



Investment Highlights

Estamos iniciando a cobertura do Grupo Pão de Açúcar (PCAR3) com uma recomendação de VENDA e valor justo de R\$4,52/ação, representando um downside de 3,55% em relação aos níveis atuais. Nossa visão é baseada em três fatores principais: (i) Competição ; (ii) Risco de Execução ; (iii) Indicadores.

GPA em Segundo Plano

Com uma análise detalhada macroeconômica e setorial, chegamos à conclusão de recomendação de venda, em decorrência de vários drivers, dentre eles a grande concorrência entre competidores maiores: o Carrefour. Tal grupo varejista é o maior e principal player do mercado brasileiro, tornando a concorrência muito acirrada (Figura 10). Portanto, é nítido que o Carrefour é um grande e perigoso concorrente para o GPA e, além disso, não há nenhuma segurança que a companhia possui potencial competitivo para superar aquele. Apesar das inovações que o grupo vem trazendo junto às suas vantagens competitivas, como o aumento dos mercados de proximidade, é perceptível que seus esforços para se adaptar às novas estratégias do mercado não são suficientes perto da participação significativa do Carrefour.

Riscos não compensam

O risco de execução é uma preocupação, uma vez que o GPA está atualmente imerso em um ambicioso plano de crescimento por meio do formato de proximidade, "Minuto Pão de Açúcar", investindo na expansão e no fortalecimento de suas operações nesse segmento (Figura 5). No entanto, ao mesmo tempo a empresa se encontra em fase de transformação, com uma nova diretoria, além de estar passando por uma transição que envolve a separação do GPA das lojas do Extra Hipermercado, movimento arriscado, uma vez que a maior parte de sua receita vem das lojas tradicionais estilo "Supermercado" (Figura7).

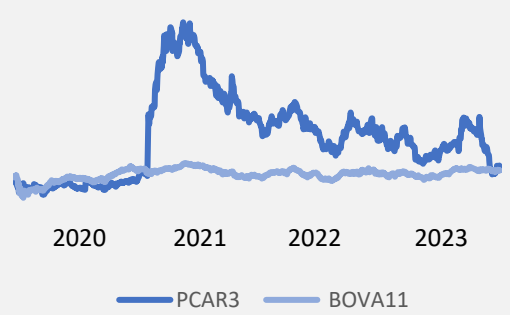
Resultados inconstantes

A falta de segurança nos resultados recentes observados confirma nossa recomendação, uma vez que, por mais que a projeção do faturamento do setor mercadista esteja crescendo (Figura 2), e as lojas de proximidade "Minuto Pão de Açúcar" (nova aposta para a modernização do GPA) estejam aumentando muito numericamente, o lucro líquido da companhia está em grande queda desde 2020 (Figura 21). Junto a isso, considera-se também a queda contínua do ROE, ROA e ROIC desde 2020 até os dias atuais, representando uma má indicação de retorno ao investidor (Figura 20).

Recommendation: SELL

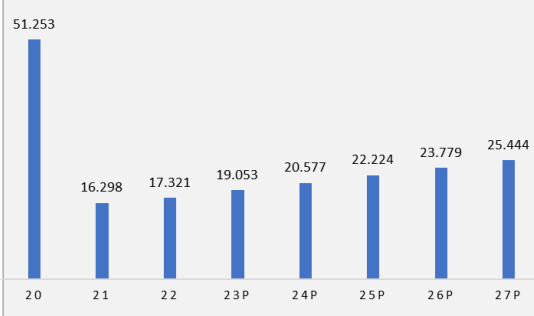
Date	14/09/2023
Current Price	BRL 4.69
Target Price	BRL 4.52
Upside/Downside	-3,55%
Industry Sector	Varejo Alimentício
Ticket	PCAR3
Stock Exchange	B3
Market Cap	BRL 1.100.000.000

Figura 1. IBOV x PCAR3



Fonte: RI da empresa

Figura 2. Projeção Faturamento GPA



Fonte: RI da empresa e Grupo

	2023	2024	2025	2026	2027
EBIT	(2.096)	(1.235)	(2.000)	(2.140)	(3.308)
(-) Cash Taxes	(713)	(420)	(680)	(728)	(1.125)
(+) D&A	1.715	1.646	2.445	2.616	3.817
(-) Capex	1.334	1.440	1.333	1.427	1.527
(-) Changes in NWC	(1.762)	(25)	(196)	(185)	(198)
Free Cash Flow to Firm	760	(585)	(13)	(39)	305

Business Description

O histórico do GPA (Figura 8) se inicia com sua fundação em 1948 em São Paulo pelo Sr. Valentim dos Santos Diniz como uma doceria com o nome de "Pão de Açúcar", sendo ele um dos primeiros no setor varejista de alimentos no Brasil. A doceria tornou-se o primeiro supermercado do grupo em 1959, onde sua sede segue instalada até os dias atuais. Desde então, foram abrindo outros supermercados de nomes homônimos junto a aquisição de outras redes de varejo, ganhando muito espaço no mercado varejista brasileiro. Assim, esse grupo exerce um papel importante na economia do Brasil, já que faz parte do cotidiano de milhões de brasileiros, gerando empregos e iniciativas de responsabilidade socioambiental em todos os seus negócios. A companhia faz parte do Grupo Casino, sediado na França, e está presente em todas as regiões do Brasil, além de concentrar operações na Colômbia, no Uruguai e na Argentina por meio do Grupo Éxito. E em 1995, abriu seu IPO, tornando-se a primeira companhia varejista de alimentos com ações preferenciais negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo. O modelo de negócios presente é multiformato e multicanal, reunindo muitas redes e marcas mais conhecidas e valiosas do varejo, como CompreBem, Mercado Extra, Pão de Açúcar, além de marcas exclusivas como Tmaq e Qualitá, atuando com mais de 700 lojas físicas e líderes do e-commerce alimentar no Brasil, o GPA pretende oferecer a melhor experiência ao cliente quando ele quiser e onde ele quiser.

Pilares Operacionais

O comércio varejista de produtos em geral é o principal negócio do Grupo Pão de Açúcar, contando em média com 10 mil SKUs por loja, o grupo oferece produtos dos segmentos: Alimentício, vestuário, higiene, medicamentos, combustíveis, eletroeletrônicos e utilidades domésticas. A estrutura multiformato, multi região e multicanal da Companhia é formada por (I) supermercados, (II) lojas de proximidade, (III) postos de combustível e (IV) operações de comércio eletrônico de alimentos (V) Grupo Éxito.

(I) **Supermercados:** É a maior fonte de receita da empresa, representando cerca de 77% de seu faturamento. Pode ser dividido em duas categorias: Premium - oferece uma ampla variedade de produtos e busca trazer uma experiência mais personalizada ao cliente por meio de setores especializados; Mainstream - apresenta preços mais competitivos e menor variedade de produtos.

(II) **Lojas de proximidade:** É a segunda maior fonte de renda da empresa, representando aproximadamente 15% da receita. Também sendo separados nas categorias Premium e mainstream, funcionam atendendo as necessidades imediatas dos clientes, oferecendo um sortimento variado de produtos essenciais.

(III) **E-commerce:** Com investimentos na estratégia omnichannel, o Grupo Pão de Açúcar possui uma operação de e-commerce eficiente, oferecendo entregas agendadas e expressas. Com 10 galpões de armazenamento estrategicamente localizados em todo o Brasil, eles garantem um serviço de qualidade e agilidade para atender às demandas dos clientes.

(IV) **Postos de combustível:** Os postos fornecem combustíveis, como gasolina e diesel, para veículos automotores. Além disso, oferecem serviços como troca de óleo, calibragem de pneus e venda de itens de conveniência.

(V) **Grupo Éxito:** A partir do 2T23, a participação até então detida pela Companhia, de aproximadamente 96%, passará para 13,3% do capital social do Grupo Éxito. O grupo é líder de mercado no Uruguai e Colômbia, e também atua na Argentina. Sua operação é semelhante a do GPA.

