

## Resultados trimestrais

**GPA**
**2T18: resultado positivo; reiteramos recomendação de Outperform**

O resultado do GPA veio positivo, na nossa visão, com margens de rentabilidade um pouco acima das nossas expectativas (+0,5 p.p. A/E na margem bruta e +0,1 p.p. A/E na margem líquida). O desempenho de vendas já havia sido divulgado anteriormente, mostrando uma sólida expansão de 9,9% a/a, sendo +1,2% a/a no Multivarejo e +22,8% a/a no Assaí, uma performance melhor que a média de mercado. De acordo com a última pesquisa divulgada pelo IBGE referente à maio, as vendas em supermercados cresceram 4,4% nos últimos 12 meses. A greve dos caminhoneiros teve efeitos mistos nas diferentes bandeiras. No Multivarejo, de acordo com a companhia, o efeito foi positivo em aproximadamente 0,6 p.p. nas vendas em mesmas lojas, enquanto no Assaí o efeito foi negativo, dada a maior distância de suas lojas dos grandes centros comerciais. É válido mencionar que, durante o 2T18, a empresa registrou R\$ 419 mi em créditos tributários não recorrentes (contra R\$ 447 mi no 2T17) e nossos comentários se referem à uma base comparativa normalizada (ex-créditos fiscais). Mesmo assim, na primeira tabela do relatório mostramos os números considerando os créditos tributários, enquanto a segunda tabela desconsidera este efeito.

Em geral, seguimos otimistas em relação ao case de investimento do GPA. Na nossa opinião, as estratégias atualmente em andamento dentro da companhia focadas em revitalizar os formatos de lojas, com novos modelos como o Compre Bem e o Mercado Extra, além das reformas que estão sendo feitas no Pão de Açúcar e nos formatos de proximidade, devem ser traduzidos em aceleração de vendas e ganho de participação de mercado nos próximos meses. Um *top line* maior significa também uma maior alavancagem operacional, diluição de despesas e, conseqüentemente, maior rentabilidade. Dito isto, mantemos a recomendação de *Outperform* para PCAR4, com preço alvo de R\$ 103,50 para o final do ano. De acordo com as nossas estimativas PCAR4 está sendo negociada a 9,1x EV/EBITDA e 28,9x P/L para o final de 2018, contra uma média histórica (últimos 5 anos) de 8,4x e 23,9x, respectivamente.

**Top line veio robusto mais uma vez...** A performance de vendas já havia sido divulgada, mostrando um crescimento robusto de 9,9% a/a, mesmo frente à uma deflação de alimentos de 2,8% no período. No Multivarejo, o *top line* veio positivo pela primeira vez desde o 2T17, com um impacto menor das lojas que foram fechadas, apresentando um crescimento de 1,2% a/a, amparado por um desempenho positivo das vendas em mesmas lojas de 5,3% (contra +1,2% no 2T17). A bandeira Pão de Açúcar foi o principal destaque do trimestre, expandindo cerca de 6,8% a/a. No Assaí, o *top line* expandiu 22,8% a/a no 2T18, mas impulsionado pelas aberturas de lojas nos últimos 12 meses, uma vez que as vendas em mesmas lojas cresceram apenas 4,7% no período, pressionadas por uma forte base comparativa de +14,1% do mesmo período do ano anterior.

**Highlights**

R\$ Milhões	2T18	2T17	a/a	1S18	a/a
Receita Bruta	12.772	11.623	9.9%	25.072	8.8%
Multivarejo	7.030	6.945	1.2%	13.831	-1.0%
Assaí	5.742	4.678	22.8%	11.241	23.8%
Receita Líquida	11.775	10.663	10.4%	23.118	9.0%
Lucro Bruto*	3.098	2.936	5.5%	5.645	5.4%
Margem Bruta (%)	26.3%	27.5%	-120 bps	24.4%	-80 bps
EBITDA Ajustado*	1.081	974	11.0%	1.659	13.2%
Margem EBITDA Ajustada (%)	9.2%	9.1%	10 bps	7.2%	30 bps
Lucro Líquido Acionistas Controladores*	476	197	141.5%	618	124.7%
Margem Líquida Ac. Controladores (%)	4.0%	1.8%	220 bps	2.7%	140 bps
Dívida Líquida/EBITDA Ajustado	1.0x	1.2x	20 bps	1.0x	20 bps

