

16 de novembro de 2021



Grupo Mateus

Atualizando Estimativas

Introduzindo o Preço-Alvo de R\$10,00 (2022E); Substituindo o Preço-Alvo de R\$11,00 (2021E)

Grupo Mateus (GMAT3)

Atualizando Estimativas

Introduzindo o Preço-Alvo de R\$10,00 (2022E); Substituindo o Preço-Alvo de R\$11,00 (2021E)

Ruben Couto, Eric Huang

Resumo: O novo plano de expansão, o incentivo fiscal que permite a tomada de novos riscos após mudanças legislativas recentes e os subsídios governamentais potencialmente maiores são alguns dos tópicos do Grupo Mateus que exploramos neste relatório, que, combinados com as nossas estimativas atualizadas, fundamentam nosso novo preço-alvo de R\$ 10,00 para o fim de 2022. Projetamos um CAGR de LPA de 31% (2022-25E), o que, em conjunto com um P/L atraente de aprox. 14x (2022E), 24% abaixo de sua média histórica, sustenta a nossa recomendação de "Compra".

O Grupo Mateus já deu o primeiro passo. Após a recente consolidação no segmento de varejo alimentício do Brasil, o Grupo Mateus anunciou em agosto de 2021 uma nova divisão regional para acelerar a sua expansão no Nordeste. De acordo com nossa análise dos estados da Bahia e de Pernambuco, as franquias regionais e nacionais de supermercados têm aprox. 75% de suas lojas localizadas em grandes cidades (mais de 200 mil habitantes), o que nos faz acreditar que o Mateus irá capitalizar dada a sua tendência para operar em cidades com menor densidade populacional.

Atualizando estimativas para refletir uma expansão mais rápida. A partir de 2022, o Grupo Mateus espera abrir mais 10 lojas por ano (principalmente no formato *cash & carry*), além das 40 novas lojas por ano em seu plano atual. Além disso, estamos aumentando nossas estimativas de receita líquida em aprox. 30% e 37% para 2022-23, respectivamente, enquanto aumentamos as projeções de LPA em 17% para o período, pois consideramos um ritmo mais moderado de expansão da lucratividade tendo em vista as inaugurações.

Reiteramos a nossa recomendação de "Compra" dado o seu valuation atraente e a baixa correlação do varejo alimentício com crises macroeconômicas. Com base em nosso modelo atualizado, apresentamos o preço-alvo de R\$ 10,00 para o fim de 2022 e reiteramos nossa recomendação de "Compra", baseado no CAGR de LPA de aprox. 31% (2022-2025E) e no seu P/L atraente de 14x (2022E). Sendo assim, em nossa opinião, a preços atuais, o mercado está precificando o ativo com base em um cenário muito mais sombrio (ou seja, com expansões mais lentas e com margens operacionais estáveis em níveis abaixo do ideal) comparado ao que projetamos, mesmo com uma deterioração macroeconômica à frente.

Santander Equity Research

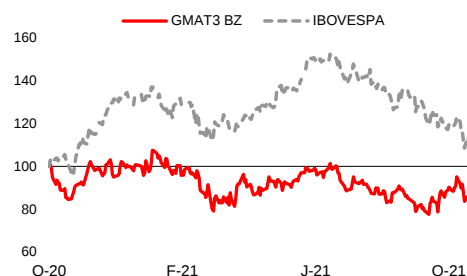
Varejo

16 de novembro de 2021

Compra

Preço-Alvo: R\$ 10,00

Desempenho de Preços (R\$)



Grupo Mateus

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados, Balanço e Fluxo de Caixa, 2020–23E em Milhões

