

Início de Cobertura

Grupo Mateus



Grupo Mateus (GMAT3) | Início de Cobertura

Resumo

Neste relatório apresentamos a **iniciação de cobertura do Grupo Mateus** (ticker GMAT3). Aberto na bolsa brasileira, a B3, Mateus se consolidou como o quarto maior supermercadista do Brasil e faz parte do *hall* de **TOP 100 ações** mais negociadas na bolsa (R\$ 34,4m - ADTV 2M), até a presente data.

Iniciamos a cobertura em GMAT3 com recomendação de **COMPRA e Preço-Alvo de R\$ 8,00 para 2023**, o que implica um potencial de crescimento de 16% em relação ao último valor negociado, em 27 de janeiro de 2023.

Pontos fortes

- Com foco de atuação nos estados do Norte e Nordeste do Brasil, o Grupo Mateus será um importante consolidador na região;
- O grande diferencial competitivo do Grupo Mateus é a sua maior escala, considerando que os seus maiores competidores de varejo alimentar são *players* regionais (Supermercados Líder, Atacadão Atakarejo, Grupo Formosa e Grupo Vanguarda);
- O grupo tem feito uma expansão e adensamento de rotas para outros estados (regional Nordeste), o que permitirá diversificar seu portfólio para além do atual eixo Maranhão-Pará;
- Fortes nomes executivos por trás do grupo. Acreditamos que as recentes mudanças na gestão do Grupo Mateus devem ajudar a impulsionar a sua relação com os investidores do mercado, além de operacionalizar a sua expansão.

Pontos fracos

- A companhia trabalha com uma estratégia de capital muito intensivo. Ao somarmos o seu plano de expansão à necessidade de capital de giro nos atuais patamares, o Grupo Mateus pode acabar comprometendo grande parte de seu caixa;
- A possibilidade de não renovação dos benefícios fiscais do IVA/ICMS nas regiões onde atua no longo prazo pode deixar o *valuation* menos atrativo;
- Consumo na região Norte e Nordeste tende a ser mais elástico em relação ao Sudeste;
- Risco de fiscalização da Justiça do Trabalho em relação a acordos com autônomos (modelo possui mais de 2600 representantes comerciais).

VAREJO ALIMENTAR | BRASIL

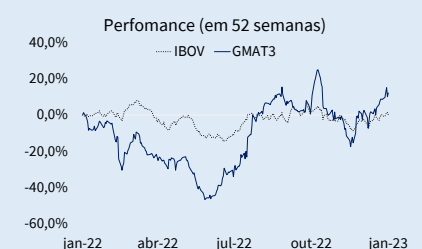
29 de janeiro de 2023

Grupo Mateus (GMAT3)

Recomendação	Comprar
Preço-alvo 12M	R\$ 8,00
Upside (2023E)	16%
Último preço	R\$ 6,92
Valor de mercado	R\$15,2b
ADTV 2M	R\$34,4m
Max. – Min. (52 sem.)	3,21 – 7,85

<i>Free float</i>	21,0%
DL / EBITDA	0,8x
DY (2023E)	0,0%

Múltiplos	2023E	2024E
P/L	11,0x	8,0x
EV/Vendas	0,6x	0,5x



Brasil – Genial Investimentos

Genial Institucional S.A. CCTVM

Av. Brig. Faria Lima, 3400 - 9º andar

Iago Souza

iago.souza@genial.com.vc

Vinicius Esteves

vinicius.esteves@genial.com.vc

Nina Mirazon

nina.mirazon@genial.com.vc

Sumário

Quem é o Grupo Mateus?	1
Uma breve consideração sobre a governança corporativa	3
Quem são os principais acionistas do Grupo Mateus?	3
Quem é o CEO do Grupo Mateus?	4
A tese de crescimento do “Mateus”	5
Os próximos passos	7
Multicanalidade: análise dos formatos do Grupo Mateus	8
(I) Varejo	9
(II) Atacarejo	11
(III) Indústria	13
(IV) Digital	13
O <i>valuation</i> do Grupo Mateus	15
Modelando o segmento de Atacarejo	16
Modelando o segmento de Varejo	18
Modelando o segmento de Eletro	20
Consolidando o grupo	22
A mágica dos 3%	26
A última linha	28
O “calcanhar de Aquiles”: capital de giro	29
A nossa visão e recomendação para o Grupo Mateus	32
Os dois principais riscos da tese	34
Tabelas e gráficos	36

Quem é o Grupo Mateus?

Como transformar uma mercearia de 50 m² em um grupo com mais de 450 mil m²?

Fundado em 1986 na cidade de Balsas (MA), o Grupo Mateus se consolidou como a **quarta maior rede varejista de alimentos do Brasil**, de acordo com o Ranking Abras 2022.

Não existe sucesso sem suor e dedicação. O **fundador Ilson Mateus Rodrigues**, atual *Chairman* da companhia, avistou uma “oportunidade de ouro” na década de 1980 – época de lançamento do Plano Cruzado que tinha como *slogan* “inflação zero”.

Com uma mercearia em mãos e atendendo a uma demanda local, Ilson Mateus mapeou um potencial de expansão em seus negócios. Aproveitando o cenário econômico vivido pelo Brasil na época, **o empresário começou a comprar a prazo dos distribuidores e vender à vista**.

Ano após ano, o negócio começou a ganhar escala. Primeiro, a mercearia Mateus, de 50 m², virou um supermercado de médio porte. Depois, o empresário aumentou o seu estoque, abriu a sua unidade de atacado, Armazém Mateus, e a primeira loja de eletro, Eletro Mateus. Era o início de uma ‘expansão grandiosa’ na região.

Figura 1. Localização de lojas do Grupo Mateus, elaborado pela Genial a partir de dados do RI.



O plano de expansão do Grupo Mateus começou a ganhar forma pelo sul do Maranhão e logo atingiu a capital, São Luís, em 2003, e também a região Norte, em 2012. Hoje, a

Genial Investimentos
Av. Brig. Faria Lima, 3400
9º andar

Iago Souza
iago.souza@genial.com.br

Vinicius Esteves
vinicius.esteves@genial.com.br

Nina Mirazon
nina.mirazon@genial.com.br

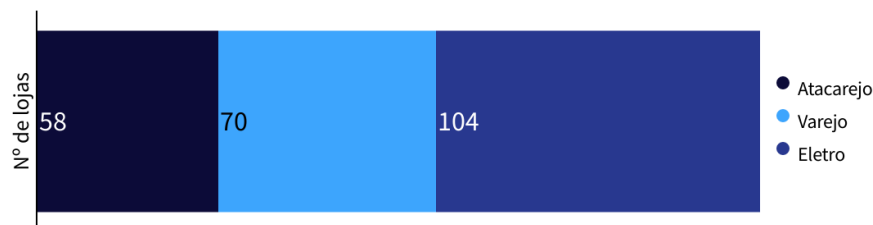
companhia atua na **comercialização de produtos alimentares e não-alimentares nas regiões Norte e Nordeste do Brasil.**

Até o momento, **o Grupo Mateus está presente em 8 dos 9 Estados do Nordeste.** O Rio Grande do Norte é o único Estado da região a qual a varejista não tem lojas físicas, contudo, possui abertura esperada até o final de 2023. No Norte, o grupo tem forte presença no Pará, com 73 lojas consolidadas.

Com **232 unidades físicas em seu portfólio**, o Grupo Mateus segrega as suas operações entre o varejo alimentar e o não-alimentar. Até o final de dezembro de 2022, a companhia mantinha **128 lojas voltadas para o varejo alimentar**, o qual opera sob o guarda-chuva de dois grandes formatos: atacarejo (autosserviço e atacado) e varejo (supermercado, hipermercado e lojas de vizinhança).

As 104 unidades restantes de seu portfólio estão voltadas para o varejo não-alimentar, que tem como foco a comercialização de produtos de linha branca, eletroeletrônicos e móveis, sob a bandeira de Eletro Mateus.

Figura 2. Divisão do Grupo Mateus por formatos de lojas. Elaborado pela Genial a partir de dados do RI.



A companhia mantém o escoamento de produtos através da conexão entre os seus **13 Centros de Distribuição** (vide Tabela 1), que operam através de 184 rotas logísticas e atingem mais de mil cidades do Brasil.

Genial Investimentos
Av. Brig. Faria Lima, 3400
9º andar

Iago Souza
iago.souza@genial.com.br

Vinicius Esteves
vinicius.esteves@genial.com.br

Nina Mirazon
nina.mirazon@genial.com.br

Tabela 1. Localidades dos Centros de Distribuição do Grupo Mateus.

Cidade	Estado
São Luís	MA
Marabá	PA
Davinópolis/Imperatriz	MA
Altamira	PA
Parauapebas	PA
Marabá	PA
Teresina	PI
Santa Izabel	PA
Cabo de Santo Agostinho	PE
Feira de Santana	BA
São Luís Itapera	MA
São Luís Maracanã	MA
Davinópolis/Imperatriz	MA

Uma breve consideração sobre a governança corporativa

Quem são os principais acionistas do Grupo Mateus?

O Grupo Mateus ainda é, essencialmente, uma empresa de controle familiar. A ex-mulher do fundador, Maria Barros Pinheiro, juntamente com os filhos, Ilson Mateus Júnior e Denilson Pinheiro Rodrigues, detém ~34% de participação na companhia.

Hoje, o Grupo Mateus é controlado pelo Ilson Mateus Rodrigues (~42%), fundador, ex diretor-executivo da empresa e atual presidente do Conselho de Administração do grupo.

Não enxergamos o controle familiar como algo negativo, uma vez que o negócio acaba sendo a verdadeira definição do termo **skin in the game**. Ou seja, a família perde dinheiro se o negócio não for bem gerido, o que incentiva os controladores a buscar, cada vez mais, por um maior retorno aos acionistas.

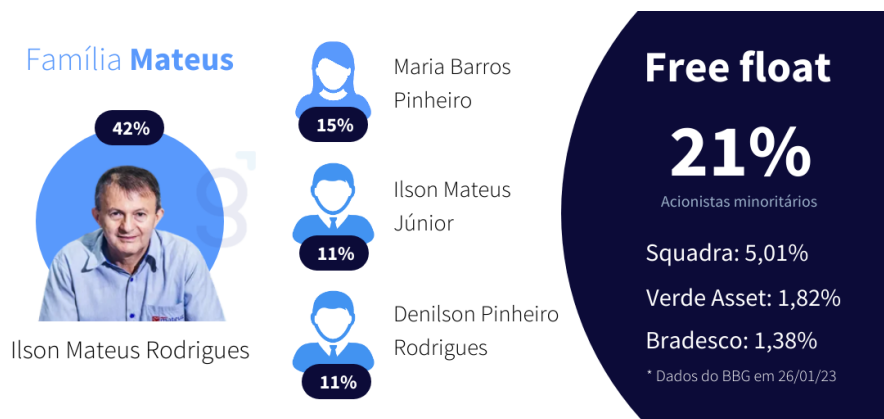
Genial Investimentos
Av. Brig. Faria Lima, 3400
9º andar

Iago Souza
iago.souza@genial.com.br

Vinicius Esteves
vinicius.esteves@genial.com.br

Nina Mirazon
nina.mirazon@genial.com.br

Figura 3. Principais acionistas do Grupo Mateus, elaborado a partir do ITR do 3T22.



Olhando para posição atualizada no dia 20/dez, o maior acionista minoritário é a **Squadra Investimentos**, com 5,01% de ações nominais ordinárias, seguido pela **Verde Asset** (1,90% ON).

Listado no segmento de Novo Mercado, **o Grupo Mateus possui o menor free float do setor**, apresentando 21% de ações em circulação. O segundo menor free float do setor vem para o Grupo Carrefour com 25% de ações, seguido pelo GPA e Assaí, que apresentam 59% e 69%, respectivamente.

Quem é o CEO do Grupo Mateus?

Após mais de 35 anos à frente como presidente-executivo da companhia, em agosto de 2022, o Ilson Mateus Rodrigues anunciou a sua saída do cargo de CEO do Grupo Mateus. Em seu lugar, assumirá o Jesuíno Martins Borges Filho, executivo “braço direito” do Ilson Mateus e uma “joia lapidada” em casa, fazendo toda carreira no grupo há mais de 25 anos.

