

## Momento de foco em expansão e ganho de rentabilidade

Comércio – Varejista

12 de novembro de 2014

Revisamos os preços das ações do Grupo Pão de Açúcar para dezembro/2015. Para o *ticker* PCAR4 (Pão de Açúcar), nossa recomendação é de *Market perform*, com preço alvo de R\$ 129,00 (anterior R\$ 122,80 para dezembro/2014), representando um *upside* de 23,3% em relação ao fechamento de 11/11/2014. PCAR4 está sendo negociada a 6,3x EV/EBITDA e 21,7x P/L atualmente. Já para o *ticker* VVAR11 (Via Varejo), a recomendação é de *Outperform*, com *target price* para dezembro/2015 de R\$ 32,30 (anterior R\$ 30,20 para dezembro/2014), uma valorização de 34,0% sobre a cotação de 11/11/2014. VVAR11 está sendo negociada a 5,3x EV/EBITDA e 7,7x P/L.

Maria Paula Cantusio, CNPI  
paulacantusio@bb.com.br

O *valuation* do grupo foi dividido em duas etapas. Primeiro, na avaliação da Via Varejo, consideramos apenas seu portfólio de lojas físicas, tendo em vista que, à partir do 4T13, o resultado da Nova Pontocom passou a ser contabilizado pela companhia por equivalência patrimonial. Em seguida, procedemos com a avaliação do GPA consolidado, considerando suas diferentes frentes de negócio: multivarejo (Pão de Açúcar, Extra, postos e drogarias), atacado de autosserviço (Assaí), lojas físicas da Via Varejo e *e-commerce* (Nova Pontocom). No preço alvo final do GPA consolidado, foi feita a ponderação da participação na Via Varejo.

O GPA cresceu a uma média de 17,5% a.a., nos últimos 10 anos, saindo de um faturamento de R\$ 12,8 bilhões em 2003 para R\$ 64,4 bilhões em 2013. Este desempenho positivo pode ser justificado pela estratégia da companhia em combinar crescimento orgânico com aquisições importantes. O seu modelo de vendas, com foco na multicanalidade e na segmentação das lojas, também é uma característica que lhe traz vantagens competitivas no mercado, conferindo à empresa habilidade de se adaptar às variações econômicas e às mudanças no comportamento de compra dos consumidores de forma ágil. Outros pontos positivos que cercam o negócio do grupo são: (i) as perspectivas positivas de crescimento dos supermercados de atacado, segmento no qual a companhia está presente através do Assaí; (ii) as possibilidades que se abrem com o recente lançamento da rede de proximidade do Minuto Pão de Açúcar; (iii) as marcas próprias do grupo, que possuem forte apelo no mercado e (iv) a posição confortável de alavancagem e de caixa, que permitem aproveitar eventuais oportunidades vantajosas de aquisição que apareçam no mercado.

Embora o cenário atual seja cercado de desafios, o GPA possui liderança e estruturas consolidadas, que lhe permitem obter vantagens frente aos concorrentes menores e ganhar *market share*. Assim, a companhia pretende manter seu *guidance* de investimentos, que inclui a abertura de 580 novas unidades do GPA Alimentar (multivarejo e Assaí) e de 210 novas lojas da Via Varejo no triênio 2014-2016. Além disso, o grupo dará continuidade e aprofundamento às políticas de ganho de eficiência, focando na rentabilidade dos negócios. Com estes fatores, estará formado o alicerce que pode impulsionar seu crescimento no longo prazo.

No que se referem aos riscos aos quais o GPA está exposto, destacamos (i) pressões sobre o poder de compra do consumidor; (ii) a execução do seu plano de expansão dentro do cronograma previsto e (iii) o aumento da concorrência, principalmente nos segmentos de atacado e *e-commerce*. Há também alguns desafios que a companhia precisa transpor para firmar seu crescimento sustentável, dentre os quais destacamos a otimização de sua logística, principalmente no que se refere ao compartilhamento de operações entre a Via Varejo e a Nova Pontocom.

GPA consolidado R\$ milhões	2013	2012	A/A	9M14	9M13	A/A
Receita Operacional Líquida	57.730	50.772	13,7%	45.860	40.928	12,1%
Lucro Bruto	15.026	13.604	10,5%	11.735	10.731	9,4%
Margem Bruta (%)	26,0%	27,0%	-1,0 p.p.	25,6%	26,2%	-0,6 p.p.
EBITDA Ajustado	4.487	3.584	25,2%	3.418	2.882	18,6%
Margem EBITDA Ajustada (%)	7,8%	7,3%	0,5 p.p.	7,5%	7,0%	0,5 p.p.
Lucro Líquido Ajustado	1.842	1.182	55,8%	1.087	709	53,3%
Margem Líquida Ajustada (%)	3,2%	2,3%	0,9 p.p.	2,4%	1,7%	0,7 p.p.

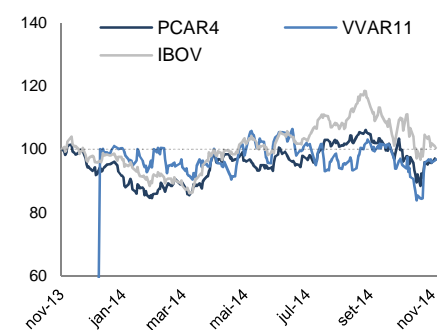
Fonte: GPA e BB Investimento

PCAR4	Market perform
Preço em 11/11/2014 (R\$)	104,61
Preço para 12/2015 (R\$)	129,00
Upside	23,3%
Market Cap (R\$ milhões)	27.747
Variação 1 mês	3,4%
Variação 12 meses	-3,7%
Variação 2014	0,3%
Mín. 52 sem.	91,79
Máx. 52 sem.	115,00

Múltiplos	2014E	2015E	2016E
EV/EBITDA	7,2	6,6	5,8
P/L	17,5	16,0	13,1
LPA (R\$)	7,38	8,04	9,85

VVAR11	Outperform
Preço em 25/08/2014 (R\$)	24,10
Preço para 12/2015 (R\$)	32,30
Upside	34,0%
Market Cap (R\$ milhões)	10.369
Variação 1 mês	5,2%
Variação 12 meses	-3,2%
Variação 2014	-4,2%
Mín. 52 sem.	20,87
Máx. 52 sem.	26,49

Múltiplos	2014E	2015E	2016E
EV/EBITDA	6,3	5,8	5,1
P/L	14,6	13,4	11,1
LPA (UNIT) (R\$)	2,21	2,42	2,93



Fonte: Economática e BB Investimentos

## 1. Tese de Investimento

Revisamos o preço das ações do Pão de Açúcar (PCAR4) e Via Varejo (VVAR11) com recomendação de *Market perform* e *Outperform*, respectivamente. Nosso *target price* é de R\$ 129,00 para PCAR4 e R\$ 32,30 para VVAR11, representando valorizações de 23,3% e 34,0%, respectivamente, em relação às cotações de 11/11/2014. Para 2015, PCAR4 está sendo negociada a 5,9x EV/EBITDA e a 16,2x P/L para 2015 e VVAR11 a 4,5x e 10,1x. No quadro abaixo demonstramos as médias das projeções para 2015 dos principais múltiplos referentes às empresas dos setores do comércio varejistas passíveis de comparação com o Pão de Açúcar e a Via Varejo.

Companhia	EV/EBITDA (x)	P/L (x)	Dividend Yield (%)	ROE (%)
Pão de Açúcar (PCAR4)	5,9	16,2	2,0	14,9
Lojas Americanas (LAME4)	8,3	27,8	1,0	30,8
B2W Digital (BTOW3)	11,6	222,9	0,1	1,4
Via Varejo (VVAR11)	4,5	10,1	2,8	21,0
Hypermarcas (HYPE3)	10,4	19,1	1,4	7,3
Magazine Luiza (MGLU3)	3,5	9,0	2,4	19,4
<b>Média Peers Nacionais</b>	<b>7,4</b>	<b>50,8</b>	<b>1,6</b>	<b>15,8</b>
Carrefour EUR	5,6	13,2	3,3	13,7
Sorianab MXN	9,5	20,0	0,4	8,7
Walmart MXN	11,1	21,0	2,8	17,1
<b>Média Peers Internacionais</b>	<b>8,7</b>	<b>18,1</b>	<b>2,2</b>	<b>13,2</b>

Fonte: Bloomberg (11/12/2014).

No último triênio, as companhias do varejo como um todo foram beneficiadas pelo viés positivo de alguns *drivers* macroeconômicos, como a ampliação do crédito, a redução das taxas de juros, o aquecimento do mercado de trabalho e o conseqüente aumento da renda. Com isso, uma parcela relevante da população passou a ter acesso a uma variedade maior de itens de consumo, tanto duráveis quanto não duráveis.

Nos supermercados, o consumidor passou a adquirir produtos antes considerados supérfluos, além dos alimentos básicos que já faziam parte de sua cesta mensal. Atualmente, ainda que os referidos *drivers* estejam sendo pressionados por um cenário macroeconômico mais desafiador, o consumidor não parece disposto a abrir mão de comprar estes produtos. O Pão de Açúcar, portanto, deverá continuar se beneficiando desta mudança de hábitos nas compras do brasileiro, principalmente aquele que migrou para a classe C. Vale ressaltar que estas migrações devem continuar a ocorrer, ainda que em um ritmo mais lento, possibilitando acesso a itens diferenciados para uma parcela cada vez maior da população. Outro aspecto importante do GPA Alimentar é a sua atuação de maneira multicanal e para diversos públicos. Com a rede Pão de Açúcar a companhia atinge, principalmente, os públicos das classes A e B; com a rede Extra, os das C e D e com o Assaí, os pequenos empresários. As redes de proximidade, tanto do Pão de Açúcar quanto do Extra, possibilitam a abertura de lojas nos mais variados pontos das cidades brasileiras. Além disso, o Pão de Açúcar e o Extra são, atualmente, os únicos supermercados que possibilitam ao consumidor realizar suas compras, inclusive de itens perecíveis, pela internet.

O fato de não haver, no Brasil, nenhum outro supermercadista com capital aberto dificulta o comparativo de múltiplos do Pão de Açúcar com *peers* de mercado. Os múltiplos da companhia, conforme quadro acima, ficam abaixo da média do mercado nacional, onde a Lojas Americanas seria a empresa que apresentaria um maior nível de comparabilidade. No cenário internacional, o Pão de Açúcar também fica em desvantagem no comparativo de múltiplos. No entanto, as variáveis macroeconômicas que afetam diretamente o comércio varejista, são muito diferentes de um país para o outro. Vale ressaltar que o ramo de supermercados, apesar de ser uma atividade de venda de itens essenciais de consumo, opera com margens bastante pressionadas, tanto no Brasil quanto no resto do mundo. Assim, melhora na eficiência é um item fundamental para as companhias do setor, o que o Pão de Açúcar tem feito. De 2010 para 2013, o grupo apurou ganhos expressivos de margem EBITDA (de 6,4% para 7,8%) e líquida (de 1,9% para 2,7%) ambas na visão ajustada.

Em relação à Via Varejo, as varejistas como um todo observaram nos últimos anos uma expansão nas compras de móveis, eletroeletrônicos e eletroportáteis, impulsionadas também pela redução das alíquotas de IPI sobre alguns desses produtos, além dos demais fatores macroeconômicos já mencionados. Há, entretanto, espaço para mais crescimento nas vendas de itens de linha branca, linha marrom e eletroeletrônicos. O cenário econômico do país ainda se mantém promissor para este setor do comércio, mesmo que em um ritmo mais lento que o observado anteriormente. Ainda há uma parcela relevante da população que não possui geladeiras, lavadoras de roupa ou televisores de tela fina. O aquecimento do setor imobiliário também é um dos fatores que favorece este segmento do comércio. Além disso, a evolução tecnológica sempre traz novidades em áudio,

vídeo, fotografia, telefonia celular e computação, o que incita o consumidor a adquirir novos produtos.

Para a Via Varejo, portanto, as perspectivas também se mostram positivas e, assim como o Pão de Açúcar, a companhia atua de forma multicanal e com foco em diferentes perfis de consumidores. As lojas das Casas Bahia são voltadas, principalmente, para o público C e D, enquanto as do Ponto Frio foram remodeladas para focar nas classes A e B. Além disso, assim como seus competidores de mercado, a empresa investe pesado no *e-commerce*. Outro fator que reforça nossa recomendação é a melhora da eficiência da empresa no ano de 2013, representado pelo ganho expressivo de margens. A margem EBITDA ajustada passou de 4,0% em 2010 para 8,2% em 2013. Na mesma comparação, a margem líquida evoluiu 3,4 p.p. para 3,3%. Em relação aos demais *players* de mercado, a companhia que mais se aproxima da Via Varejo é o Magazine Luiza, ainda que, atualmente, seus múltiplos e margens estejam sofrendo o impacto da finalização do processo de integração da compra das Lojas do Baú e Maia.

## 2. Principais Aspectos Competitivos

Há alguns aspectos chave a serem observados na avaliação do Grupo Pão de Açúcar, que o destacam em relação aos principais concorrentes, relacionados à liderança de mercado, estrutura multicanal, estratégia de expansão, estratégia logística, marcas próprias, eficiência de capital de giro e a capacidade de financiar seus clientes.

### 2.1. Liderança de mercado

O GPA é líder de mercado nos segmentos em que atua. No varejo supermercadista, o GPA Alimentar faturou R\$ 34,6 bilhões em 2013, cerca de 2% acima do seu principal concorrente, o Carrefour (R\$ 34,0 bilhões) e 21% a mais que o Walmart (R\$ 28,5 bilhões), de acordo com os dados da Abras (Associação Brasileira de Supermercados). No total são 1.000 lojas espalhadas pelo país entre hipermercados, supermercados e minimercados. De 2014 a 2016, o grupo pretende abrir mais 580 unidades do segmento alimentar. O Walmart chegou ao final de 2013 com cerca de 550 lojas e o Carrefour com aproximadamente 200. Vale ressaltar que o foco destas últimas companhias está principalmente em hipermercados e supermercados – o Carrefour possui algumas unidades menores e voltou a investir em lojas de bairro no 3T14 - enquanto o GPA tem uma rede multicanal e, nos últimos tempos, tem voltado cada vez mais sua estratégia para o conceito de proximidade. No que se refere ao segmento de atacado, o Assaí encerrou 2013 atrás somente do líder de mercado Makro, com um faturamento de R\$ 6,8 bilhões *versus* R\$ 7,4 bilhões (dados da Abad).

No setor de varejo de móveis e eletroeletrônicos, a Via Varejo, incluindo a Nova Pontocom, apurou receita bruta de R\$ 29,7 bilhões no ano passado, três vezes mais que a segunda maior companhia do setor, o Magazine Luiza, cujas vendas somaram R\$ 9,7 bilhões, na mesma comparação. Em relação ao número de lojas, as unidades das Casas Bahia junto com as do Ponto Frio somaram 999 no final de 2013, frente a 744 do Magazine Luiza. No que se refere ao *e-commerce*, a B2W Digital segue sendo líder em faturamento no mercado, com R\$ 7,0 bilhões em 2013 *versus* R\$ 4,8 bilhões da Nova Pontocom.

Em ambos os setores, tanto supermercados quanto varejo de móveis e eletroeletrônicos, o foco do GPA segue sendo em crescimento orgânico, com um *guidance* robusto de abertura de novas unidades e remodelação de lojas já existentes, o que não só mantém a liderança de mercado do grupo, como também pode aumentar seu *market share*. O GPA está sempre atento também a oportunidades vantajosas de *M&A*, a exemplo das diversas aquisições importantes realizadas nos últimos anos, como Sé Supermercados (2002), Sendas (2004), Assaí (2007), Ponto Frio (2009) e Casas Bahia (2010). Dois fatores corroboram para que a companhia continue a mirar novas oportunidades de *M&A*: (i) o seu nível de caixa em situação confortável (R\$ 6,6 bilhões de caixa líquido consolidado no final do 3T14) e (ii) o fato de ciclos econômicos desafiadores acabarem sendo propícios para que os *players* de maior porte e de melhor estrutura adquiram outros que não possuem tanto preparo para passar por estes momentos de maior pressão.