	R\$			
P&L ACCOUNT	2020A	2021E	2022E	2023E
Total Revenue	12,571	15,838	21,918	27,952
YoY change (%)	44.4	26.0	38.4	27.5
Gross Profit	2,989	3,762	5,102	6,495
YoY change (%)	39.5	25.8	35.6	27.3
EBITDA	954	1,110	1,612	2,263
YoY change (%)	68.1	16.3	45.2	40.4
As % of Revenue	7.6	7.0	7.4	8.1
Operating Income	837	925	1,327	1,875
YoY change (%)	73.9	10.6	43.5	41.3
As % of Revenue	6.7	5.8	6.1	6.7
Financial Results	(112)	(101)	(109)	(222)
Taxes	2	(3)	(38)	(82)
Net Profit	726	821	1,181	1,571
YoY change (%)	98.5	13.0	43.9	33.0
As % of Revenue	5.8	5.2	5.4	5.6
CASH FLOW	2020A	2021E	2022E	2023E
Depreciation & Amortization	(117)	(185)	(284)	(388)
Other Noncash Items	86	101	109	222
Changes in Working Capital	(1,195)	(133)	(1,292)	(1,136)
Operating Cash Flow	(265)	974	282	1,045
Capital Expenditures	(684)	(1,001)	(1,489)	(1,154)
Free Cash Flow	(1,297)	(179)	(816)	169
Other Invest./(Divestments)	81	11	0	0
Change in Debt	(428)	(141)	391	278
Dividends	0	0	0	0
Capital Increases/Other	3,002	(13)	0	0
BALANCE SHEET	2020A	2021E	2022E	2023E
Cash and Equivalents	2,112	1,920	1,104	1,273
Current Assets	6,161	6,933	8,134	10,106
Fixed Assets	458	575	705	829
Total Assets	8,211	9,921	12,328	15,066
Current Liabilities	1,415	2,239	2,964	3,631
Long-Term Liabilities	1,130	1,171	1,671	2,171
Shareholders' Equity	5,720	6,528	7,709	9,280
Total Financial Debt	592	552	1,052	1,552
ST Debt	61	89	89	89
LT Debt	531	463	963	1,463
FINANCIAL RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
Net Debt	(1,520)	(1,368)	(52)	279
Capital Employed	4,246	6,742	7,878	10,020
Net Debt/EBITDA	(1.6)	(1.2)	(0.0)	0.1
Net Debt/Equity	(0.3)	(0.2)	(0.0)	0.0
Capex/Revenue (%)	5.4	6.3	6.8	4.1
Int Cover (%)	4.9	4.7	5.7	5.6
Dividend Payout (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROCE (%)	-	-	-	-
ROE (%)	18.8	13.4	16.6	18.5
MARKET RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
P/E	25.4	19.6	13.6	10.2
P/CE	21.9	16.0	11.0	8.2
FV/EBITDA	17.8	13.2	9.9	7.2
FV/EBIT	20.3	15.9	12.1	8.7
FV/Revenue	1.3	0.9	0.7	0.6
P/BV	3.2	2.5	2.1	1.7
FCF Yield (%)	(7.0)	(1.1)	(5.1)	1.1
Div Yield (%)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
PER SHARE DATA	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	0.33	0.37	0.53	0.71
DPS	0	0	0	0
BVPS	2.59	2.95	3.49	4.20

Estimativas Atualizadas

Atualizamos nosso modelo para incluir: (i) resultados reportados recentemente, que, no geral, foram mais fortes do que esperávamos em termos de crescimento de vendas, mas mais fracos em termos de lucratividade; (ii) previsões macro atualizadas com base nas estimativas da equipe econômica do Santander, com destaque para a inflação que afeta tanto as Vendas em Mesmas Lojas quanto as margens brutas; e (iii) o plano de inauguração de novas lojas do Mateus. Abaixo, detalhamos as principais mudanças em nossas estimativas.

Estamos aumentando nossas estimativas de receita líquida em 14% para 2021, 30% para 2022 e 37% para 2023, com base nos números maiores do que o esperado de receita no 1T21 e no 2T21 e devido à adição de 10 novas lojas por ano a partir de 2022. Nessa análise, estimamos que essas 10 lojas adicionais devem trazer R\$ 2,5 bilhões em vendas incrementais em 2022. Além disso, dada a expansão orgânica de 23 lojas no ano, esperamos um bom desempenho de receita no 2S21.