Mudanças

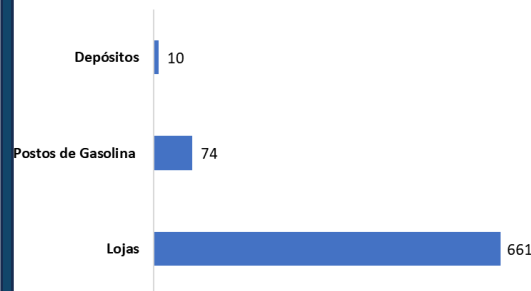
A performance financeira do Grupo Pão de Açúcar entre 2014 e 2023 mostrou variações no Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), começando com 11,15% em 2014, descendo para -8,54%, e alcançando 13,83% em 2020, antes de cair novamente para -11,88% em 2023. Enquanto a Margem Bruta manteve-se estável entre 22% e 27%, a Margem Líquida teve comportamento similar ao ROE, apontando para desafios além da produção, possivelmente relacionados a despesas operacionais, juros e questões fiscais.

Em 2021, o grupo, junto a Sendas, decidiu converter lojas Extra Hiper para o modelo cash & carry, com a Sendas assumindo a operação. O objetivo era descontinuar os hipermercados e focar em segmentos de maior rentabilidade, fortalecendo as bandeiras premium e acelerando a digitalização.

Em dezembro de 2022, ocorreu uma reestruturação com a Éxito, onde cerca de 83% das ações da Éxito detidas pelo Grupo Pão de Açúcar foram distribuídas aos seus acionistas, com a entrega prevista para 2023. No mesmo período, o grupo incorporou a James, centralizando as operações de entrega e fortalecendo seu serviço ultraconveniente.

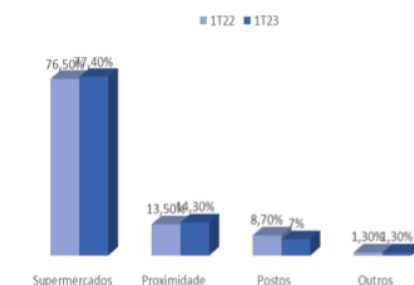
Após as mudanças, o Grupo Pão de Açúcar manterá 13% da participação votante da Éxito.

Figura 3. Distribuição Estrutural



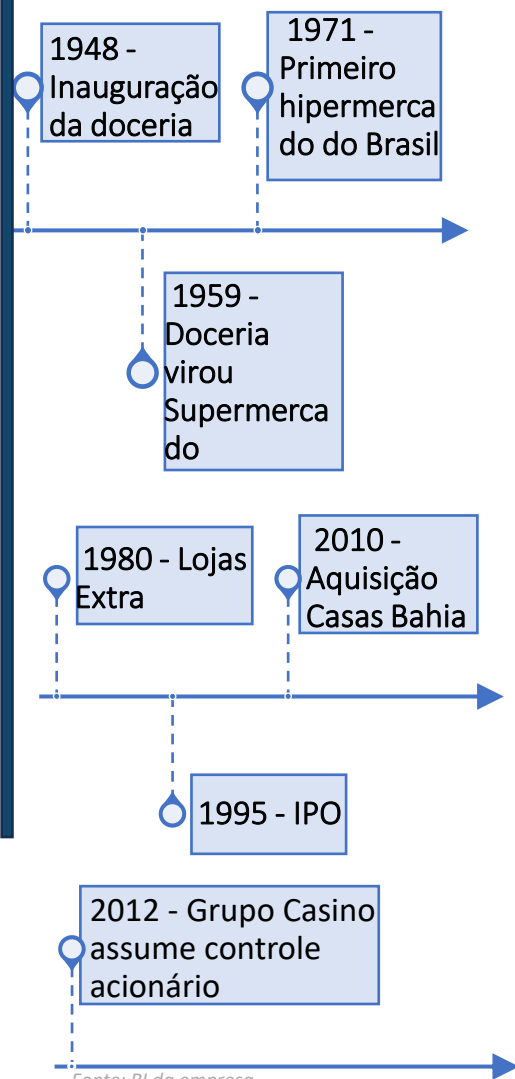
Fonte: RI da empresa

Figura 4. Receita por formato de loja GPA Brasil



Fonte: RI da empresa

Figura 5. Histórico



Fonte: RI da empresa

Industry Overview

Histórico e descrição do setor

O segmento supermercadista tem apresentado crescimento em faturamento e abertura de lojas nos últimos anos, mesmo com os solavancos da economia (Figura 3). É um dos principais setores desta, uma vez que a principal atividade exercida por esse ramo do varejo é a venda de alimentos, item básico para a sobrevivência humana. Nesse sentido, quando há algum problema ou sinais de melhoras econômicas, esse é o primeiro a perceber, caracterizando-se como um setor cíclico. Ademais, o setor é altamente competitivo, e por conta disso é importante que esteja constantemente inovando, buscando diferenciação, oferecendo valor aos clientes e garantindo eficiência operacional (Figura 6). Diversas condições socioeconômicas, tanto da região, quanto do cenário total do país, influenciam diretamente as empresas, alguns deles são: renda média e o desemprego da população, auxílios governamentais, tamanho e densidade populacional.

Em relação a regulação estatal, nas mais diversas etapas, a operação de um empreendimento de varejo exige um conjunto de licenças e autorizações com inúmeros fins: fiscais, sanitários, de engenharia, de segurança, ambientais, entre outros. O GPA apresenta uma média de 15 licenças e autorizações por cada operação. É importante salientar que dependendo do estado atuante, a Companhia pode ser dispensada de determinado licenciamento, devido a baixo impacto no local.

Canais de Venda

Ao analisar seus canais de venda, o setor supermercadista se baseia principalmente em duas formas principais. A primeira e mais comumente utilizada é a venda em estabelecimentos físicos, englobando desde supermercados de bairro (com até 400m²) até supermercados tradicionais, hipermercados e atacarejos. O segundo canal de venda principal, que tem experimentado maior crescimento e investimento, especialmente durante a pandemia do Covid-19, é o comércio virtual, com as compras online exigindo das principais redes do setor o investimento em seus próprios canais, como aplicativos, além de estabelecer parcerias com marcas já consolidadas, como o Ifood e a Rappi.

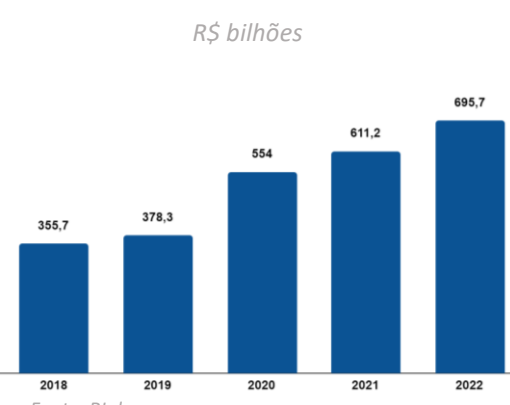
Uma tendência significativa que o setor enfrenta atualmente, devido ao cenário econômico dos últimos anos, é a mudança nos hábitos de consumo dos brasileiros. Ao invés de realizar uma única compra mensal para suprir todas as suas necessidades, os consumidores estão optando por fazer compras pontuais de acordo com suas necessidades, o que resulta em múltiplas visitas ao supermercado ao longo do mês para adquirir itens de pequeno porte.

Drivers de crescimento

Transformação Digital no Caminho Certo: As empresas de varejo alimentício estão avançando na transformação digital, com o Valor Bruto de Mercadorias (GMV) no e-commerce aumentando cerca de 10% no primeiro trimestre de 2023. A adoção de várias modalidades de entrega e o foco na expansão digital têm impulsionado o setor. A relevância do comércio eletrônico de alimentos é notável. Esses investimentos em transformação digital não apenas proporcionaram uma vantagem competitiva - com 64% dos varejistas entrevistados afirmando que contribuíram "muito" para a empresa - mas também melhoraram a experiência do consumidor, com 75% dos varejistas declarando que essa experiência melhorou muito. Os principais benefícios trazidos pelos investimentos em Transformação Digital incluem um aumento no faturamento, que passou de 74% em 2021 para 87% e um aumento no engajamento do consumidor em vendas digitais, que passou de 62% em 2021 para 76%. Além disso, a mudança para o trabalho remoto foi significativa, passando de 23% em 2019 para 83% em 2022. Notavelmente, apenas 20% dos varejistas planejam restringir este formato de trabalho no pós-pandemia, evidenciando a crescente aceitação das mudanças trazidas pela transformação digital (Figura 4).