Troca de cadeiras. O Jesuíno Martins era presidente do Conselho de Administração do Grupo Mateus e, com a promoção ao cargo de CEO, o lugar de *Chairman* será ocupado pelo Ilson Mateus Rodrigues, fundador do grupo.

Genial Investimentos
Av. Brig. Faria Lima, 3400
9º andar

Iago Souza
iago.souza@genial.com.br

Vinicius Esteves
vinicius.esteves@genial.com.br

Nina Mirazon
nina.mirazon@genial.com.br

Figura 4. CEO do Grupo Mateus.

Diretor-Executivo



Jesuíno Martins

Uma joia de própria casa, Jesuíno Martins está na empresa há mais de duas décadas, tendo iniciado a carreira como auxiliar administrativo do grupo. Há cerca de 4 anos, ele ocupou o cargo de vice-presidente de operações. Sua promoção sinaliza a continuidade de negócios e cultura para o Grupo Mateus.

Em nossa visão, essa troca de cadeiras entre os cargos de CEO e *Chairman* acontece em um momento onde o Grupo Mateus precisa **direcionar seus esforços para operacionalização de seu agressivo plano de expansão**.

Jesuíno Martins traz a experiência profissional de áreas comerciais, marketing e da própria presidência do conselho, que será importante nesse momento de expansão do grupo. Ao mesmo tempo, a ida de Ilson Mateus para o Conselho, como *Chairman*, eleva a força de governança corporativa estratégica da companhia.

A tese de crescimento do "Mateus"

A grande força do Grupo Mateus vem de seu **caráter mais regional**. Diferente de *players* com planos de expansão a nível nacional, como Carrefour (**CRFB3**) e GPA (**PCAR3**), que são fortes na região Norte, e Assaí (**ASAI3**) e Grupo BIG (atual CRFB3), que possuem grande relevância na região Nordeste, o Grupo Mateus deve focar seus esforços em ganhar ainda mais penetração nessas regiões.

Genial Investimentos
Av. Brig. Faria Lima, 3400
9º andar

Iago Souza
iago.souza@genial.com.br

Vinicius Esteves
vinicius.esteves@genial.com.br

Nina Mirazon
nina.mirazon@genial.com.br

Figura 5. Os maiores players do varejo alimentar brasileiro. Os números do Carrefour consideram a aquisição do Grupo BIG.



Apesar da imponente do “Top 3” maiores *players* do **varejo alimentar**, é válido destacar **que eles são uma forte concorrência apenas em regiões metropolitanas e em grandes cidades**. Portanto, a concorrência com as varejistas nacionais é pequena e se restringe a poucas cidades que o Grupo Mateus possui operação. O Grupo Mateus direciona seus esforços de crescimento no interior da região Norte e Nordeste do Brasil.

O **Grupo Mateus é referência em região “interiorana”**, atuando em pequenas e médias cidades (abaixo de 200 mil habitantes). Redes de pequeno e médio porte, e de origem familiares, acabam sendo os grandes concorrentes para o grupo. Contudo, por não possuírem escala e um relacionamento tão forte com a indústria, o grupo Mateus vem se fortalecendo com esse diferencial competitivo.

Genial Investimentos
Av. Brig. Faria Lima, 3400
9º andar

Iago Souza
iago.souza@genial.com.br

Vinicius Esteves
vinicius.esteves@genial.com.br

Nina Mirazon
nina.mirazon@genial.com.br

Figura 6. Principais concorrentes regionais do Grupo Mateus.



Entre os seus competidores regionais destacam-se nomes como: Supermercados Líder, Atacadão Atakarejo e Grupo Formosa.

Em mercados regionais, principalmente nos estados do Pará, Maranhão e Piauí, a companhia não concorre apenas dentro do setor de alimentos organizado. Quando o assunto é o **varejo não alimentar**, a bandeira Eletro Mateus concorre com outros grandes nomes do setor: Magazine Luiza (MGLU3), Casas Bahia (VIA3), Casas Sampaio e Liliani.

Figura 7. Principais concorrentes do Grupo Mateus na bandeira não alimentar.



Os próximos passos

Os próximos passos do Grupo Mateus devem estar focados na **(I)** entrada no Estado do Rio Grande do Norte; e **(II)** adensamento de lojas na chamada “Regional Nordeste” (Alagoas, Bahia, Sergipe, Pernambuco e Paraíba) e Ceará. Em nossa projeção, estimamos uma **abertura média de 30 lojas/ano até 2025**.

Nessa primeira etapa de crescimento, **a maior parte das aberturas devem vir para o modelo de atacarejo (Mix Mateus)**, de forma a criar certa “massa crítica de consumo” em regiões ainda pouco penetradas pelo Grupo Mateus.

Acreditamos que a região do **MaToPiBaPa** (Maranhão, Tocantins, Piauí, Bahia e Pará), que compreende uma área onde a expansão das atividades agrárias ocorre mais intensamente, devem se tornar foco de expansão do grupo.

Genial Investimentos
Av. Brig. Faria Lima, 3400
9º andar

Iago Souza
iago.souza@genial.com.br

Vinicius Esteves
vinicius.esteves@genial.com.br

Nina Mirazon
nina.mirazon@genial.com.br

O M&A entre o Carrefour e o Grupo BIG abriu uma **boa oportunidade para a entrada do Grupo Mateus** em cidades ainda não penetradas. Como parte do remédio imposto pelo órgão antitruste (Cade), o grupo está negociando 10 pontos comerciais (dos 14 totais) do Carrefour.

Passada essa primeira expansão, uma **segunda etapa de crescimento** envolveria a abertura dos chamados “complementos de rotas”. Em regiões já presentes, e considerando um horizonte de médio prazo, o Grupo Mateus deve intensificar a sua presença com a abertura de outros formatos, como supermercados, hipermercados e lojas de eletro-eletrônicos.

Multicanalidade: análise dos formatos do Grupo Mateus

Essencialmente, o Grupo Mateus opera através de quatro canais: **(I)** Varejo, com modelo de Super, Hiper e Eletro; **(II)** Atacarejo, com atacado e autosserviço; **(III)** Indústria, com Panificação e Central de Fatiamento/Porcionamento; e **(IV)** Digital, com o App MateusMais.

Figura 8. Operações do Grupo Mateus.



Genial Investimentos
Av. Brig. Faria Lima, 3400
9º andar

Iago Souza
iago.souza@genial.com.br

Vinicius Esteves
vinicius.esteves@genial.com.br

Nina Mirazon
nina.mirazon@genial.com.br

(I) Varejo

O segmento de Varejo do Grupo Mateus é constituído pelas **operações de hipermercados, supermercados, lojas de vizinhança e a bandeira de eletroeletrônicos**.

Nos 9 primeiros meses de 2022, as vendas do segmento de Varejo representaram cerca de **33% do faturamento total do Grupo Mateus**, o que equivale a uma receita bruta de R\$ 5,7b no acumulado anual.

Os **Supermercados e Hipermercados Mateus** ficam localizados em bairros populares de grandes cidades, sendo comumente encontrados como lojas âncoras em *shoppings* de São Luís (MA).

A principal diferença entre o hiper e o super Mateus se dá pela presença da rede de empório Spazio e restaurantes nas dependências dos hipermercados. Até o final de 2022, o grupo contava com 36 lojas (hiper + super Mateus).

O **Supermercado Camiño** é uma operação híbrida. Em grandes cidades, o formato funciona como uma loja de vizinhança. Inclusive, o nome Camiño é inspirado no conceito de ser uma “loja no caminho”.

Em cidades menores, com menos de 20 mil habitantes, o supermercado Camiño se torna uma loja de referência. A marca é uma importante alavanca para o adensamento de rotas e diluição de custos logísticos para a companhia, uma vez que permite com que o Grupo Mateus chegue a diferentes CEPs de forma mais rápida, exigindo um menor investimento de Capex (R\$ 19,4m vs. R\$ 37,2m de um Super Mateus).

No Pará e Maranhão, é comum existir um compartilhamento de espaços entre um supermercado Camiño e a bandeira de eletro-eletrônicos, Eletro Mateus.

Devido a uma maior exposição de produtos (~11 mil SKUs) e oferecendo serviços mais *premium* (peixaria, padaria, açougue e Boteco Gelado), as **lojas de Hiper/Supermercados Mateus** necessitam de um maior espaço para o seu funcionamento (2.200 m²), o dobro do consumido para a implantação de um Super Camiño.

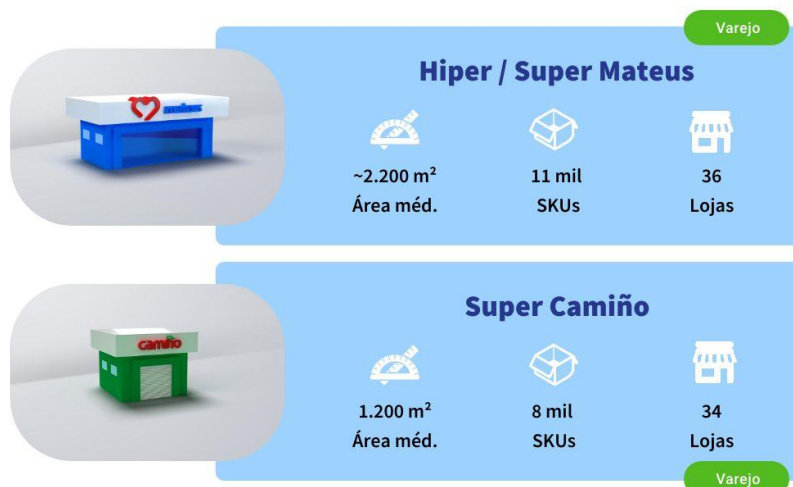
Genial Investimentos
Av. Brig. Faria Lima, 3400
9º andar

Iago Souza
iago.souza@genial.com.br

Vinicius Esteves
vinicius.esteves@genial.com.br

Nina Mirazon
nina.mirazon@genial.com.br

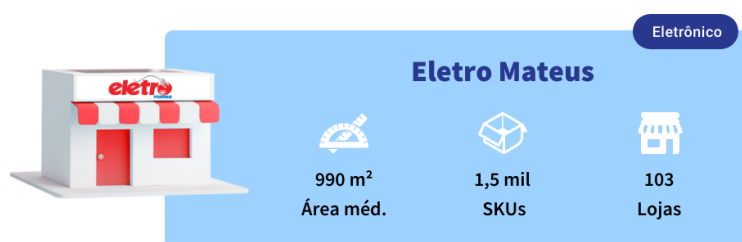
Figura 9. Dados operacionais do segmento de Varejo do Grupo Mateus.



Fonte: Elaborado pela Genial a partir de dados do Grupo Mateus

Oferecendo um serviço complementar e presente em 63 cidades, a **bandeira Eletro Mateus** é voltada para comercialização de produtos de linha branca, marrom e móveis. Este formato está concentrado principalmente nos estados do Maranhão e Pará.

Figura 10. Dados operacionais do Eletro Mateus.



Fonte: Elaborado pela Genial a partir de dados do RI.

A bandeira de eletroeletrônico é um importante ponto de entrega para o *e-commerce* (App MateusMais). O Capex exigido para abertura desse formato é de cerca de R\$ 5,5m. Projetamos uma abertura média de 4 lojas/ano para esse formato.

Genial Investimentos
Av. Brig. Faria Lima, 3400
9º andar

Iago Souza
iago.souza@genial.com.br

Vinicius Esteves
vinicius.esteves@genial.com.br

Nina Mirazon
nina.mirazon@genial.com.br

(II) Atacarejo

O segmento de Atacarejo do Grupo Mateus é formado pelas operações de atacado (Vendas B2B) e autosserviço, responsável **por 67% do faturamento total** do grupo. Acreditamos que este seja **o principal motor de crescimento** para a companhia ao longo dos próximos anos.

Presente em 54 cidades, o formato atende tanto ao público transformador (hotéis, restaurantes, etc), quanto ao consumidor final que buscam maiores volumes e menores preços. A abertura desse formato é direcionada para grandes e médios centros urbanos e, em sua maioria, **focado em rotas importantes para o agronegócio**.

Separamos um gráfico abaixo onde mostramos os principais produtos da região onde o Grupo Mateus atua. Segundo os dados do Comex Stat, o valor de venda desses estados em questão foram responsáveis por 16% do valor de toda exportação do Brasil em janeiro de 2022 (inc. extrativismo mineral).