Apesar de incorporar um cenário de vendas líquidas mais altas, reduzimos nossas estimativas de margem EBITDA (desconsiderando o IFRS16) em aprox. 150 bps em média durante o período de 2021E-23E para refletir o aumento das despesas vinculadas à aceleração do plano de expansão da empresa. Esta pressão de rentabilidade surge principalmente a partir da sua entrada nos novos estados, que deverão compor parte dos ganhos de alavancagem operacional esperados com as lojas inauguradas em 2020-2021. No entanto, no longo prazo, ainda vemos as margens EBITDA (ex-IFRS16) expandindo para aprox. 9% ao considerar a maturação esperada das lojas e a alavancagem operacional.

Por fim, observamos que, para o plano de expansão adicional, incorporamos tanto a abertura de lojas adicionais quanto o *capex* dos centros de distribuição. Como já mencionamos, nossas estimativas de abertura de lojas aumentaram em 10 lojas adicionais por ano até 2024 (50 lojas adicionais vs. as 40 lojas anteriores). Além disso, de acordo com a administração, deve haver 5 centros de distribuição adicionais nos próximos 2-3 anos para acomodar o novo plano de expansão. Consequentemente, aumentamos nossa estimativa de investimento para 70% em 2022 e para 66% em 2023.

Valuation

Estamos introduzindo o preço-alvo de R\$ 10,00 para o fim de 2022, substituindo nosso preço-alvo de R\$ 11,00 para o fim de 2021. Nosso novo preço-alvo é derivado de um modelo de fluxo de caixa descontado (FCD) que considera um WACC de 13,0% (custo de capital próprio de 13,5%, assumindo um beta de 1,0) e uma taxa de crescimento terminal de 4,0%. Vale ressaltar que nosso preço-alvo diminuiu apesar do aumento nas estimativas, visto que aumentamos nosso WACC significativamente (em 170 bps) para refletir o recente aumento da taxa Selic.

Reiteramos nossa recomendação de “Compra” em Grupo Mateus devido ao seu *valuation* atraente (potencial de alta de 37%) e ao plano de expansão incrementado, que aumentou o potencial de CAGR de LPA (2022-25E) para 31% vs. os 18% em nossas estimativas anteriores. Além disso, vemos as ações do Grupo Mateus negociando a um P/L de 13,6x (2022E), representando um desconto de 24% em relação ao seu múltiplo histórico de 11 meses de 18x, e um desconto relevante de 35% quando comparado ao P/L de 21x no momento do IPO. Por último, o CAGR de LPA melhorado deve implicar em uma TIR atraente de 31% em 3 anos, assumindo que, na saída, o P/L seja de 14,0x, que vemos como razoável, tendo em mente a média histórica de 18x e o múltiplo atual de 13,6x.

Continuamos otimistas em relação às perspectivas de longo prazo para o Grupo Mateus, pois esperamos que as lojas adicionais aumentem o *market share* da empresa em áreas relevantes, enquanto sua oferta de C&C deve ajudar a empresa a atrair novos clientes. Além disso, dada a possível implementação de novos centros de distribuição com incentivos fiscais semelhantes aos do estado do Maranhão, juntamente com a extensão dos benefícios do ICMS aprovada pelo Senado brasileiro até 2032, vemos uma redução significativa do risco da tese de investimento.