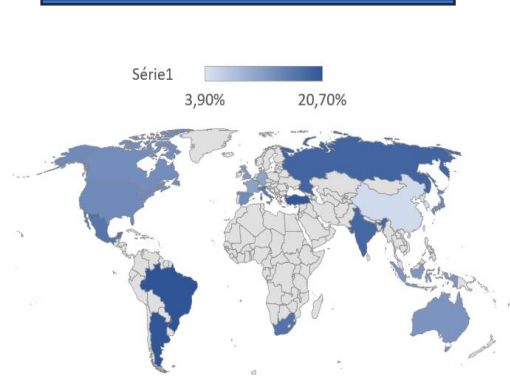
Expansão de Lojas e Foco em Renovações: As empresas do setor de varejo alimentício têm aprimorado suas estratégias de expansão, com uma ênfase especial na abertura de novas lojas de proximidade (Figura 5). Esta tendência está em alta no setor, evidenciado pelo aumento expressivo de 21% no seu faturamento no ano de 2021. Simultaneamente, as empresas estão investindo de forma substancial na renovação de suas lojas existentes, uma estratégia que tem se mostrado eficaz, dado que as lojas renovadas superaram o desempenho das não renovadas nos últimos três anos. De fato, 77% das empresas de varejo optaram por renovar suas lojas físicas, melhorando não só o layout, mas também a variedade de produtos e a qualidade do atendimento ao cliente. Esta dupla estratégia de expansão e renovação indica o comprometimento das empresas em oferecer uma experiência de compra otimizada e personalizada aos seus clientes.

Figura 6. Faturamento setor Supermercadista



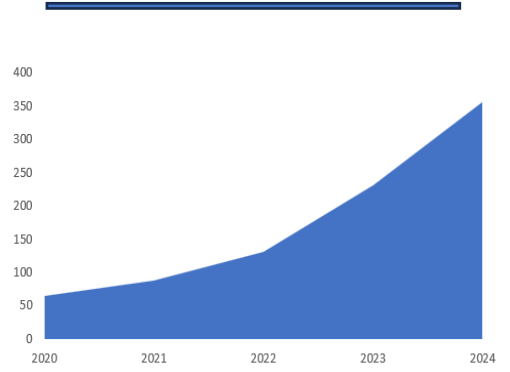
Fonte: RI da empresa

Figura 7. Top 20 maiores crescimentos de compras on-line



Fonte: RI da empresa, IBGE

Figura 8. Expansão lojas de proximidade GPA



Fonte: ABRAS

Competitive Positioning

Dinâmica de preço dos competidores

Considerando um cenário cada vez mais competitivo, onde o lucro está diretamente relacionado à precificação e oferta de produtos, uma estratégia vem se destacando e sendo aprimorada pelos principais players do setor: a precificação dinâmica. Essa abordagem baseia-se no uso de fatores relevantes, como oferta, demanda e concorrência. No entanto, nos últimos anos, graças a investimentos em novos softwares e inteligência artificial, a determinação dos valores evoluiu para incluir o monitoramento de nossas pegadas digitais, considerando fatores como o número de pessoas buscando o mesmo produto, o caminho percorrido online, a propensão para adquiri-lo no momento e até mesmo os comentários dos usuários nas redes sociais. Assim, ao se adaptar às demandas do mercado em tempo real, as empresas podem otimizar suas estratégias de precificação e oferecer produtos e serviços mais atrativos aos consumidores (Figura 11)

Regiões de Atuação

O GPA possui mais de 2.000 lojas em todas as regiões do país: 20 estados, sendo eles: AL, BA, CE, ES, GO, MA, MS, MG, MT, PB, PE, PI, PR, RJ, RN, RS, SC, SE, SP, TO, além do Distrito Federal, com operação de lojas físicas e e-commerce. O grupo é o maior empregador privado do país em sua área de atuação, com mais de 139 mil colaboradores.

Players e Market share

O mercado supermercadista brasileiro é altamente competitivo e dinâmico (Figura 9). A disputa não é apenas por participação de mercado (Figura 10), mas também pela adaptação às preferências do consumidor e transformação dos formatos comerciais.

Temos visto uma tendência das tradicionais lojas de hipermercado para lojas de proximidade. Estas, menores e mais perto dos consumidores, oferecem comodidade e uma experiência de compra personalizada. Mas, embora as lojas de proximidade cresçam em preferência, hipermercados ainda geram receita significativa. Contudo, com a concorrência crescente, precisam se adaptar e inovar para se manterem relevantes.

Neste cenário competitivo, o Grupo Pão de Açúcar (GPA) destaca-se. Com planos de abrir mais 300 lojas entre 2022 e 2024 e um caixa disponível de R\$ 3,5 bilhões, o GPA tem condições de financiar sua expansão e outros investimentos estratégicos. Além disso, o GPA tem forte presença no setor de lojas de proximidade, podendo se beneficiar da mudança nas preferências do consumidor.

É importante ressaltar que o setor supermercadista apresenta riscos, sendo os mais importantes o acesso ao caixa e o refinanciamento de dívidas. Por fim, vale ressaltar um elemento-chave para superar a competição: o aumento na venda de produtos perecíveis. Esta estratégia pode impulsionar o fluxo de clientes nas lojas, aumentando as vendas destes itens e incentivando compras adicionais em outras categorias.

Vantagens Competitivas

(1) **Marcas exclusivas:** Taeq, Qualitá, Casino, Club des Sommeliers, Caras do Brasil e Finlandek.

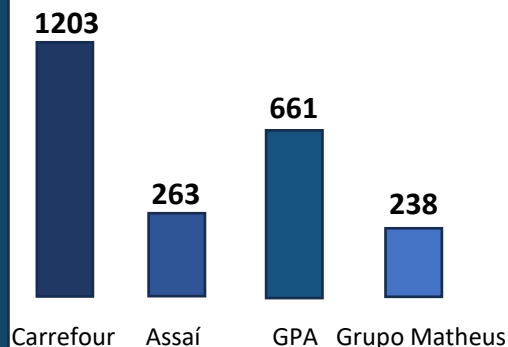
(2) **Sustentabilidade:** A integração da cadeia produtiva se dá em um modelo de respeito ao meio ambiente, transparência no diálogo com as partes e estímulo ao desenvolvimento sustentável. Para isso, mantém uma série de programas, projetos e ações específicos que buscam desempenho superior em aspectos econômicos, ambientais e sociais, reforçando o conceito de gestão eficiente e a educação para o consumo consciente.

(3) **FIC:** A FIC gerencia os cartões de crédito com bandeiras Extra e Pão de Açúcar e oferece uma gama de produtos, como crédito pessoal e consignado, pagamento de contas, parcelamento de fatura, entre outros, com taxas e benefícios diferenciados.

(4) **Eficiência Logística:** Foram desenvolvidas ações para obter sinergias logísticas entre os negócios, como o início do compartilhamento de centrais de distribuição entre o mundo físico e o comércio eletrônico, garantindo o aumento de produtividade e a redução de custos operacionais, e também contribuindo para financiar o nível de competitividade em preço.

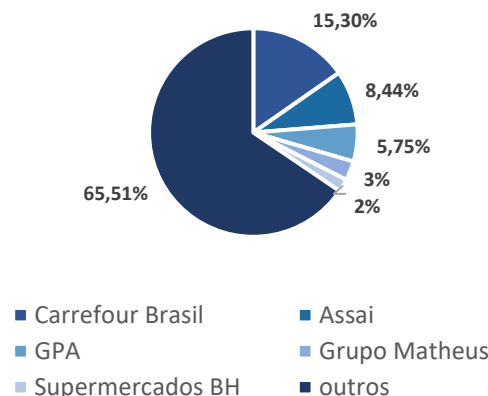
(5) **Inovação, Diferenciação e Diversidade:** As diferentes lojas do Pão de Açúcar estão cada vez mais presentes, além das diversas lojas de proximidade e os tradicionais hipermercados, recentemente, o grupo lançou o Pão de Açúcar Fresh e o Pão de Açúcar Premium. O primeiro oferece produtos frescos com foco em frutas, verduras e demais perecíveis. Enquanto, o modelo gourmet opera sob o conceito da geração 7, apresentando uma performance de vendas 12% superior em relação às lojas da geração anterior. Esse tipo de loja se baseia em 4 pilares para melhorar a experiência do consumo: experimental, exclusivo, social e fluído. Desse modo, as lojas pretendem revitalizar o fluxo e integrar a tecnologia ao processo de compra.

