

# Grupo Pão de Açúcar Revisão de Preço

06 de março de 2023

Por **Georgia Jorge**, CNPI-P





# GPA

## Revisão de Preço: incorporação dos resultados do 2S22 e novo preço-alvo para 2023e

Incorporamos os resultados do 2S22 do Grupo Pão de Açúcar (PCAR3) e atualizamos as premissas macroeconômicas do modelo. Com isso, nosso **novo preço-alvo ao final de 2023** para PCAR3 é de **R\$ 14,00** (antes R\$ 20,60), mantendo a recomendação de **Venda**.

**Desempenho das Ações.** As ações PCAR3 enfrentam um forte revés nos últimos 12 meses. No 1S22, com a eclosão do conflito na Ucrânia e elevação da pressão inflacionária sobre os alimentos, os papéis PCAR3 acumularam queda de ~20% no período. Já no início do 2S22, diante de perspectivas gradual melhoria do cenário macroeconômico, a ação reverteu parte da queda e subiu ~16% no 3T22, acima do desempenho do Ibovespa no período. Contudo, após o início das discussões fiscais, combinado com a entrega de resultados do 3T22 decepcionantes, a ação voltou a cair em intensidade superior à do Ibovespa, acumulando queda de ~34% desde o início de novembro até 6ª feira (03/mar).

**Perspectivas.** Em nossa visão, as perspectivas para o Grupo Pão de Açúcar são negativas neste momento. Apesar da companhia estar trabalhando em iniciativas visando à melhoria de margem comercial, redução de quebra de estoque e diluição das despesas, entendemos que a maturação das medidas pode não vir a ser suficientes para retomar a rentabilidade esperada pelo GPA diante de um cenário macroeconômico menos propenso ao consumo. Além disso, vemos também mais um desafio vindo da combinação das preocupações com a operação corrente com um forte plano de expansão em andamento, que contempla a abertura de 300 lojas nos próximos 2 anos. Nesse contexto, optamos por nos manter mais conservadores nas premissas consideradas no modelo financeiro, o que implicou na redução do preço-alvo para o final de 2023 para R\$ 14,00.

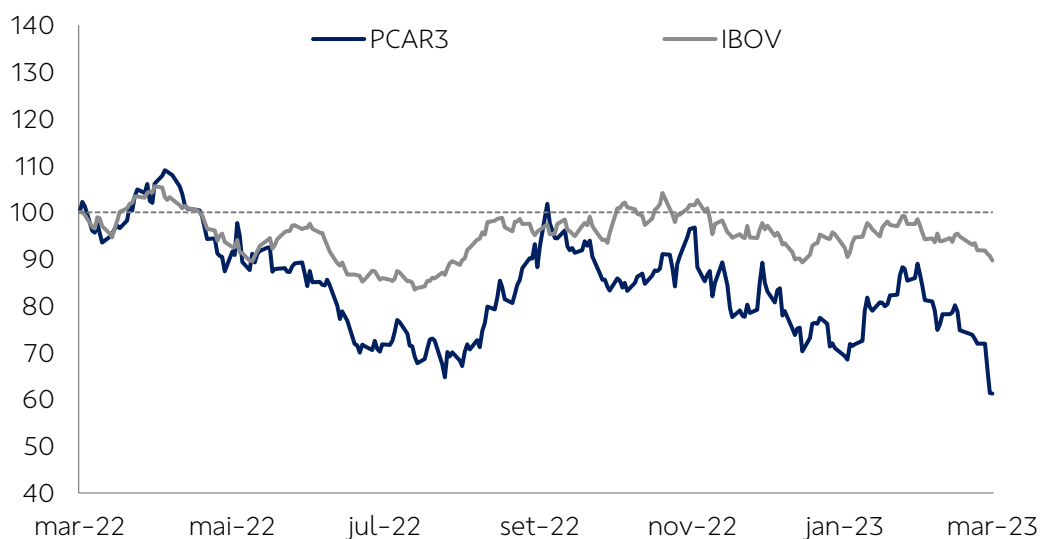
Ticker	PCAR3	Recomendação	Venda
Variação 30 dias	-23,8%	Preço em 03-fev-2023	R\$ 14,41
Variação em 2023	-12,8%	<b>Preço-alvo 31-dez-2023</b>	<b>R\$ 14,00</b>
Variação 12 meses	-39,4%	Potencial de Valorização	-2,8%
Mínimo 12 meses	R\$ 13,92		
Máximo 12 meses	R\$ 25,87		

Fonte: Economatica e BB Investimentos.