Figura 1. – Valuation FCD do Grupo Mateus

DCF Grupo Mateus (R\$mnn)	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
EBIT	1,327	1,875	2,546	3,166	3,710	4,062	4,339	4,660	4,837	4,948	5,101
(+) D&A	284	388	464	538	614	690	767	849	898	918	941
(+/-) Working Capital	-1,292	-1,136	-1,117	-861	-794	-784	-797	-895	-485	-492	-582
(-) Taxes	-38	-82	-165	-279	-395	-448	-480	-519	-550	-585	-628
Operating Cash Flow	282	1,045	1,727	2,565	3,135	3,520	3,829	4,096	4,700	4,789	4,832
(-) CAPEX	-1,489	-1,154	-1,157	-1,256	-1,353	-1,408	-1,546	-1,649	-1,074	-1,126	-1,185
F CFF	-1,207	-109	570	1,309	1,782	2,112	2,283	2,447	3,627	3,663	3,648
# of years	0	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5	5.5	6.5	7.5	8.5	9.5
Discount Factor	1.00	1.06	1.20	1.36	1.53	1.73	1.96	2.21	2.50	2.83	3.20
NPV	-1,207	-102	475	964	1,161	1,218	1,165	1,105	1,449	1,295	1,142

Grupo Mateus Valuation	
Discount Rate (%)	13.0%
Perpetuity Rate (%)	4.0%
(+) Cash Flows 2023-32E (R\$ MM)	9,873
(+) Perpetuity	13,180
(=) Firm Value (R\$ MM)	23,053
(-) Net Debt (2022E)	-52
(=) Equity Value (R\$)	23,104
# shares	2,209
YE22 Target Price	10.0
Market Cap (R\$mnn)	16,106
Current Price	7.29
Upside/Downside	37%

Fonte: Estimativas Santander.

	PE		PEG		EV/EBITDA		
	2022E	2023E			2022E	2023E	2024E
@ Trading	13.6x	10.3x	7.6x	0.4x	@ Trading	10.0x	7.1x
@ Target	19.6x	14.7x	10.9x	0.6x	@ Target	14.3x	10.2x

TP Sensitivity to Discount Rate and Perpetuity Growth						
g	WACC					
	12.0%	12.5%	13.0%	13.5%	14.0%	
5.0%	13.0	12.0	11.0	10.0	10.0	
4.5%	13.0	12.0	11.0	10.0	9.0	
4.0%	12.0	11.0	10.0	10.0	9.0	
3.5%	12.0	11.0	10.0	10.0	9.0	
3.0%	11.0	10.0	10.0	9.0	9.0	

Comunicado Importante

O presente relatório foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e destina-se somente para informação de investidores, não constituindo oferta de compra ou de venda de algum título e valor mobiliário contido ou não neste relatório (i.e., os títulos e valores mobiliários mencionados aqui ou do mesmo emissor e/ou suas opções, warrants, ou direitos com respeito aos mesmos ou quaisquer interesses em tais títulos e valores mobiliários).

Este relatório não contém, e não tem o escopo de conter, toda a informação relevante a respeito do assunto ora abordado. Portanto, este relatório não consiste e nem deve ser considerado como uma declaração e/ou garantia quanto à integridade, precisão, veracidade das informações aqui contidas.

Qualquer decisão de compra ou venda de títulos e valores mobiliários deverá ser baseada em informações públicas existentes sobre os referidos títulos e, quando apropriado, deve levar em conta o conteúdo dos correspondentes prospectos arquivados, e a disposição, nas entidades governamentais responsáveis por regular o mercado e a emissão dos respectivos títulos.

As informações contidas neste relatório foram obtidas de fontes consideradas seguras, muito embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não são incertas ou equivocadas no momento de sua publicação, não garantimos sua exatidão, nem que as mesmas são completas e não recomendamos que se confie nelas como se fossem.

Todas as opiniões, estimativas e projeções que constam no presente relatório traduzem nossa opinião na data de sua emissão e podem ser modificadas sem prévio aviso, considerando nossas premissas relevantes e metodologias adotadas à época de sua emissão, conforme estabelecidas no presente relatório.

O Santander ou quaisquer de seus diretores ou funcionários poderão adquirir ou manter ativos direta ou indiretamente relacionados à(s) empresa(s) aqui mencionada(s), desde que observadas as regras previstas na Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021 ("Resolução CVM 20").

O Santander não será responsável por perdas diretas ou lucros cessantes que sejam decorrentes do uso do presente relatório.