Figura 9. Top 4 Players by number of stores



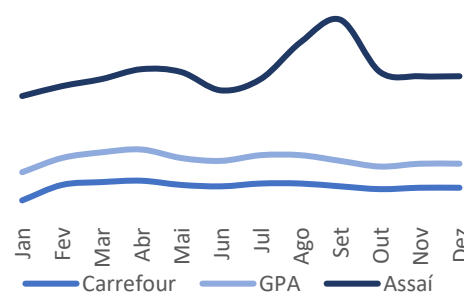
Fonte: RI da empresa

Figura 10. Market share



Fonte: Euromonitor

Figura 11. Top players Search Evolution 2022



Fonte: Euromonitor

ESG

Environment: A Jornada do Grupo Pão de Açúcar para um Futuro Verde

Avançando para a Sustentabilidade: O setor alimentício é conhecido por sua pegada ecológica substancial, e o Grupo Pão de Açúcar está ciente de sua responsabilidade em reduzir esse impacto. Para lidar com essa questão, a empresa tomou medidas impressionantes. Entre as várias iniciativas, o Grupo Pão de Açúcar avançou ao atingir que 97% do seu consumo de energia elétrica de média tensão viesse de fontes renováveis.

Enfrentando o Desafio Logístico: Com um vasto número de lojas e operações extensivas, a logística é um aspecto crítico para o Grupo Pão de Açúcar. Ao implementar um sistema de roteirização mais eficiente e uma frota mais ecoeficiente, a empresa conseguiu reduzir a quantidade de viagens em 6% em relação ao ano anterior, evidenciando seu compromisso em diminuir as emissões de gases de efeito estufa (Figura 12)

Revolucionando o Sistema de Refrigeração: A refrigeração é uma parte integral das operações de um supermercado, e o Grupo Pão de Açúcar reconheceu isso ao realizar grandes melhorias em seus sistemas. Em nove lojas, a empresa implementou um retrofit total do sistema de refrigeração e, em outras dez, substituiu gases refrigerantes por opções menos danosas ao meio ambiente.

Construindo um Futuro Sustentável: Como parte de seu compromisso contínuo com a sustentabilidade, o Grupo Pão de Açúcar implementou o programa REUSE em todas as suas lojas. Este programa, focado na gestão adequada de resíduos, reafirma a determinação da empresa em minimizar o desperdício e maximizar a reutilização e reciclagem.

Social

Já na prática social, o GPA conquistou o selo Melhores Empresas para Trabalhar na categoria Mulher, em reconhecimento às suas ações significativas para promover a equidade de gênero (Figura 13), como o Manifesto da Alta Liderança Masculina. Com um percentual de 39,3% de mulheres em cargos de liderança, o GPA está próximo de atingir a meta estabelecida de 40% até 2025. Além disso, a empresa se destaca na promoção da diversidade, inclusão e impacto social.

Um exemplo nítido é a doação de alimentos não esteticamente atrativos, que permitiu a complementação de mais de 380 mil refeições e beneficia bancos de alimentos e organizações sociais parceiras. Além disso, em uma ação emergencial, o GPA arrecada 52 toneladas de alimentos e mais de 4.000 unidades de água para auxiliar as pessoas afetadas pelas chuvas no litoral norte de São Paulo. Essas iniciativas evidenciam o compromisso do GPA em criar um ambiente de trabalho igualitário, além de contribuir para o bem-estar das comunidades e apoiar causas sociais.

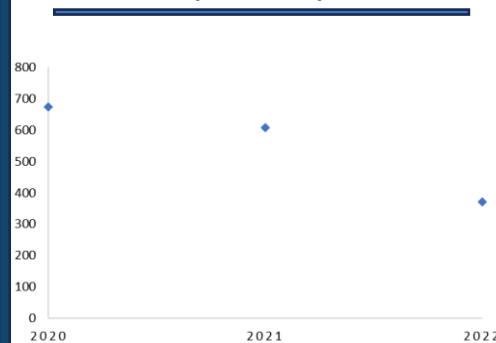
Governance

Quem lidera a empresa: Marcelo Pimentel, com a empresa há 1 ano e 6 meses, é o atual CEO do Grupo Pão de Açúcar, sucedendo Jorge Faiçal Filho. Ele traz uma vasta experiência no varejo, tendo servido como CEO das Lojas Marisa e trabalhado na Asda e no Grupo DPSP. Sua liderança está focada em bandeiras premium e no e-commerce, impulsionando o crescimento da empresa.

Composição acionária: Como principal acionista, a Casino possui uma participação de 42% no GPA. Os principais investidores brasileiros da empresa (Figura 14) incluem os fundos BTG Pactual, com uma fatia de 6,3%, e os empresários Abílio Diniz e Michael Klein, que possuem ações por meio de swaps, presumivelmente em torno de 5% cada. Adicionalmente, a SPX detém uma parcela adicional de 1,75% do capital.

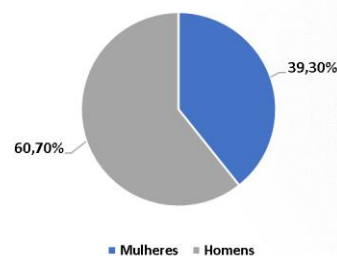
Remuneração da Diretoria: A política de remuneração da empresa é baseada nas responsabilidades dos membros da administração, tempo dedicado às funções, competência e reputação profissional, bem como o valor de seus serviços no mercado. Empresas especializadas são contratadas para avaliar a remuneração de acordo com as práticas do mercado. A remuneração variável dos diretores é calculada com base em indicadores financeiros e não financeiros, alinhados ao planejamento estratégico. A participação nos resultados é vinculada ao desempenho da empresa e do diretor. A remuneração total é referendada para alinhar-se com as principais empresas do Brasil. A estrutura de remuneração é então proposta pelo Comitê de Governança Corporativa e Recursos Humanos e pelo Conselho de Administração (ver figura 15).

Figura 12. Emissões de GEE (mil tCO2)



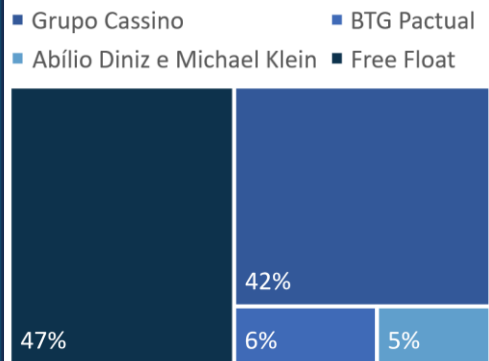
Fonte: RI da empresa

Figura 13. Composição de cargos de liderança



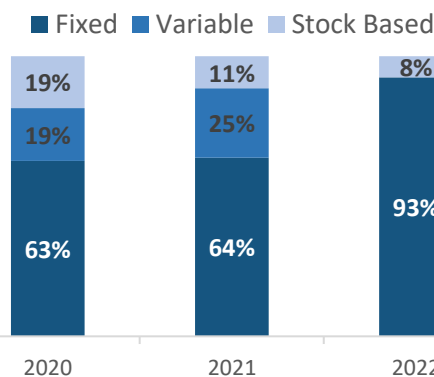
Fonte: RI da empresa

Figura 14. Shareholders Structure



Fonte: RI da empresa

Figura 15. Compensation Structure



Fonte: RI da empresa

RISKS

Riscos Regulatórios (R):

Legislação Ambiental e Investimentos Não Previstos (R1): A Companhia está sujeita a uma vasta legislação federal, estadual e municipal relacionada à preservação e proteção do meio ambiente, especialmente em relação aos seus postos de gasolina. O não cumprimento dessas leis e regulamentos pode expor a empresa a sanções administrativas e criminais, além da obrigação de reparar ou indenizar terceiros pelos danos causados. A empresa pode ser obrigada a aumentar significativamente seus investimentos e custos para cumprir estritamente essas leis e regulamentos ambientais. Investimentos ambientais não previstos podem reduzir os recursos disponíveis para outros investimentos e podem afetar significativamente a empresa, assim como a cotação de suas ações ordinárias e ADSs.