Figura 11. Os principais produtos do agronegócio da região onde o Grupo Mateus atua. Os dados são retirados a partir do Comex Stat.

Região destacada foi responsável por
16% do valor de vendas
de produtos exportados em 2022

US\$ 52,4 bilhões



Principais produtos*

* Considera apenas prod. agropecuários

Alagoas	Bahia	Ceará	Maranhão
Tabaco	Soja	Sacarose	Soja
Sacarose	Algodão	Frutas frescas	Milho
Paraíba	Pernambuco	Piauí	
Frutas frescas	Frutas frescas	Soja	
Algodão	Sacarose	Milho	
Pará	Piauí	Sergipe	RN
Soja	Soja	Frutas frescas	Frutas frescas
Gado	Milho	Sacarose	Sacarose

Genial Investimentos
Av. Brig. Faria Lima, 3400
9º andar

Iago Souza
iago.souza@genial.com.br

Vinicius Esteves
vinicius.esteves@genial.com.br

Nina Mirazon
nina.mirazon@genial.com.br

A disponibilidade de serviços como “**Padaria, Pescados, Hortifruti e Boteco Gelado**” traz um pouco do “ar premium” para o formato de atacarejo do Grupo Mateus. Em uma unidade de 5 mil m², cerca de 8% do espaço é dedicado para exposição desses serviços, sendo responsável por cerca de 30% da receita total de autosserviço da loja e contribuindo para elevar a margem bruta do formato.

O Armazém Mateus é utilizado para “quebrar o gelo” na região. Através das vendas de atacado do Armazém, o Grupo Mateus entende a estratégia de preço da concorrência e o mix de sortimento adequado para o local.

De forma a dar suporte para as operações de Varejo e de Atacado, o Grupo Mateus mantém 13 Centros de Distribuição (Armazém) e mais de 2.300 Representantes Comerciais Autônomos (RCA). Com essa estrutura, hoje, a companhia consegue acessar a mais de 1.000 cidades.

Figura 12. Dados operacionais do formato de Atacarejo e dos CDs do Grupo Mateus.



Fonte: Elaborado pela Genial a partir de dados do RL.

Genial Investimentos
Av. Brig. Faria Lima, 3400
9º andar

Iago Souza
iago.souza@genial.com.br

Vinicius Esteves
vinicius.esteves@genial.com.br

Nina Mirazon
nina.mirazon@genial.com.br

Como este é um formato que exige um grande espaço para implantação, o custo de investimento para abrir um Mix Mateus é de R\$ 56,2m, bem acima do necessário para abrir os outros modelos do grupo.

(III) Indústria

Essencialmente, os produtos comercializados nas lojas de Varejo e Atacarejo do Grupo Mateus são adquiridos com a indústria/fornecedores e revendidos ao consumidor final.

Contudo, de maneira a suportar as vendas, o Grupo Mateus criou duas indústrias: a de **Panificação** (em 2007) e a **Central de Fatiamento/Porcionamento** (em 2018). Existem hoje 5 plantas industriais para atender ao mercado.

A indústria de Panificação é responsável pela produtos de pães, salgados e confeitarias em geral. A central de Fatiamentos/Porcionamentos, como o próprio nome já sugere, é encarregado do processo de fatiamento e embalagem de produtos perecíveis (queijo, presunto, defumados e salgados suínos). Estes produtos são entregues em peças inteiras por fornecedores.

(IV) Digital

Lançado em março de 2021, o aplicativo **MateusMais** fortaleceu as vendas e tem contribuído para elevar a rentabilidade dos segmento de Varejo e Atacarejo da companhia.

Além da vantagem de *cashback* oferecida aos clientes, o MateusMais também funciona como uma ferramenta de relacionamento (CRM), ofertando uma experiência personalizada para cada cliente, melhorando a experiência e aumentando a recorrência de compra.

Hoje, **o aplicativo conta com mais de 700 mil usuários ativos**. Contudo, a representatividade do e-commerce não é conhecida, o que nos faz acreditar que o número ainda é bem pequeno para ser aberto ao mercado, **algo próximo ~1% da receita bruta**.

Para fins de comparação, um grande *player* do digital do varejo alimentar, o GPA, tem um digital alcançando 10% da receita bruta da companhia. Acreditamos que o Grupo Mateus tenha um grande caminho a trilhar, principalmente quando analisamos as disparidades entre as regiões Norte/Nordeste e Sudeste do Brasil.

Genial Investimentos
Av. Brig. Faria Lima, 3400
9º andar

Iago Souza
iago.souza@genial.com.br

Vinicius Esteves
vinicius.esteves@genial.com.br

Nina Mirazon
nina.mirazon@genial.com.br

Todo mundo pode ser Genial Analisa

Entender e investir em ações agora se tornou mais fácil.
Inscreva-se e receba nossos conteúdos no seu e-mail.
É gratuito!

genial analisa

Quero ser Genial



O valuation do Grupo Mateus

Uma faca de dois gumes. Hoje, o Grupo Mateus encontra a sua maior força no estado do Maranhão. Líder de vendas do setor nessa região, o faturamento originado nesse estado chega a atingir quase **60% do faturamento total do grupo**.

Se considerarmos a quantidade de lojas de seus dois principais (e primeiros) estados, Maranhão e Pará, cerca de 89% do portfólio ainda está concentrado nessa região.

Figura 13. Estado do Maranhão.



Ao mesmo tempo em que enxergamos essa liderança como um aspecto positivo, gostamos de olhar também para a **versão do “copo meio vazio”**. Essa forte dependência do estado de Maranhão e, por sua vez, do poder aquisitivo regional, pode criar uma grande sensibilidade para o faturamento da companhia.

Nos últimos trimestres, a varejista tem investido na expansão de lojas para outras regiões. Foram mais de 38 unidades abertas nos últimos 12 meses, adentrando **5 novos Estados**, com grande foco na Regional Nordeste.

Para os próximos anos, esperamos ver essa dependência em relação ao Maranhão arrefecer, à medida em que as novas lojas forem maturando – cerca de 19% do portfólio de lojas possui menos de 1 ano de maturação –, com **estados como Bahia, Ceará, Piauí e Paraíba** ganhando mais relevância dentro do faturamento total do grupo.

Genial Investimentos
Av. Brig. Faria Lima, 3400
9º andar

Iago Souza
iago.souza@genial.com.br

Vinicius Esteves
vinicius.esteves@genial.com.br

Nina Mirazon
nina.mirazon@genial.com.br

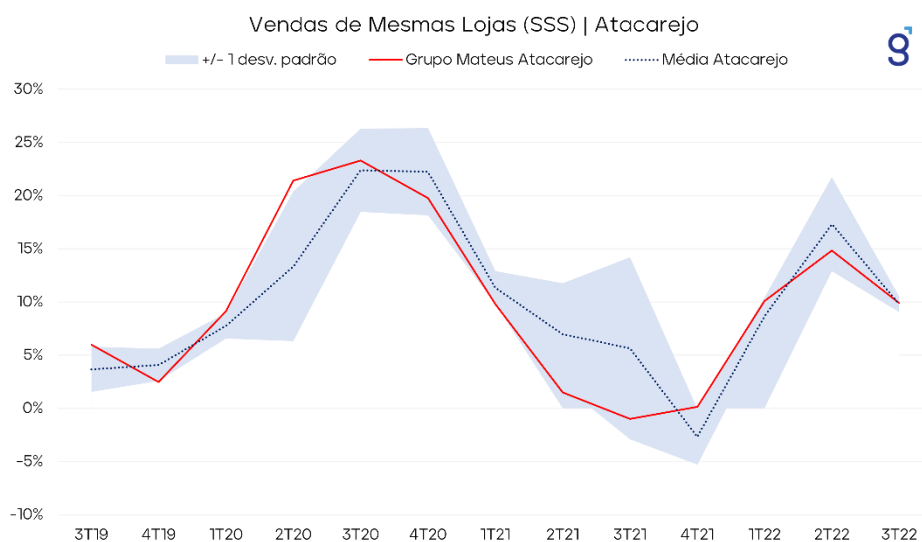
Em relação à expansão, estimamos uma **abertura média de 30 lojas/ano**, com foco no formato Mix Mateus (modelo de atacarejo da companhia), com o grupo **atingindo 325 pontos de vendas** até o final de 2025.

Modelando o segmento de Atacarejo

A performance de *Same Store Sales* (SSS) do **Grupo Mateus tem se mostrado mais elástica do que a apresentada pelos seus pares**, Assaí e Atacadão. Em nossa visão, isso decorre principalmente por três motivos:

- (I) A exposição de renda voltada inteiramente para região Norte e Nordeste do Brasil;
- (II) A maior dependência de programas de transferência de renda; e
- (III) A idade média de lojas, considerando que o Grupo Mateus apresentou uma agressiva abertura de lojas nos últimos trimestres.

Figura 14. Gráfico de Vendas de Mesmas Lojas do formato de Atacarejo. Elaborado pela Genial a partir de dados divulgados pelo mercado.



Como resultado, quando analisamos esse ambiente mais desafiador, com a inflação alimentar em patamares superiores a inflação geral, e somamos esse fato aos três

Genial Investimentos
Av. Brig. Faria Lima, 3400
9º andar

Iago Souza
iago.souza@genial.com.br

Vinicius Esteves
vinicius.esteves@genial.com.br

Nina Mirazon
nina.mirazon@genial.com.br

motivos listados acima, o **SSS do Mix Mateus vem performando abaixo de seus pares nacionais**. Os pares comparáveis utilizados foram o Mix Mateus, Assaí e Atacadão (pertencente ao Grupo Carrefour).

Chamamos a atenção para a **dinâmica positiva no ano de 2020**, impulsionada, ao nosso ver, por três grandes fatores:

(I) Maior demanda de bens essenciais;

(II) Lojas abertas na pandemia; e

(III) Maior disponibilidade de renda, frente a um impacto positivo do Auxílio Brasil (atual Bolsa Família) e menor inflação na categoria alimentar durante o período.

Apesar de vermos uma continuidade do **Bolsa Família (R\$ 600/mês) em 2023**, não acreditamos que o mesmo cenário de 2020 irá se repetir, uma vez que o aumento de renda do consumidor irá se esbarrar no alto nível de inflação da categoria alimentar.

Esperamos que a renda adicionada pelo **Bolsa Família neutralize o cenário econômico mais adverso**, sobretudo quando olhamos para o público de baixa renda.

Considerando as vendas de atacado e autosserviço, o faturamento bruto do atacarejo do Grupo Mateus tem crescido a um **CAGR 3T19-3T22 de 8,8% t/t**. Esperamos que o formato *Cash-and-Carry* continue a se apresentar como o modelo vencedor no curto prazo. Projetamos um **SSS 2023 de 7,5% a/a**.

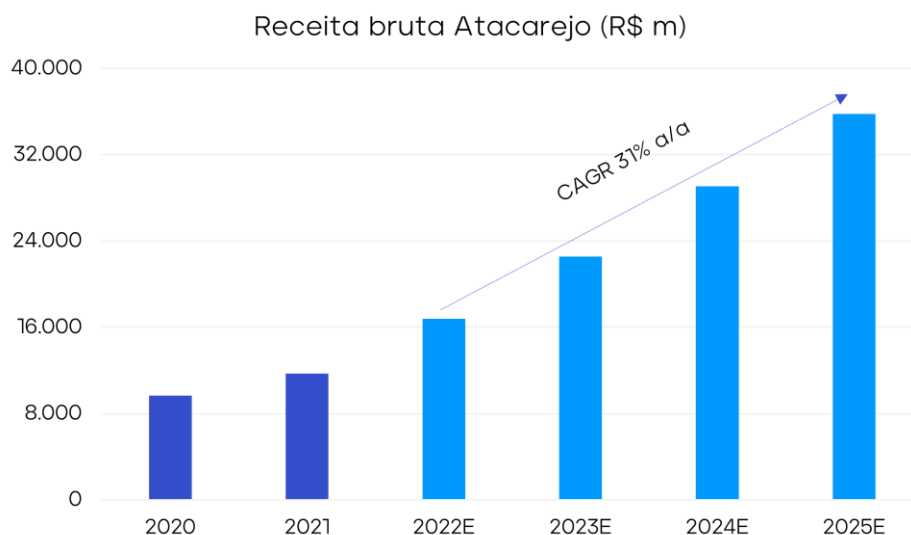
Genial Investimentos
Av. Brig. Faria Lima, 3400
9º andar

Iago Souza
iago.souza@genial.com.br

Vinicius Esteves
vinicius.esteves@genial.com.br

Nina Mirazon
nina.mirazon@genial.com.br

Figura 15. Projeção estimada para o segmento de Atacarejo do Grupo Mateus (inc. Vendas B2B), elaborado pela Genial.