### 2.2. Mix variado de produtos e estrutura de varejo multicanal

A atuação do GPA se dá de forma coordenada em segmentos muito fortes do varejo, com uma ampla gama de produtos em seu portfólio, oferecendo desde alimentos e vestuário, de menor valor agregado e *ticket* médio, até móveis, aparelhos eletrônicos e eletrodomésticos. O *mix* variado propicia maior flexibilidade de adaptação às mudanças econômicas e ao comportamento de compra dos consumidores.

Atrelado a isto, a companhia está presente na vida do consumidor através de lojas físicas nos mais variados formatos e no *e-commerce*. No setor supermercadista, as lojas subdividem-se entre atacado de autosserviço, hipermercados, supermercados e lojas de proximidade, com foco em diferentes camadas da população. Além disso, as lojas do Pão de Açúcar e do Extra são pioneiras no Brasil na idealização de se fazer compras *on line* em supermercados. Na Via Varejo, o modelo

de atuação segue a mesma tendência, com opções de lojas físicas voltadas para diferentes públicos e os *websites*.

### 2.3. Eficiência Logística

No segmento de alimentos, a maioria dos produtos vendidos pelo grupo é adquirida de fornecedores pronta para ser revendida. Apenas uma pequena parte é manuseada nas próprias lojas, como frutas, legumes, carnes, frios e queijos, além dos pães e bolos que são feitos localmente. Os produtos das marcas exclusivas são desenvolvidos pela própria companhia, porém fabricados por fornecedores selecionados de maneira criteriosa. No que se refere ao segmento de eletroeletrônicos, todos os produtos são adquiridos dos fabricantes e revendidos ao consumidor final.

Um foco estratégico em multicanalidade exige que o GPA inove continuamente em soluções logísticas. O grupo opera, no total, 57 centros de distribuição (GPA Alimentar, Via Varejo e Nova Pontocom), com capacidade de armazenagem de 1,6 milhão de metros quadrados, distribuídos de maneira estratégica em 15 estados no país nas regiões sul, sudeste, nordeste e centro-oeste e no Distrito Federal. Na região norte ainda há pouca presença do grupo, apenas 6 lojas e, por este motivo, não há nenhum CD. Nas regiões de menor densidade, os centros de distribuição abrigam estoques dos diferentes segmentos de negócio da companhia, com o intuito de ganho de sinergia, redução de perdas e racionalização de capital de giro. Suportados por plataformas tecnológicas *pd@net*, que conecta os fornecedores diretamente ao sistema de pedidos do GPA, os centros de distribuição são reabastecidos de maneira automática.

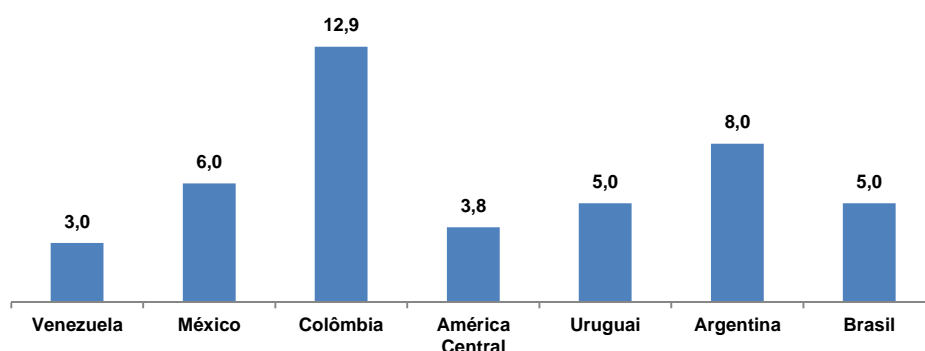
A logística desempenha um papel fundamental dentro das operações do grupo como um todo: no *cluster* supermercadista e no que conjuga *e-commerce* e varejo de móveis e eletroeletrônicos. Uma logística eficiente significa projetar de maneira coordenada a demanda futura e abastecer de forma ágil as lojas e centros de distribuição com um sortimento adequado de produtos.

### 2.4. Marcas Próprias de forte apelo

As marcas exclusivas do GPA, como *Taeq*, *Qualitá* e *Club des Sommeliers* se tornaram um importante diferencial de suas lojas, uma vez que são mais rentáveis que as demais marcas e uma ferramenta de fidelização dos clientes. A participação destas marcas no faturamento do grupo tem aumentado ao longo do tempo. Estima-se que, em 2013, estas marcas, em conjunto com a recém lançada *Finlandek* (cama, mesa e banho), tenham representado em torno de 8% das vendas nas redes Extra e Pão de Açúcar. Em 2012, este percentual era de aproximadamente 6%.

De acordo com um estudo feito pela consultoria Nielsen, as vendas de marcas próprias ou exclusivas nas categorias de produtos industrializados de alto giro, no Brasil, representam apenas 5% do total, o que está bem abaixo de países como Estados Unidos e Suíça, por exemplo, onde este percentual chega a 16% e 46%, respectivamente, e até mesmo de outros países latino americanos.

Gráfico: Panorama geral de Marcas Próprias por país da América Latina (%) em 2013:

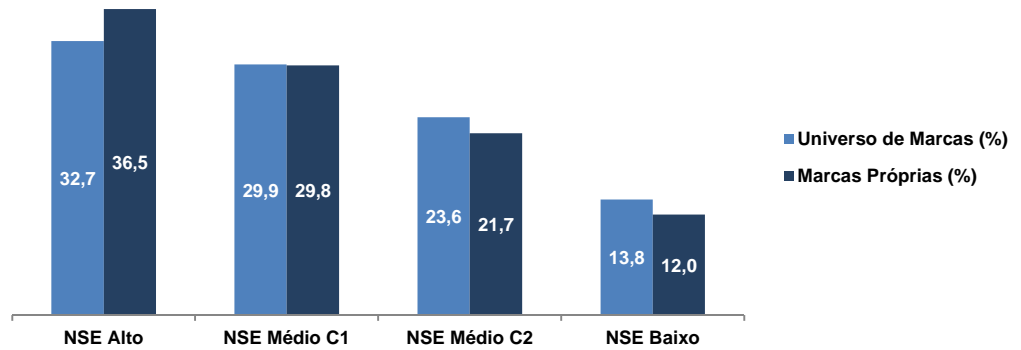


Fonte: Nielsen.

Os diferentes níveis de penetração estão relacionados ao comportamento do consumidor. Enquanto na Europa as vendas de itens de marcas exclusivas apresentam um expressivo crescimento em períodos difíceis, como na crise econômica iniciada em 2008, no Brasil são poucas famílias que se dispõem a experimentar novas alternativas. O consumidor menos propenso a adquirir itens de marcas exclusivas é aquele pertencente às classes mais baixas (D e E), que prefere não correr o risco de comprar um produto que desconheça e que pode não funcionar da maneira como espera, pois não terá recursos para substituí-lo. Além disso, esse mesmo consumidor, em ocasiões econômicas normais, acredita que o consumo de marcas mais conhecidas lhe confere certo *status* e acaba preferindo os produtos de marca própria.

Entretanto, também de acordo com a Nielsen, em 2013, cerca de 49,1% dos lares brasileiros adquiriram pelo menos um produto de marca própria. Destes, 36,5% são de nível econômico alto e 29,8% de nível médio. No ano passado, as vendas deste segmento somaram R\$ 3,25 bilhões, um crescimento de 142,3% em relação ao ano de 2006. Assim, acreditamos que no mercado interno o consumidor está mais propenso a adquirir produtos exclusivos, principalmente nas classes A, B e C. Considerando a recente migração entre classes ocorrida no país, que ampliou substancialmente a classe C, e a continuidade deste movimento, ainda que em um ritmo mais lento que nos últimos anos, as perspectivas para o incremento do consumo de marcas próprias são positivas.

Gráfico: Consumo de marcas próprias por Nível Social Econômico (NSE):



Fonte: Nielsen.

O mercado de marcas exclusivas movimentou quase R\$ 3,0 bilhões em 2013. Os grandes supermercadistas, como GPA, Walmart, Carrefour, Cencosud, Dia, dentre outros, dominam este mercado, sendo responsáveis por 56% do volume vendido e 94% do faturamento apurado. A média de participação dos produtos de marcas próprias no faturamento dessas companhias em 2013 foi de 8,7%. No GPA, portanto, essa participação fica um pouco abaixo da média, mostrando que há espaço para crescimento. As marcas exclusivas vendidas nas redes Extra e Pão de Açúcar têm, em nossa opinião, algumas vantagens em relação às demais existentes no mercado. Em primeiro lugar, todas são voltadas às classes com poder aquisitivo alto e médio, as mais propensas a consumir produtos de marcas exclusivas. A marca Taeq possui um apelo que remete à vida saudável e à idéia de sustentabilidade, conceitos em alta nos dias de hoje. A Qualidade tem produtos dos mais variados segmentos, se mostrando como uma opção de qualidade a um preço menor para o consumidor. A *Club des Sommeliers* se destaca por ser a maior do mercado na categoria de alcoólicos, com cerca de 70 rótulos provenientes de 11 países diferentes. Além disso, aos poucos, têm sido incluídos nas lojas do Pão de Açúcar e do Extra produtos da marca *Casino*, que, por serem importados, remetem ao consumidor uma idéia de diferenciação, o que estimula a sua compra.

## 2.5. Opções de pagamento

O GPA possui a coligada FIC em parceria com o Itaú, uma instituição de financiamento direto para clientes do segmento alimentar e da Via Varejo, que é responsável pelas operações de CDC (Casas Bahia) e pelos cartões *co-branded* do Pão de Açúcar, Ponto Frio e Extra. A Casas Bahia também possui cartão próprio, porém operado pelo Bradesco. As vendas a prazo podem ser parceladas em até 24 vezes.

Vendas a prazo constituem um fator importante para companhias do varejo. Restrições de crédito e aumento da taxa de juros atingem diretamente as vendas do setor, em especial de itens com *ticket* médio mais alto. O fato do grupo possuir operações de CDC e cartões *co-branded* em parceria com bancos de primeira linha não o deixa imune às restrições de crédito do mercado em geral, porém constitui uma vantagem em relação aos competidores que não dispõem desta característica.

## 3. Estratégias Futuras

O plano estratégico do grupo é bastante agressivo, principalmente no que se refere à ampliação do portfólio de lojas e tanto no segmento alimentar quanto no varejo de eletroeletrônicos. Outros pontos que estão no foco da companhia são a otimização da estrutura logística e a melhora da rentabilidade.

### 3.1. Visão Grupo

Tanto o GPA Alimentar quanto a Via Varejo possuem um *guidance* forte de abertura de lojas. A idéia central é consolidar e, se possível, ganhar *market share*, no sudeste, especialmente no estado de São Paulo, onde a presença do grupo já é forte, e aumentar a visibilidade das suas

bandeiras nos estados do nordeste e centro-oeste. As demais regiões não estão no horizonte de médio prazo, porém, eventuais oportunidades que se mostrem vantajosas, serão aproveitadas. Abaixo segue quadro demonstrativo referente à disposição das unidades do GPA consolidado no país:

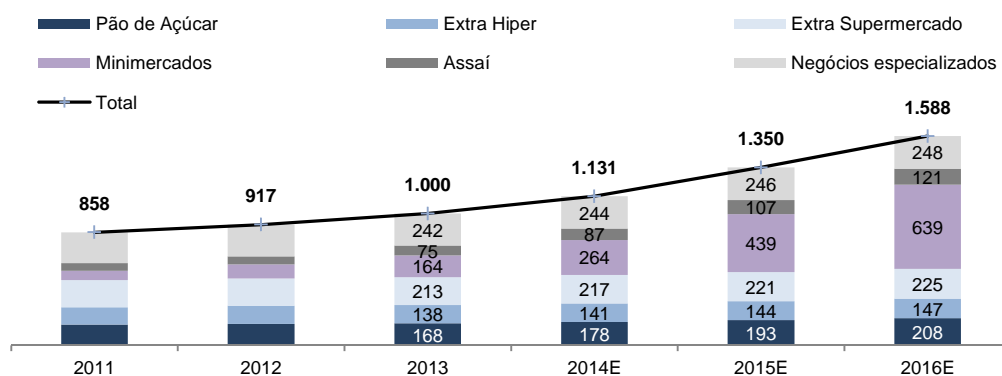
Quadro: Distribuição do portfólio de lojas pelas regiões do país:

	Sudeste	Nordeste	Centro-Oeste	Sul	Norte	Total
Supermercados	328	32	15	4	0	379
Hipermercados	100	19	15	2	1	137
Minimercados	184	0	0	0	0	184
Lojas Via Varejo	727	67	85	88	5	972
CD's e entrepostos	56	12	8	2	0	78

Fonte: GPA (2013)

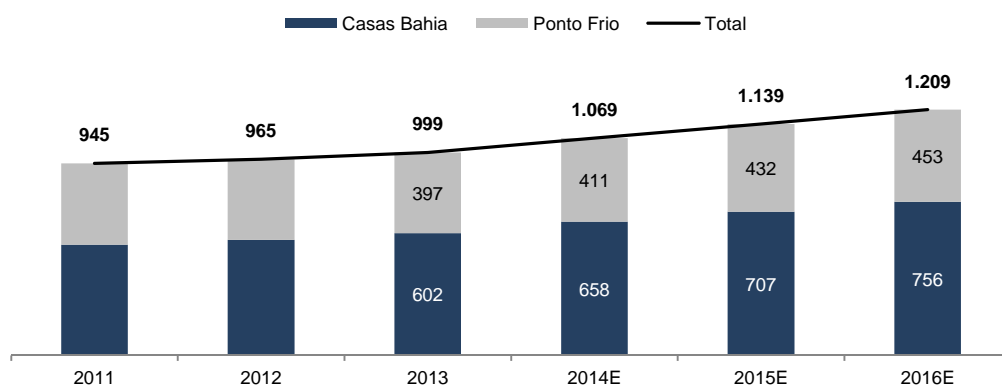
À seguir, apresentamos a evolução do número de lojas do GPA Alimentar e da Via Varejo, bem como a projeção para os próximos 3 anos de acordo com o *guidance* do grupo. Para o período de 2014 a 2016, o Capex do grupo deve somar R\$ 2,0 bilhões ao ano, sendo R\$ 1,5 bilhão para o GPA Alimentar e R\$ 500 milhões para a Via Varejo.

Gráfico: Evolução do portfólio de lojas do GPA Alimentar e projeção para os próximos 3 anos:



Fonte: GPA (2013) e BB Investimento

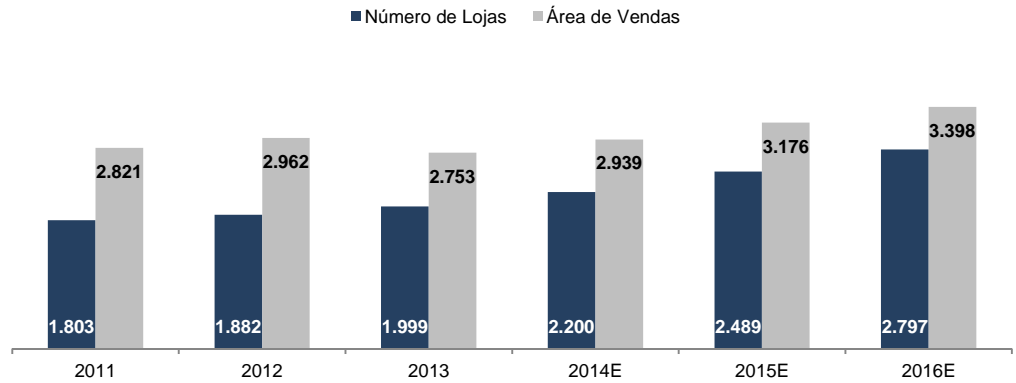
Gráfico: Evolução do portfólio de lojas da Via Varejo e projeção para os próximos 3 anos:



Fonte: GPA (2013) e BB Investimento

Vale ressaltar que, a exemplo do setor varejista como um todo, o GPA vem buscando otimizar sua área de vendas, ou seja, vender mais em espaços menores. Isto pode ser percebido, principalmente, na estratégia do segmento alimentar, em ampliar sensivelmente o portfólio de lojas de proximidade e reduzir a metragem dos supermercados sempre que possível. No caso do varejo de móveis e eletroeletrônicos, ainda que esta não seja uma prioridade, sempre que há oportunidade, são abertas unidades com metragem reduzida. Neste sentido, o gráfico abaixo mostra uma evolução do número de lojas a uma média de 7,4% ao ano, de 2011 a 2016, *versus* um aumento de 3,1% da área de vendas. Otimizar a área de vendas se traduz em ganho de eficiência para a companhia.