Alterações nas Políticas Governamentais (R2): A imprevisibilidade sobre a possibilidade de o governo implementar mudanças em políticas ou regulamentações que afetem fatores sociais e econômicos gera incertezas na economia brasileira, aumentando a volatilidade do mercado de capitais brasileiro e do exterior. Essas mudanças podem incluir esforços para implementar reformas trabalhistas, fiscais e previdenciárias, bem como alterações em tributos e regulamentações relacionadas a pandemias e epidemias, como a COVID-19.

Riscos de Mercado (Me):

Volatilidade das Taxas de Juros e Câmbio (Me1): A Companhia está exposta a riscos de mercado decorrentes de oscilações nas taxas de mercado, como taxas de câmbio e taxas de juros. Essas oscilações podem afetar as operações financeiras da empresa, que incluem a emissão de valores mobiliários ao mercado e operações de financiamento com instituições bancárias, tanto brasileiras quanto estrangeiras. A volatilidade das taxas de juros pode influenciar diretamente o capital de giro da empresa, a estratégia de caixa e os investimentos.

Volatilidade do Mercado de Ações e Preço de Commodities (Me2): A empresa está sujeita à volatilidade do mercado de ações e à flutuação dos preços de seus produtos, especialmente commodities agrícolas. Essas flutuações podem ser influenciadas por diversos fatores, incluindo condições econômicas globais e desenvolvimentos em outros países. Eventos significativos, como aumento das taxas de juros em outros países e conflitos geopolíticos, podem afetar adversamente o valor de mercado dos valores mobiliários da empresa.

Concorrência Intensa no Setor Varejista (Me3): A Companhia enfrenta uma concorrência intensa no mercado varejista, especialmente de empresas que operam no segmento de cash and carry. A pressão competitiva é particularmente forte nos mercados de São Paulo e Rio de Janeiro, onde a empresa compete com grandes multinacionais de varejo de alimentos e mercadorias gerais, além de supermercados locais e mercearias independentes. A concorrência intensa pode afetar negativamente a participação de mercado e a lucratividade da empresa.

Riscos Operacionais (B):

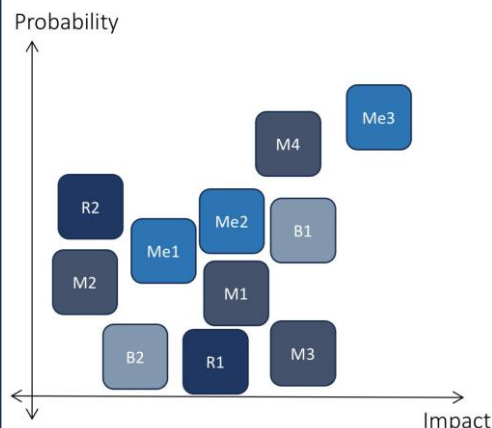
Dependência de Fornecedores (B1): A empresa depende substancialmente de poucos fornecedores para algumas categorias de produtos. Alterações nessa cadeia de fornecimento podem afetar adversamente as atividades e negócios da empresa. Se um fornecedor não puder fornecer produtos na quantidade e frequência usuais e a empresa não puder substituí-lo em tempo hábil, isso pode ter um efeito adverso significativo sobre os negócios, operações e resultados da empresa.

Falhas de Tecnologia da Informação (B2): A empresa depende de sistemas de tecnologia da informação e qualquer falha nesses sistemas pode ter um efeito material adverso, afetando seus negócios e submetendo-a a riscos associados à não conformidade com as leis de proteção de dados aplicáveis. Além disso, a empresa está sujeita a uma ampla gama de ameaças cibernéticas, incluindo ataques cibernéticos, que estão relacionados à confidencialidade, disponibilidade e integridade de seus sistemas e dados.

Riscos Macroeconômicos (M):

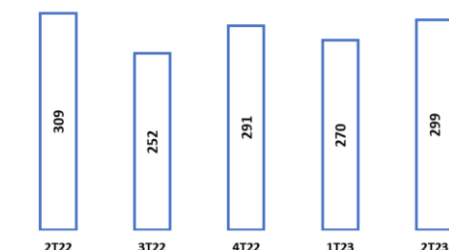
Instabilidade Econômica e Política Brasileira (M1): A economia brasileira é significativamente influenciada pelo governo, e a instabilidade política pode afetar adversamente a empresa e as cotações de suas ações ordinárias e ADSs. A imprevisibilidade sobre mudanças em políticas ou regulamentações governamentais gera incertezas na economia brasileira, aumentando a volatilidade do mercado de capitais brasileiro e do exterior. Essas incertezas podem afetar adversamente as atividades comerciais da empresa e, conseqüentemente, seus resultados operacionais.

Figura 16. Matriz de riscos



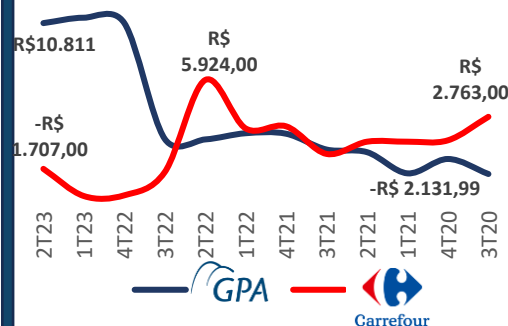
Fonte: Grupo

Figura 17. EBITDA Ajustado



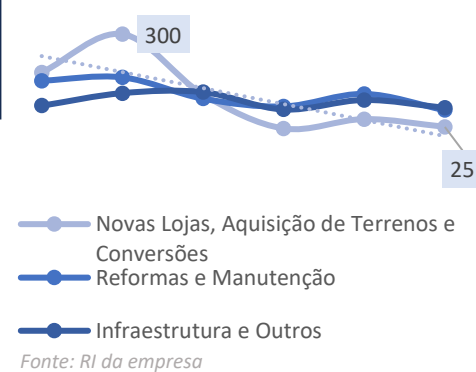
Fonte: Status Invest

Figura 18. Working Capital GPA vs Carrefour



Fonte: RI's das empresas

Figura 19 - CAPEX GPA



Fonte: RI da empresa

RISKS

Riscos Macroeconômicos (M):

Flutuações Econômicas Globais (M2): A economia brasileira é influenciada em vários graus pelas condições econômicas e de mercado de outros países, incluindo os Estados Unidos e alguns países europeus. Reações dos investidores a desenvolvimentos em outros países podem afetar adversamente o valor de mercado dos valores mobiliários de emissores brasileiros. Qualquer crise financeira ou acontecimentos significativos, como aumento das taxas de juros em outros países, podem diminuir a liquidez global e o interesse dos investidores em valores mobiliários de emissores brasileiros, impactando negativamente o preço de negociação das ações e ADSs da empresa.

Impacto de Pandemias e Epidemias (M3): Surtos de doenças podem causar reduções de demanda em escala global, afetando adversamente os negócios, resultados operacionais, condição financeira e liquidez da empresa. A pandemia de COVID-19, por exemplo, levou a restrições de circulação de pessoas e contato social, impactando negativamente os negócios da empresa, que depende significativamente de compras realizadas presencialmente.

Riscos Associados a Mudanças Climáticas e Ambientais (M4): A empresa utiliza recursos naturais em suas operações, que podem enfrentar maior regulamentação e aumento de custos devido a mudanças climáticas ou outras preocupações ambientais. A transição para fontes alternativas de energia pode resultar em custos mais altos. Além disso, eventos climáticos extremos podem causar danos físicos a lojas ou armazéns, perda ou deterioração de estoque e interrupção dos negócios, afetando adversamente suas atividades.

Análise Financeira

Análise de Margens

Após a implementação do plano de turnaround, o Novo GPA estabeleceu 6 pilares estratégicos que refletiram positivamente nos resultados do 2T23. Mesmo com um mercado desafiador, a receita bruta atingiu R\$ 5,1 bilhões e o lucro bruto chegou a R\$ 1,2 bilhão, com margem de 24,8% (uma melhoria de 0,4 p.p. em relação ao 1T23). Esses números destacam o sucesso da recuperação dos formatos Premium e das negociações comerciais.

As lojas Pão de Açúcar viram suas vendas crescerem 8,6% - um resultado de investimentos em alimentos perecíveis e melhorias no sortimento. O programa de fidelidade reformulado atraiu mais clientes e o aplicativo do programa evoluiu, centralizando os benefícios para os usuários.

