

## Pão de Açúcar

### Inflação de Alimentos Ainda Sob Pressão

#### Raio-X

O core do GPA é o varejo alimentar, onde atua por meio da rede de atacarejo Assaí e das marcas Extra Hipermercados, Extra Supermercados, Pão de Açúcar e lojas de proximidade, que juntas compõem o Multivarejo (~59% das receitas). Com um CAGR de receitas superior a 30% desde 2013, o Assaí vem ganhando participação dentro do grupo. A rede fechou 2017 com 126 lojas (de um total de 882) e com representatividade de 41% no total das receitas. Já o segmento de Multivarejo tem apresentado crescimento menor, e tem sofrido com a concorrência não só de outras redes, mas também do Atacarejo. Além do segmento alimentar, o GPA controla a rede Via Varejo com ~62,5% de participação nas ONs. Em 2016 o grupo anunciou a intenção de vender o ativo, que há um tempo é tratado como atividade descontinuada.

#### Pilares da tese de investimento

A tese de investimento de longo prazo em GPA é sustentada pela otimização do portfólio de lojas, isto é, o foco em formatos mais rentáveis, ganho de market share, digitalização e multicanalidade. Após observar a resiliência do formato do Assaí durante a crise e a crescente dificuldade do modelo de hipermercados, o GPA passou a converter alguns hipermercados em lojas do Assaí. Essas conversões resultaram em ROIC de 30-40% e payback de 3 a 4 anos, o que se compara com ROIC médio inferior. Além da expansão da rede por meio das conversões, os aplicativos e iniciativas comerciais têm sido importantes para impulsionar as vendas.

#### Principais catalisadores deverão ser observados no segundo semestre

A expectativa é que sejam abertas 60 lojas do Assaí entre 2018 e 2020 (20 por ano, ~25% disso podendo ser conversão de hipermercados), o que acreditamos já estar em parte embutido no consenso. Mas além disso, a dinâmica da inflação de alimentos terá um papel crucial. Ao que as safras e estoques têm indicado, os preços de alimentos continuarão com dinâmica fraca no primeiro semestre, possivelmente apresentando recuperação no segundo semestre do ano. Por conta da correlação que as receitas têm com esse indicador, o valuation é sensível a ele. Estimamos que cada 1% de prêmio em cima da inflação de alimentos de 2018 gere pouco menos de R\$ 1,00 de valor para as ações, considerando esse nível de abertura de lojas e todo o resto constante. A maior parte desse efeito vem da rede Assaí, dado que continuará sendo a principal fonte de crescimento de receitas. O ambiente competitivo tem tido influência nos fundamentos, especialmente no segmento de Multivarejo. Em termos de margens, o crescimento do Assaí tem efeito de leve redução na margem bruta, mas de aumento na margem EBITDA. No ano corrente, a expectativa é de margem flat, mas havendo upside.

#### Desinvestimento em Via Varejo deixou de ser "urgente"

No último call de resultados a empresa reiterou a intenção de manter foco maior nas atividades do segmento alimentar, considerando as grandes oportunidades ainda existentes. Dada a dificuldade em prever timing ou valor de uma possível transação, não embutimos esse evento nos cenários. No entanto, sensibilizando possível prêmio em relação ao valor de mercado atual do ativo e assumindo compra em caixa, acreditamos que um prêmio de 30% em relação ao valor atual poderia gerar pouco menos de 10% de valor para as ações do GPA. Isso sem considerar o intangível de se ter uma empresa com apenas uma atividade. Usualmente, empresas com atividades não exatamente correlatas negociam a desconto.

#### Avaliação

No curto prazo esperamos ter mais visibilidade da atuação do recém-anunciado CEO, que fez um trabalho interessante na Via Varejo e agora tem um novo desafio pela frente. Além disso, o 1S18 ainda deverá ser pressionado pelos preços baixos de alimentos, cenário que pode mudar no 2S18, mas que só teremos visibilidade nos próximos meses. No longo prazo vemos a empresa bem posicionada para atravessar períodos mais desafiadores, com um portfólio de lojas mais resiliente e consequentemente fundamentos mais sólidos. Vemos upside para o papel no longo prazo, mas reconhecemos que há ventos de frente no curto prazo. As ações negociam a um valuation relativamente atrativo: se ponderarmos o P/E pela expectativa de crescimento, temos um índice de ~0,7x para 2019, o que se compara com uma média de 1,4x de empresas da América Latina e de ~1,3x do Carrefour.