# GPA

## PCAR3 vs. IBOV



## Evolução do Plano Estratégico

Conforme pontuamos acima, a prioridade do Grupo Pão de Açúcar reside em melhorar sua margem comercial, reduzir a quebra de estoque e diluir as despesas operacionais, tudo isso com foco em retomar a rentabilidade.

Na audioconferência realizada por ocasião da divulgação do resultado do 4T22, o presidente Marcelo Pimentel sinalizou a expectativa de gradual melhoria de margem bruta ao longo de 2023, como resultado do processo de renegociação comercial, ajuste da malha logística – para redução do custo envolvido – e redução de dias em estoque, permitindo a diminuição da remarcação de preços.

Outras iniciativas que vêm sendo implementadas dizem respeito ao crescimento das vendas no e-commerce. Nesse aspecto, o foco reside no aumento do sortimento, principalmente em relação a perecíveis, maior disponibilidade de horários para entrega e maior agilidade nas entregas. Em 2022, 70% das vendas foram realizadas no mesmo dia, ante 40% no ano anterior.

No que se refere à revisão de sortimento, o GPA tem buscado elevar a participação de perecíveis nas vendas totais, o que elevaria a proposta de valor oferecida ao cliente.

Fonte: Economática, GPA e BB Investimentos.



# GPA

---

Por fim, outra ação estratégica consiste na melhoria o NPS por meio da redução da ruptura de estoque, treinamento dos funcionários e implementação do *self check-out*, presentes em 82% das lojas de supermercados e em 32% das lojas de proximidade ao final de 2022.

No que diz respeito ao plano de expansão, o Grupo abriu 72 lojas em 2022 e pretende abrir mais 300 lojas até 2024, sendo 50 no formato supermercado – priorizando regiões com forte presença da marca Pão de Açúcar e cidades com alto potencial *premium* – e 250 no formato de proximidade – com foco no adensamento da cidade de São Paulo e região metropolitana em áreas mais verticalizada e com público A/B para o formato Minuto Pão de Açúcar.

## Revisão de Preço

Nossa revisão do *valuation* do GPA contempla:

- A incorporação dos resultados referentes ao 2S22, o que implicou em queda de margens operacionais e rentabilidade esperada para os próximos anos, diante das dificuldades enfrentadas pela companhia para manter o crescimento das vendas *pari passu* ao crescimento do segmento e as margens fortes;
- A atualização de premissas macroeconômicas, com elevação da taxa de juros e taxa de desconto desde a nossa última revisão de preço;
- Incorporação do plano de expansão divulgado, mas com premissas mais conservadores, considerando a abertura de 80% das 300 lojas previstas até 2024;
- Exclusão da operação do Grupo Êxito das projeções em razão da segregação entre o Grupo Pão de Açúcar e o Êxito mediante a redução de capital do GPA.

## Tese de Investimentos

A tese de investimento do GPA baseia-se (i) na resiliência do segmento de varejo alimentar, mesmo em cenários de recessão econômica; (ii) incremento de margem operacional com a maturação de iniciativas focadas em elevação do sortimento de perecíveis, redução de ruptura de estoque e de custos logísticos e incremento de NPS; (iii) novo ciclo de abertura de lojas; e (iv) aceleração das iniciativas digitais visando à sustentação do incremento na demanda por alimentos via *e-commerce*.

Fonte: GPA e BB Investimentos

---



# GPA

## Riscos

Os principais riscos existentes à tese de investimento do GPA são: (i) acirrada competição em alguns mercados, afetando a rentabilidade do negócio; (ii) incapacidade de entender o comportamento e necessidades do consumidor; (iii) dificuldade para implementar de forma bem-sucedida sua estratégia omnicanal; e (iv) incapacidade de gerenciar adequadamente o estoque, gerando rupturas nas vendas.