Modelando o segmento de Varejo

A expansão do modelo de Varejo vem acontecendo de forma menos intensa do que no formato de Atacarejo, com a área total de venda crescendo, em termo anual composto, a 23% a/a vs. 36% a/a do *Cash-and-Carry*.

O período analisado foi entre o 3T19 e o 3T22. Nesse período, houveram 35 aberturas líquidas de supermercado/hipermercado Mateus e supermercado Camiño.

Em relação aos pares comparáveis, o que inclui nomes como Carrefour Varejo, bandeira Pão de Açúcar e bandeira Mercado Extra, os supermercados do Grupo Mateus tem performado com um **Same Store Sales (SSS) acima da média**, próximo ao primeiro desvio padrão superior.

Acreditamos que essa performance positiva vem, principalmente, **do forte diferencial competitivo na região Norte e Nordeste** do Brasil, onde a concorrência acaba sendo regional e o Grupo Mateus performa acima de pares, se beneficiando de uma maior escala.

O hipermercado/supermercado Mateus corresponde a cerca de 20% do faturamento total do grupo, faturando R\$ 4.400 por m² mensal, acima do nível apresentado pelo

Genial Investimentos
Av. Brig. Faria Lima, 3400
9º andar

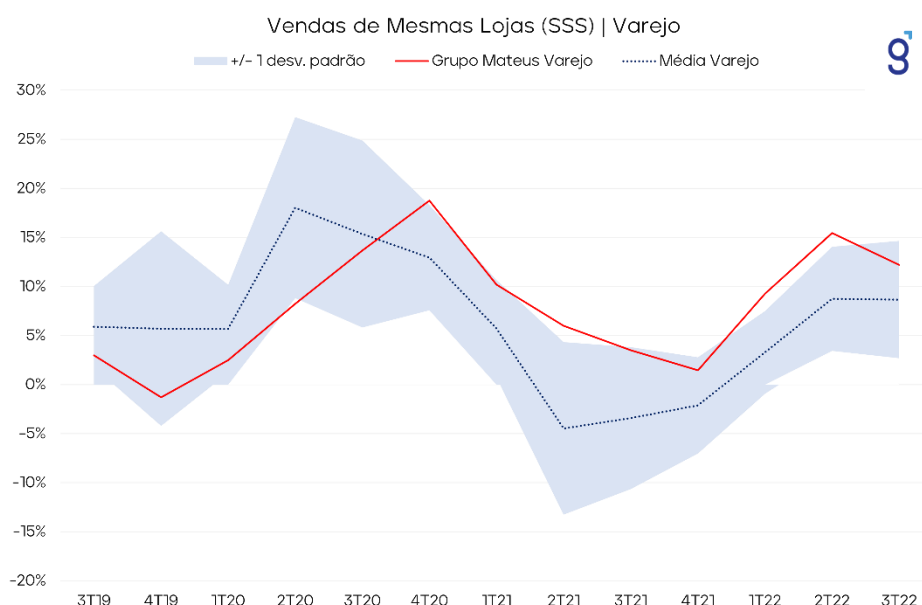
Iago Souza
iago.souza@genial.com.br

Vinicius Esteves
vinicius.esteves@genial.com.br

Nina Mirazon
nina.mirazon@genial.com.br

Carrefour Varejo (~R\$ 2.000/m² mês), da bandeira Pão de Açúcar (~R\$ 2.800/m² mês) e do Super Extra (~R\$ 2.400/m² mês).

Figura 16. Gráfico de Vendas de Mesmas Lojas do formato de Varejo. Elaborado pela Genial a partir de dados divulgados pelo mercado.



Para 2023, estimamos que o formato de Varejo apresente um crescimento de 16% a/a na Receita Bruta. Reiteramos que a maior força (e também foco) do grupo deve vir para o *Cash-and-Carry*, de maneira a criar massa crítica para a posterior entrada das unidades de Varejo, com a entrada do Supermercado Camiño em cidades do interior.

Vale destacar a importância da margem bruta do Varejo para a companhia. Como o formato mantém uma **margem bruta média de 23% no ano**, este segmento deve ajudar a aliviar a queda que a maior penetração do Atacarejo trará para o GMAT3 neste ano.

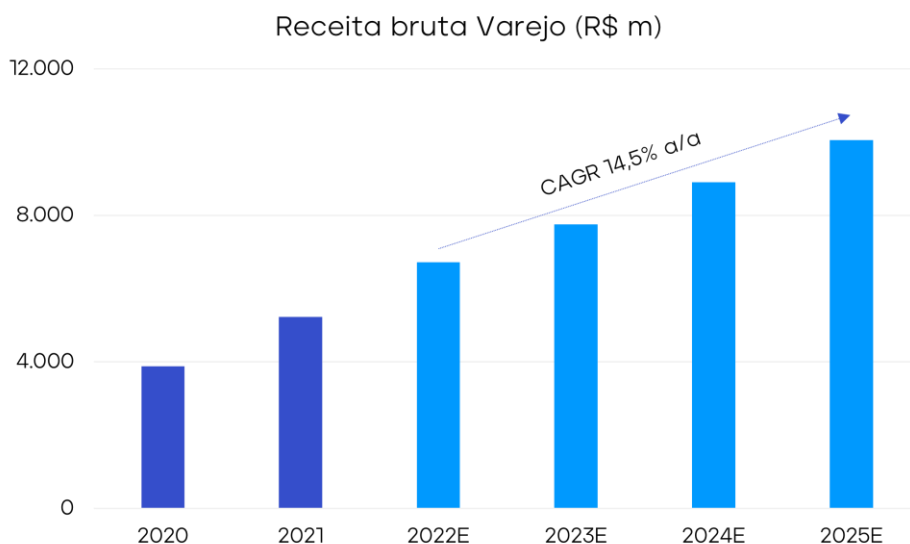
Genial Investimentos
Av. Brig. Faria Lima, 3400
9º andar

Iago Souza
iago.souza@genial.com.br

Vinicius Esteves
vinicius.esteves@genial.com.br

Nina Mirazon
nina.mirazon@genial.com.br

Figura 17. Projeção estimada para o segmento de Varejo do Grupo Mateus, elaborado pela Genial.



Modelando o segmento de Eletro

Concentrada nos estados do Maranhão e Pará, a **bandeira Eletro Mateus** apresenta o menor crescimento de área de venda total do grupo, mantendo um **CAGR 19-22 de 17% a/a**.

Em termos de **faturamento bruto**, o **segmento de Eletro** apresentou um **CAGR 3T19-3T22 de 6,3% t/t**. O formato ganhou grande força na pandemia, em 2020, quando as vendas de eletrodomésticos e eletrônicos de categoria leve ganharam impulso com o pagamento do Auxílio Emergencial.

Neste período em questão, graças ao seu forte direcionamento regional, o **Same Store Sales do Eletro Mateus performou acima da média do mercado** (inc. pares comparáveis como Casas Bahia e Magazine Luiza).

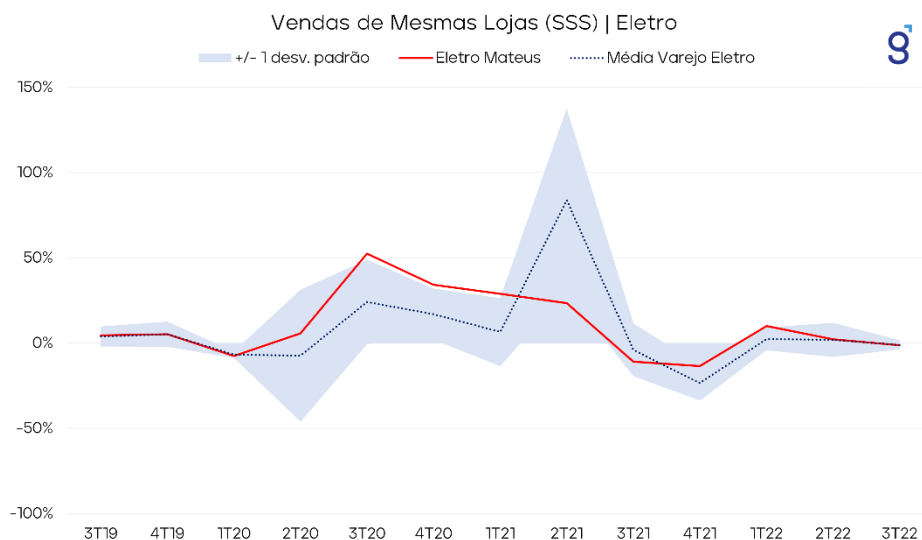
Genial Investimentos
Av. Brig. Faria Lima, 3400
9º andar

Iago Souza
iago.souza@genial.com.br

Vinicius Esteves
vinicius.esteves@genial.com.br

Nina Mirazon
nina.mirazon@genial.com.br

Figura 18. Gráfico de Vendas de Mesmas Lojas do formato de Eletro. Elaborado pela Genial a partir de dados divulgados pelo mercado.



Para 2023, acreditamos que o cenário para a venda de eletroeletrônicos será desafiador. A **“tríplice alta” de inflação alimentar, endividamento das famílias e taxa Selic** deve jogar contra a performance desse formato, mesmo diante da recomposição de renda com o Bolsa Família.

Vale destacar, também, que os produtos eletrônicos apresentam **ciclos de consumo longos**. Isso significa dizer que as pessoas que compraram uma geladeira, por exemplo, em 2020, não possuem a necessidade de recomprar o mesmo item no curto prazo.

Com uma maturação de lojas mais lenta do que o varejo alimentar, estimamos que a bandeira Eletro Mateus apresente um crescimento de receita impulsionada pelas inaugurações nos últimos 24 meses. Projetamos um **crescimento de receita bruta de 6% a/a em 2023 (com um SSS de ~2% a/a)**.

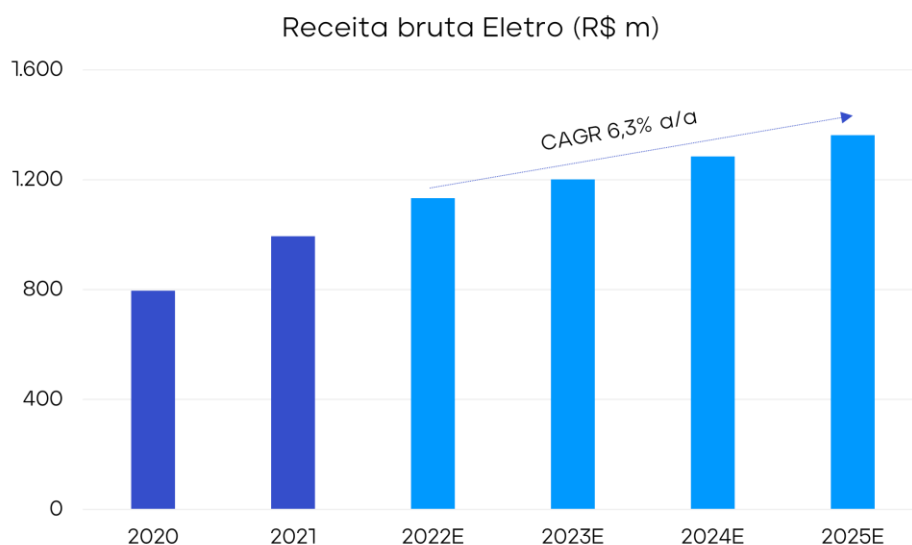
Genial Investimentos
Av. Brig. Faria Lima, 3400
9º andar

Iago Souza
iago.souza@genial.com.br

Vinicius Esteves
vinicius.esteves@genial.com.br

Nina Mirazon
nina.mirazon@genial.com.br

Figura 19. Projeção estimada para bandeira Eletro Mateus, elaborado pela Genial.



Consolidando o grupo

Com a abertura de capital na última janela da pandemia, em outubro de 2020, o Grupo Mateus disponibiliza os números consolidados desde o 3T19. Reunimos os principais nas imagens abaixo.

É importante que você entenda de onde a companhia vem antes de projetar para onde acreditamos que ela irá nos próximos anos.