**Neutro**

**Preço Atual: R\$ 68,30**

27-fev-18

**Celson Plácido, CNPI**

(11) 3526-1866

celson.placido@xpi.com.br

**Marco Saravalle, CNPI**

(11) 3027-2285

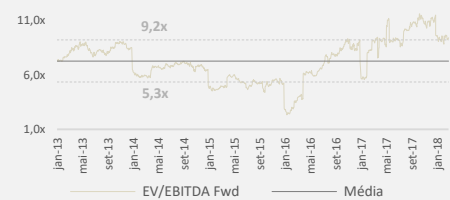
marco.saravalle@xpi.com.br

**Bruna Pezzin, CNPI**

(11) 3526-1452

bruna.pezzin@xpi.com.br

#### Evolução EV/EBITDA Est - PCAR4



#### Cenários de Preço

	EV/EBITDA	Preço	Var %
Hoje	9,4x	R\$ 68,30	-
Base	10,3x	R\$ 76,40	12% ↑
Ótimo	11,7x	R\$ 88,00	29% ↑
Stress	8,5x	R\$ 61,00	-11% ↓

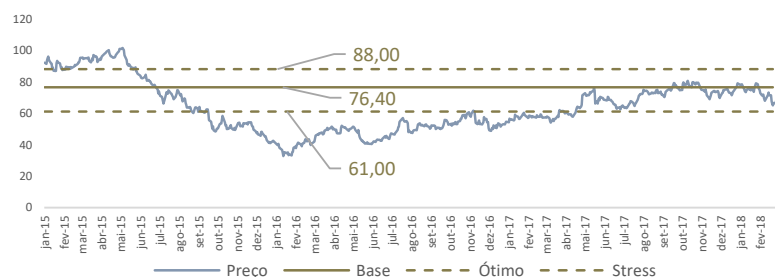
Fontes: XP Investimentos

#### Principais Múltiplos

	2018E	2019E
P/E	22,0x	17,9x
EV/EBITDA	9,4x	8,2x
P/B	1,9x	1,8x
Dividend Yield*	1,1%	
Dívida Líq/EBITDA**	-0,2x	

Fontes: Bloomberg e XP Investimentos. \*2018. \*\*4T17.

**Gráfico 1. Histórico de Preço e Possíveis Cenários**



Fontes: Bloomberg e XP Investimentos.

**CENÁRIO BASE**

**R\$ 76,40 (+12%)**

No cenário base assumimos prêmio em relação à inflação de alimentos para Assaí, margem bruta em queda leve por conta do mix de formatos, mas margem EBITDA flat.

**CENÁRIO ÓTIMO**

**R\$ 88,00 (+29%)**

Em nosso cenário ótimo, Assaí e Multivarejo apresentam prêmio maior em relação à inflação, novas aberturas maturam mais rápido.

**CENÁRIO STRESS**

**R\$ 61,00 (-11%)**

O cenário de stress poderia se concretizar com vendas performando abaixo da inflação de alimentos, e consequente menor diluição de custos, resultando em perda de margem no ano. Piora no capital de giro. Há downside para esse cenário no caso de turbulência política ou dinâmica de preço de alimentos pior que o esperado.