<b>Valor da Empresa</b>	<b>9.510</b>	<b>Premissas Valuation DCF</b>	
VP do FCFF	7.060	WACC	10,2%
VP do Valor Terminal	2.450	Beta	1,22
Dívida Líquida	5.731	Taxa Livre de Risco	2,4%
Valor para Acionistas	3.780	Prêmio de Mercado	7,3%
Número de Ações (mi)	270	Risco País	3,2%
Valor Justo por ação	R\$ 14,00	Crescimento perpetuidade	5,5%

## Indicadores de Rentabilidade

<i>R\$ milhões</i>	2021	2022	2023e	2024e	2025e
RSPL	5,9%	0,0%	-28,9%	-19,7%	-23,5%
RSCI	17,2%	2,0%	-0,5%	0,7%	1,5%
<i>Dividend Yield</i>	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Fonte: GPA e BB Investimentos



# GPA

## Demonstração de Resultado do Exercício (DRE)

R\$ milhões	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Receita Líquida</b>	<b>51.291</b>	<b>42.496</b>	<b>19.556</b>	<b>22.687</b>	<b>23.894</b>
crescimento	0,1%	-17,1%	-54,0%	16,0%	5,3%
CMV	-38.341	-31.807	-15.008	-17.411	-18.337
<b>Lucro Bruto</b>	<b>12.950</b>	<b>10.689</b>	<b>4.548</b>	<b>5.276</b>	<b>5.556</b>
Margem Bruta (%)	25,2%	25,2%	23,3%	23,3%	23,3%
Despesas Operacionais	-9.353	-7.789	-3.414	-3.961	-4.172
D&A	-1.853	-1.629	-1.042	-1.090	-1.213
Resultado Operacional	1.690	417	-97	88	184
<b>EBITDA Ajustado</b>	<b>3.814</b>	<b>2.856</b>	<b>1.092</b>	<b>1.348</b>	<b>1.578</b>
Mg. EBITDA Ajustado (%)	7,4%	6,7%	5,6%	5,9%	6,6%
Resultado Financeiro	-1.321	-1.212	-1.172	-903	-973
Lucro antes IR	369	-795	-1.269	-815	-788
Impostos	595	-72	335	283	275
<b>Lucro líquido</b>	<b>964</b>	<b>-867</b>	<b>-934</b>	<b>-532</b>	<b>-513</b>
Margem líquida (%)	1,9%	-2,0%	-4,8%	-2,3%	-2,1%

Fonte: GPA e BB Investimentos



# GPA

## Balanço Patrimonial

R\$ milhões	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Ativos</b>	<b>49.443</b>	<b>43.840</b>	<b>19.532</b>	<b>19.900</b>	<b>19.885</b>
Ativo Circulante	17.873	28.559	6.683	6.281	5.861
Ativo Realizável de Longo Prazo	4.966	5.618	2.585	2.999	3.159
Investimentos, Intangível e Imobilizado	26.604	9.663	10.264	10.620	10.865
<b>Passivo</b>	<b>49.443</b>	<b>43.840</b>	<b>19.532</b>	<b>19.900</b>	<b>19.885</b>
Passivo Circulante	16.551	17.748	5.892	6.572	6.855
Passivo Exigível de Longo Prazo	16.511	12.359	10.410	10.630	10.846
Patrimônio Líquido	16.381	13.733	3.230	2.698	2.185

## Indicadores de Endividamento

R\$ milhões	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Dívida Bruta	-9.053	-5.862	-5.628	-5.402	-5.456
Caixa	8.274	3.752	4.349	3.574	3.010
Dívida Líquida	-779	-2.110	-1.279	-1.828	-2.447
Dívida Líquida / EBITDA	0,20 x	0,74 x	1,17 x	1,36 x	1,55 x