A dívida líquida da empresa diminuiu, chegando a R\$ (2,9) bilhões, uma redução de R\$100 milhões em relação ao 1T23. O robusto caixa de R\$ 3,2 bilhões indica uma estratégia bem-sucedida de desalavancagem financeira.

Finalmente, o EBITDA ajustado foi de R\$ 299 milhões, com margens de 6,3% no EBITDA e de -1,1% no EBIT.

Working Capital & CAPEX

Resiliência Financeira do GPA: A Companhia Brasileira de Distribuição (GPA) mostrou notável habilidade financeira ao transformar um déficit de capital de giro de -2 bilhões em 2020 para impressionantes 10 bilhões no 2T2023. Esta evolução destaca sua competência e adaptação em um mercado em constante mudança. Alinhando-se às tendências, o GPA intensificou seu foco em lojas menores, atendendo a uma demanda crescente por estabelecimentos ágeis e compactos que se adaptam rapidamente às preferências dos consumidores.

Priorizando a Modernização: O direcionamento do CAPEX do GPA revela uma abordagem estratégica renovada. Embora tenha reduzido investimentos em Novas Lojas e Aquisição de Terrenos (de 157 em 2018 para -46 em 2023), há um foco visível em Reformas e Manutenção. Esta estratégia sinaliza que o GPA está comprometido em garantir que suas operações atuais sejam modernizadas, competitivas à altura das expectativas do cliente.

Investindo para o Futuro: O GPA está conscientemente moldando sua infraestrutura para os desafios futuros. A trajetória dos investimentos em Infraestrutura mostra uma diminuição, de 165 em 2018 para 81 em 2023. Em um cenário varejista onde a integração entre operações físicas e digitais é crucial, o GPA está se reajustando para não apenas atender, mas também liderar as transformações do setor.

Figura 20. Rentabilidade

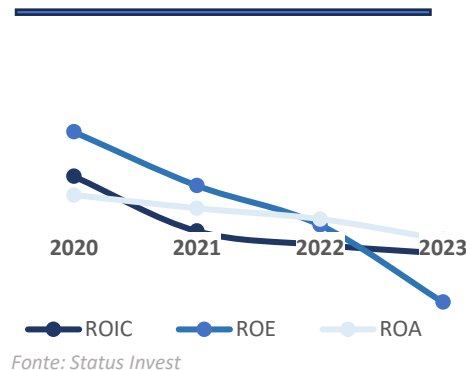


Figura 21. Lucro Líquido

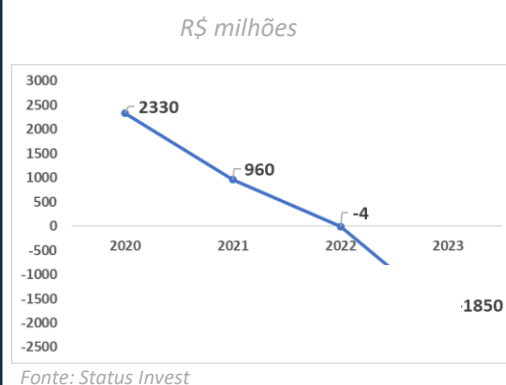


Figura 22. Capex Projection

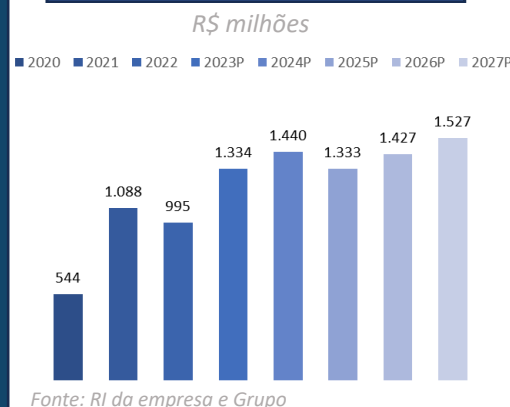
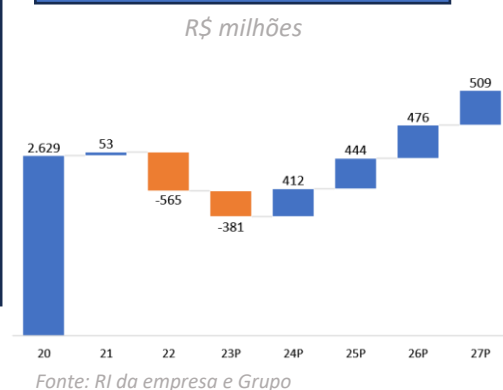


Figura 23. EBITDA Projection



Análise Financeira

Rentabilidade

Os indicadores de rentabilidade apresentaram uma queda a partir de 2020, na qual o ROIC caiu de 7,58% em 2020 para -6,82% em 2023, e o ROE caiu de 15,91% para -15,90% em 2023, impactado principalmente pelas vendas anteriores do segmento de hipermercados, com destaque para a bandeira Extra Hiper, a qual foi vendida para o Assai. Atualmente o GPA visa intensificar o foco e a aceleração da expansão dos negócios de maior rentabilidade da companhia "por meio dos segmentos premium e de proximidade e focando na bandeira Pão de Açúcar. O ROA da empresa também apresentou uma queda de 4,09% em 2020 para -4,19% em 2023, o que faz com que o GPA tenha uma menor eficiência na geração de lucro.

Indicadores

Após a implementação do plano de turnaround, o Novo GPA estabeleceu 6 pilares estratégicos que refletiram positivamente nos resultados do 2T23. Mesmo com um mercado desafiador, a receita bruta atingiu R\$ 5,1 bilhões e o lucro bruto chegou a R\$ 1,2 bilhão, com margem de 24,8% (uma melhoria de 0,4 p.p. em relação ao 1T23). Esses números destacam o sucesso da recuperação dos formatos Premium e das negociações comerciais.

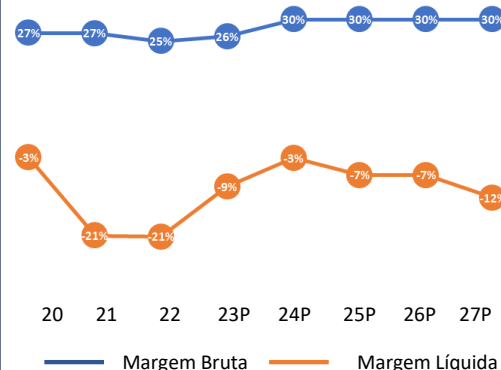
As lojas Pão de Açúcar viram suas vendas crescerem 8,6% - um resultado de investimentos em alimentos perecíveis e melhorias no sortimento. O programa de fidelidade reformulado atraiu mais clientes e o aplicativo do programa evoluiu, centralizando os benefícios para os usuários. A dívida líquida da empresa diminuiu, chegando a R\$ (2,9) bilhões, uma redução de R\$100 milhões em relação ao 1T23. O robusto caixa de R\$ 3,2 bilhões indica uma estratégia bem-sucedida de desalavancagem financeira.

Finalmente, o EBITDA ajustado foi de R\$ 299 milhões, com margens de 6,3% no EBITDA e de -1,1% no EBIT.

Os resultados financeiros recentes do Grupo Pão de Açúcar (GPA) são coerentes com a análise prévia dos indicadores financeiros, destacando uma trajetória descendente. A persistente queda nos indicadores-chave, como ROIC, ROE e ROA, é respaldada pelos dados fornecidos. O prejuízo de -4 milhões em 2022 e o déficit acentuado de -1,85 bilhão nos últimos 12 meses refletem questões profundas, incluindo o desempenho aquém do esperado da Cnova, despesas extraordinárias vinculadas à reestruturação, contingências e provisões fiscais. Esses fatores, juntamente com margens mais fracas no setor, compõem a narrativa subjacente aos números, contribuindo para o impacto direto nos indicadores financeiros e ampliando as preocupações sobre a saúde financeira do GPA.