Gráfico: Evolução do número de lojas versus a área de vendas do grupo:



Fonte: GPA (2013) e BB Investimento

## 3.2. GPA Alimentar

### 3.2.1. Expansão

Dentre as principais estratégias que estão no foco do GPA Alimentar, a que merece maior destaque atualmente é, certamente, a do *guidance* robusto de abertura de lojas de proximidade (de 250 a 300 metros quadrados), que inclui as unidades do Minimercado Extra, inicialmente voltado para todas as classes sociais, e do Minuto Pão de Açúcar, mais focado nos segmentos A e B, com as primeiras lojas tendo sido inauguradas no início do primeiro semestre de 2014. O conceito de proximidade é bastante difundido no mercado europeu, onde o *Casino*, inclusive, possui a rede *Monoprix*, que concentra, em espaços reduzidos, um sortimento diferenciado de produtos de vestuário, beleza e gêneros alimentícios. O conceito das lojas de vizinhança remete à idéia de uma compra menor e rápida, ideal para a correria do dia-a-dia das grandes cidades. Aqui no Brasil, as lojas de proximidade se concentram na venda de alimentos e bebidas. A diferença do Minimercado Extra para o Minuto Pão de Açúcar está na localização das unidades e no sortimento dos produtos. O Minuto Pão de Açúcar entrou no portfólio do GPA Alimentar para levar conveniência a um público mais seletivo de clientes, que está disposto a pagar mais caro por este tipo de serviço. De 2014 a 2016, devem ser abertas 475 novas lojas de proximidade. O grupo estuda a possibilidade de, até mesmo, passar a admitir franquias em seu modelo de gestão para que a expansão destas lojas seja ainda mais rápida. As lojas de vizinhança do grupo são atendidas por um centro de distribuição recém-inaugurado que fica em São Paulo

Ainda no que se refere à expansão, vale a pena comentar a estratégia da companhia para a bandeira Assaí, cujo faturamento cresceu 34% A/A em 2013, chegando a R\$ 6,8 bilhões. O que impulsionou as vendas nos hipermercados de atacado, em geral, no ano passado foram (i) o avanço do varejo de vizinhança, que se abastece em estabelecimentos deste tipo, e (ii) o aumento do fluxo de clientes que realizam compras para consumo próprio nestas unidades por conta dos preços mais competitivos. A pressão inflacionária, que voltou a acelerar em meados de 2013 sobre o preço dos alimentos, levou o consumidor a recorrer aos grandes atacadistas para comprar produtos básicos. Procurando atender este público, o planejamento do GPA é de abrir de 46 lojas do Assaí até 2016, com foco nas regiões nordeste, norte e centro-oeste.

Outro ponto de atenção para o GPA Alimentar é a revitalização das galerias de conveniência presentes em alguns de seus hipermercados. No passado, estas galerias foram montadas sem um planejamento estratégico coerente, com lojas diversificadas que não necessariamente convergem para o modelo de negócio vislumbrado pela companhia. Ao revitalizá-las, o grupo pretende ganhar rentabilidade. De acordo com o GPA, o EBITDA gerado por estas galerias ainda tem bastante espaço para crescer, pois estão bem abaixo do que se observa no mercado. A revitalização destas galerias significa, não só rever o portfólio de lojas e serviços que as mesmas disponibilizam, como também da bandeira do supermercado. Isto porque, no passado, foram instaladas lojas da bandeira Extra em regiões que prosperaram e cuja população adquiriu poder aquisitivo coerente com a bandeira Pão de Açúcar.

### 3.2.2. Redução de despesas e ganho de rentabilidade

Durante 2013, dentro da estratégia comercial, o foco do GPA Alimentar, tanto nas unidades de atacado quanto nas de varejo, foi a competitividade de preços, visando atrair fluxo de clientes para as suas lojas, o que significou abrir mão de uma parte da margem bruta. Para que não houvesse impacto sobre a rentabilidade final da companhia, dentro do planejamento operacional, o foco foi redução de despesas. Neste sentido, foram revistos contratos com prestadores de serviços terceirizados; houve diminuição no quadro de funcionários, principalmente nos departamentos administrativos; redução do horário de atendimento de algumas unidades que, por exemplo, eram 24 horas, e corte de custos supérfluos em projetos internos, sem que isto prejudicasse o *guidance*

de expansão da companhia. Para 2014 sobrou um espaço limitado para reduzir despesas. O que a empresa vem buscando é a simplificação de processos, procurando otimizá-los ao máximo.

A busca pelo aumento da rentabilidade nos negócios é uma forte diretriz do planejamento estratégico do GPA como um todo. Assim, a atenção está sempre voltada para o que pode ser melhorado visando a redução de custos e despesas: abertura de lojas com metragem reduzida, a revitalização das galerias ligadas aos hipermercados, a revisão de bandeiras em algumas lojas, o foco em políticas acertadas de *pricing* e a busca por maior eficiência logística, além da simplificação de processo.

### 3.3. Via Varejo

#### 3.3.1. Expansão

A bandeira Casas Bahia deve concentrar a maior parte das novas aberturas até 2016, por conta do seu foco estar voltado para as classes C e D, as quais englobam a maior parte da população brasileira. Nas lojas Ponto Frio, em sua maioria, será dada continuidade ao cronograma de reformas para que se tornem mais atrativas ao público A e B.

O *guidance* forte de expansão de lojas da Via Varejo para os próximos 3 anos não deve ser impactado por eventuais incertezas do ambiente macroeconômico. De acordo com a empresa, este fator abre espaço para melhores condições de negociação de pontos comerciais, aluguéis, salários e, até mesmo, de aquisição de outras companhias. Em tempos de cenários desafiadores são os maiores e mais bem estruturados *players* que acabam se saindo melhor.

#### 3.3.2. Redução de despesas e ganho de rentabilidade

A Via Varejo também fez uma revisão de despesas importante em 2013, que foi fundamental para seu ganho de 1,8 p.p. na margem EBITDA ajustada (8,2%) e na margem líquida (3,3%), na comparação com 2012. A companhia afirma, no entanto, que somente aquilo que era mais visível foi cortado e que ainda há espaço para reduzir muito mais, tanto na área administrativa quanto na comercial. As ações futuras que vão beneficiar a Via Varejo nesta busca por aumento de rentabilidade são as seguintes:

- (a) otimização logística, que inclui a aposta em novas tecnologias para melhorias na roteirização das entregas e a operação de centros de distribuição em conjunto com a Nova Pontocom. No que se refere à roteirização, uma vez implantadas as melhorias, esta permitirá uma redução expressiva com os custos de frete e que a companhia terceirize ainda mais o processo de entrega (30% da frota ainda é própria). Em relação à consolidação logística com a Nova Pontocom, que ainda está em fase piloto, como as sinergias entre as atividades das companhias são muito grandes, o ganho de eficiência traria importantes reduções de custos para ambas;
- (b) no final de 2013 foram fechados acordos operacionais entre a Via Varejo, a Nova Pontocom e o Extra Hipermercados que já estão se traduzindo em ganhos para todas as companhias já neste ano. Por meio destes instrumentos, a Via Varejo realiza as compras de móveis e eletroeletrônicos para as duas empresas e cobra *fees* que variam de 1,3% a 2,2%. Para a Nova Pontocom e o Extra a vantagem é ter acesso aos preços de tabela que os fornecedores oferecem à Via Varejo. À medida que os contratos das demais companhias do grupo com seus respectivos fornecedores cheguem ao final, serão renegociados também através da Via Varejo, gerando ganhos para o grupo como um todo;
- (c) em 2014 foram iniciadas as cobranças de fretes das compras da Nova Pontocom e das montagens de móveis tanto da Nova Pontocom como da Via Varejo;
- (d) foco na manutenção de atividades promocionais saudáveis, visando a preservação da margem bruta;
- (e) otimização no *back office* das lojas, com revisão de processos para que o vendedor não perca tempo com atividades burocráticas e possa ficar livre para as estratégias de vendas;
- (f) a finalização dos estudos para criação de linhas diferenciadas de móveis da Bartira, com maior valor agregado e margem bruta.



#### 4. Overview

Fundado em 1948 por um imigrante português, o Pão de Açúcar era, inicialmente, uma doceria na cidade de São Paulo, que passou a abrir filiais pelo estado e ampliar o sortimento de produtos dentro das lojas. Assim, o primeiro supermercado propriamente dito com a sua marca foi inaugurado na década de 50. A rede Extra surgiu em meados dos anos 80, com o objetivo de oferecer uma variedade maior de produtos a um preço reduzido.

Anos mais tarde, em 1999, já com uma rede mais robusta, devido tanto ao crescimento orgânico como a aquisições de outras empresas do segmento, o GPA associou-se ao grupo francês *Casino*, com vasta experiência de atuação no varejo alimentar internacional. A participação inicial do *Casino* na sociedade era de 24,5%, percentual que foi ampliado para 50% em 2005.

A partir de então, algumas alterações estratégicas começaram a ganhar corpo dentro da companhia. Em 2006, baseando-se no modelo europeu de varejo de conveniência, foi criada a bandeira Extra Perto, que seria substituída mais tarde pelo atual Minimercado Extra e serviria de base para a recém-criada Minuto Pão de Açúcar. Em 2007, ampliando sua atuação para o setor atacadista, o atacadista Assaí passou a fazer parte do conglomerado. Por fim, em 2009, foram adquiridas as varejistas de eletroeletrônicos Casas Bahia e Ponto Frio, que compõem atualmente a Via Varejo. O controle do GPA passou a ser exercido de maneira isolada pelo *Casino* em 2012. O Grupo *Casino* foi fundado em 1898 e é, atualmente, um dos maiores varejistas do mundo. Em 2013, seu faturamento foi de 48,6 bilhões de euros.

O Grupo Pão de Açúcar é, hoje, líder no setor varejista no Brasil. A estrutura do grupo é dividida em cinco diferentes vertentes, que são monitoradas separadamente pela administração:

**Multivarejo.** Formado pelos (i) supermercados das marcas Pão de Açúcar e Extra; (ii) hipermercados da marca Extra; (iii) lojas de proximidade das marcas Minimercado Extra e Minuto Pão de Açúcar e (iv) drogarias e postos de combustível presentes nas unidades maiores das bandeiras Pão de Açúcar e Extra.

**Atacado de autosserviço.** No segmento de atacado, o grupo atua através das lojas do Assaí, focado nos pequenos varejistas, mas que também atende diretamente o consumidor final.

**Varejo de eletroeletrônico.** Composto pelas lojas físicas do Ponto Frio e das Casas Bahia, ambas inseridas na Via Varejo.

**Comércio eletroeletrônico.** Reúne, através da empresa Nova Pontocom, os sites das marcas Ponto Frio, Casas Bahia, Extra, além do Barateiro, E-hub e Partiu Viagens.

**Negócios imobiliários.** No GPA Malls, o grupo concentra a gestão dos seus ativos imobiliários e projetos de expansão, como os de shoppings de vizinhança (Conviva).

Além disso, desde 2004 o grupo oferece serviços financeiros em parceria com o Banco Itaú, como crédito pessoal, seguros, cartões de crédito *co-branded* e garantias estendidas (Zurich).

#### Marcas do grupo.



Quadro: Segmentação de negócios:

Negócio		Bandeira	Público	% Vendas totais em 2013	Lojas	
Alimentar	Multivarejo	Supermercado	Pão de Açúcar	Classes A/B	9,7	168
			Extra	Classes B/C/D	7,8	213
		Hipermercado	Extra	Classes A/B/C/D	22,4	138
		Proximidade	Minimercado Extra	Classes A/B/C/D	0,7	164
		Drogaria	Extra Pão de Açúcar	Classes A/B/C/D	2,5	157
		Posto de Combustível	Extra Pão de Açúcar	Classes A/B/C/D		85
	Atacado de autosserviço	Assai	Assai	> Comerciantes > Transformadores > Utilizadores > Pessoa física	10,6	75
	Negócios Imobiliários	GPA Malls	Conviva Shopping	Classes A/B/C/D	-	2
	Via Varejo	Loja Especializada	Casas Bahia	Classes B/C/D	29,2	602
			Pontofrio	Classes A/B/C	9,5	397
Não Alimentar	Nova Pontocom	e-commerce (B2C)	pontofrio.com.br	Classes A/B/C	7,5	-
			extra.com.br			
			casasbahia.com.br			
			partiuviagens.com.br			
			barateiro.com.br			
		e-commerce (B2C)	e-hub	empresas B2B		
	Pontofrio Atacado	empresas B2B				

Fonte: GPA (2013).

Quadro: participação de cada segmento na receita nos últimos 3 anos:

Receita Líquida	Exercício social findo em 31 de dezembro de					
	2013		2012		2011	
	(em R\$ milhões)	% da Receita Líquida	(em R\$ milhões)	% da Receita Líquida	(em R\$ milhões)	% da Receita Líquida
Varejo	25.414,3	44,0%	23.439,0	46,0%	21.675,8	46,5%
Atacado de autosserviço	6.273,4	10,9%	4.639,2	9,1%	3.902,0	8,4%
Comércio Eletrônico	4.296,9	7,4%	3.408,5	6,7%	3.189,2	6,8%
Eletrodomésticos	21.745,6	37,7%	19.437,7	38,2%	17.827,5	38,3%
Eliminação	-	-	-	-	-	-
Total da Receita Bruta	63.761,8	-	57.233,7	-	52.680,6	-
Total de Impostos e contribuições sobre vendas e serviços prestados	(6.675,2)	11,6%	(6.309,1)	12,4%	(6.086,1)	13,1%
<b>Total da Receita Líquida</b>	<b>57.730,2</b>	<b>100,0%</b>	<b>50.924,5</b>	<b>100,0%</b>	<b>46.594,5</b>	<b>100,0%</b>

Fonte: GPA (2013).

Quadro: participação de cada segmento no lucro líquido nos últimos 3 anos:

Lucro Líquido	Exercício social findo em 31 de dezembro de					
	2013		2012		2011	
	(em R\$ milhões)	% do Lucro Líquido	(em R\$ milhões)	% do Lucro Líquido	(em R\$ milhões)	% do Lucro Líquido
Varejo	541,3	38,8%	773,5	66,9%	624,4	86,8%
Atacado de autosserviço	112,1	8,0%	60,8	5,3%	-8,5	-1,2%
Comércio Eletrônico	(27,9)	-2,0%	2,9	0,3%	26,8	3,7%
Eletrodomésticos	770,7	55,2%	319,3	27,6%	77,0	10,7%
Eliminação	-	-	-	-	-	-
<b>Total do Lucro Líquido</b>	<b>1.396,2</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.156,40</b>	<b>100,0%</b>	<b>719,7</b>	<b>100,0%</b>

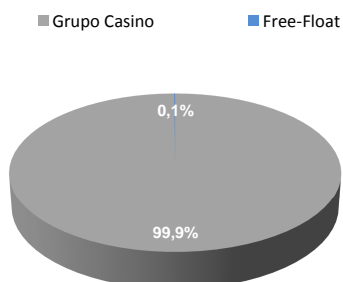
Fonte: GPA (2013).