Fonte: GPA e BB Investimentos



# GPA

## Fluxo de Caixa

R\$ milhões	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Lucro Operacional	1.690	417	-97	88	184
(-) Impostos	2.725	38	26	-30	-64
<b>NOPAT</b>	<b>4.415</b>	<b>455</b>	<b>-72</b>	<b>57</b>	<b>120</b>
(+) D&A	1.853	1.629	1.042	1.090	1.213
(-) Capex	-1.270	-1.625	-796	-923	-972
(-) Renovação Direito Uso	-239	-440	-955	-648	-620
(-) Capital de Giro	-1.710	-9.779	7.249	329	121
<b>(=) FCFE</b>	<b>3.049</b>	<b>-9.760</b>	<b>6.468</b>	<b>-95</b>	<b>-137</b>

## Sensibilidade Preço-alvo 2023e (WACC x Crescimento Perpetuidade)


R\$	9,2%	9,7%	10,2%	10,7%	11,2%
4,5%	15,00	13,50	12,30	11,40	10,50
5,0%	16,20	14,50	13,10	12,00	11,00
5,5%	17,70	15,60	14,00	12,70	11,60
6,0%	19,80	17,10	15,10	13,60	12,30
6,5%	22,60	19,10	16,60	14,60	13,10

Fonte: GPA e BB Investimentos





# Siga os conteúdos do **BB Investimentos** nas redes sociais.

Clique em cada ícone para acessar. 



Playlist  
BB I Economia e Mercado



Canal Podcast  
BB I Empreendedorismo e Negócios



[bb.com.br/analises](https://bb.com.br/analises)



[bb.com.br/carteirasugerida](https://bb.com.br/carteirasugerida)





# Disclaimer

## Informações Relevantes

---

Este é um relatório público e foi produzido pelo BB-Banco de Investimento S.A. ("BB-BI"). As informações e opiniões aqui contidas foram consolidadas ou elaboradas com base em informações obtidas de fontes, em princípio, fidedignas e de boa-fé. Embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não sejam incertas ou equivocadas, no momento de sua publicação, o BB-BI não garante que tais dados sejam totalmente isentos de distorções e não se compromete com a veracidade dessas informações. Todas as opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e derivam do julgamento de nossos analistas de valores mobiliários ("analistas"), podendo ser alteradas a qualquer momento sem aviso prévio, em função de mudanças que possam afetar as projeções da empresa, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança. Quaisquer divergências de dados neste relatório podem ser resultado de diferentes formas de cálculo e/ou ajustes.

Este material tem por finalidade apenas informar e servir como instrumento que auxilie a tomada de decisão de investimento. Não é, e não deve ser interpretado como material promocional, recomendação, oferta ou solicitação de oferta para comprar ou vender quaisquer títulos e valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. É recomendada a leitura dos prospectos, regulamentos, editais e demais documentos descritivos dos ativos antes de investir, com especial atenção ao detalhamento do risco do investimento. Investimentos nos mercados financeiros e de capitais estão sujeitos a riscos de perda superior ao capital investido. A rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura. O BB-BI não garante o lucro e não se responsabiliza por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações divulgadas nesse material. É vedada a reprodução, distribuição ou publicação deste material, integral ou parcialmente, para qualquer finalidade.

Nos termos do art. 22 da Resolução CVM 20/2021, o BB-Banco de Investimento S.A declara que:

1 - A instituição pode ser remunerada por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s); o Conglomerado Banco do Brasil S.A ("Grupo") pode ser remunerado por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório, ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s).

2 - A instituição pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), e poderá adquirir, alienar ou intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado; o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), e poderá adquirir, alienar e intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado.

3 - O Banco do Brasil S.A. detém indiretamente 5% ou mais, por meio de suas subsidiárias, de participação acionária no capital da Cielo S.A, companhia brasileira listada na bolsa de valores e que pode deter, direta ou indiretamente, participações societárias em outras companhias listadas cobertas pelo BB-Banco de Investimento S.A.