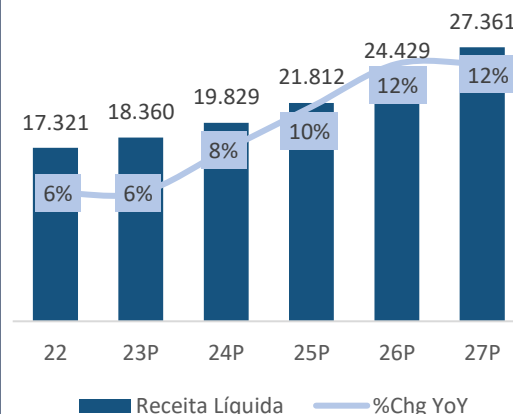
Esses insights são um sinal claro de desafios substanciais, que clamam por uma análise minuciosa e estratégias eficazes para reverter a tendência negativa.

Figura 24. Margem Bruta X Margem Líquida



Fonte: RI da empresa

Figura 25. Projeção Receita Líquida R\$(milhões)



Fonte: RI da empresa e Grupo

Valuation

Nós reiteramos nossa recomendação de venda para o GPA (PCAR3), com um preço alvo de R\$ 4,52, representando um downside de 3,55% em relação ao dia 14 de setembro de 2023. Para estruturar a dimensão do crescimento da companhia, foi criado um DCF Model com uma projeção de 10 anos.

Premissas

Receita por canal: Apesar de o GPA ter mostrado habilidade financeira ao transformar seu déficit de capital de giro em 2020, ainda há preocupações sobre a consistência de sua performance em seus diferentes canais de atuação. A recente mudança para lojas menores pode ser uma resposta tardia a tendências já estabelecidas, levantando dúvidas sobre sua capacidade de antecipar movimentos do mercado.

Área Total: O GPA parece estar tentando otimizar sua área total através da modernização de suas operações existentes. No entanto, essa abordagem pode sugerir uma hesitação ou falta de recursos para expandir e conquistar novos mercados. A reestruturação de espaços e foco em reformas, ao invés de expansão, pode ser um sinal de que a empresa está enfrentando desafios para crescer de forma orgânica.

Valuation

Premissas

Número de Lojas: A mudança no direcionamento do CAPEX, com redução de investimentos em Novas Lojas e Aquisição de Terrenos, pode ser interpretada como um sinal de cautela excessiva ou até mesmo de dificuldades financeiras. A ênfase em Reformas e Manutenção, em vez de expansão agressiva, pode indicar uma visão defensiva, em vez de uma estratégia de crescimento audaciosa.

Receita Online: No cenário atual, onde a integração entre operações físicas e digitais é vital, o GPA parece estar atrasado em se ajustar às rápidas transformações do setor. Embora haja movimentos em direção ao digital, há dúvidas sobre se a empresa será capaz de competir efetivamente no espaço online.

Capex: O direcionamento estratégico do CAPEX revela uma postura mais conservadora e talvez reativa. Os próximos anos mostrarão se essa abordagem será benéfica ou se representará oportunidades perdidas em um mercado em constante evolução.

Metodologia DCF

Na avaliação do Grupo Pão de Açúcar via método do Fluxo de Caixa Descontado (DCF), empregamos uma série de premissas para estimar o valor da empresa. Primeiramente, o (I)Custo do Patrimônio Líquido (Ke) foi calculado como 14,84%, com base numa (II) Taxa Livre de Risco de 11,2%, (DI1F28), (III) um Beta de 0,38 , enquanto (IV) o Equity Risk Premium (ERP) de 9,57%, que foi calculado por Aswath Damodaran. Já o (V) custo da dívida (Kd) foi calculado em 7,99%, considerando o custo atual do Grupo Pão de Açúcar para contrair empréstimos. Integrando essas variáveis, chegamos a um (VI) Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) de 14,13%. Além disso, a taxa de imposto aplicada foi de 34%. Essa abordagem de valuation fornece uma visão robusta do valor econômico do Grupo Pão de Açúcar, considerando tanto as condições de mercado quanto as especificidades da empresa, o que é crucial para entender o potencial de investimento e retorno desta.

Análise Sensitiva

Para adquirir mais certeza da recomendação feita, foi utilizado o método da Análise Sensitiva, a tabela cruza os valores de crescimento (G) e WACC, e destaca como diferentes combinações desses parâmetros influenciam o valuation do Grupo Pão de Açúcar. Em cenários com taxas de crescimento mais conservadoras, como 2% e 3%, percebe-se uma redução gradativa no valuation conforme o WACC se eleva. No entanto, ao considerarmos uma taxa de crescimento de 4%, alinhada à assumida em perpetuidade, o valuation mostra-se mais vulnerável a aumentos no WACC. Em contraste, com taxas de crescimento otimistas, como 5% e 6%, o valuation tende a subir, ainda que essa elevação decresça proporcionalmente ao aumento do WACC. É notório, através desta análise, o ponto crítico em 4% de crescimento, onde o WACC exerce significativa influência sobre o valuation. Para investidores e stakeholders, essa análise enfatiza a necessidade de cautela e entendimento desses parâmetros ao ponderar riscos e retornos em distintos contextos de mercado.

Cost of Debt	
CDI	10,51%
Spread (Debentures)	1,60%
Tax Rate	34%
Kd (BRL)	7,99%

Cost of Equity (BRL)	
Risk free	11,20%
Equity risk premium	9,57%
Beta	0,38
Ke (BRL)	14,84%

WACC	
% Equity	90%
% Debt	10%
Debt	1.169
Equity	10.088
WACC	14,13%

		WACC					
		-3,55%	12,13%	13,13%	14,13%	15,13%	16,13%
G	2,0%	-18,30%	-19,01%	-19,68%	-20,30%	-20,88%	
	3,0%	-10,95%	-11,67%	-12,34%	-12,96%	-13,54%	
	4,0%	-2,17%	-2,88%	-3,55%	-4,17%	-4,75%	
	5,0%	8,55%	7,83%	7,16%	6,54%	5,97%	
	6,0%	21,90%	21,18%	20,52%	19,89%	19,32%	

Apêndice

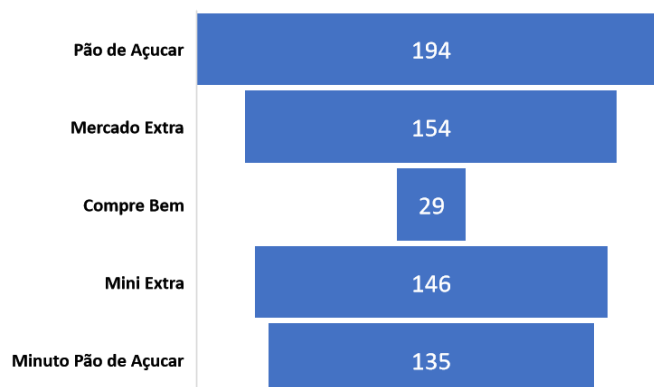
Apêndice 1 - Análise Swot:

Forças	Fraquezas
<ul style="list-style-type: none"> • Titular de diversas marcas e nomes de domínio relevantes; • Grande número de lojas; • Introdução de novas categorias para atender a todos os públicos (supermercados premium ou mainstream) + lojas de proximidade; 	<ul style="list-style-type: none"> • Diminuição da qualidade de atendimento nos supermercados (falta de mão de obra qualificada);
Oportunidades	Ameaças
<ul style="list-style-type: none"> • Venda de itens básicos do dia a dia (alimentos); • Adequar o espaço para se tornar algo mais rápido e prático para clientes que procuram produtos de pequeno porte; • Margem para expansão em outras regiões do Brasil. 	<ul style="list-style-type: none"> • Concorrente forte (Carrefour); • Setor cíclico (influenciado pelo contexto macroeconômico); • Regulamentos diferentes em cada estado.