#### 4.1. Estrutura societária

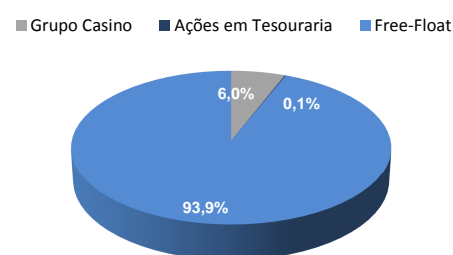
O Grupo Cassino é o principal acionista do GPA, com 99,9% das ações ON e 6,0% das ações PN, garantindo uma participação total de 41,3%. O GPA, por sua vez, possui participação de 43,3% na Via Varejo e de 52,1% na Nova Pontocom. Em junho de 2014, foi divulgado fato relevante no qual o GPA informou ao mercado a transferência da totalidade dos negócios da Nova Pontocom para a Cnova, companhia criada para concentrar as atividades de *e-commerce* do GPA e do Cassino. O GPA ficou com 53,5% do capital social da nova companhia, dos quais 23,5% são da Via Varejo.

#### Grupo Pão de Açúcar (Companhia Brasileira de Distribuição):

Ações ON:

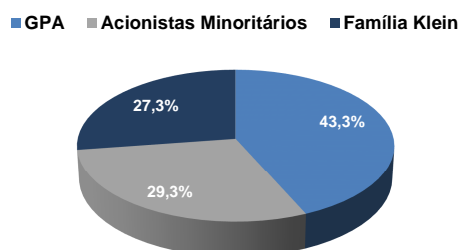


Ações PN:

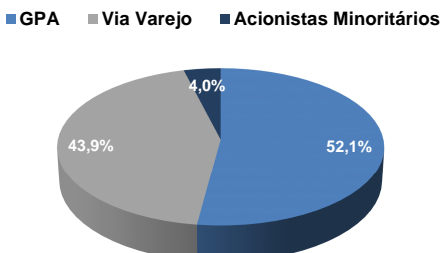


Fonte: GPA (data base 31/05/2014).

Via Varejo:



Nova Pontocom:



Fonte: GPA (data base 30/06/2014).

Na área de mercado de capitais, o Pão de Açúcar foi pioneiro na inserção das varejistas de alimentos na BM&FBovespa, ao realizar sua oferta pública inicial de ações em 1995. Atualmente, a companhia integra o Nível 1 de Governança Corporativa do mercado bursátil brasileiro. Na Bolsa de Nova York, foi a primeira varejista brasileira a negociar *American Depositary Receipts (ADRs)*, em 1997. A Via Varejo também possui ações negociadas na bolsa brasileira desde dezembro de 2013, quando realizou uma oferta pública secundária de *units* (VVAR11) e é integrante do Nível 2.

## 5. Supermercados e Comércio de Móveis e Eletroeletrônicos

## Varejo Supermercadista

O segmento de hipermercados e supermercados é o de maior relevância dentro do varejo restrito, tendo sido responsável por 40% da movimentação de 2013. De acordo com a Abras, o autosserviço alimentar faturou R\$ 272,2 bilhões no ano passado, um crescimento de 12% em relação ao ano anterior (crescimento real de 5,5%). No total, são 84 mil estabelecimentos no país que operam no varejo supermercadista, mas os 5 maiores *players* concentram 52% do faturamento do setor.

	Faturamento Bruto (bilhões R\$)	Número de Lojas
Companhia Brasileira de Distribuição*	64,4	1.999
Carrefour	34,0	241
Walmart	28,5	544
Cencosud	9,6	221
Zaffari	3,8	30

Fonte: Abras. (\*) números do GPA consolidado. GPA Alimentar (multivarejo e Assai) faturou R\$ 34,6 bilhões em 2013.

A estabilidade econômica gerada pela implantação do Plano Real, em 1994, foi fundamental para a retomada do crescimento econômico e o aumento da renda real dos consumidores, em especial daqueles pertencentes às classes C, D e E. Atraídos pela melhora na economia, redes de supermercados internacionais, como *Sonae*, *Walmart*, *Royal Hold* e *Casino* acabaram se instalando no Brasil, gerando um aumento de concorrência no setor e a necessidade de buscar mais eficiência para se sobressair. A busca por ganhos de eficiência no varejo supermercadista, aliás, é um processo contínuo. Outro aspecto advindo da entrada destes grupos internacionais no país foi o aumento do nível de concentração do setor, conforme visto acima. Ainda assim, as pequenas e médias empresas têm conseguido manter sua participação, através da criatividade e do atendimento personalizado, contribuindo para a diversificação da concorrência. O conceito de lojas de vizinhança, aliás, está em alta ultimamente.

Após um ciclo de aberturas de grandes hipermercados, o que se nota nos últimos cinco anos, com o crescimento ainda maior do poder aquisitivo da população e a rotina acelerada das grandes cidades, é o destaque do varejo de proximidade. Com um sortimento reduzido de mercadorias, as lojas de vizinhança proporcionam rapidez e conveniência nas compras do consumidor e, assim, tem ganhado cada vez mais espaço de atuação.

O oferecimento de serviços não atrelados à venda de alimentos e bebidas, uma prática comum nos supermercados, também tem aumentado cada vez mais. Facilidades como recargas de celular, serviços bancários, restaurantes, farmácias, magazines e agências de viagem têm se mostrado cada vez mais presentes dentro do varejo supermercadista, trazendo maior fluxo de pessoas e rentabilidade para as lojas. A concentração de um supermercado e outros serviços em um mesmo espaço, assim como as lojas de vizinhança, também está atrelado a um conceito de praticidade.

## Móveis e eletroeletrônicos

Os ganhos reais de salário e os programas de incentivo do governo para fomento do varejo de móveis e eletroeletrônicos, como a redução temporária do IPI, foram fatores que aqueceram o segmento nos últimos anos. Em 2013, o faturamento do setor de eletroeletrônicos somou R\$ 156,7 bilhões (+8% A/A), de acordo com a Abnee (Associação Brasileira da Indústria Elétrica e Eletrônica). O crescimento expressivo do mercado imobiliário também foi um fator impulsionador da venda de itens de mobília, eletrodomésticos e linha branca. Estes produtos devem continuar a vender bem, pelo menos, até meados de 2016, quando os apartamentos novos, provenientes da última leva forte de lançamentos, ocorrida no início de 2013, devem terminar de ser entregues. No que se refere aos aparelhos eletroeletrônicos, que ficaram mais baratos nos últimos tempos em decorrência da evolução tecnológica, houve uma ampliação significativa nas suas vendas, principalmente de *smartphones* e *tablets*.

O maior contato do brasileiro com aparelhos eletrônicos fez crescer também o *e-commerce*, segmento intrinsecamente ligado ao varejo e ao segmento de móveis e eletroeletrônicos. Em 2013, o faturamento apurado nas vendas *on line* foi de R\$ 28,8 bilhões (+28,8% A/A). Os varejistas investem cada vez mais em plataformas tecnológicas e em logística para atender o alto índice de crescimento das vendas via *websites*.

O setor de móveis e eletroeletrônicos também é pulverizado, mas concentrado em grandes *players* como Casas Bahia, Ponto Frio, Magazine Luiza, Fast Shop, Máquina de Vendas, *Carrefour* e *Walmart*. As melhores épocas para as vendas giram em torno de datas como Dia das Mães, dos Pais, Natal e a *Black Friday*.

As perspectivas para o setor no futuro seguem sendo positivas, mesmo com a pressão do cenário macroeconômico adverso atualmente. Apesar do significativo avanço dos últimos anos, ainda é baixo o índice de penetração nos lares brasileiros tanto de eletrodomésticos (principalmente máquina de lavar e freezer) quanto de eletroeletrônicos, principalmente nas classes mais baixas e emergentes.

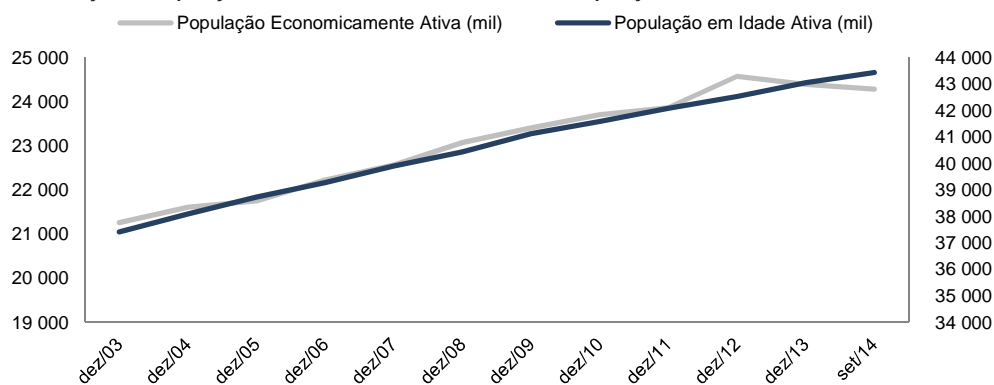
## 6. Drivers do Setor Varejista

O cenário macroeconômico se tornou mais desafiador desde o final de 2013. Ainda que o desemprego venha apresentando taxas historicamente baixas, o mercado de trabalho está cada vez menos dinâmico. A renda continua crescendo, porém em níveis inferiores aos do passado, o que leva a uma desaceleração na melhora do poder aquisitivo do consumidor. O crédito também não está mais se expandindo em ritmo forte e as taxas de juros dos empréstimos, que ficaram em patamares abaixo da média em 2012, estão voltando a subir. Ainda assim, o varejo é um dos setores que mais cresce na economia brasileira, em percentuais acima do PIB.

### Desemprego permanece em patamares baixos e a renda segue crescendo

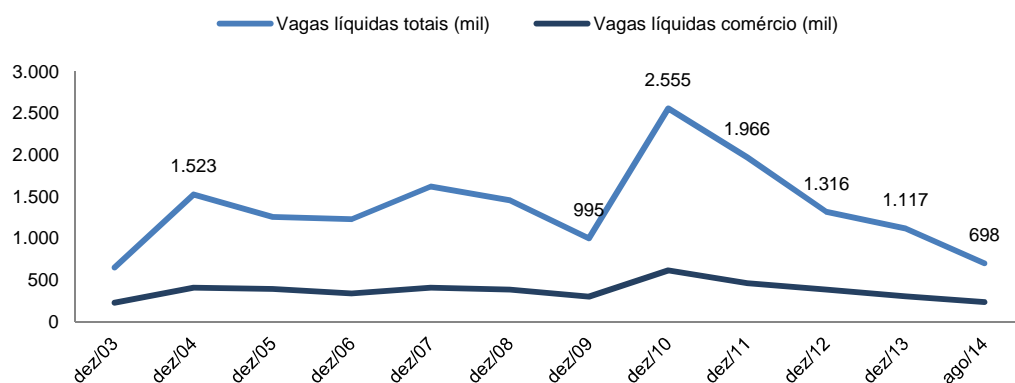
Desde o final de 2012, é possível observar uma perda de dinâmica no mercado de trabalho. Um número maior de pessoas em idade ativa não está à procura de emprego, ao mesmo tempo em que a criação de novas vagas está desacelerando. O Ministério do Trabalho, inclusive, revisou sua previsão para geração de vagas líquidas no mercado brasileiro em 2014, de 1,4 milhão para 1,1 milhão.

Gráfico: Evolução da População Economicamente Ativa versus a da População em Idade Ativa:



Fonte: IBGE

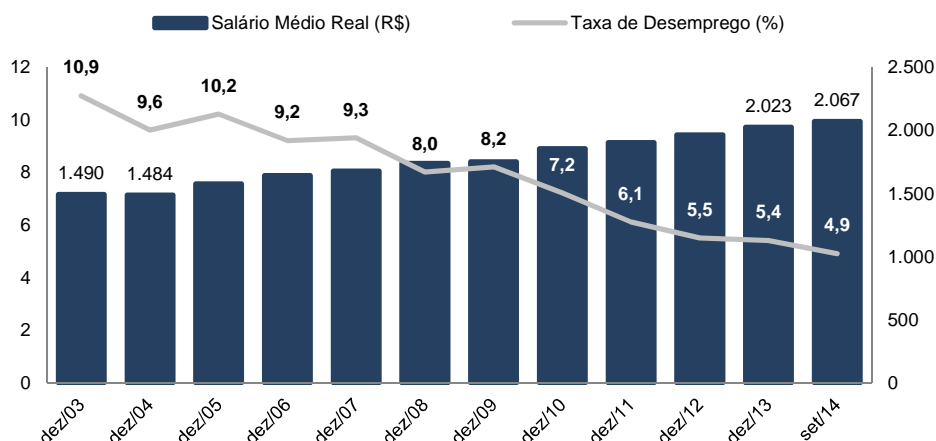
Gráfico: Evolução das vagas líquidas de demissões geradas no mercado de trabalho em geral e no setor de comércio:



Fonte: Ministério do Trabalho (Caged). Dados de agosto/2014 referem-se ao acumulado nos últimos 12 meses.

O desemprego medido pelo IBGE na Pesquisa Mensal do Emprego mostra, no entanto, continua mostrando estabilidade na taxa de desemprego. Na última pesquisa divulgada em setembro de 2014, o índice apurado foi de 4,9%, o menor patamar para um mês de setembro em toda a série histórica, iniciada em 2002. A renda média real também mostra dados animadores: um aumento de 36,3% (já descontada a inflação) nos últimos 10 anos (de dez/2004 a dez/2013), chegando a R\$ 2.023.

Gráfico: Evolução do salário médio real e da taxa de desemprego no Brasil:

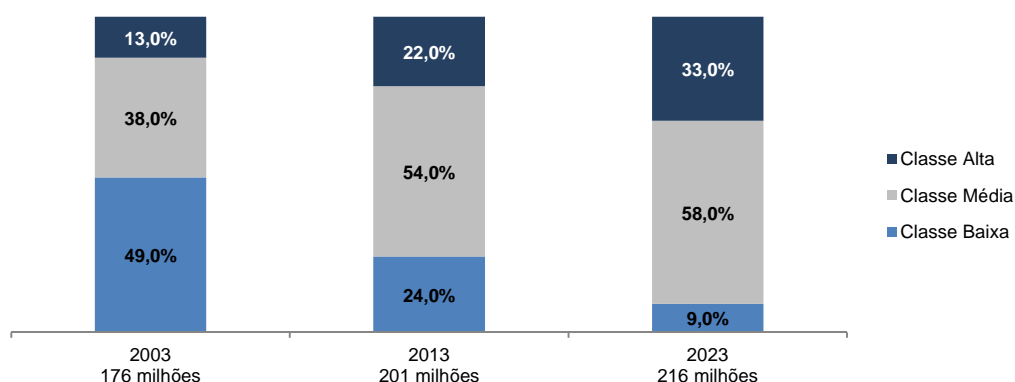


Fonte: IBGE

A queda no desemprego e o aumento da renda da população foram fatores primordiais para a aceleração do consumo no Brasil nos últimos anos. O aumento da renda disponível foi um dos principais fatores que fomentaram o fortalecimento da classe C. De acordo com um estudo divulgado pela Serasa Experian em parceria com o Data Popular, em 2003, a classe média, com renda entre R\$ 320 e R\$ 1.120, representava 38% da população brasileira. Em 2013, este percentual saltou para 54%, superando as classes A e B que, juntas, somaram 22%. As projeções da pesquisa “FACES DA CLASSE MÉDIA” são otimistas em relação ao futuro. Para 2023, a expectativa é de que a população no Brasil seja composta por 58% de representantes da classe média e 33% da classe alta, conforme gráfico abaixo. Assim, as possibilidades de crescimento do consumo dos brasileiros nos próximos anos são grandes. Ao migrar da classe baixa para a classe média ou desta última para a classe alta, as pessoas ficam mais dispostas a consumir bens, tanto individuais como domiciliares.