---



# Disclaimer

Informações Relevantes: **analistas de valores mobiliários.**

## Declarações dos Analistas

O(s) analista(s) envolvido(s) na elaboração deste relatório declara(m) que:

1 – As recomendações contidas neste relatório refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao BB-Banco de Investimento S.A e demais empresas do Grupo.

2 – Sua remuneração é integralmente vinculada às políticas salariais do Banco do Brasil S.A. e não recebem remuneração adicional por serviços prestados para a(s) companhia(s) emissora(s) objeto do relatório de análise ou pessoas a ela(s) ligadas.

O(s) analista(s) declara(m), ainda, em relação à(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório:

Analistas	Itens					
	1	2	3	4	5	6
Georgina Jorge	X	X	-	-	-	-

3 – O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, detêm, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, ações e/ou outros valores mobiliários de emissão da(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

4 – O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, possuem, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação à(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

5 – O(s) analista(s) tem vínculo com pessoa natural que trabalha para a(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

6 – O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, estão, direta ou indiretamente envolvidos na aquisição, alienação ou intermediação de valores mobiliários da(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

## RATING

“RATING” é uma opinião sobre os fundamentos econômico-financeiros e diversos riscos a que uma empresa, instituição financeira ou captação de recursos de terceiros, possa estar sujeita dentro de um contexto específico, que pode ser modificada conforme estes riscos se alterem. “O investidor não deve considerar em hipótese alguma o “RATING” como recomendação de Investimento.



# Disclaimer

## Mercado de Capitais | Equipe Research

Diretor BB-BI	Head de Private Bank	Gerente Executiva
Francisco Augusto Lassalvia	Julio Vezzano	Karen Ferreira
<a href="mailto:lassalvia@bb.com.br">lassalvia@bb.com.br</a>	<a href="mailto:juliovezzano@bb.com.br">juliovezzano@bb.com.br</a>	<a href="mailto:karen.ferreira@bb.com.br">karen.ferreira@bb.com.br</a>

### Gerentes da Equipe de Pesquisa

Victor Penna  
[victor.penna@bb.com.br](mailto:victor.penna@bb.com.br)  
 Wesley Bernabé, CFA  
[wesley.bernabe@bb.com.br](mailto:wesley.bernabe@bb.com.br)

### Renda Variável

#### Agronegócios, Alimentos e Bebidas

Mary Silva  
[mary.silva@bb.com.br](mailto:mary.silva@bb.com.br)

Melina Constantino  
[mconstantino@bb.com.br](mailto:mconstantino@bb.com.br)

#### Bancos

Rafael Reis  
[rafael.reis@bb.com.br](mailto:rafael.reis@bb.com.br)

#### Educação e Saúde

Melina Constantino  
[mconstantino@bb.com.br](mailto:mconstantino@bb.com.br)

#### Imobiliário

André Oliveira  
[andre.oliveira@bb.com.br](mailto:andre.oliveira@bb.com.br)

#### Óleo e Gás

Daniel Cobucci  
[cobucci@bb.com.br](mailto:cobucci@bb.com.br)

#### Serviços Financeiros

Luan Calimerio  
[luan.calimerio@bb.com.br](mailto:luan.calimerio@bb.com.br)

#### Sid. e Min, Papel e Celulose

Mary Silva  
[mary.silva@bb.com.br](mailto:mary.silva@bb.com.br)

#### Transporte e Logística

Renato Hallgren  
[renatoh@bb.com.br](mailto:renatoh@bb.com.br)

#### Utilities

Rafael Dias  
[rafaeldias@bb.com.br](mailto:rafaeldias@bb.com.br)

#### Varejo

Georgia Jorge  
[georgiadaj@bb.com.br](mailto:georgiadaj@bb.com.br)

#### Fundos Imobiliários

Richardi Ferreira  
[richardi@bb.com.br](mailto:richardi@bb.com.br)

### BB Securities - London

Managing Director – Tiago Alexandre Cruz

Henrique Catarino

Bruno Fantasia

Gianpaolo Rivas

Niklas Stenberg

### Banco do Brasil Securities LLC - New York

Managing Director – Andre Haui

Marco Aurélio de Sá

Leonardo Jafet