	23,5x	17,1x	61,9x	31,1x	3%	-4%	-4%	3%	3%
Avenue	4.225,6	N.C	36.728	43	105,9x	69,2x	158,6x	103,0x	21%	23%	23%	8%	8%
Média Ásia					55,9x	37,8x	108,1x	72,1x	11%	14%	14%	7%	
Média Total					16,8x	14,6x	31,2x	27,0x	8%	10%	10%	7%	

Disclaimer

Este relatório de análise foi elaborado pela XP Investimentos CCTVM S.A. ("XP Investimentos ou XP") de acordo com todas as exigências previstas na Resolução CVM 20/2021, tem como objetivo fornecer informações que possam auxiliar o investidor a tomar sua própria decisão de investimento, não constituindo qualquer tipo de oferta ou solicitação de compra e/ou venda de qualquer produto. As informações contidas neste relatório são consideradas válidas na data de sua divulgação e foram obtidas de fontes públicas. A XP Investimentos não se responsabiliza por qualquer decisão tomada pelo cliente com base no presente relatório.

Este relatório foi elaborado considerando a classificação de risco dos produtos de modo a gerar resultados de alocação para cada perfil de investidor.

O(s) signatário(s) deste relatório declara(m) que as recomendações refletem única e exclusivamente suas análises e opiniões pessoais, que foram produzidas de forma independente, inclusive em relação à XP Investimentos e que estão sujeitas a modificações sem aviso prévio em decorrência de alterações nas condições de mercado, e que sua(s) remuneração(es) é(são) indiretamente influenciada por receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pela XP Investimentos. O analista responsável pelo conteúdo deste relatório e pelo cumprimento da Resolução CVM nº 20/2021 está indicado acima, sendo que, caso constem a indicação de mais um analista no relatório, o responsável será o primeiro analista credenciado a ser mencionado no relatório. O analista ou analistas responsáveis pelo elaboração deste relatório informam que possuem relação de parentesco com funcionários/gestores/diretores que atuam no emissor objeto deste relatório. Assim, o leitor deve ter ciência de tal informação e fazer sua própria análise e julgamento sobre eventual existência de conflito de interesses ou sobre a imparcialidade deste relatório".

Os analistas da XP Investimentos estão obrigados ao cumprimento de todas as regras previstas no Código de Conduta da API-MEC para o Analista de Valores Mobiliários e na Política de Conduta dos Analistas de Valores Mobiliários da XP Investimentos. O atendimento de nossos clientes é realizado por empregados da XP Investimentos ou por agentes autônomos de investimento que desempenham suas atividades por meio da XP, em conformidade com a ICVM nº 497/2011, os quais encontram-se registrados na Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários – ANCORD. O agente autônomo de investimento não pode realizar consultoria, administração ou gestão de patrimônio de clientes, devendo atuar como intermediário e solicitar autorização prévia do cliente para a realização de qualquer operação no mercado de capitais.

Os produtos apresentados neste relatório podem não ser adequados para todos os tipos de cliente. Antes de qualquer decisão, os clientes deverão realizar o processo de suitability e confirmar se os produtos apresentados são indicados para o seu perfil de investidor. Este material não sugere qualquer alteração de carteira, mas somente orientação sobre produtos adequados a determinado perfil de investidor.

A rentabilidade de produtos financeiros pode apresentar variações e seu preço ou valor pode aumentar ou diminuir num curto espaço de tempo. Os desempenhos anteriores não são necessariamente indicativos de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. As informações presentes neste material são baseadas em simulações e os resultados reais poderão ser significativamente diferentes.

Este relatório é destinado à circulação exclusiva para a rede de relacionamento da XP Investimentos, incluindo agentes autônomos da XP e clientes da XP, podendo também ser divulgado no site da XP. Fica proibida sua reprodução ou redistribuição para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento expresso da XP Investimentos.

SAC. 0800 77 20202. A Ouvidoria da XP Investimentos tem a missão de servir de canal de contato sempre que os clientes que não se sentirem satisfeitos com as soluções dadas pela empresa aos seus problemas. O contato pode ser realizado por meio do telefone: 0800 722 3710.