O que vimos nos últimos anos foi uma corrida às compras de carros, imóveis, móveis, aparelhos de TV, geladeiras, máquinas de lavar, notebooks, viagens nacionais e internacionais e, mais recentemente, *tablets* e *smartphones*. Nos supermercados, os consumidores passaram a escolher produtos mais selecionados, de melhor qualidade e valor agregado e, mesmo frente a uma desaceleração do aumento de sua renda, continuam a adquiri-los. Esta movimentação deve ter continuidade nos próximos anos, principalmente se considerarmos que, de acordo com a Serasa, a classe baixa que, em 2013 somou 48,2 milhões de pessoas, diminuirá para 19,4 milhões até 2023.

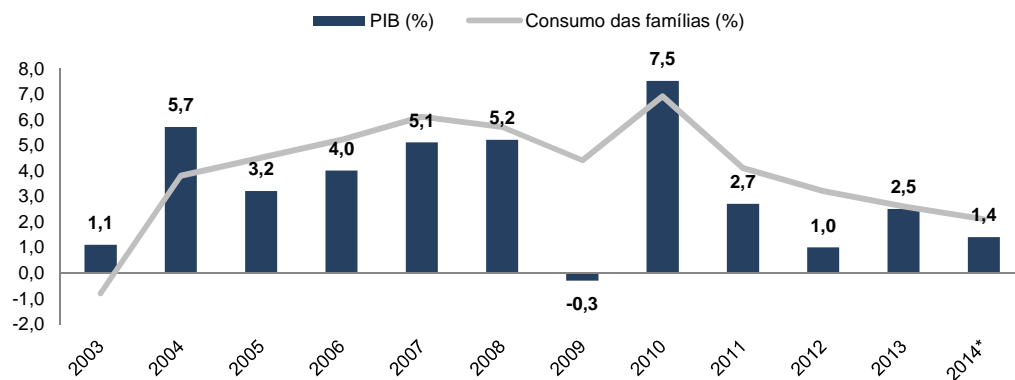
Gráfico: Composição de classes na sociedade brasileira nos anos de 2003 e 2013 e projeção para 2023:



Fonte: Serasa Experian e Data Popular

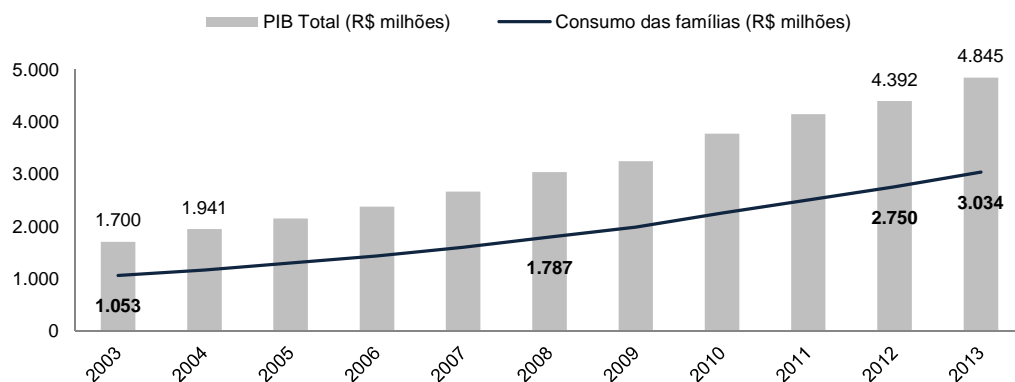
Importante salientar também que o crescimento do consumo das famílias, nos últimos 10 anos, esteve diretamente ligado ao crescimento do PIB do país. De 2003 a 2013, enquanto o PIB cresceu, em valor, 185%, para R\$ 4,84 trilhões, o consumo das famílias avançou 188% para R\$ 3,03 trilhões. Em termos percentuais, o consumo das famílias correspondia a 61,9% do PIB em 2003. Nos últimos 10 anos, o menor patamar foi atingido em 2008, cerca de 58,9%, e o maior em 2013, cerca de 62,6%. Isto significa que a retomada de crescimento da economia como um todo é essencial para que as famílias mantenham seus níveis de consumo. No curto prazo (próximos três anos) acreditamos que o consumo das famílias se mantenha patamares de 62% a 65% do PIB. No longo prazo, a perspectiva é que este percentual chegue próximo de 68%, em linha com a participação do consumo das famílias norte-americanas no PIB dos Estados Unidos.

Gráfico: Evolução do PIB e do consumo das famílias em percentual:



Fonte: IBGE. \*Dados acumulados nos últimos 12 meses até o 2º trimestre de 2014.

Gráfico: Evolução do PIB e do consumo das famílias em receita:

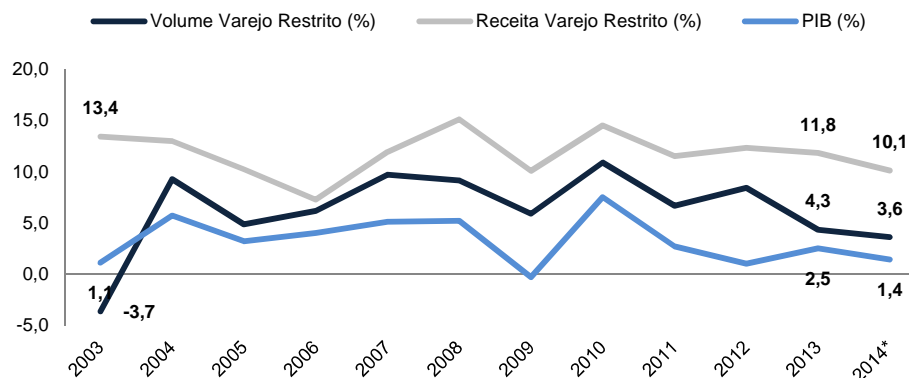


Fonte: IBGE.

A conclusão, assim, é de que, ainda que no curto prazo haja a possibilidade de pressão sobre os níveis de desemprego, no longo prazo isto deve ser revertido. Além disso, a tendência é de que o percentual dos brasileiros que ocupam a classe baixa diminua cada vez mais. Estes fatores representam uma perspectiva otimista para a atuação do GPA. Os supermercadistas se beneficiam do fato de venderem produtos essenciais e, principalmente, para a população que não parece disposta a abrir mão da recente conquista de poder comprar itens diferenciados. O varejo de móveis e eletroeletrônicos ainda tem um vasto campo a ser explorado. No censo realizado pelo IBGE em 2011, por exemplo, 49% dos lares declararam não possuir máquinas de lavar roupa (em 2003 este percentual era de 66%). Há também os consumidores da classe média que já estão uma fase à frente, trocando os utensílios que compraram anos atrás. Além disso, a evolução tecnológica torna obsoletos os utensílios eletrônicos de forma cada vez mais rápida, encorajando o consumidor a comprar os lançamentos mais recentes.

### Vendas no varejo restrito seguem crescendo acima do PIB

Gráfico: Evolução do PIB, do volume e da receita de vendas no varejo restrito desde 2003:

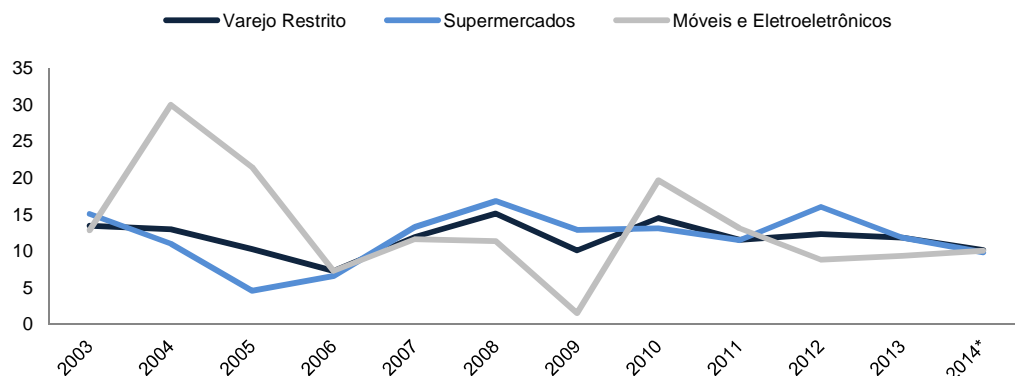


Fonte: IBGE.

\*Dados do varejo acumulados nos últimos 12 meses até agosto/2014 e do PIB até o 2º trimestre de 2014.

As vendas do varejo restrito seguem crescendo percentualmente acima do PIB desde 2004, tanto em volume quanto em receita. O segmento de supermercados avança, ao longo dos anos, em ritmo bastante parecido com o do varejo restrito. Já o setor de móveis e eletroeletrônicos cresceu acima da média entre 2003 e 2012 (com exceção de 2009), mas, a partir do final de 2012, acabou apresentando um crescimento em linha com o do varejo restrito em geral.

**Gráfico: Evolução da receita apurada no varejo restrito como um todo e nos setores de supermercados e móveis e eletroeletrônicos desde 2003:**



Fonte: IBGE.

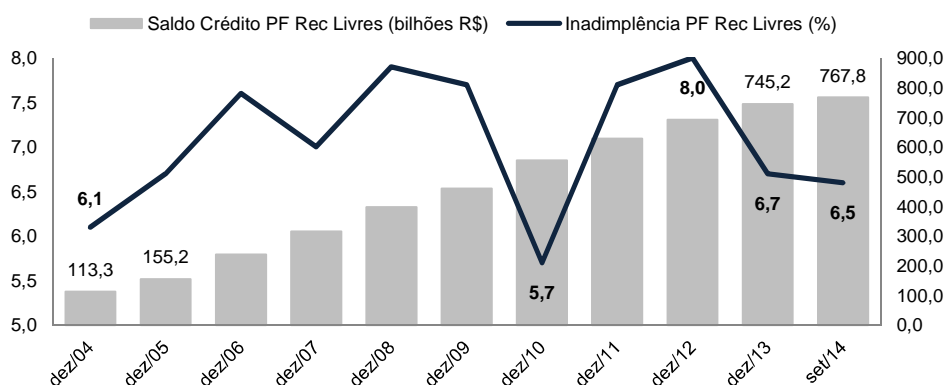
\*Dados acumulados nos últimos 12 meses até agosto de 2014.

### Crédito segue aquecido e a inadimplência baixa

A disponibilidade de crédito na economia é essencial para que o consumidor programe suas compras, desde itens mais caros, como carros e imóveis, passando por itens intermediários como móveis, eletrodomésticos e eletroeletrônicos, até produtos com *ticket* médio menor, como calçados, vestuário, acessórios e alimentos. A maior acessibilidade ao crédito faz com que o consumidor inclua em suas pretensões de compras itens de maior valor agregado.

De 2004 a 2013, o saldo de crédito com recursos livres para pessoas físicas cresceu a uma taxa média ao ano de 23,3%. Até 2008, o avanço foi mais acelerado, ficando acima de 25% a.a. Desde então, a velocidade vem diminuindo, atingindo 13,2% em 2011, 10,2% em 2012 e 7,6% em 2013. A qualidade do crédito é um fator que merece destaque, considerando que o percentual de inadimplência ficou em níveis baixos nos últimos 9 anos, que variaram de 5,7% a 8,0%, atingindo o ponto mínimo em 2010 e o máximo em 2012. Atualmente, a inadimplência segue estável na casa dos 6,5%, um patamar abaixo da média dos últimos 9 anos (7,1%).

**Gráfico: Evolução do crédito para pessoa física com recursos livres e da inadimplência no Brasil:**

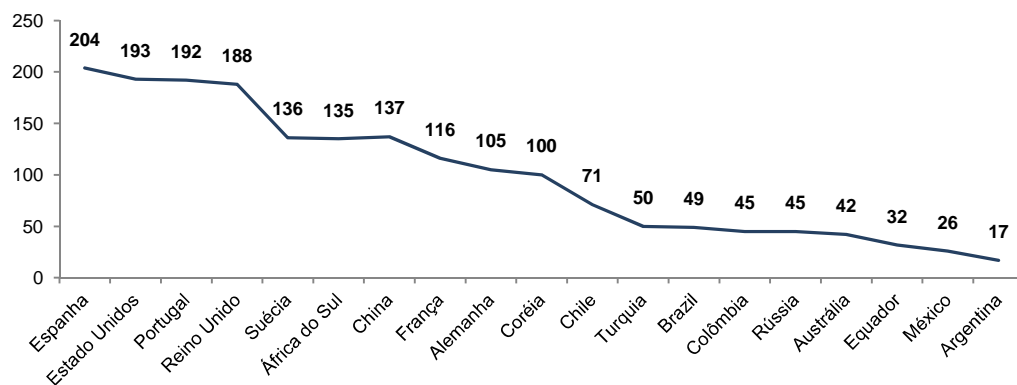


Fonte: Bacen

Em 2004, o crédito voltado a pessoas físicas com recursos livres representava 5,8% do PIB brasileiro. Em 2013, este percentual passou para 15,4%. Se considerarmos o crédito para pessoas físicas com recursos direcionados (financiamento imobiliário e de veículos), ao final de 2013, o percentual somou 25,8% do PIB. O crédito total do setor privado (pessoas físicas e jurídicas) representou 56,1% do PIB no ano passado, nível bastante confortável frente a diversas economias desenvolvidas do mundo.



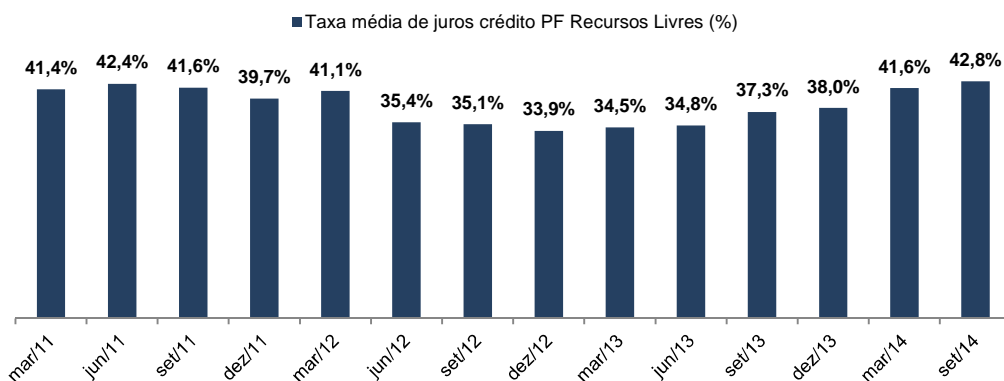
Gráfico: Crédito doméstico para o setor privado no mundo (% do PIB) - 2011:



Fonte: Bacen e Banco Mundial.

Importante salientar que, ainda que o nível de endividamento no Brasil esteja em patamares confortáveis, o seu avanço não deve mostrar a aceleração de anos anteriores, crescendo em níveis mais próximos à inflação. A inadimplência, por sua vez, pode mostrar certa deterioração, se levarmos em conta que o salário médio real da população tem crescido menos nos últimos tempos e que os empréstimos têm ficado cada vez mais caros.