Apêndice 2 – Matriz BCG:



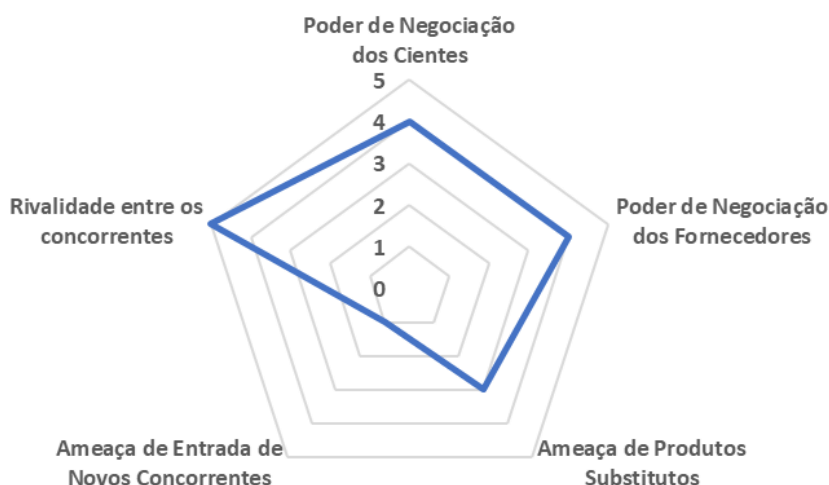
Apêndice 3 – Quantidade de lojas:



Apêndice

Apêndice 4 – 5 Forças de Porter:

Força	Classificação	Justificativa
Poder de Negociação dos Clientes	4	O poder de negociação dos clientes tende a ser alta devido as várias opções de supermercados e varejistas para escolher, o que lhes dá a liberdade de buscar melhores preços e serviços em outros lugares. A fidelidade dos clientes pode ser influenciada pela qualidade do serviço, preço e variedade de produtos oferecidos.
Poder de Negociação dos Fornecedores	4	Devido ao fato de ser uma grande empresa de varejo, o GPA tem poder de compra considerável e pode negociar com fornecedores para obter preços competitivos. No entanto, em algumas categorias de produtos específicas, fornecedores com poucas opções ou produtos exclusivos podem ter mais poder de barganha.
Ameaça de Produtos Substitutos	3	A ameaça de produtos ou serviços substitutos também pode ser moderada. Embora os supermercados sejam uma parte essencial da vida cotidiana das pessoas, existem alternativas, como compras online em outras plataformas ou mesmo em lojas físicas diferentes, como atacarejos e mercearias menores.
Ameaça de Entrada de Novos Concorrentes	1	A ameaça de novos entrantes no setor de varejos e supermercados pode ser considerada baixa. A entrada nesse mercado requer investimentos significativos em infraestrutura, cadeia de suprimentos, logística e relacionamento com fornecedores. Além disso, o GPA já tem uma presença estabelecida e uma rede de lojas em todo o Brasil, o que dificulta a entrada de novos concorrentes.
Rivalidade entre os concorrentes	5	O Grupo Pão de Açúcar enfrenta concorrência significativa no setor de varejo e supermercados no Brasil. Empresas como Carrefour, Walmart (agora Grupo Big), e outras redes de supermercados regionais são seus principais concorrentes. A rivalidade é acirrada, o que pode afetar as margens de lucro e obrigar a empresa a investir em diferenciação de produtos e preços competitivos para manter sua participação de mercado.



Apêndice

DRE [R\$ milhões]	20	21	22	23P	24P	25P	26P	27P
Receita Líquida	51.253,0	16.298,0	17.321,0	19.053,1	20.577,3	22.223,5	23.779,2	25.443,7
% YoY		-68%	6%	10%	8%	8%	7%	7%
Custo dos Serviços Prestados	(37.504,0)	(11.942,0)	(13.019,0)	(14.099,3)	(14.404,1)	(15.556,5)	(16.645,4)	(17.810,6)
% da Receita	73%	73%	75%	74%	70%	70%	70%	70%
Lucro Bruto	13.749,0	4.356,0	4.302,0	4.953,8	6.173,2	6.667,1	7.133,8	7.633,1
% da Receita	27%	27%	25%	26%	30%	30%	30%	30%
SG&A (ex-D&A)	(11.120,0)	(4.303,0)	(4.867,0)	(5.334,9)	(5.761,7)	(6.222,6)	(6.658,2)	(7.124,2)
% da Receita	22%	26%	28%	28%	28%	28%	28%	28%
EBITDA	2.629,0	53,0	(565,0)	(381,1)	411,5	444,5	475,6	508,9
% da Receita	5%	0%	-3%	-2%	2%	2%	2%	2%
D&A	(2.564,0)	(2.117,0)	(1.902)	(1.714,8)	(1.646,2)	(2.444,6)	(2.615,7)	(3.816,6)
% da Receita	5%	13%	11%	9%	8%	11%	11%	15%
EBIT	65,0	(2.064,0)	(2.467,0)	(2.095,8)	(1.234,6)	(2.000,1)	(2.140,1)	(3.307,7)
% da Receita	0%	-13%	-14%	-11%	-6%	-9%	-9%	-13%
Resultado Financeiro	(728,0)	(623,0)	(750)	762,1	823,1	888,9	951,2	1.017,7
% da Receita	1%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
EBT	(663,0)	(2.687,0)	(3.217,0)	(1.333,7)	(411,5)	(1.111,2)	(1.189,0)	(2.289,9)
% da Receita	-1%	-16%	-19%	-7%	-2%	-5%	-5%	-9%
IR e CS	(662,0)	(725,0)	(454)	(453,5)	(139,9)	(377,8)	(404,2)	(778,6)
Tax rate (%)	-100%	-27%	-14%	-34%	-34%	-34%	-34%	-34%
Lucro Líquido	(1.325,0)	(3.412,0)	(3.671,0)	(1.787,2)	(551,5)	(1.489,0)	(1.593,2)	(3.068,5)
% da Receita	-3%	-21%	-21%	-9%	-3%	-7%	-7%	-12%

PP&E, Capex, D&A [R\$ milhões]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Imobilizado e Intangíveis BoP		26.052	22.097	8.830	8.449	8.243	7.132	5.943
Capex	544	1.088	995	1.334	1.440	1.333	1.427	1.527
Depreciação e Amortização	(2.564)	(2.117)	(1.902)	(1.715)	(1.646)	(2.445)	(2.616)	(3.817)
Outros	28.072	(2.926)	(12.360)					
Imobilizado e Intangíveis EoP	26.052	22.097	8.830	8.449	8.243	7.132	5.943	3.653
Depreciação e Amortização	(2.564)	(2.117)	(1.902)	(1.715)	(1.646)	(2.445)	(2.616)	(3.817)
% Imobilizado e Intangíveis	10%	10%	22%	20%	20%	34%	44%	104%
Capex	544	1.088	995	1.334	1.440	1.333	1.427	1.527
% da Receita Líquida	1%	7%	6%	7%	7%	6%	6%	6%

Apêndice

Balço Patrimonial	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Ativo	53295,2	49442,8	43840,0	16660,0	16249,6	15293,9	14204,7	11675,4
Ativo Circulante	17.641	17.873	28.559	8211,0	8006,4	8161,9	8261,7	8022,3
Caixa e equivalentes de caixa	8.711	8.274	3.752	4108,2	3787,1	3605,0	3385,8	2805,1
Contas a receber	686	831	417	476,3	514,4	555,6	594,5	636,1
Estoques	6.536	5.257	2.046	3626,5	3704,9	4001,3	4281,4	4581,1
Outros	1708,0	3511,0	22344,0					
Ativo Não Circulante	35.654	31.570	15.281	8448,9	8243,2	7132,0	5943,0	3653,1
Imobilizado e intangível	26052,0	22097,0	8830,0	8448,9	8243,2	7132,0	5943,0	3653,1
Outros	9602,2	9472,8	6451,0					
Passivo e Patrimônio Líquido	53295,1	49442,5	43839,5	15040,5	14630,1	13674,5	12585,2	10056,0
Passivo Circulante	18.483	16.550	17.747	7505,4	7646,5	8179,8	8683,8	9223,0
Fornecedores	11.424	10.078	3.123	6525,2	6666,3	7199,6	7703,6	8242,8
Empréstimos e financiamentos	1.089	381	980	980,2	980,2	980,2	980,2	980,2
Outros Passivos	1.678	1.571	360					
Passivo não circulante	18.005	16.511	12.359	2204,0	2204,0	2204,0	2204,0	2204,0
Empréstimos e financiamentos	3.464	4.059	2.204	2204,0	2204,0	2204,0	2204,0	2204,0
Outros passivos	291	258	283					
Patrimônio líquido	16.807	16.381	13.733	5331,1	4779,6	3290,6	1697,4	-1371,1
Capital social	5.434	5.859	5.861					
Lucros acumulados	6.091	6.925	7.118	5331,1	4779,6	3290,6	1697,4	-1371,1