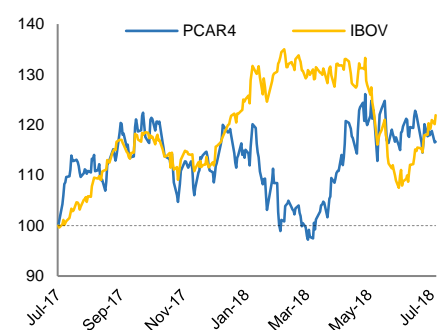
Fonte: GPA e BB Investimentos \*números incluem créditos fiscais não recorrentes de R\$ 447 mi no 2T17 e R\$ 419 mi no 2T18

**PCAR4**

Rating	Outperform
Preço-alvo - 2018E	103.50
Preço da ação - 17/07/2018	76.00
Upside	36.2%

**Trading data**

em 25/07/2018		
Valor de Mercado	R\$ milhões	20,264
Varição 1 mês	%	-2.6%
Varição UDM	%	15.4%
Varição 2018	%	-2.9%
Min. 52 sem.	R\$	63.42
Máx. 52 sem.	R\$	82.15


**Valuation**

		2018e
Equity Value GPA Food (100%)	R\$ million	18,899
Equity Value Via Varejo (43.3%)	R\$ million	6,623
Equity Value Cnova (34.0%)	R\$ million	2,065
Consolidated Equity Value 2017E	R\$ million	27,587
Shares	# million	267
WACC	%	11.6
Growth in Perpetuity (g)	%	5.0

**Múltiplos**

		2018e	2019e	2020e
EV/EBITDA		9.1x	8.0x	6.8x
P/E		28.9x	23.0x	18.8x
EPS	R\$	3.59	4.50	5.51

**Maria Paula Cantusio**  
Sênior Analyst  
paulacantusio@bb.com.br

...enquanto a rentabilidade permaneceu sólida. A margem bruta foi uma surpresa positiva, vindo 0,5 p.p. acima das nossas expectativas, em 22,9% (ex-créditos tributários), representando uma queda de 0,4 p.p. a/a, refletindo a maior participação do Assaí nas vendas totais, um negócio que tem uma menor rentabilidade bruta. Olhando para cada divisão de negócio, no Multivarejo a margem bruta caiu 0,2 p.p. a/a, para 28,1%, o que acreditamos que tenha sido por conta da ruptura no abastecimento de perecíveis durante a greve, uma categoria que tem um bom nível de rentabilidade bruta. No Assaí, por outro lado, a margem bruta subiu 0,5 p.p. a/a, para 16,4%, refletindo (i) a recente inclusão de categorias com maior valor agregado no mix de venda; (ii) uma maior participação de pessoas físicas em relação à pessoas jurídicas nas vendas totais e (iii) uma curva de maturação mais acelerada das lojas novas. A margem EBITDA ajustada consolidada aumentou em um ritmo ainda mais acelerado, cerca de 0,7 p.p. a/a, vindo em linha com a nossa estimativa de 5,8%, em decorrência de ganhos de eficiência e uma maior alavancagem operacional, principalmente no Multivarejo. É válido mencionar que a decisão de converter hipermercados do Extra em Assaí tem beneficiado o EBITDA do Multivarejo, por conta da exclusão de unidades não rentáveis do portfólio de lojas. Ao mesmo tempo, as lojas convertidas seguem apresentando uma expansão de vendas acima de 2,5x após o processo de conversão, contribuindo para a geração de EBITDA da bandeira Assaí.

#### **Endividamento continua baixo, enquanto o fluxo de caixa parece estar com uma tendência melhor.**

No *bottom line*, o lucro líquido dos acionistas controladores (ex-créditos fiscais e operações descontinuadas) atingiu R\$ 185 mi (quase em linha com a nossa projeção), revertendo o prejuízo líquido de R\$ 141 mi do 2T17, beneficiado por ganhos de margem operacional e uma redução de 21,3% a/a nas despesas financeiras líquidas. A dívida bruta aumentou em 15,3% nos últimos 12 meses, para R\$ 5,85 bi, em decorrência de uma recente emissão de debêntures. Mesmo assim, o endividamento caiu para 1,0x dívida líquida/EBITDA de 1,2x anteriormente, refletindo uma maior posição de caixa no período (+17,5% a/a, considerando recebíveis de cartão de crédito não descontados). O fluxo de caixa continua sendo consolidado com os números da Via Varejo, dificultando a identificação do desempenho isolado do GPA Alimentar. No geral, a queima de caixa livre total reduziu em 47,3% a/a, somando R\$ 3,4 bi. A queima de caixa nas atividades operacionais, por sua vez, melhorou em 23,2% a/a, para R\$ 2,9 bi, dada uma melhor dinâmica em recebíveis e fornecedores. Nas atividades de investimentos, por outro lado, a queima de caixa aumentou em 46,2% a/a, para R\$ 846 mi, refletindo os maiores investimentos em Capex.