O presente relatório não poderá ser reproduzido, distribuído ou publicado pelo seu destinatário para qualquer fim.

A fim de atender à exigência regulatória prevista na Resolução CVM 20, segue declaração do analista:

Nós, **Ruben Couto e Eric Huang**, analistas de valores mobiliários credenciados nos termos da Resolução CVM 20, de 25 de fevereiro de 2021, subscritores e responsáveis por este relatório, o qual é distribuído pelo Santander, com relação ao conteúdo objeto do presente relatório, declaramos que as recomendações refletem única e exclusivamente à nossa opinião pessoal, e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à instituição a qual estou vinculado, nos termos da Resolução CVM 20. Adicionalmente, declaramos o que segue:

- (i) O presente relatório teve por base informações baseadas em fontes públicas e independentes, conforme fontes indicadas ao longo do documento;
- (ii) As análises contidas neste documento apresentam riscos de investimento, não são asseguradas pelos fatos, aqui contidos ou obtidos de forma independente pelo investidor, e nem contam com qualquer tipo de garantia ou segurança do analista, do Santander ou de quaisquer das suas controladas, controladores ou sociedades sob controle comum;
- (iii) O presente relatório não contém, e não tem o escopo de conter, todas as informações substanciais com relação ao setor objeto de análise no âmbito do presente relatório;

O Banco Santander (Brasil) S.A, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum, declaram, nos termos da Resolução CVM 20, que:

- Têm interesse financeiro e comercial relevante em relação ao setor, à companhia ou aos valores mobiliários objeto desse relatório de análise.
- Recebem remuneração por serviços prestados para o emissor objeto do presente relatório ou pessoas a ele ligadas.
- Estão envolvidas na aquisição, alienação ou intermediação do(s) valor(es) mobiliário(s) objeto do presente relatório de análise.
- Podem ter (a) coordenado ou coparticipado da colocação de uma oferta pública dos títulos de companhia(s) citada(s) no presente relatório nos últimos 12 meses; (b) ter recebido compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de bancos de investimento prestados nos últimos 12 meses; (c) espera receber ou pretende obter compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de banco de investimento prestados nos próximos 3 meses.
- Prestaram, prestam ou poderão prestar serviços financeiros, relacionados ao mercado de capitais, ou de outro tipo, ou realizar operações típicas de banco de investimento, de banco comercial ou de outro tipo a qualquer empresa citada neste relatório.

O conteúdo deste relatório é destinado exclusivamente à(s) pessoa(s) e/ou organizações devidamente identificadas, podendo conter informações confidenciais, as quais não podem, sob qualquer forma ou pretexto, ser utilizadas, divulgadas, alteradas, impressas ou copiadas, total ou parcialmente, por pessoas não autorizadas pelo Santander.

Este relatório foi preparado pelo analista responsável do Santander, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, fotocopiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa além daquelas a quem este se destina. Ainda, a informação contida neste relatório está sujeita a alteração sem prévio aviso.

Os potenciais investidores devem buscar aconselhamento financeiro profissional sobre a adequação do investimento em valores mobiliários, outros investimentos ou estratégias de investimentos aqui discutidos, e devem entender que declarações sobre perspectivas futuras podem não se concretizar. Os potenciais investidores devem notar que os rendimentos de valores mobiliários ou de outros investimentos, se houver, referidos neste relatório podem flutuar e que o preço ou o valor desses títulos e investimentos pode subir ou cair. Assim, potenciais investidores podem não receber a totalidade do valor investido. O desempenho passado não é necessariamente um guia para o desempenho futuro.

Eventuais projeções, bem como todas as estimativas a elas relacionadas, contidas no presente relatório, são apenas opiniões pessoais do analista, elaboradas de forma independente e autônoma, não se constituindo compromisso por obtenção de resultados ou recomendações de investimentos em títulos e valores mobiliários ou setores descritos neste relatório.

© 2021 Copyright Banco Santander (Brasil) S/A. Direitos Reservados