Genial Investimentos
Av. Brig. Faria Lima, 3400
9º andar

Iago Souza
iago.souza@genial.com.br

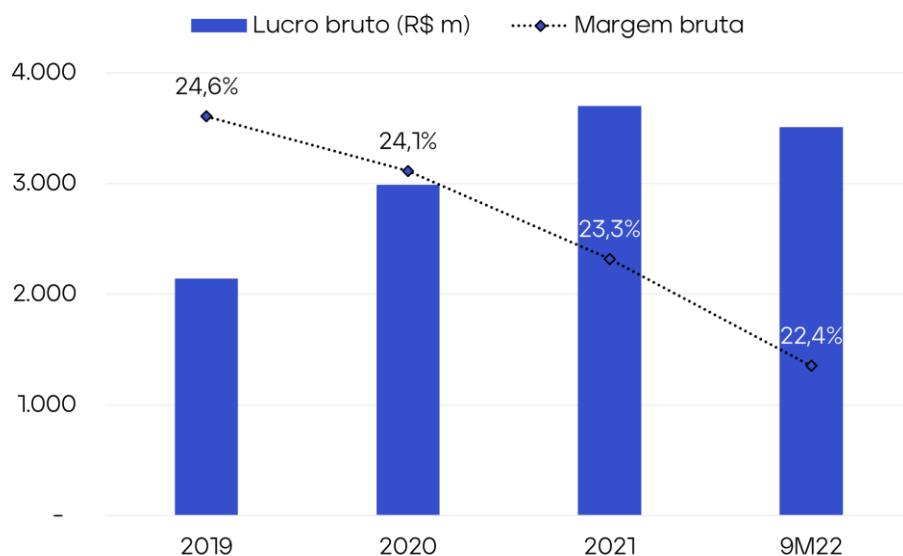
Vinicius Esteves
vinicius.esteves@genial.com.br

Nina Mirazon
nina.mirazon@genial.com.br

Figura 20. Evolução de receita líquida do Grupo Mateus, elaborado pela Genial.



Figura 21. Evolução do lucro bruto do Grupo Mateus, elaborado pela Genial.



Genial Investimentos
Av. Brig. Faria Lima, 3400
9º andar

Iago Souza
iago.souza@genial.com.br

Vinicius Esteves
vinicius.esteves@genial.com.br

Nina Mirazon
nina.mirazon@genial.com.br

Figura 22. Evolução do lucro operacional do Grupo Mateus, elaborado pela Genial.

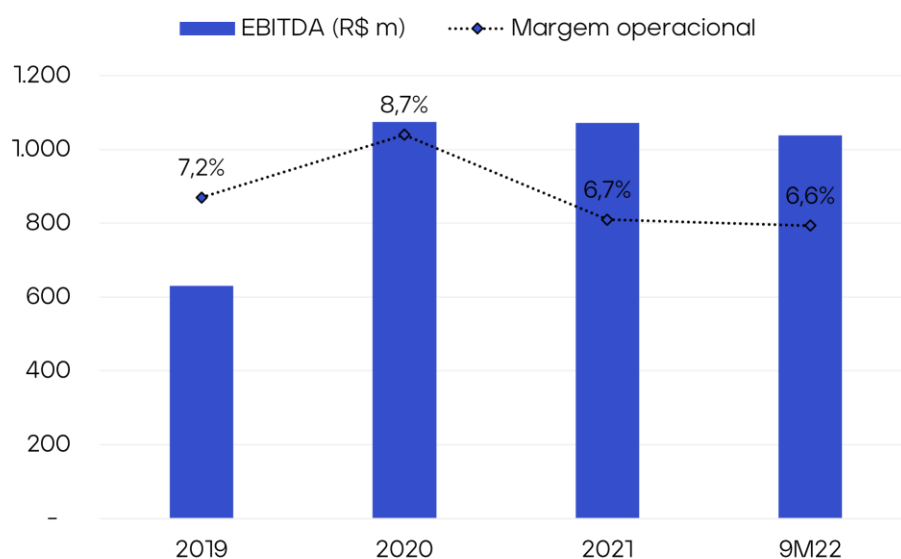
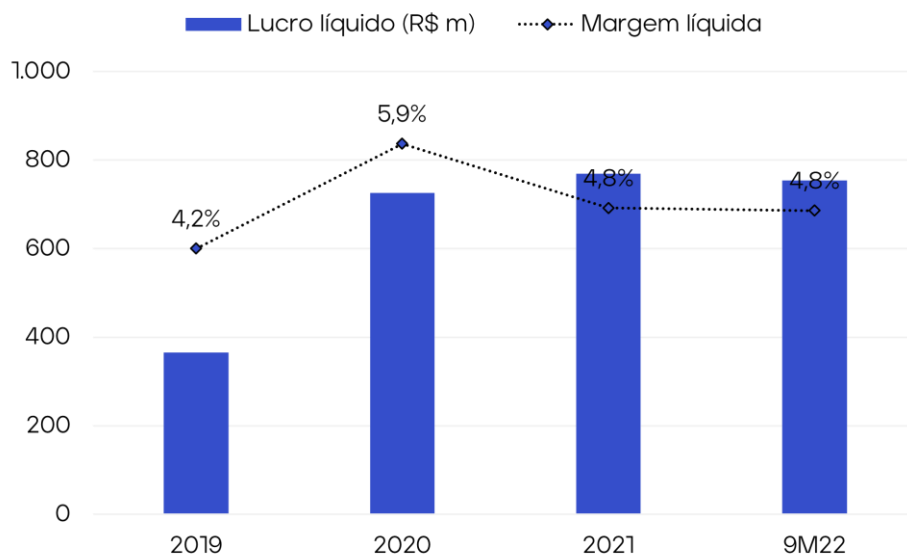


Figura 23. Evolução do lucro líquido do Grupo Mateus, elaborado pela Genial.



Genial Investimentos
Av. Brig. Faria Lima, 3400
9º andar

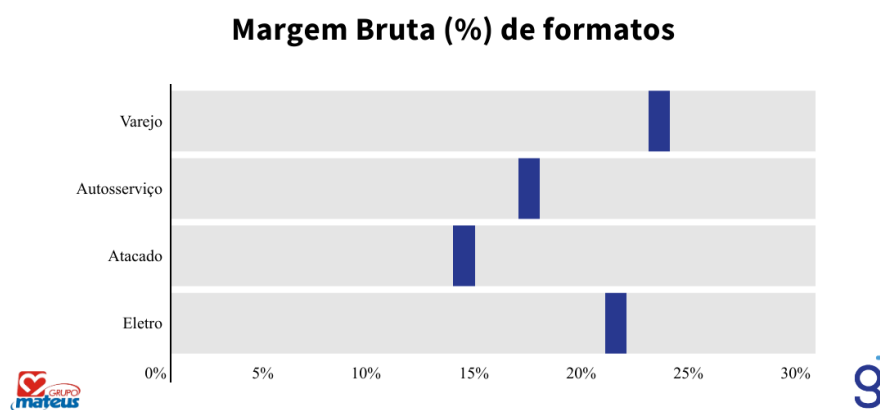
Iago Souza
iago.souza@genial.com.br

Vinicius Esteves
vinicius.esteves@genial.com.br

Nina Mirazon
nina.mirazon@genial.com.br

Olhando para o horizonte de curto prazo, **acreditamos que a margem bruta do Grupo Mateus venha a sofrer uma compressão**, explicada por: **(I)** plano agressivo de expansão do grupo, que tem como grande foco o modelo de atacarejo; **(II)** margem bruta do *Cash-and-Carry* é menor que a do Varejo (23% ~ 24%), o atacado (Vendas B2B) gira a uma margem próxima de 15%, enquanto o autosserviço varia em uma faixa usual de 17% ~ 18%.

Figura 24. Margem bruta dos formatos, elaborado pela Genial.



Dito isso, não esperamos que o Grupo Mateus volte a negociar próximo a margem bruta que alcançou em 2020, a 24,1%. Em nossa projeção, acreditamos que GMAT3 deve diminuir essa margem bruta do grupo para um patamar **abaixo de 22%** ao longo dos próximos trimestres.

Em nossa visão, dado o plano agressivo de expansão do *Cash-and-Carry*, o Grupo Mateus deverá sentir uma pressão em sua margem bruta ao longo dos próximos 24 meses. Essa compressão só deve aliviar a partir de 2025, período onde as lojas começam a ganhar maior maturidade de vendas.

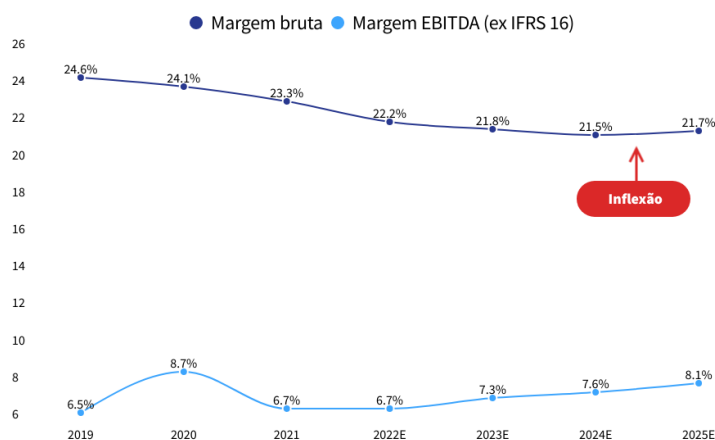
Genial Investimentos
Av. Brig. Faria Lima, 3400
9º andar

Iago Souza
iago.souza@genial.com.br

Vinicius Esteves
vinicius.esteves@genial.com.br

Nina Mirazon
nina.mirazon@genial.com.br

Figura 25. Margem bruta esperada para o Grupo Mateus, elaborado pela Genial.



Por outro lado, **o aumento de custos deve ser recompensado por uma diluição de despesas operacionais**, em meio a um crescimento de vendas projetado em cerca de 30% em 2023. Estimamos que essa diluição será suficiente para que a margem EBITDA alcance 7,3% neste ano (+54 bps a/a), apresentando um EBITDA de R\$ 2b em 2023.

A mágica dos 3%

Uma subvenção especial! A controlada do grupo, o Armazém Mateus S.A., é beneficiária do Termo de Acordo de Regime Especial do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS) do estado do Maranhão, conforme Decreto nº 19.714/2014 do Sefaz – MA.

Isso significa dizer que, através de suas operações nos CDs no Maranhão, o Grupo Mateus consegue acessar benefícios fiscais, utilizando o crédito presumido para reduzir a base de cálculo do ICMS e Impostos sobre Valor Agregado (IVA) da companhia.

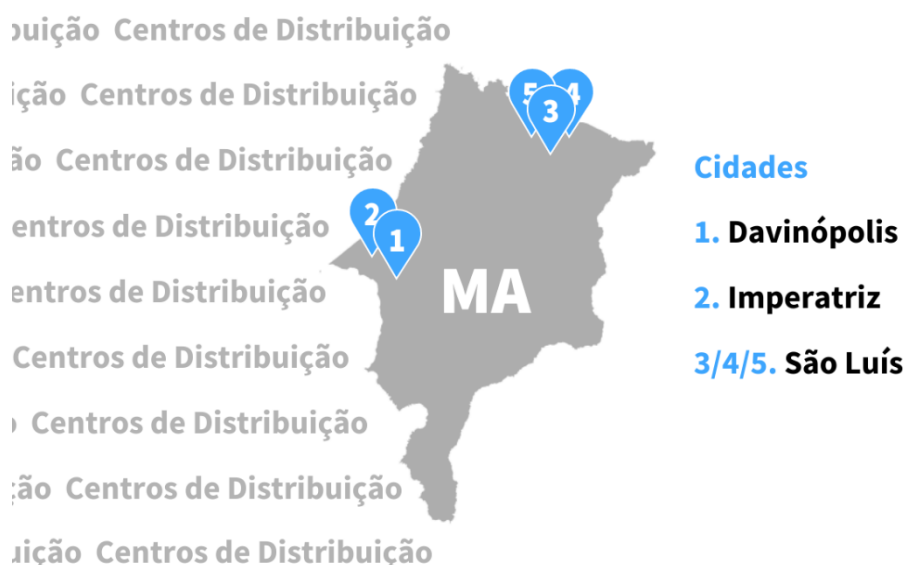
Genial Investimentos
Av. Brig. Faria Lima, 3400
9º andar

Iago Souza
iago.souza@genial.com.br

Vinicius Esteves
vinicius.esteves@genial.com.br

Nina Mirazon
nina.mirazon@genial.com.br

Figura 26. Centros de Distribuição presentes no Maranhão.