#### **Anunciado versus Estimado**

\*números excluem créditos fiscais incorridos no 2T18 e no 2T17

<b>Financials</b>						
R\$ Milhões	2T18a	2T18e	A/E	a/a	t/t	
<b>Receita Bruta</b>	<b>12,772</b>	<b>12,771</b>	<b>0.0%</b>	<b>9.9%</b>	<b>3.8%</b>	
Multivarejo	7,030	7,029	0.0%	1.2%	3.4%	
Assaí	5,742	5,742	0.0%	22.8%	4.4%	
<b>Receita Líquida</b>	<b>11,730</b>	<b>11,776</b>	<b>-0.4%</b>	<b>10.0%</b>	<b>3.4%</b>	
<b>Lucro Bruto</b>	<b>2,684</b>	<b>2,643</b>	<b>1.5%</b>	<b>7.8%</b>	<b>5.3%</b>	
Despesas Operacionais	(2,107)	(2,006)	5.0%	-7.1%	4.7%	
VG&A	(2,037)	(1,995)	2.1%	3.5%	2.8%	
EBIT	368	428	-14.0%	128.6%	12.9%	
<b>EBITDA</b>	<b>589</b>	<b>652</b>	<b>-9.7%</b>	<b>57.5%</b>	<b>7.7%</b>	
EBITDA Ajustado	679	680	0.1%	28.3%	15.1%	
Resultado Financeiro Líquido	(148)	(134)	10.4%	-21.3%	12.1%	
<b>Lucro Líquido</b>	<b>199</b>	<b>194</b>	<b>2.6%</b>	<b>-</b>	<b>30.1%</b>	
Resultado Líq Op Descontinuadas	14	(9)	-	-	-	
<b>Lucro Líquido Ac. Controladores</b>	<b>199</b>	<b>185</b>	<b>7.6%</b>	<b>-</b>	<b>40.1%</b>	
<b>Margem Bruta (%)</b>	<b>22.9%</b>	<b>22.4%</b>	50 bps	-40 bps	40 bps	
<b>Margem EBITDA (%)</b>	<b>5.0%</b>	<b>5.5%</b>	-50 bps	150 bps	20 bps	
Margem EBITDA Ajustada (%)	5.8%	5.8%	0 bps	70 bps	60 bps	
<b>Margem Líquida (%)</b>	<b>1.7%</b>	<b>1.6%</b>	<b>10 bps</b>	<b>290 bps</b>	<b>40 bps</b>	
<b>Margem Líq Controladores (%)</b>	<b>1.7%</b>	<b>1.6%</b>	<b>10 bps</b>	<b>290 bps</b>	<b>40 bps</b>	
SSS (Vendas em mesmas lojas)	5.3%	5.1%	20 bps	-10 bps	-540 bps	

Fonte: GPA e BB Investimentos

## 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 como 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. 22 da ICVM 598, 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.

3 - O Banco do Brasil S.A. detem indiretamente 5% ou mais, por meio de suas subsidiárias, participação acionária no capital da Cielo S.A. (cuja participação é detida pelo BB – Banco de Investimento S.A.) e do IRB Brasil Re, companhias brasileiras listadas na bolsa de valores que podem deter, direta ou indiretamente, participações societárias em outras companhias listadas cobertas pelo BB – Banco de Investimento S.A.

### 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	Items		
	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.

6 - As informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas à mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança.