**Tabela 1. Consenso Bloomberg**

R\$ Milhões	2016	2017	2018E	2019E
<b>Receita Líquida</b>	41.454	44.634	50.085	55.525
Crescimento A/A		8%	12%	11%
<b>EBITDA</b>	2.185	2.920	2.572	2.959
Crescimento A/A		34%	-12%	15%
<b>Margem EBITDA</b>	5,3%	6,5%	5,1%	5,3%
<b>Lucro Líquido</b>	-482	619	852	1.053
Crescimento A/A		-228%	38%	24%
<b>Margem Líquida</b>	-1,2%	1,4%	1,7%	1,9%

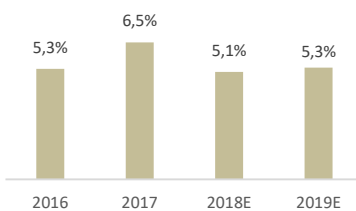
Fontes: Bloomberg, Empresa e XP Investimentos

**Tabela 2. Outras Informações**

R\$ Milhões (Exceto %)	
Dívida (Caixa) Líquido	796
Ações em Circulação	298
Market Capitalization	20.371
<b>Performance da Ação</b>	
Últ. Semana	3%
Últ. Mês	-9%
Acumulada Ano	-13%
Últimos 12 Meses	19%

Fontes: Bloomberg e XP Investimentos

**Gráfico 2. Evolução da Mg. EBITDA**



Fontes: Bloomberg, Empresa e XP Investimentos

**CATALISADORES**

**1. Melhora Econômica e Inflação de Alimentos.** Nosso cenário base assume inflação de alimentos em ~3,5-4%, e crescimento real do PIB de 3%. Existe upside para o cenário base se considerarmos upside para essas variáveis. O crescimento superior poderia se concretizar tanto pelo lado do maior tráfego de clientes quanto pelo lado dos preços. Vale ressaltar que a recíproca é verdadeira, ou seja, essas variáveis também podem surpreender negativamente.

**2. Ganho de Market Share.** Ganho de market share está relacionado intimamente ao sucesso na escolha de pontos de vendas, estratégias comerciais (promoções e etc.), inovações (aplicativos, automatização no processo de venda) e etc. Sucesso na execução dessas estratégias pode resultar em crescimento acima do ritmo do mercado, resultando em ganho de participação de mercado.

**RISCOS**

**1. Concorrência.** A competição é especialmente acirrada no segmento de multivarejo, não só por conta de outras redes, mas principalmente por conta da migração para o atacarejo. As conversões de hipermercados tem sido feitas com o propósito de se adequar a essa realidade, o que torna a boa execução dessa estratégia um pilar importante. Além disso, o sucesso das outras estratégias mencionadas acima é importante para sustentar o crescimento do fluxo de clientes e consequente nível de vendas.

**2. Incerteza política.** A incerteza política não só é prejudicial aos preços de ativos, pensando na percepção de risco (e consequente maior taxa de desconto), mas também para as perspectivas futuras de crescimento. Má condução de políticas econômicas e incerteza política pode resultar em queda na confiança, redução nos planos de investimentos e crescimento menor.

#### **Disclaimer**

- 1) Este relatório de análise foi elaborado pela XP Investimentos CCTVM S.A. ("XP Investimentos ou XP") de acordo com todas as exigências previstas na Instrução CVM nº 483, de 6 de julho de 2010, 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.
- 2) Este relatório foi elaborado considerando a classificação de risco dos produtos de modo a gerar resultados de alocação para cada perfil de investidor.
- 3) 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.
- 4) O analista responsável pelo conteúdo deste relatório e pelo cumprimento da Instrução CVM nº 483/10 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.
- 5) Os analistas da XP Investimentos estão obrigados ao cumprimento de todas as regras previstas no Código de Conduta da APIMEC para o Analista de Valores Mobiliários e na Política de Conduta dos Analistas de Valores Mobiliários da XP Investimentos.
- 6) 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.
- 7) 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.
- 8) 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.
- 9) 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.
- 10) 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.
- 11) 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](http://www.xpi.com.br).
- 12) 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.
- 13) A Avaliação Técnica e a Avaliação de Fundamentos seguem diferentes metodologias de análise. A Análise Técnica é executada seguindo 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.
- 14) *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.*
- 15) *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.*
- 16) *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.*
- 17) *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.*
- 18) ESTA INSTITUIÇÃO É ADERENTE AO CÓDIGO ANBIMA DE REGULAÇÃO E MELHORES PRÁTICAS PARA ATIVIDADE DE DISTRIBUIÇÃO DE PRODUTOS DE INVESTIMENTO NO VAREJO.