Política fiscal. O objetivo dessa subvenção é de estimular as atividades nas regiões Norte e Nordeste, gerando emprego e renda para população local. Contudo, não existe almoço grátis. A entidade só ganhará efetivamente a receita quando cumprir as obrigações estabelecidas pelo Governo.

Através de uma “engenharia financeira”, **o Grupo Mateus consegue ‘zerar’ a alíquota de 34% que seria paga a partir do lucro fiscal.** Diferente de outros *players* do setor, as operações do Grupo Mateus giram através de seus CDs. Apenas produtos de giro rápido ficam localizados em lojas, a maior parte do sortimento fica em CDs e armazéns da companhia.

Tomando como exemplo a foto do acumulado de 2022, durante os nove primeiros meses do ano, a companhia apresentou um lucro fiscal de R\$ 765,6m, ou seja, se o Grupo Mateus não gozasse desse incentivo, ele pagaria 34% desse valor (R\$ 260,3m). Contudo, com a exclusão dada pelo incentivo, a **alíquota paga foi de 1,6% da base tributável**, em R\$ 11,4m.

No final de 2021, o incentivo dado ao estado foi prorrogado até 2032 através da Lei Complementar 186/2021. Em nosso modelo, **utilizamos 3% como base tributável do IR/CSLL** (exc. o incentivo na perpetuidade).

Genial Investimentos
Av. Brig. Faria Lima, 3400
9º andar

Iago Souza
iago.souza@genial.com.br

Vinicius Esteves
vinicius.esteves@genial.com.br

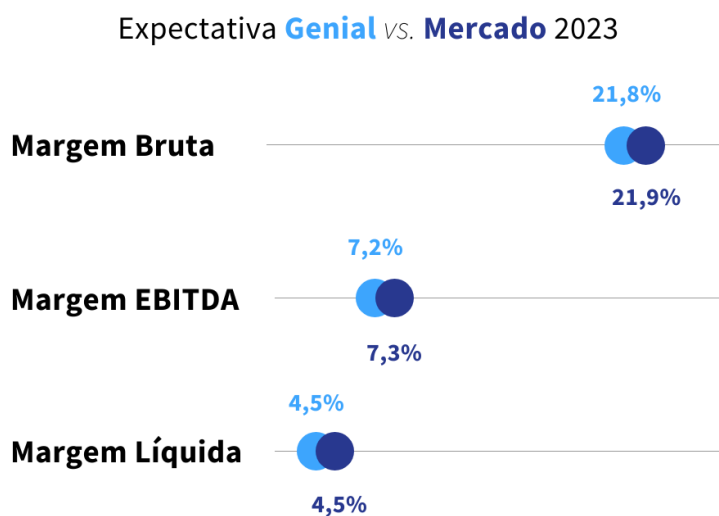
Nina Mirazon
nina.mirazon@genial.com.br

A última linha

E a margem líquida? Diante de um cenário de altas taxas de juros, a recomposição do lucro operacional deve se esbarrar no **aumento de despesas financeiras** neste ano, em nossa projeção, os gastos financeiros devem crescer pouco mais de 50% a/a. Estimamos uma compressão de -30 bps a/a na margem líquida do Grupo Mateus, atingindo 4,5% em 2023.

Compilamos as nossas expectativas e as do mercado (retirado de dados da Bloomberg) na figura abaixo. Basicamente, estamos levemente mais negativos em relação à margem operacional e margem líquida esperada para 2023.

Figura 27. Compilado de margens esperadas pela Genial e pelos analistas do mercado, disponível na Bloomberg.



Genial Investimentos
Av. Brig. Faria Lima, 3400
9º andar

Iago Souza
iago.souza@genial.com.br

Vinicius Esteves
vinicius.esteves@genial.com.br

Nina Mirazon
nina.mirazon@genial.com.br

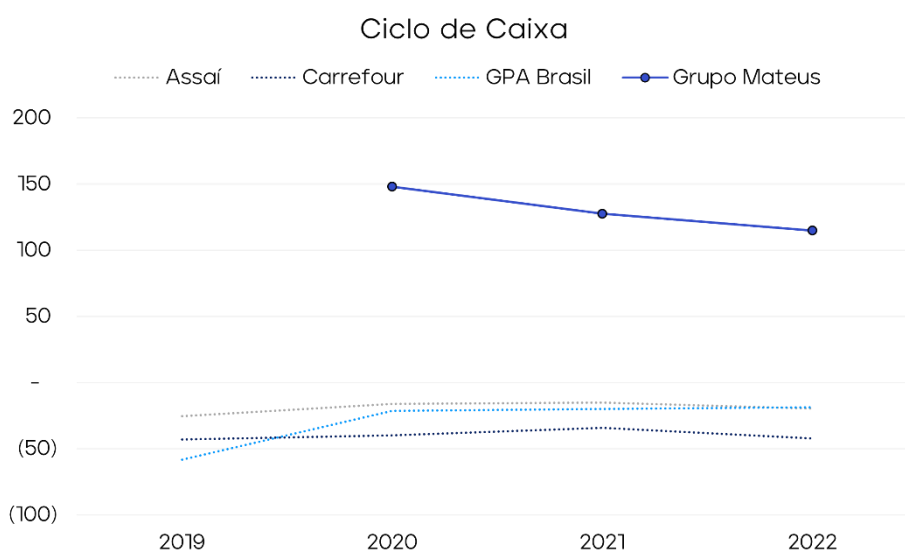
Estamos mais cautelosos em relação às margens operacionais esperadas para 2023 do que o consenso do mercado. Acreditamos que o Grupo Mateus poderá enfrentar maior concorrência para entrar em outros estados e assumimos que ele precisará “gastar munição” para lidar com essa expansão.

O “calcanhar de Aquiles”: capital de giro

O nosso *valuation* já incorpora a premissa de que o Grupo Mateus sofrerá uma **pressão adicional em seu fluxo de caixa** operacional, principalmente em 2023, devido à necessidade de capital de giro e, também, pelo alto investimento requerido para a sua expansão no regional Nordeste.

O termo “capital intensivo” fica mais claro quando comparamos a necessidade de capital de giro do Grupo Mateus em relação a outros supermercadistas. Enquanto o ciclo de conversão de caixa médio (CCC) do Assaí, Carrefour e GPA Brasil gira negativo em 27 dias, o Grupo Mateus mantém um CCC positivo próximo a 115 dias.

Figura 28. Ciclo de caixa de players do varejo alimentar.



Manter um **ciclo de conversão de caixa positivo em 115 dias** significa dizer que entre a aquisição de mercadorias do fornecedor e a sua posterior venda para o cliente em seu supermercado, o Grupo Mateus financia as suas operações com o seu próprio dinheiro. Existem razões para o Grupo Mateus adotar esse ciclo, o qual explicaremos a seguir, contudo, precisamos desde já pontuar que este é um dos **“calcanhares de aquiles”** da tese de GMAT3.

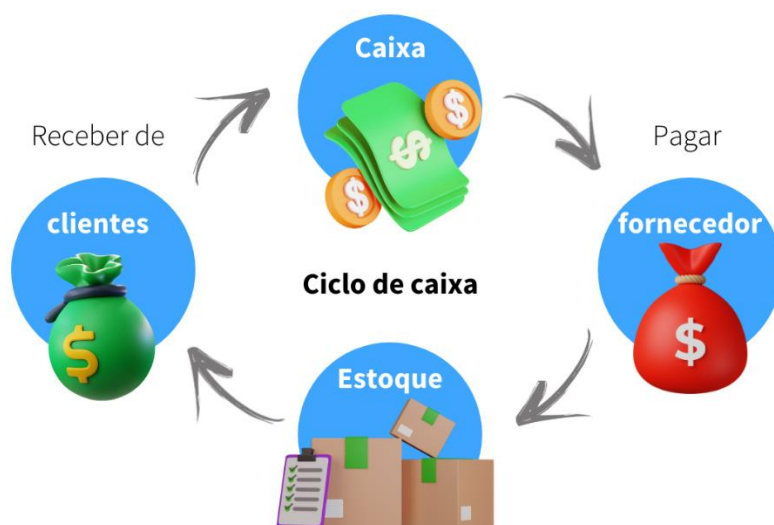
Genial Investimentos
Av. Brig. Faria Lima, 3400
9º andar

Iago Souza
iago.souza@genial.com.br

Vinicius Esteves
vinicius.esteves@genial.com.br

Nina Mirazon
nina.mirazon@genial.com.br

Figura 29. Dinâmica do ciclo de caixa de uma empresa.



De forma simplificada, o ciclo de caixa pode ser calculado da seguinte forma:

$$\text{Ciclo de Caixa} = \text{Prazo Médio de Estocagem (PME)} + \text{Prazo Médio de Recebimento (PMR)} - \text{Prazo Médio de Pagamento (PMP)}$$

No Grupo Mateus, existem duas variáveis que divergem bastante de seus pares de mercado: estoques e fornecedores.

A primeira grande variável é o estoque. O PME do Grupo Mateus é de cerca de 125 dias, um prazo médio de estocagem que fica 73 dias acima de seus pares. Existem duas grandes razões para esse número ser o dobro do mercado, são elas:

(I) A estratégia é baseada em seus centros de distribuição: a maior parte dos estoques da companhia não estão concentrados em lojas ou em centros de armazenamento de lojas, mas sim, distribuídas entre os seus 13 CDs.

(II) Localização geográfica: a operação do grupo é focada no Norte e Nordeste do Brasil e a maior parte de seus fornecedores estão na região Sudeste, logo, a companhia trabalha com sobre-estocagem para não sofrer ruptura de vendas por falta de produtos.

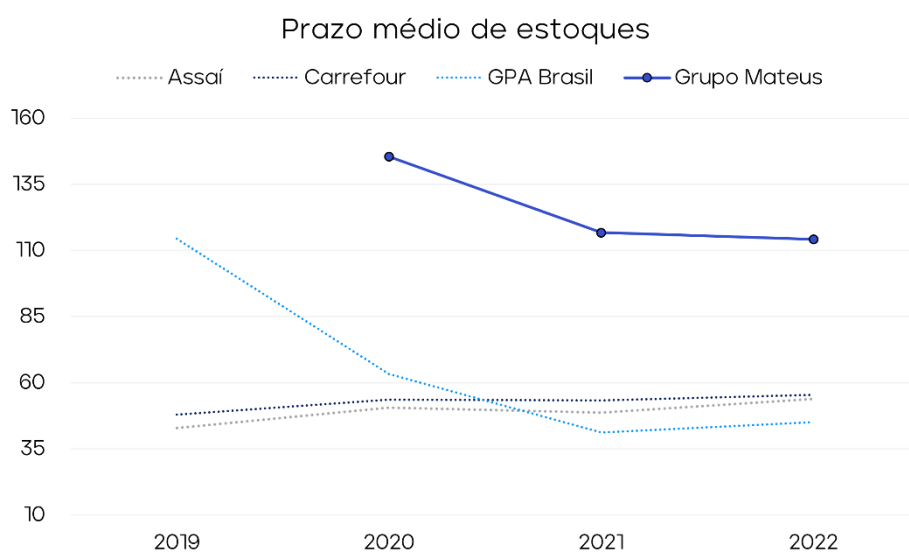
Genial Investimentos
Av. Brig. Faria Lima, 3400
9º andar

Iago Souza
iago.souza@genial.com.br

Vinicius Esteves
vinicius.esteves@genial.com.br

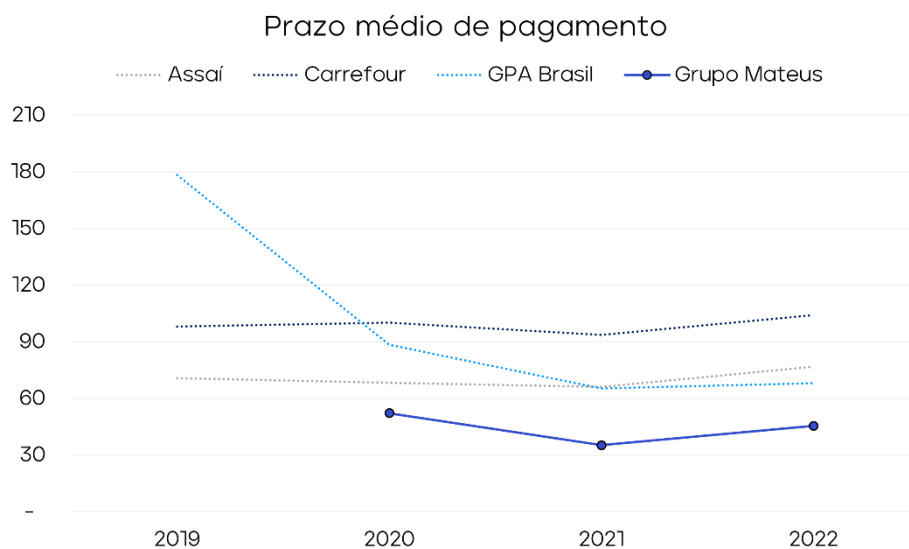
Nina Mirazon
nina.mirazon@genial.com.br

Figura 30. Prazo médio de estoque do Grupo Mateus, Assaí, Carrefour e GPA Brasil.