Gráfico: Evolução da taxa média de juros ao ano dos empréstimos PF com recursos livres:

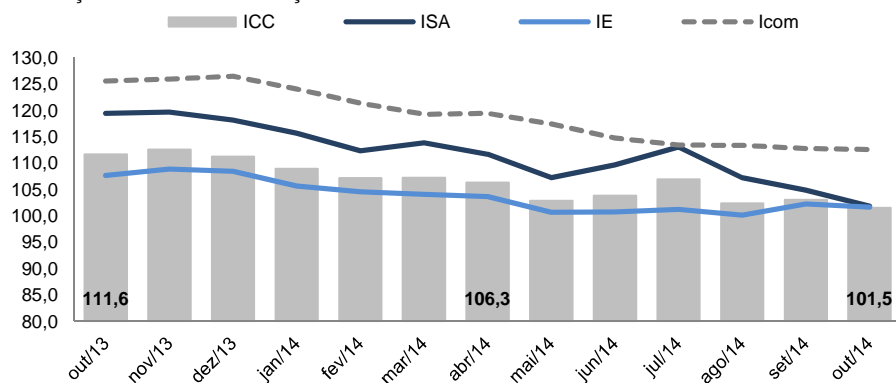


Fonte: Bacen.

### Confiança do consumidor segue em tendência de queda

A confiança do consumidor também é indicativo importante do setor de varejo. As decisões de compra estão diretamente ligadas à percepção que se tem do cenário econômico atual e das expectativas com o futuro. Um consumidor confiante com a situação atual e otimista em relação ao futuro é mais propenso a realizar compras e a pensar em itens que deseja adquirir. Nos últimos meses, o que se tem notado é uma deterioração da confiança do consumidor que, além de não se sentir confortável em relação à situação atual (ISA), também não está otimista em relação ao futuro (IE). O ânimo dos empresários do setor de consumo tem seguido a mesma tendência (Icom). No curto prazo, com um cenário macroeconômico desafiador, os indicadores de confiança devem continuar pressionados.

Gráfico: Evolução do índice de confiança do consumidor e do comércio:



Fonte: Ibre FGV.

## 7. Desafios e Riscos

### 7.1. Arrefecimento das variáveis macroeconômicas

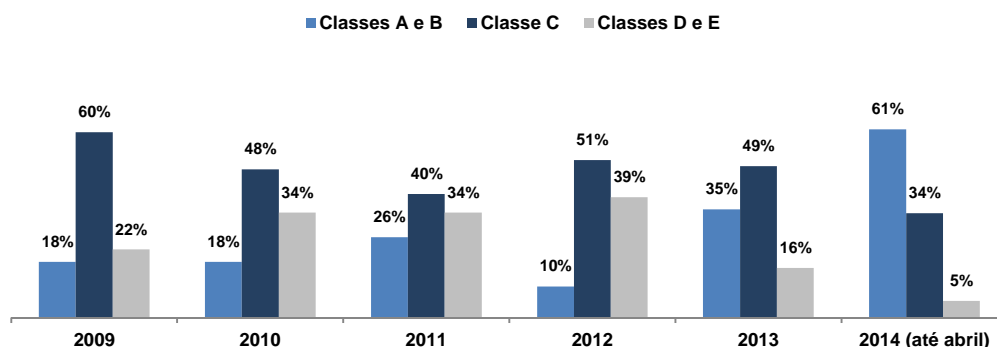
O setor de varejo como um todo é muito sensível a alterações relevantes em fatores macroeconômicos, especialmente emprego, renda e crédito. No que se refere ao mercado de trabalho, apesar da taxa de desemprego estar em um nível historicamente baixo, o seu dinamismo tem diminuído, com redução no número de criação de novas vagas. O crescimento real dos salários também tem desacelerado o ritmo.

Em relação ao crédito, vale ressaltar que a possibilidade de pagar à prazo é um importante impulsionador das vendas no varejo. Após um período de baixa nas taxas de juros praticadas nos empréstimos, as mesmas estão retornando a patamares mais altos, acompanhando o aumento gradual da Selic. Adicionalmente, as políticas de aprovação estão cada vez mais conservadoras, contraindo o crédito disponível ao consumidor.

Na possibilidade de uma deterioração maior destes fatores, o poder de compra da população pode sofrer impacto. Em um primeiro momento, o consumidor tende a reduzir a compra de itens com *ticket* médio maior, rol no qual se inserem os produtos da Via Varejo. Em um segundo momento, os produtos considerados supérfluos tendem a ser cortados do consumo diário, o que inclui a retirada de alguns itens da cesta de compras do supermercado. As classes mais baixas da população são as primeiras a serem atingidas e a rever seus hábitos de compra.

Em pesquisa recente, a consultoria Nielsen verificou que as classes C, D e E, pela primeira vez em 5 anos, estão perdendo participação nos gastos com bens de consumo de alto giro, como alimentos, bebidas e itens de higiene, para as classes A e B. Isto demonstra que as camadas da população com menor poder aquisitivo, antes ávidas por produtos de qualidade superior, já estão começando a rever seu carrinho de compras. Os dados apurados vão até abril/2014 e, portanto, podem sofrer alterações até o final do ano. A confirmação desta tendência é preocupante para o setor de varejo, pois pode significar que a classe C, principalmente, está abrindo mão de adquirir produtos diferenciados aos quais obteve acesso nos últimos tempos.

Gráfico: Contribuição para o crescimento do gasto com bens de consumo de alto giro por ano, em %:



Fonte: Nielsen.

Assim, um arrefecimento dos índices macroeconômicos pode afetar o varejo como um todo, diminuindo o poder aquisitivo da população e também a possibilidade de reajuste de preços por parte dos varejistas. Neste caso, as companhias do setor devem ficar mais atentas no ritmo de expansão, focando os ganhos em eficiência para não perder rentabilidade.

### 7.2. Acirramento da concorrência

O aumento da competição nos segmentos nos quais o GPA atua, com a entrada de novos participantes, assim como a consolidação ou ganho de *market share* por parte dos grandes *players* já existentes, representa um risco aos negócios do grupo. Em ambos segmentos é forte a presença de pequenos varejistas que ainda atuam de maneira informal no mercado.

No caso do setor supermercadista, apesar do mesmo ser bastante pulverizado, é dominado por grandes companhias. De acordo com a Abras, existem, no Brasil, 84 mil estabelecimentos classificados como atuantes no segmento, sendo que as 500 maiores companhias possuem juntas apenas 8.000 lojas. Entretanto, enquanto o faturamento do autosserviço como um todo foi de R\$ 272,2 bilhões em 2013, as 5 maiores redes supermercadistas, que são responsáveis pela gestão de 3.000 lojas, faturaram R\$ 140,4 bilhões. Este fator demonstra a disputa acirrada existente entre os principais *players* do mercado e o quanto é importante ter um diferencial estratégico não atrelado exclusivamente a preços praticados. Em um meio no qual a margem de lucro é comprimida, guerra de preços pode significar prejuízo. O maior concorrente do GPA atualmente é o Carrefour, que já deu sinais de sua pretensão em retomar o crescimento orgânico. Além disso, em meados de maio, foram veiculadas notícias na mídia relatando a compra de ações

do Carrefour, na bolsa de Paris, por Abílio Diniz, indicando que há a possibilidade de sua entrada na companhia em alguma posição estratégica no futuro.

O segmento de varejo de móveis e eletroeletrônicos possui a mesma problemática de competitividade e compressão de margens, o que exige atenção redobrada em relação à política de preços adotada. Por fim, no que se refere à operação de *e-commerce*, concentrada na Nova Pontocom, a mesma voltou a ter um crescimento robusto em 2013, em linha com seus principais concorrentes e com o segmento de comércio eletrônico como um todo que, de acordo com o Ebit, cresceu 28,0% no ano passado, somando R\$ 28,8 bilhões. Apesar de ser um segmento aparentemente fácil para a entrada de novos *players*, também está concentrado nas grandes companhias, já que estas possuem capacidade maior de investir em logística e inovações tecnológicas capazes de otimizar os processos de compra e agilizar as entregas de mercadorias, fator de extrema importância neste ramo. O Magazine Luiza, no entanto, atualmente está à frente dos demais participantes deste mercado. Foi a primeira varejista a coordenar seu sistema de logística entre lojas e *website*, o que garante um nível de eficiência e ganhos diferenciados provenientes de seu *e-commerce*.

### 7.3. Execução do Plano de Expansão

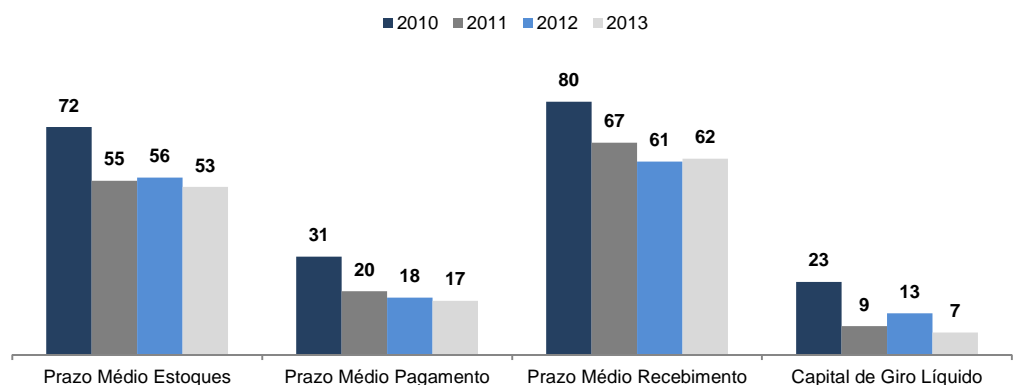
O modelo de *valuation* desenvolvido se baseia em um *guidance* robusto de abertura de lojas, principalmente no que se refere ao GPA Alimentar e às lojas de proximidade do Minimercado Extra e do Minuto Pão de Açúcar. Caso a expansão não se concretize da maneira esperada, pode haver impacto para menor sobre as receitas projetadas. Há também riscos de execução associados a qualquer estratégia de expansão e os mesmos estão relacionados, sobretudo, à capacidade de encontrar bons pontos de venda, especialmente em algumas capitais já saturadas, e pessoal preparado para trabalhar nas novas lojas.

Há, entretanto, fatores capazes de minimizar esses riscos. Se já há algum nível de saturação em algumas capitais, existe muito espaço para expansão em cidades menores, no interior dos estados. Da mesma forma, pode haver pressão inflacionária nos novos aluguéis na capital, parcialmente compensados pelos gastos menores no interior.

### 7.4. Manutenção dos níveis de Capital de Giro

Durante 2013, o GPA apresentou melhoras expressivas em seu capital de giro líquido, superando os níveis atingidos em 2011, resultado, em especial, de negociações vantajosas junto a fornecedores. Os ganhos foram provenientes, principalmente, da atividade da Via Varejo, onde o ciclo de caixa finalizou o ano em 18 dias (14 dias inferior a 2012), refletindo os ganhos de 15 dias no PME, 6 dias no PMR e 8 dias no PMP.

Gráfico: Evolução do Capital de Giro – GPA Consolidado:



Fonte: GPA (2013).

Para 2014, a companhia ainda projeta uma leve melhora no capital de giro líquido, de aproximadamente 2 dias, que pretende atingir através de ganho de eficiência em estoques na Via Varejo. Dentre as estratégias que deverão ser implementadas está a revisão de processos hoje existentes para atender as diferentes unidades de negócio, o que inclui fazer uso das oportunidades de sinergia, compartilhando áreas físicas, custos de distribuição e capital de giro, visando uma maior velocidade na reposição de estoques, mas respeitando a particularidade de cada uma das bandeiras do grupo.

O objetivo do GPA em relação ao ganho de eficiência nos estoques deve ser atingido. No entanto, ainda que seu *ticket* médio de vendas seja baixo, a deterioração dos indicadores macroeconômicos deverá pressionar seus prazos de recebimento, principalmente no que se refere aos produtos de *ticket* médio mais alto. Os prazos de pagamento também deverão ser pressionados por este mesmo motivo, especialmente em função dos fornecedores menores, ainda

que o poder de barganha do grupo junto aos mesmos seja grande. Assim, acreditamos que será difícil a companhia manter o nível de capital de giro atingido no final de 2013.

Quadro: *Ticket* médio de vendas por segmento (em R\$):

	2012	2013	Varição
Pão de Açúcar	43,9	48,2	9,1%
Extra Hipermercado	70,2	74,3	5,7%
Extra Supermercado	29,1	32,3	10,3%
Minimercado	13,5	15,3	15,4%
Assaí	113,0	124,9	10,6%
Ponto Frio	493,5	559,7	13,4%
Casas Bahia	452,0	517,2	14,6%
<b>GPA Consolidado</b>	<b>86,8</b>	<b>94,7</b>	<b>9,2%</b>

Fonte: GPA (2013).

## 7.5. Integração logística

Visando uma integração completa das atividades da Via Varejo com as da Nova Pontocom no futuro, foi iniciado um projeto piloto no qual as companhias passam a compartilhar parte de suas operações a partir de um centro de distribuição inaugurado recentemente em Camaçari/BA. Em 2014, seguindo esta mesma lógica, será inaugurado outro centro de distribuição em Contagem/MG. Através dessas iniciativas, a expectativa é de que, paulatinamente, as operações de ambas companhias sejam integradas nos níveis operacionais, o que trará ganhos importantes em produtividade, custos e, conseqüentemente, em competitividade de preços.

A maioria das companhias de *e-commerce* hoje, no Brasil, tem problemas de rentabilidade. Os grupos que operam lojas físicas além de sites têm a oportunidade de diluir custos e ganhar mais eficiência a partir da integração de ambas operações. Sendo assim, é muito importante que o GPA desenrole este planejamento de integração logística o quanto antes. No mercado varejista, a única empresa que possui, atualmente, suas lojas físicas totalmente integradas ao comércio *on line* é o Magazine Luiza.

## 8. Valuation

A avaliação do GPA consolidado foi feita através da soma das partes dos seus principais negócios: varejo alimentar (Pão de Açúcar e Extra, incluindo negócios especializados), atacado de autosserviço (Assaí), lojas físicas da Via Varejo e *e-commerce* (Nova Pontocom). A avaliação da Via Varejo foi feita exclusivamente com base no desempenho de suas lojas físicas, considerando que o desempenho da Nova Pontocom é apurado por equivalência patrimonial no resultado da companhia.

As expectativas para os negócios do grupo são positivas, devido à sua estrutura resiliente a eventuais adversidades que possam surgir em seus dois principais segmentos de atuação, supermercados e varejo de móveis e eletroeletrônicos. Sua liderança de mercado garante algumas vantagens em relação aos demais concorrentes, como poder de barganha frente aos fornecedores, diluição de custos, reconhecimento das marcas do grupo, dentre outras. Além disso, o *mix* variado de produtos, a estrutura de varejo multicanal, com atendimento voltado para todas as classes sociais, garantem facilidade de adaptação a diferentes ambientes competitivos e perfis de consumidores. Por fim, o *guidance* robusto de crescimento e os recentes ganhos de eficiência no grupo como um todo são uma preparação para a continuidade do seu crescimento sustentável no futuro, o que só faz reforçar a nossa recomendação.

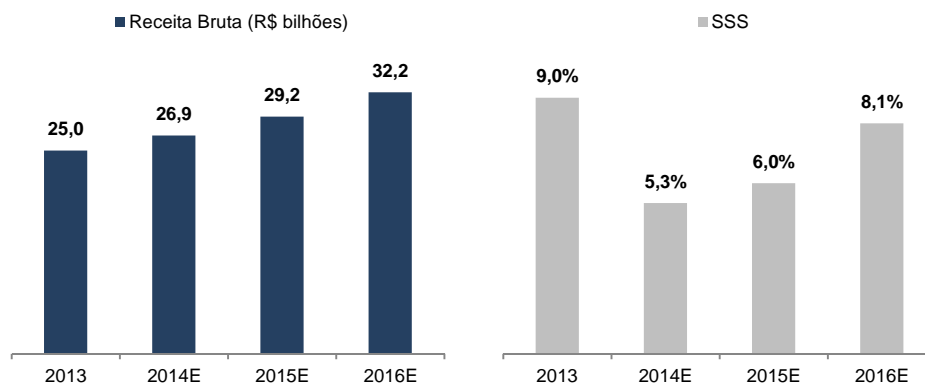
### 8.1. Via Varejo

No *valuation* da Via Varejo, descontamos os fluxos de caixa nos próximos 10 anos a um WACC de 13,8%. Estimamos a taxa de crescimento na perpetuidade de 4,1% durante o período analisado e assumimos a relação D/E em 18%, desconsiderando a carteira de CDCI. Utilizamos o prêmio de risco médio de 4,6% e um beta de 0,87.