### 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.

**BB Banco de Investimento S.A. - BB-BI**

Av. Paulista, 1.230 – 9º andar

São Paulo (SP) - Brazil

+55 (11) 4298-7000

<b>Diretor</b>	<b>Gerente Executivo</b>
Fernando Campos	Denísio Augusto Liberato

**Gerentes da Equipe de Pesquisa**

<b>Estratégia</b> - Wesley Bernabé wesley.bernabe@bb.com.br	<b>Equities</b> - Victor Penna victor.penna@bb.com.br
--	--

**Renda Variável**

<b>Agronegócios</b>	<b>Siderurgia e Mineração</b>
Márcio de Carvalho Montes mcmontes@bb.com.br	Gabriela Cortez gabrielaecortez@bb.com.br

**Bancos e Serviços Financeiros**

Wesley Bernabé wesley.bernabe@bb.com.br	<b>Óleo e Gás</b>
--	-------------------

Carlos Daltozo daltozo@bb.com.br	<b>Papel e Celulose</b>
-------------------------------------	-------------------------

Kamila Oliveira kamila@bb.com.br	Gabriela E Cortez gabrielaecortez@bb.com.br
-------------------------------------	--

**Bens de Capital**

Viviane Silva viviane.silva@bb.com.br	<b>Imobiliário</b>
--	--------------------

<b>Utilities</b>	Georgia Jorge georgiadaj@bb.com.br
------------------	---------------------------------------

Rafael Dias rafaeldias@bb.com.br	<b>Varejo</b>
-------------------------------------	---------------

<b>Alimentos e Bebidas</b>	Maria Paula Cantusio paulacantusio@bb.com.br
----------------------------	---

Luciana Carvalho luciana_cvl@bb.com.br	Fabio Cardoso fcardoso@bb.com.br
---	-------------------------------------

<b>Macroeconomia e Estratégia de Mercado</b>	<b>Transporte e Logística</b>
--	-------------------------------

Hamilton Moreira Alves hmoreira@bb.com.br	Renato Hallgren renatoh@bb.com.br
--	--------------------------------------

Rafael Reis rafael.reis@bb.com.br	<b>Renda Fixa</b>
--------------------------------------	-------------------

Ricardo Vieites ricardovieites@bb.com.br	Renato Odo renato.odo@bb.com.br
---	------------------------------------

<b>Equipe de Sales</b>	José Roberto dos Anjos robertodosanjos@bb.com.br
------------------------	---

<b>Investidor Institucional</b>	<b>Varejo</b>
---------------------------------	---------------

bb.distribuicao@bb.com.br	acoess@bb.com.br
---------------------------	------------------

<b>Gerente</b> - Antonio Emilio Ruiz	<b>Gerente</b> - Mario D'Amico
--------------------------------------	--------------------------------

Bianca Onuki Nakazato	Fabiana Regina de Oliveira
-----------------------	----------------------------

Bruno Finotello	Sandra Regina Saran
-----------------	---------------------

Daniel Frazzatti Gallina	
--------------------------	--

Denise Rédua de Oliveira	
--------------------------	--

Edger Euber Rodrigues	
-----------------------	--

Elisangela Pires Chaves	
-------------------------	--

Fábio Caponi Bertoluci	
------------------------	--

Henrique Reis	
---------------	--

Marcela Andressa Pereira	
--------------------------	--

**BB Securities - London**

4th Floor, Pinners Hall – 105-108 Old Broad St.

London EC2N 1ER - UK

+44 (207) 3675800

**Managing Director**

Admilson Monteiro Garcia +44 (207) 3675801

**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 Plummer +44 (207) 3675843

**Trading**

Bruno Fantasia +44 (207) 3675852

Gianpaolo Rivas +44 (207) 3675842

**Banco do Brasil Securities LLC - New York**

535 Madison Avenue 33th Floor

New York City, NY 10022 - USA

(Member: FINRA/SIPC/NFA)

**Managing Director**

Carla Sarkis Teixeira +1 (646) 845-3710

**Institutional Sales - Equity**

Charles Langalis +1 (646) 845-3714

**Institutional Sales - Fixed Income**

Fabio Frazão +1 (646) 845-3716

Michelle Malvezzi +1 (646) 845-3715

**DCM**

Richard Dubbs +1 (646) 845-3719

**Syndicate**

Kristen Tredwell +1 (646) 845-3717

**BB Securities Asia Pte Ltd - Singapore**

6 Battery Road #11-02

Singapore, 049909

**Managing Director**

Marcelo Sobreira +65 6420-6577

**Director, Head of Sales**

José Carlos Reis +65 6420-6570

**Institutional Sales**

Zhao Hao +65 6420-6582