A segunda variável é o fornecedor. O PMP do Grupo Mateus é de cerca de 44 dias, um prazo médio de pagamento que fica 36 dias abaixo de seus pares. A explicação para esse *gap* é que essas condições com fornecedores que a companhia possui hoje são frutos de uma negociação realizada há muitos anos, quando o grupo trabalhava apenas nos estados do Pará e do Maranhão.

Figura 31. Prazo médio de pagamento de fornecedores.



Genial Investimentos
Av. Brig. Faria Lima, 3400
9º andar

Iago Souza
iago.souza@genial.com.br

Vinicius Esteves
vinicius.esteves@genial.com.br

Nina Mirazon
nina.mirazon@genial.com.br

No curto prazo, enxergamos que **a otimização da linha de fornecedores traz muito mais oportunidades do que a de estoques**. Existem negociações com fornecedores em andamento para tratar sobre o assunto, iniciadas no final de 2021.

Com a relevância que tem hoje e o projeto de expansão planejado para os próximos anos, existe um caminho a ser explorado aqui. O novo vice-presidente de finanças do grupo, Túlio Queiroz, deve explorar a otimização dessa linha.

Contudo, precisamos fazer um adendo: **não esperamos que o Grupo Mateus iguale o PMP dos pares comparáveis**, uma vez que o *mix* de fornecedores regionais é muito maior do que as outras companhias listadas. Em nosso valuation, consideramos que o grupo conseguirá equilibrar um ciclo de conversão de caixa positivo em 80 dias até 2027.

A nossa visão e recomendação para o Grupo Mateus

O nosso modelo de valuation para o Grupo Mateus é baseado na metodologia de Fluxo de Caixa Descontado (DCF), utilizando como taxa de desconto um WACC de 12,7%, um K_e de 14,2% e “g” de 4,5% (inflação + crescimento de PIB Brasil de longo prazo).

Iniciamos cobertura em Grupo Mateus (GMAT3) com **recomendação de compra e preço-alvo de R\$ 8,00** para 2023 – o que implica um potencial de crescimento de 16% em relação ao último valor negociado, em 27 de janeiro de 2023.

O Grupo Mateus negocia a um P/L atrativo em relação aos pares, a 11,0x 2023E. Acreditamos que o mercado mantém certa cautela na tese de investimentos do Grupo Mateus devido à estrutura de capital intensivo da companhia, como já discutido no tópico “O calcanhar de Aquiles” anteriormente.

Uma eventual reprecificação de prêmio em relação aos pares (Assaí P/L 23E 16,0x e Carrefour P/L 23E 14,0x) irá depender da evolução de resultados da expansão da companhia. O Grupo Mateus precisará provar ao mercado que irá conseguir replicar em outros estados a execução feita em Maranhão.

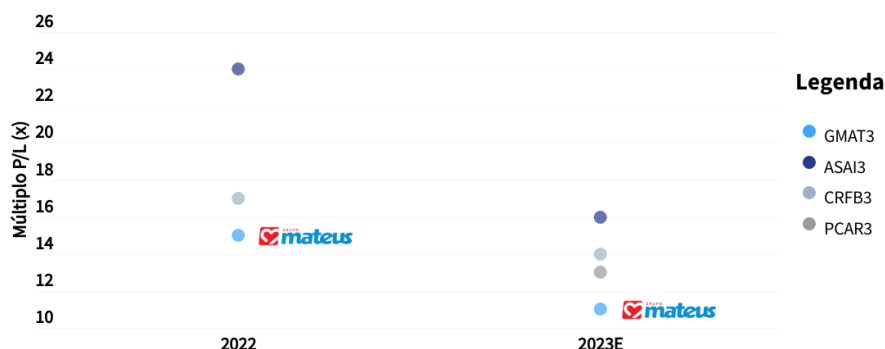
Genial Investimentos
Av. Brig. Faria Lima, 3400
9º andar

Iago Souza
iago.souza@genial.com.br

Vinicius Esteves
vinicius.esteves@genial.com.br

Nina Mirazon
nina.mirazon@genial.com.br

Figura 32. Múltiplo Preço/Lucro das principais ações do setor de varejo alimentar.



O nosso *valuation* do Grupo Mateus incorpora um cenário de pressão em 2023, com a companhia “gastando munição” para adentrar os estados da Regional Nordeste. Frente a dinâmica de capital intensivo do Grupo Mateus e considerando um Capex de ~R\$ 1,0b em 2023, **esperamos um FCFF ainda tímido neste ano.**

Com uma alavancagem financeira estável de **0,8x (DL/EBITDA)**, acreditamos que o Grupo Mateus precisará, ainda neste ano, financiar suas operações através de capital de terceiros.

Se essa hipótese se confirmar, os “olhos atentos” do mercado deve ficar para o montante de financiamento em questão – um número acima do esperado poderia indicar que o Grupo Mateus estaria de olho em consolidações na região.

Genial Investimentos
Av. Brig. Faria Lima, 3400
9º andar

Iago Souza
iago.souza@genial.com.br

Vinicius Esteves
vinicius.esteves@genial.com.br

Nina Mirazon
nina.mirazon@genial.com.br

Figura 33. Estimativas de FCF por ação para GMAT3.



Os dois principais riscos da tese

1) Riscos de execução

O Grupo Mateus poderia sofrer em um cenário de maiores custos e despesas de investimentos para a sua expansão no Nordeste, principalmente devido à entrada agressiva de outros *players* na região. Esse ponto poderia implicar em um menor patamar de rentabilidade para o grupo.

O alto nível de Capex exigido pela companhia – que se mostrou acima do esperado na época de abertura de capital –, fez com que o caixa do Grupo Mateus se deteriorasse rapidamente, saindo de um caixa líquido de R\$ 1,5b no 4T20 para uma dívida líquida de R\$ 429m em 12 meses. Atualmente, em dados abertos sobre o 3T22, a companhia mantém uma dívida líquida de R\$ 1,1b.

Acelerar demais em um cenário macroeconômico instável é um desafio que o Grupo Mateus precisará provar ao mercado. Diferente do modelo de supermercados que trabalham na região Sul e Sudeste, o consumo de capital devido à estratégia de sobre-estocagem nos mantém em estado de alerta.

A maturação de lojas do Grupo Mateus deve trazer uma melhora na rentabilidade da companhia.

Genial Investimentos
Av. Brig. Faria Lima, 3400
9º andar

Iago Souza
iago.souza@genial.com.br

Vinicius Esteves
vinicius.esteves@genial.com.br

Nina Mirazon
nina.mirazon@genial.com.br

2) Não renovação do incentivo dado aos estados

No tópico de “A mágica dos 3%”, presente neste relatório, dissertamos sobre o incentivo dado ao Grupo Mateus. A não renovação desse incentivo dado ao estado de Maranhão a partir de 2031 poderia impactar o fluxo de caixa negativamente. Em nosso modelo, não assumimos o subsídio dado a partir da perpetuidade.

Genial Investimentos
Av. Brig. Faria Lima, 3400
9º andar

Iago Souza
iago.souza@genial.com.br

Vinicius Esteves
vinicius.esteves@genial.com.br

Nina Mirazon
nina.mirazon@genial.com.br

Tabelas e gráficos

DRE consolidada (R\$ m)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
Receita Bruta	14.351	17.940	24.610	31.536	38.691	45.900
Impostos e Devoluções	(1.954)	(2.063)	(2.989)	(3.917)	(4.651)	(5.595)
Receita Líquida	12.397	15.877	21.621	27.619	34.039	40.305
Custo de Mercadoria Vendida	(9.408)	(12.174)	(16.820)	(21.598)	(26.720)	(31.577)
Lucro Bruto	2.989	3.702	4.801	6.021	7.320	8.729
Despesas Operacionais	(2.149)	(2.789)	(3.618)	(4.264)	(5.045)	(5.823)
Outras Receitas (Despesas)	(3)	(59)	46	(28)	(34)	(40)
EBIT	837	854	1.229	1.730	2.240	2.866
D&A	(169)	(181)	(217)	(248)	(302)	(361)
EBITDA (ex IFRS 16)	1.075	1.072	1.453	1.978	2.543	3.227
Resultado Financeiro Líquido	(112)	(67)	(195)	(387)	(481)	(461)
EBT	725	787	1.034	1.343	1.760	2.405
IR / CSLL	2	(19)	(19)	(94)	(88)	(72)
Lucro Líquido	726	769	1.015	1.249	1.672	2.333
BP (R\$ m)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
Ativos Totais	8.211	9.955	12.943	15.842	19.097	22.758
Ativos Circulantes	6.161	6.272	8.278	10.323	12.635	15.358
Caixa e Equivalente	2.112	877	1.142	1.582	2.159	3.338
Recebíveis	1.305	1.816	2.413	3.006	3.705	4.387
Estoques	2.630	3.499	4.600	5.607	6.639	7.495
Outros	113	80	123	128	132	137
Ativos de Longo Prazo	112	191	222	222	222	222
Ativos Permanentes	1.939	3.492	4.442	5.297	6.240	7.177
Passivos + Patrimônio Líquido	8.211	9.955	12.943	15.842	19.097	22.758
Passivos Circulantes	1.361	1.650	2.249	3.165	4.212	5.357
Dívidas	128	234	82	110	141	196
Contas a Receber	945	1.057	1.647	2.354	3.210	4.144
Outros	288	360	521	700	861	1.017
Ativos Não Circulantes	1.130	1.828	3.201	3.936	4.473	4.656

Genial Investimentos
Av. Brig. Faria Lima, 3400
9º andar

Iago Souza
iago.souza@genial.com.br

Vinicius Esteves
vinicius.esteves@genial.com.br

Nina Mirazon
nina.mirazon@genial.com.br

Dívidas	1.055	1.760	3.143	3.878	4.415	4.598
Outros	75	68	58	58	58	58
Patrimônio Líquido	5.720	6.477	7.492	8.741	10.412	12.745

FLUXO DE CAIXA	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
EBITDA (ex. IFRS 16)	349	1.075	1.072	1.453	1.978	2.543	3.227
Taxas	(16)	2	(19)	(19)	(95)	(90)	(74)
Capex	(216)	(601)	(1.432)	(914)	(969)	(1.097)	(1.136)
Δ Cap. De Giro	-	(2.718)	(1.223)	(931)	(717)	(721)	(452)
FCFF	118	(2.243)	(1.603)	(412)	196	634	1.565
Captação/(Amortização) Dívida	(46)	5.852	744	1.036	(102)	(163)	(165)
Dividendo pago	-	-	-	-	-	-	-
FCFE	72	3.609	(859)	623	94	471	1.400

MÚLTIPLOS	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
EV / Vendas	0,9x	0,7x	0,6x	0,5x	0,4x
EV / EBITDA	12,8x	11,4x	8,2x	6,3x	4,7x
P / Vendas	0,8x	0,6x	0,5x	0,4x	0,3x
P / E	17,3x	13,8x	11,2x	8,4x	6,0x
PEG	-	0,4	0,5	0,2	0,2

Genial Investimentos
Av. Brig. Faria Lima, 3400
9º andar

Iago Souza
iago.souza@genial.com.br

Vinicius Esteves
vinicius.esteves@genial.com.br

Nina Mirazon
nina.mirazon@genial.com.br

Head de Research

Eduardo Nishio

AÇÕES

Agro, Alimentos & Bebidas e Celulose

Antonio Cozman

Lucas Bonventi

Bancos, Seguros e Serv. Financeiros

Eduardo Nishio

Wagner Biondo

Lorenzo Giglioli

Eyzo Lima

Educação e Varejo

Iago Souza

Vinicius Esteves

Nina Mirazon

Energia e Saneamento

Vitor Sousa

Israel Rodrigues

Imobiliário e Saúde

Luis Assis

Guilherme Vianna

Gabriela Resende



Sid. & Min., Tech & Telecom.