### Receitas

Consideramos em nosso modelo o plano de abertura de lojas da companhia para os próximos 3 anos, com previsão de 210 novas unidades até 2016. Descontamos da base de lojas os 74 pontos comerciais do Ponto Frio dos quais a Via Varejo precisa se desfazer de acordo com o termo de compromisso firmado junto ao Cade. Com isso, de 2013 a 2016, a receita bruta da companhia deverá crescer a um CAGR de 8,8%. O SSS (*Same Store Sales*) entre 2014 e 2015 deverá performar um pouco abaixo da inflação. Ainda que a companhia apresente um bom crescimento

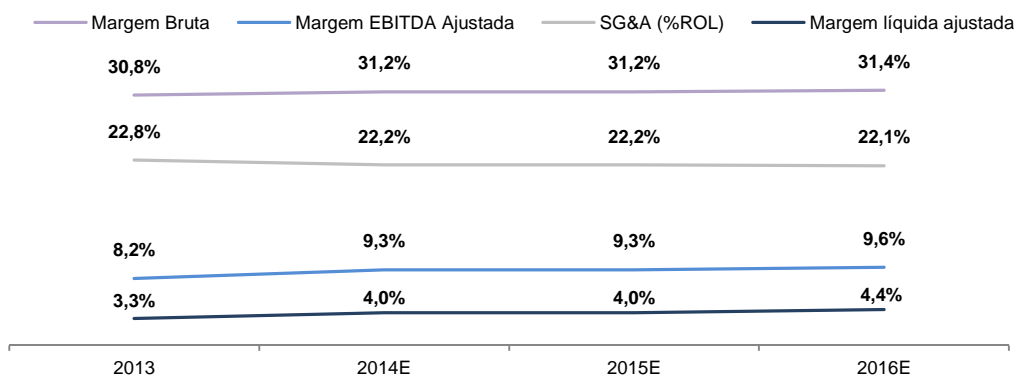
orgânico e uma rápida maturação das lojas, a situação macroeconômica adversa deverá pesar sobre este índice que, em 2016, já deverá voltar a mostrar uma performance acima da inflação.



### Custos e Despesas

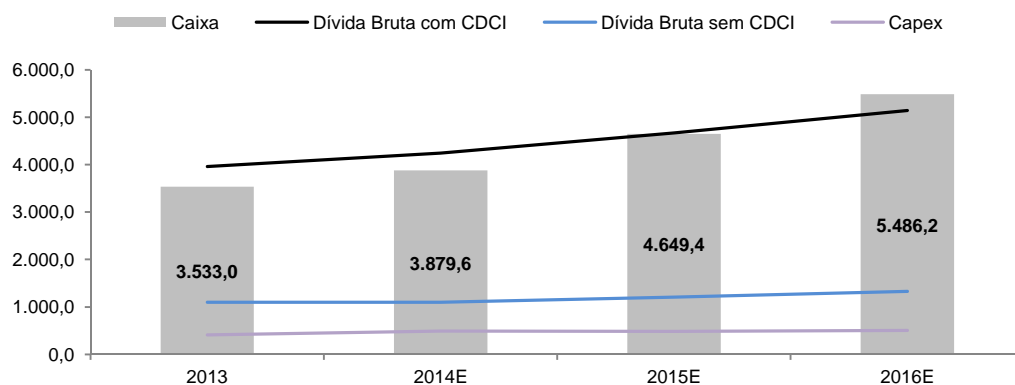
A margem bruta da companhia deve ser manter estável até 2016, com possibilidade de um leve ganho em função do aumento do seu poder de barganha junto aos fornecedores, a medida que passar a centralizar as compras de móveis e eletrodomésticos das demais marcas do grupo, além da Nova Pontocom e do Hipermercado Extra.

Em relação às despesas operacionais, vemos possibilidade de diluição do SG&A, principalmente em função da otimização logística e administrativa em andamento na companhia, o que irá impactar positivamente a margem EBITDA e, consequentemente, a margem líquida.



### Alavancagem

A Via Varejo não é uma companhia muito alavancada, nem se considerarmos a carteira de CDCI no seu endividamento. Além disso, tem uma sólida posição de caixa, o que torna seus índices de alavancagem muito confortáveis. Nas projeções para o período 2014-2016, mantivemos esta perspectiva, o que pode ser alterado caso a companhia faça alguma mudança, por exemplo, em seu *guidance* de Capex, incluindo um número maior de abertura de lojas ou até mesmo uma operação de M&A. Por ora, a projeção de Capex é de, aproximadamente, R\$ 500 milhões por ano até 2016.



## 8.2. GPA Consolidado

No *valuation* do GPA consolidado, descontamos os fluxos de caixa nos próximos 10 anos a um WACC de 11,3%. Estimamos a taxa de crescimento na perpetuidade de 4,1% durante o período analisado e assumimos a relação D/E em 34,0%, também desconsiderando a carteira de CDCI. Utilizamos o prêmio de risco médio de 4,6% e um beta de 0,64. No preço alvo final, foi feita a devida ponderação da participação na Via Varejo.

### Receitas

Consideramos em nosso modelo o plano de abertura de lojas da companhia para os próximos 3 anos, com previsão de 580 novas unidades até 2016. Com isso, de 2013 a 2016, a receita bruta da companhia deverá crescer a um CAGR de 11,3%. O SSS (*Same Store Sales*) deverá continuar performando acima da inflação, exceto em 2015, em função da pressão da situação macroeconômica.

Gráfico: Evolução da Receita Bruta (em R\$):

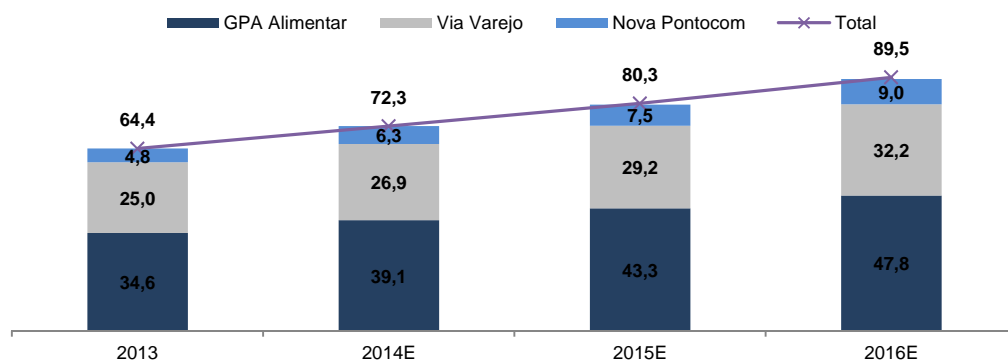
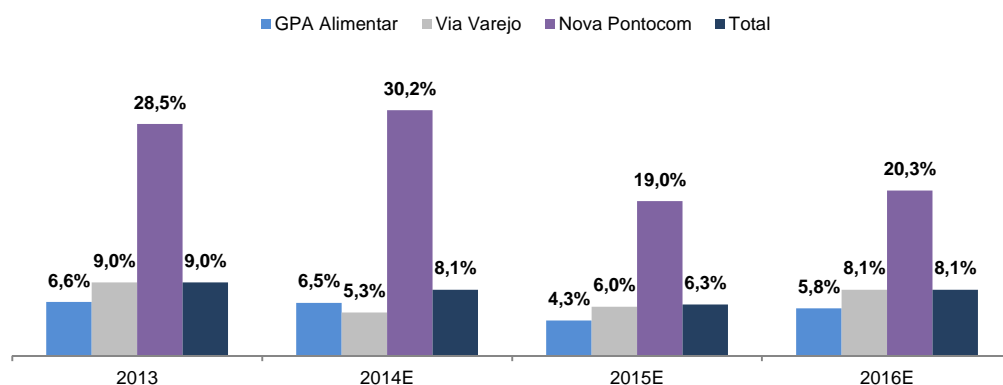
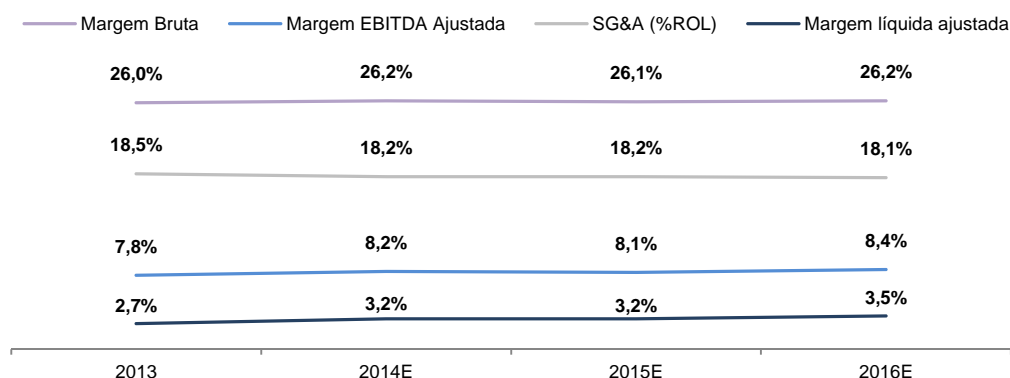


Gráfico: Evolução do Same Store Sales (SSS):



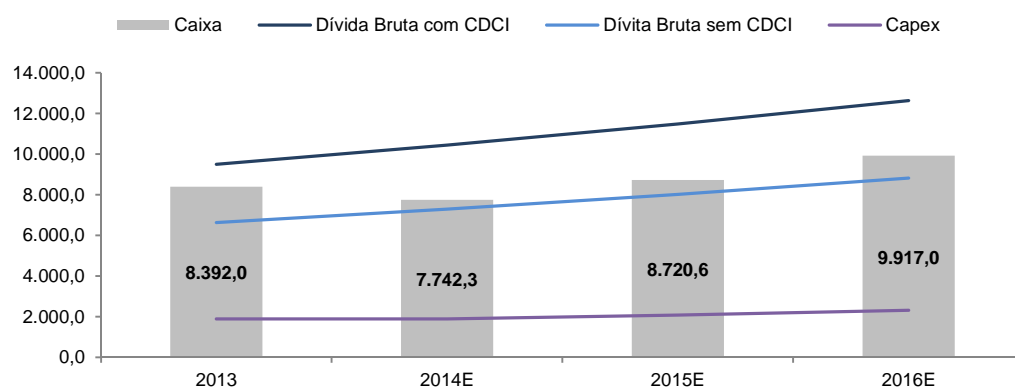
### Custos e Despesas

A margem bruta da companhia deve ser manter estável até 2016, com alguma leve melhora por conta do acordo operacional com a Via Varejo, no qual as demais lojas do grupo podem se beneficiar da sua tabela de preços junto a fornecedores, mediante o pagamento de uma determinada *fee*. Em relação às despesas operacionais, vemos possibilidade de diluição do SG&A, principalmente em função dos ganhos de eficiência da Via Varejo e da simplificação de processos no GPA Alimentar, o que irá impactar positivamente as margens EBITDA e líquida, ambas na visão ajustada. Outro fator que merece atenção é a convergência das margens ajustadas às margens sem ajuste, em função da diminuição das despesas não operacionais.



### Alavancagem

O GPA, na visão consolidada, também possui nível confortável de alavancagem, mesmo considerando a carteira de CDCI da Via Varejo. A maior parte da dívida do GPA Alimentar se concentra em debêntures. Os recursos levantados, em geral, são utilizados para investimentos. A sólida posição de caixa do grupo mantém seus índices de alavancagem em patamares baixos. Nas projeções para o período 2014-2016, mantivemos esta perspectiva, o que pode ser alterado caso a companhia mude, por exemplo, seu *guidance* de Capex, incluindo aberturas adicionais de lojas ou realize um M&A. Por ora, a projeção de Capex é de, aproximadamente, R\$ 2,0 bilhões milhões por ano até 2016.



## 9. Estimativas e Demonstrativos Projetados

### 9.1. Via Varejo:

Índices Econômicos (R\$ milhões)	2013	2014E	2015E	2016E
Receita Líquida	21.755,9	23.420,9	25.443,4	28.031,6
Lucro Bruto	6.700,1	7.307,3	7.938,3	8.801,9
EBIT	2.237,4	2.038,8	2.200,8	2.497,7
EBITDA	2.393,5	2.204,3	2.392,6	2.717,5
EBITDA Ajustado	1.784,7	2.180,9	2.367,1	2.689,5
Lucro Líquido	1.144,5	952,3	1.042,4	1.259,1
Lucro líquido Ajustado	718,0	934,8	1.023,3	1.238,1
Dívida Bruta (com CDCI)	3.962,0	4.248,6	4.673,5	5.140,8
Dívida Bruta (sem CDCI)	1.096,0	1.096,0	1.205,6	1.326,2
Dívida Líquida (com CDCI)	(429,0)	(369,0)	(24,0)	345,4
Dívida Líquida (sem CDCI)	2.437,0	2.783,6	3.443,8	4.160,0
Margem Bruta (%)	30,8%	31,2%	31,2%	31,4%
Margem EBITDA (%)	11,0%	9,4%	9,4%	9,7%
Margem EBITDA Ajustada(%)	8,2%	9,3%	9,3%	9,6%
Margem Líquida (%)	5,3%	4,1%	4,1%	4,5%
Margem Líquida Ajustada(%)	3,3%	4,0%	4,0%	4,4%
SSS (Same Store Sales) - Lojas Físicas	9,0%	5,3%	6,0%	8,1%

Índices de Estrutura e Alavancagem	2013	2014E	2015E	2016E
Dívida Curto Prazo/Dívida Total (%) - com CDCI	77,1%	78,3%	78,3%	78,3%
Dívida Curto Prazo/Dívida Total (%) - sem CDCI	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Dívida/(Dívida + PL) (%) - com CDCI	50,1%	47,6%	46,1%	44,4%
Dívida/(Dívida + PL) (%) - sem CDCI	21,7%	19,0%	18,1%	17,1%
Endividamento Geral (%)	70,6%	68,3%	66,9%	65,1%
Dívida Bruta (R\$ milhões) - com CDCI	3.962,0	4.248,6	4.673,5	5.140,8
Dívida Bruta (R\$ milhões) - sem CDCI	1.096,0	1.096,0	1.205,6	1.326,2
Dívida Líquida (R\$ milhões) - com CDCI	(429,0)	(369,0)	(24,0)	345,4
Dívida Líquida (R\$ milhões) - sem CDCI	2.437,0	2.783,6	3.443,8	4.160,0
Dívida Líquida/EBITDA Ajustado - com CDCI	0,16	0,17	0,01	-0,13
Dívida Líquida/EBITDA Ajustado - sem CDCI	(1,4)	(1,3)	(1,5)	(1,5)

DRE Projetada (R\$ milhões)	2013	2014E	2015E	2016E
Receita Líquida	21.755,9	23.420,9	25.443,4	28.031,6
CPV	15.055,8	16.113,6	17.505,1	19.229,7
Lucro Bruto	6.700,1	7.307,3	7.938,3	8.801,9
Despesas Operacionais	4.332,6	5.129,2	5.572,1	6.110,9
EBIT	2.237,4	2.038,8	2.200,8	2.497,7
Resultado Financeiro	(550,7)	(670,5)	(703,2)	(688,6)
EBITDA	2.393,5	2.204,3	2.392,6	2.717,5
EBITDA Ajustado	1.784,7	2.180,9	2.367,1	2.689,5
LAIR	2.237,4	2.038,8	2.200,8	2.497,7
Lucro Líquido	1.144,5	952,3	1.042,4	1.259,1
Lucro líquido Ajustado	718,0	934,8	1.023,3	1.238,1