O custo da operação e a política de cobrança estão definidos nas tabelas de custos operacionais disponibilizadas no site da XP Investimentos: www.xpi.com.br.

A XP Investimentos se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização deste relatório ou seu conteúdo.

A Avaliação Técnica e a Avaliação de Fundamentos seguem diferentes metodologias de análise. A Análise Técnica é executada segundo conceitos como tendência, suporte, resistência, candles, volumes, médias móveis entre outros. Já a Análise Fundamentalista utiliza como informação os resultados divulgados pelas companhias emissoras e suas projeções. Desta forma, as opiniões dos Analistas Fundamentalistas, que buscam os melhores retornos dadas as condições de mercado, o cenário macroeconômico e os eventos específicos da empresa e do setor, podem divergir das opiniões dos Analistas Técnicos, que visam identificar os movimentos mais prováveis dos preços dos ativos, com utilização de "stops" para limitar as possíveis perdas. O investimento em ações é indicado para investidores de perfil moderado e agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. Ação é uma fração do capital de uma empresa que é negociada no mercado. É um título de renda variável, ou seja, um investimento no qual a rentabilidade não é preestabelecida, varia conforme as cotações de mercado. O investimento em ações é um investimento de alto risco e os desempenhos anteriores não são necessariamente indicativos de resultados futuros e nenhuma declaração ou garantia, de forma expressa ou implícita, é feita neste material em relação a desempenhos. As condições de mercado, o cenário macroeconômico, os eventos específicos da empresa e do setor podem afetar o desempenho do investimento, podendo resultar até mesmo em significativas perdas patrimoniais. A duração recomendada para o investimento é de médio-longo prazo. Não há quaisquer garantias sobre o patrimônio do cliente neste tipo de produto.

O investimento em opções é preferencialmente indicado para investidores de perfil agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. No mercado de opções, são negociados direitos de compra ou venda de um bem por preço fixado em data futura, devendo o adquirente do direito negociado pagar um prêmio ao vendedor tal como num acordo seguro. As operações com esses derivativos são consideradas de risco muito alto por apresentarem altas relações de risco e retorno e algumas posições apresentarem a possibilidade de perdas superiores ao capital investido. A duração recomendada para o investimento é de curto prazo e o patrimônio do cliente não está garantido neste tipo de produto.

O investimento em termos é indicado para investidores de perfil agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. São contratos para compra ou a venda de uma determinada quantidade de ações, a um preço fixado, para liquidação em prazo determinado. O prazo do contrato a Termo é livremente escolhido pelos investidores, obedecendo o prazo mínimo de 16 dias e máximo de 999 dias corridos. O preço será o valor da ação adicionado de uma parcela correspondente aos juros – que são fixados livremente em mercado, em função do prazo do contrato. Toda transação a termo requer um depósito de garantia. Essas garantias são prestadas em duas formas: cobertura ou margem.

O investimento em Mercados Futuros embute riscos de perdas patrimoniais significativos, e por isso é indicado para investidores de perfil agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. Commodity é um objeto ou determinante de preço de um contrato futuro ou outro instrumento derivativo, podendo consubstanciar um índice, uma taxa, um valor mobiliário ou produto físico. É um investimento de risco muito alto, que contempla a possibilidade de oscilação de preço devido à utilização de alavancagem financeira. A duração recomendada para o investimento é de curto prazo e o patrimônio do cliente não está garantido neste tipo de produto. As condições de mercado, mudanças climáticas e o cenário macroeconômico podem afetar o desempenho do investimento.

ESTA INSTITUIÇÃO É ADERENTE AO CÓDIGO ANBIMA DE REGULAÇÃO E MELHORES PRÁTICAS PARA ATIVIDADE DE DISTRIBUIÇÃO DE PRODUTOS DE INVESTIMENTO NO VAREJO.





Danniela Eiger, CFA | Varejo
danniela.eiger@xpi.com.br

Thiago Suedt | Varejo
thiago.suedt@xpi.com.br

Gustavo Senday | Varejo
gustavo.senday@xpi.com.br