Igor Guedes

Renan Rossi

Transporte & Indústria

Ygor Araújo

Bernardo Alvim

FUNDOS IMOBILIÁRIOS

Isabela Suleimann

MACRO RESEARCH

José Marcio Camargo

Yihao Lin

Lucas Farina

RENTA FIXA

André Fialho

DIGITAL ASSETS

Erich Marinelli

EQUIPE DE VENDAS

Josefine Backe

Amanda Jacobowski

Julia Duarte

DISCLAIMER

A Genial pode fazer negócios com empresas que constam nos seus relatórios de pesquisa. Como resultado, os investidores devem estar cientes de que a empresa pode ter um conflito de interesses que poderia afetar a objetividade deste relatório. Os investidores devem considerar este relatório como apenas um dos fatores na tomada de sua decisão de investimento. Para as declarações do analista e outros disclaimers importantes, consulte a Seção de Disclaimers, localizada no final deste relatório.

1. DISCLAIMER GERAL

Este relatório foi produzido pelo departamento de Research da Genial. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído para qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer propósito, sem o prévio consentimento por escrito da Genial. A Genial não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito.

Rating Genial

	Definição	Cobertura
Comprar	Retorno total esperado 10% acima da média do setor da empresa	54%
Manter	Retorno total esperado entre +10% e -10% a média do setor da empresa	36%
Vender	Retorno total esperado 10% abaixo da média do setor da empresa	3%
Em revisão	Cobertura da empresa em revisão	7%

Este relatório de Research destina-se à distribuição somente em circunstâncias permitidas pela lei aplicável. Este relatório de Research não leva em consideração os objetivos específicos de investimento, situação financeira ou as necessidades específicas de qualquer indivíduo em especial, mesmo quando enviado a um único destinatário. Este relatório de Research não se propõe a ser uma declaração completa ou resumo dos valores mobiliários, mercados ou desenvolvimentos aqui referidos. Nem a Genial nem qualquer um de seus conselheiros, diretores, funcionários ou representantes terá qualquer responsabilidade decorrente de qualquer erro, imprecisão ou imperfeição de fato ou opinião contida neste relatório, ou será responsabilizado por quaisquer perdas ou danos que possam surgir a partir da utilização deste relatório de Research.

A Genial poderá contar com barreiras de informação, tais como "chinese walls", para controlar o fluxo de informações dentro de suas áreas, unidades, divisões, grupos ou afiliadas.

O desempenho passado não é necessariamente um indicador de resultados futuros e nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é feita pela Genial em relação ao desempenho futuro. Rendimentos de aplicações podem variar. O preço ou valor dos investimentos aos quais

Genial Investimentos
Av. Brig. Faria Lima, 3400
9º andar

Iago Souza
iago.souza@genial.com.br

Vinicius Esteves
vinicius.esteves@genial.com.br

Nina Mirazon
nina.mirazon@genial.com.br

este relatório de Research se refere, direta ou indiretamente, podem cair ou subir contra o interesse dos investidores. Qualquer recomendação ou opinião contida neste relatório de pesquisa pode se tornar desatualizada em consequência de alterações no ambiente em que o emitente dos valores mobiliários sob análise atua, além de alterações nas estimativas e previsões, premissas e metodologia de avaliação aqui utilizadas.

2. DECLARAÇÕES DO ANALISTA

O analista de investimento declara que as opiniões contidas nesse relatório refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaborados de forma independente e autônoma, inclusive em relação a Genial.

A remuneração dos analistas está, direta ou indiretamente, influenciada pelas receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pela GENIAL.

Além disso, o analista certifica que nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será direta ou indiretamente relacionada com as recomendações ou opiniões específicas expressas neste relatório de Research.

A remuneração do analista não se baseia nas receitas de outras empresas de grupo, mas pode, no entanto, derivar de receitas oriundas dos negócios e operações financeiras da GENIAL, suas afiliadas e/ou subsidiárias como um todo. A remuneração paga aos analistas é de responsabilidade exclusiva da GENIAL.

O analista declara que é responsável pelo conteúdo deste relatório e atende às exigências da Resolução CVM nº 20/2021.

O analista declara que pode ser diretamente, em nome próprio, titular de valores mobiliários objeto do presente relatório.

Salvo disposição em contrário, os indivíduos listados na capa deste relatório são analistas devidamente credenciados.

3. DECLARAÇÕES DA EMPRESA

A Genial, suas afiliadas, coligadas, controladoras e/ou subsidiárias têm interesses financeiros e comerciais relevantes em relação aos emissores ou aos valores mobiliários objetos da análise.

4. DISCLOSURES ADICIONAIS

(i) Este documento foi preparado pelo Research da Genial e é publicado com o único propósito de fornecer informações sobre as empresas e seus valores mobiliários.

(ii) As informações contidas neste documento são fornecidas apenas para fins informativos e não constituem uma oferta para comprar ou vender, e não devem ser interpretadas como uma solicitação para adquirir quaisquer valores mobiliários em qualquer jurisdição. As opiniões aqui

Genial Investimentos
Av. Brig. Faria Lima, 3400
9º andar

Iago Souza
iago.souza@genial.com.br

Vinicius Esteves
vinicius.esteves@genial.com.br

Nina Mirazon
nina.mirazon@genial.com.br

expressas, no que diz respeito à compra, venda ou retenção de valores mobiliários, ou com relação à ponderação de tais valores mobiliários numa carteira real ou hipotética, são baseadas em uma análise cuidadosa feita pelos analistas que elaboraram este relatório e não devem ser interpretadas por investidores como recomendações para qualquer decisão de investimento. A decisão final do investidor deve ser tomada levando em consideração todos os riscos e as taxas envolvidas. Este relatório é baseado em informações obtidas de fontes públicas primárias ou secundárias, ou diretamente das empresas, e é combinado com estimativas e cálculos elaborados pela GENIAL. Este relatório não pretende ser uma declaração completa de todos os fatos relevantes relacionados a qualquer estratégia da empresa, indústria, segurança ou mercado mencionados. As informações foram obtidas de fontes consideradas confiáveis; a GENIAL não faz nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, quanto à integridade, confiabilidade ou exatidão de tais informações. As informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento são baseadas em dados atuais e estão sujeitas a alterações. Os preços e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são meramente indicativos e sujeitos a alterações sem aviso prévio. A GENIAL não está obrigada a atualizar ou revisar este documento, ou a avisar sobre quaisquer alterações em tais dados.

(iii) Os valores mobiliários discutidos neste relatório, bem como as opiniões e recomendações contidas neste documento, podem não ser apropriados para todo tipo de investidor. Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou as necessidades específicas de um determinado investidor. Os investidores que desejam comprar, vender ou investir em títulos que são abrangidos por este relatório devem procurar aconselhamento financeiro independente que leve as características individuais e necessidades em consideração, antes de tomar qualquer decisão de investimento em relação aos valores mobiliários em questão. Cada investidor deve tomar decisões de investimento independentes depois de analisar cuidadosamente os riscos, taxas e comissões envolvidas. Se um instrumento financeiro for denominado numa moeda diferente da moeda do investidor, mudanças nas taxas de câmbio podem afetar adversamente o preço ou valor, ou da renda derivada do instrumento financeiro e o leitor deste relatório assume todos os riscos cambiais. Resultados com instrumentos financeiros podem variar e, portanto, o preço ou valor podem aumentar ou diminuir, direta ou indiretamente. As informações, opiniões e recomendações contidas neste relatório não constituem e não devem ser interpretadas como uma promessa ou garantia de um retorno especial em qualquer investimento. O desempenho passado não necessariamente indica resultados futuros e nenhuma declaração ou garantia, expressa ou implícita, é aqui feita sobre o desempenho futuro. Portanto, a GENIAL, suas empresas afiliadas, e os analistas envolvidos neste relatório não assumem qualquer responsabilidade por qualquer perda direta, indireta ou decorrente do uso das informações contidas no presente, e qualquer pessoa que use este relatório se compromete a indenizar irrevogavelmente a GENIAL e suas afiliadas por quaisquer reclamações e demandas.

Genial Investimentos
Av. Brig. Faria Lima, 3400
9º andar

Iago Souza
iago.souza@genial.com.br

Vinicius Esteves
vinicius.esteves@genial.com.br

Nina Mirazon
nina.mirazon@genial.com.br

(iv) Os preços neste relatório são considerados confiáveis a partir da data em que este relatório foi emitido e são derivados de um ou mais dos seguintes: (i) fontes expressamente especificadas junto aos dados relevantes; (ii) preço cotado no principal mercado regulamentado para o ativo em questão; (iii) outras fontes públicas consideradas confiáveis; ou (iv) dados de propriedade da GENIAL ou disponíveis para a GENIAL.

(v) Nenhuma garantia expressa ou implícita é fornecida em relação à exatidão, integridade ou confiabilidade das informações aqui contidas, exceto com relação às informações relativas à GENIAL, suas subsidiárias e afiliadas. Em todos os casos, os investidores deverão realizar sua própria investigação e análise de tais informações antes de tomar ou deixar de tomar qualquer ação em relação a títulos ou mercados que são analisados neste relatório.

(vi) A GENIAL não faz declarações neste documento de que os investidores vão obter lucros. A GENIAL não vai compartilhar com os investidores os lucros de investimento, nem aceita qualquer responsabilidade por eventuais perdas de investimento. Os investimentos envolvem riscos e os investidores devem exercer prudência na tomada de suas decisões de investimento. A GENIAL não aceita deveres fiduciários em nome dos destinatários deste relatório. Este relatório não deve ser considerado como substituto para o exercício de julgamento independente do destinatário. As opiniões, estimativas e projeções aqui expressas refletem a opinião atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório a partir da data em que foi emitido e são, portanto, sujeitas a mudanças sem aviso prévio e podem diferir ou ser contrárias a opiniões expressas por outras áreas de negócios da GENIAL, como resultado da utilização de diferentes critérios e hipóteses. As informações, opiniões e recomendações contidas neste relatório não constituem e não devem ser interpretadas como uma promessa ou garantia de um retorno especial em qualquer investimento.

(vii) Uma vez que as opiniões pessoais dos analistas podem diferir umas das outras, a GENIAL, suas subsidiárias e afiliadas podem ter publicado ou podem vir a publicar outros relatórios que não apresentem uniformidade e/ou cheguem a conclusões diferentes daquelas aqui contidas. Quaisquer opiniões, estimativas e projeções não devem ser interpretadas como uma garantia de que os assuntos nelas referidas de fato ocorrerá. O preço e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são meramente indicativos e sujeitos a alterações sem aviso prévio. Resultado com instrumentos financeiros podem variar e, portanto, o preço ou valor podem aumentar ou diminuir, direta ou indiretamente.

(viii) Este documento não pode ser: (a) fotocopiado ou duplicado de qualquer forma, no todo ou em parte, e/ou (b) distribuído sem o prévio consentimento por escrito da GENIAL. A GENIAL não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito.

(ix) Nem a GENIAL nem quaisquer de suas afiliadas ou seus respectivos diretores, funcionários ou agentes, aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda ou dano resultante do uso de toda ou qualquer parte deste relatório.

Genial Investimentos
Av. Brig. Faria Lima, 3400
9º andar

Iago Souza
iago.souza@genial.com.br

Vinicius Esteves
vinicius.esteves@genial.com.br

Nina Mirazon
nina.mirazon@genial.com.br

(x) Genial Investimentos é a plataforma de negociações da Genial Investimentos Corretora de Valores Mobiliários, uma empresa do Grupo Genial.

Genial Investimentos
Av. Brig. Faria Lima, 3400
9º andar

Iago Souza
iago.souza@genial.com.br

Vinicius Esteves
vinicius.esteves@genial.com.br

Nina Mirazon
nina.mirazon@genial.com.br