Balço Patrimonial Sintético (R\$ milhões)	2013	2014E	2015E	2016E
<b>ATIVO</b>	13.458,0	14.744,6	16.515,4	18.435,5
Circulante	8.868,0	9.814,5	11.286,9	12.918,8
Caixa	3.533,0	3.879,6	4.649,4	5.486,2
Não Circulante	1.953,0	2.070,2	2.194,4	2.326,1
Permanente	2.637,0	2.859,9	3.034,1	3.190,6
<b>PASSIVO</b>	13.458,0	14.744,6	16.515,4	18.435,5
Circulante	7.809,0	8.308,0	9.141,5	9.946,9
Exigível longo prazo	1.698,0	1.759,5	1.901,9	2.056,5
Patrimônio Líquido	3.951,0	4.677,2	5.472,0	6.432,0

Fluxo de caixa (R\$ milhões)	2013	2014E	2015E	2016E
<b>EBIT</b>	2.237,4	2.038,8	2.200,8	2.497,7
(-) IR & CS	(760,7)	(693,2)	(748,3)	(849,2)
<b>NOPAT</b>	1.476,7	1.345,6	1.452,6	1.648,5
(+) D&A	130,2	139,3	165,4	193,3
(-) Capex	(1.061,1)	(491,8)	(483,4)	(504,6)
(-) Variação da Necessidade de Capital de Giro	625,0	(373,5)	(201,7)	(355,8)
<b>(=)FCFF</b>	<b>1.170,7</b>	<b>619,6</b>	<b>932,8</b>	<b>981,5</b>

Múltiplos	2013	2014E	2015E	2016E
EV / EBITDA	5,8	6,3	5,8	5,1
ROE	10,8%	29,0%	20,4%	19,0%
LPA (UNIT)	2,66	2,21	2,42	2,93
Dividend Yield	-	4,9%	5,3%	6,4%
P / L	-	14,6	13,4	11,1
P / BV	-	3,0	2,5	2,2

Valor Total para a Firma (R\$ milhões)	13.940	Premissas do Valuation	
VP do FCFF	8.356	WACC	14,3%
VP do Valor Terminal	5.584	Beta (Alavancado)	0,97
Dívida Líquida	(24)	Taxa livre de risco	5,3%
Valor para os acionistas	13.916	Prêmio de Mercado	4,2%
Número de ações (mm)	1.291	Risco Brasil	2,2%
Valor justo por ação ordinária	32,30	Crescimento perpetuidade	4,1%



## 9.2. GPA Consolidado:

Receita Bruta por negócio (R\$ milhões)	2013	2014E	2015E	2016E
<b>GPA Consolidado</b>	<b>64.405,0</b>	<b>72.273,6</b>	<b>79.946,7</b>	<b>88.977,4</b>
<i>Crescimento</i>	12,5%	12,2%	10,6%	11,3%
<b>GPA Alimentar</b>	<b>34.625,0</b>	<b>39.127,9</b>	<b>43.288,7</b>	<b>47.838,2</b>
<i>Crescimento</i>	11,9%	13,0%	10,6%	10,5%
Multivarejo	27.811,0	29.914,3	32.013,4	34.772,1
Atacado de autosserviço	6.814,0	9.213,6	11.275,3	13.066,2
<b>Via Varejo</b>	<b>24.974,0</b>	<b>26.873,1</b>	<b>29.193,5</b>	<b>32.163,2</b>
<i>Crescimento</i>	11,5%	7,6%	8,6%	10,2%
<b>Nova Pontocom</b>	<b>4.817,0</b>	<b>6.272,6</b>	<b>7.464,4</b>	<b>8.976,0</b>
<i>Crescimento</i>	28,5%	30,2%	19,0%	20,3%

Índices Econômicos (R\$ milhões)	2013	2014E	2015E	2016E
Receita Líquida	57.730,0	64.882,5	71.789,8	79.901,7
Lucro Bruto	15.026,0	16.985,6	18.730,0	20.934,7
EBIT	2.947,6	4.438,0	4.833,6	5.547,2
EBITDA	3.813,0	5.151,7	5.628,3	6.432,1
EBITDA Ajustado	4.486,0	5.346,3	5.843,7	6.671,8
Lucro Líquido	1.051,6	1.957,7	2.132,9	2.612,4
Lucro líquido Ajustado	1.556,3	2.103,7	2.294,4	2.792,2
Margem Bruta (%)	26,0%	26,2%	26,1%	26,2%
Margem EBITDA (%)	6,6%	7,9%	7,8%	8,1%
Margem EBITDA Ajustada(%)	7,8%	8,2%	8,1%	8,4%
Margem Líquida (%)	1,8%	3,0%	3,0%	3,3%
Margem Líquida Ajustada(%)	2,7%	3,2%	3,2%	3,5%
SSS (Same Store Sales) GPA Alimentar	6,6%	6,5%	4,3%	5,8%
SSS (Same Store Sales) Via Varejo	9,0%	5,3%	6,0%	8,1%
SSS (Same Store Sales) Nova Pontocom	28,5%	30,2%	19,0%	20,3%

Índices de Estrutura e Alavancagem	2013	2014E	2015E	2016E
Dívida Curto Prazo/Dívida Total (%) - com CDCI	54,5%	54,5%	54,5%	54,5%
Dívida Curto Prazo/Dívida Total (%) - sem CDCI	36,9%	36,9%	36,9%	36,9%
Dívida/(Dívida + PL) (%) - com CDCI	42,8%	42,4%	42,1%	41,5%
Dívida/(Dívida + PL) (%) - sem CDCI	34,3%	33,9%	33,6%	33,1%
Endividamento Geral (%)	66,6%	64,9%	64,4%	63,8%
Dívida Bruta (R\$ milhões) - com CDCI	(9.494,0)	(10.443,4)	(11.487,7)	(12.636,5)
Dívida Bruta (R\$ milhões) - sem CDCI	(6.627,0)	(7.289,7)	(8.018,7)	(8.820,5)
Dívida Líquida (R\$ milhões) - com CDCI	(1.102,0)	(2.701,1)	(2.767,1)	(2.719,5)
Dívida Líquida (R\$ milhões) - sem CDCI	1.765,0	452,6	702,0	1.096,5
Dívida Líquida/EBITDA Ajustado - com CDCI	0,25	0,51	0,47	0,41
Dívida Líquida/EBITDA Ajustado - sem CDCI	(0,4)	(0,1)	(0,1)	(0,2)

DRE Projetada (R\$ milhões)	2013	2014E	2015E	2016E
Receita Líquida	57.730,0	64.882,5	71.789,8	79.901,7
CPV	(42.626,0)	(47.818,4)	(52.980,9)	(58.887,5)
Lucro Bruto	15.026,0	16.985,6	18.730,0	20.934,7
Despesas Operacionais	11.291,0	11.912,4	13.180,6	14.582,1
EBIT	2.947,6	4.438,0	4.833,6	5.547,2
Resultado Financeiro	(1.193,0)	(1.600,7)	(1.742,4)	(1.761,1)
EBITDA	3.813,0	5.151,7	5.628,3	6.432,1
EBITDA Ajustado	4.486,0	5.346,3	5.843,7	6.671,8
LAIR	1.754,6	2.837,3	3.091,2	3.786,1
Lucro Líquido	1.051,6	1.957,7	2.132,9	2.612,4
Lucro líquido Ajustado	1.556,3	2.103,7	2.294,4	2.792,2

Balço Patrimonial Sintético (R\$ milhões)	2013	2014E	2015E	2016E
ATIVO	38.010,0	40.498,3	44.524,4	49.194,6
Circulante	18.897,0	20.134,1	22.790,8	25.948,4
Caixa	8.392,0	7.742,3	8.720,6	9.917,0
Não Circulante	4.048,0	4.290,9	4.548,3	4.821,2
Permanente	15.065,0	16.073,3	17.185,3	18.425,0
PASSIVO	38.010,0	40.498,3	44.524,4	49.194,6
Circulante	16.979,0	17.302,5	18.972,5	20.858,3
Exigível longo prazo	8.319,0	8.991,1	9.720,7	10.513,2
Patrimônio Líquido	12.712,0	14.204,8	15.831,1	17.823,0

Fluxo de caixa (R\$ milhões)	2013	2014E	2015E	2016E
<b>EBIT</b>	2.947,6	4.438,0	4.833,6	5.547,2
(-) IR & CS	(1.002,2)	(1.508,9)	(1.643,4)	(1.886,0)
<b>NOPAT</b>	1.945,4	2.929,1	3.190,2	3.661,2
(+) D&A	787,4	635,2	715,8	805,5
(-) Capex	(2.519,5)	(1.881,6)	(2.081,9)	(2.317,1)
(-) Variação da Necessidade de Capital de Giro	(528,0)	(525,5)	(577,1)	(701,1)
<b>(=)FCFF</b>	<b>(314,7)</b>	<b>1.157,1</b>	<b>1.247,0</b>	<b>1.448,4</b>

Múltiplos	2013	2014E	2015E	2016E
EV / EBITDA	-	7,2	6,6	5,8
ROE	8,3%	13,8%	13,5%	14,7%
LPA	3,97	7,38	8,04	9,85
Dividend Yield	-	0,7%	0,7%	1,4%
P / L	-	17,5	16,0	13,1
P / BV	-	2,4	2,2	1,9

Valor Total para a Firma (R\$ milhões)	46.095
VP do FCFF	18.483
VP do Valor Terminal	27.613
Dívida Líquida	(2.767)
Valor para os acionistas	43.328
Valor para os acionistas ponderado	34.220
Número de ações (mm)	265
Valor justo por ação ordinária	129,00

Premissas do Valuation	
WACC	11,4%
Beta (Alavancado)	0,66
Taxa livre de risco	4,9%
Prêmio de Mercado	4,6%
Risco Brasil	2,0%
Crescimento perpetuidade	4,0%

### Informações Relevantes

Este relatório foi produzido pelo BB-Banco de Investimento S.A. As informações e opiniões aqui contidas foram consolidadas ou elaboradas com base em informações obtidas de fontes, em princípio, fidedignas e de boa-fé. Entretanto, o BB-BI não declara nem garante, expressa ou tacitamente, que essas informações sejam imparciais, precisas, completas ou corretas. Todas as recomendações e estimativas apresentadas derivam do julgamento de nossos analistas e podem ser alternadas a qualquer momento sem aviso prévio, em função de mudanças que possam afetar as projeções da empresa. Este material tem por finalidade apenas informar e servir com instrumento que auxilie a tomada de decisão de investimento. Não é, e não deve ser interpretado como uma oferta ou solicitação de oferta para comprar ou vender quaisquer títulos e valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. É vedada a reprodução, distribuição ou publicação deste material, integral ou parcialmente, para qualquer finalidade.

Nos termos do art. 18 da ICVM 483, 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 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), mas poderá adquirir, alienar ou intermediar valores mobiliários da 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.

### Informações Relevantes – Analistas

O(s) analista(s) de investimento, ou de valores mobiliários, envolvido(s) na elaboração deste relatório (“Analistas de investimento”), declara(m) que:

1 - As recomendações contidas neste 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 o emissor objeto do relatório de análise ou pessoas a ele ligadas.

Analistas	Itens		
	3	4	5
Maria Paula Cantusio			

3 – O(s) analista(s) de investimentos, seus cônjuges ou companheiros, detêm, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, ações e/ou outros valores mobiliários de emissão das companhias objeto de sua análise.

4 – Os analistas de investimento, seus cônjuges ou companheiros, possuem, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação à companhia emissora dos valores mobiliários analisados neste relatório.

5 – O(s) analista(s) de investimento tem vínculo com pessoa natural que trabalha para o emissor objeto do relatório de análise.

### 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.

## Administração

<b>Diretor</b> Sandro Kohler Marcondes	<b>Gerente-Executivo</b> Eduardo César do Nascimento
---	---

## Equipe de Pesquisa

<b>Gerente - Nataniel Cezimbra</b>	nataniel.cezimbra@bb.com.br
------------------------------------	-----------------------------

## Renda Variável

## Demanda

## Bancos e Serviços Financeiros

Carlos Daltozo  
daltozo@bb.com.br  
Mário Bernardes Junior  
mariobj@bb.com.br

## Consumo

Maria Paula Cantusio  
paulacantusio@bb.com.br

## Imobiliário

Wesley Bernabé  
wesley.bernabe@bb.com.br  
Daniel Cobucci  
cobucci@bb.com.br

## Indústrias e Transportes

Mário Bernardes Junior  
mariobj@bb.com.br

## Small Caps

Gabriela Cortez  
gabrielaecortez@bb.com.br

## Renda Fixa e Estratégia de Mercado

## Renda Fixa, Moedas e Commodities

Renato Odo  
renato.odo@bb.com.br  
Fabio Cardoso  
fcardoso@bb.com.br

## Estratégia de Mercado

Hamilton Moreira Alves  
hmoreira@bb.com.br

## Equipe de Vendas

**Atacado:** bb.distribuicao@bb.com.br

**Varejo:** acoes@bb.com.br

## Gerente - Antonio Emilio Ruiz

Antonio Lima  
Bruno Finotello  
João Carlos Floriano  
Marcela Andressa Pereira  
Thiago Cogo Pires  
Viviane Ferro Candelária

## Gerente - Marconi Maciel

Ana Lucia Caruso da Silva  
Henrique Reis  
Márcio Carvalho José

## Oferta

## Agribusiness

Luciana de Carvalho  
luciana\_cvl@bb.com.br  
Márcio de Carvalho Montes  
mcmontes@bb.com.br

## Infraestrutura e Concessões

Renato Hallgren  
renatoh@bb.com.br

## Materiais Básicos

Victor Penna  
victor.penna@bb.com.br

## Petróleo e Gás

Mariana Peringer  
marianaperinger@bb.com.br  
Wesley Bernabé  
wesley.bernabe@bb.com.br

## BB Securities

4th Floor, Pinners Hall – 105-108 Old Broad St.  
London EC2N 1ER - UK  
+44 207 7960836 (facsimile)

## Managing Director

Vinicius Balbino Bouhid +44 (207) 3675801

## Deputy Managing Director

Selma da Silva +44 (207) 3675802

## Director of Sales Trading

Boris Skulczuk +44 (207) 3675831

## Head of Sales

Nick Demopoulos +44 (207) 3675832

## Institutional Sales

Annabela Garcia +44 (207) 3675853

Melton Plumber +44 (207) 3675843

Renata Kreuzig +44 (207) 3675833

## Trading

Bruno Fantasia +44 (207) 3675852

Gianpaolo Rivas +44 (207) 3675842

## Head of Research

Paul Hollingworth +44 (207) 3675851

## Structured Products

Hernan Lobert +44 (207) 3675807

## Banco do Brasil Securities LLC

535 Madison Avenue 34th Floor  
New York City, NY 10022 - USA  
(Member: FINRA/SIPC/NFA)

## Managing Director

Daniel Alves Maria +1 (646) 845-3710

## Institutional Sales - Equity

Charles Langalis +1 (646) 845-3714

## Institutional Sales - Fixed Income

Cassandra Voss +1 (646) 845-3713

## DCM

Richard Dubbs +1 (646) 845-3719

## Syndicate

Kristen Tredwell +1 (646) 845-3717

## Sales

Michelle Malvezzi +1 (646) 845-3715

Myung Jin Baldini +1 (646) 845-3718

## BB Securities Asia Pte Ltd

6 Battery Road #11-02  
Singapore, 049909

## Managing Director

Rodrigo Afonso +65 6420-6577

## Director, Head of Sales

José Carlos Reis +65 6420-6570

## Institutional Sales

Paco Zayco +65 6420-6571

Amelia Khoo +65 6420-6582

## BB-Banco de Investimento S.A. • BB-BI

Rua Senador Dantas, 105 - 36º andar  
Rio de Janeiro RJ - Brasil  
Tel. (21) 38083625 Fax (21) 38083355