



PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

Valuation da empresa Assaí Atacadista

Diogo Castro Assumpção

TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS - CCS

DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO

Graduação em Administração de Empresas

Rio de Janeiro, junho de 2022.



Diogo Castro Assumpção

Valuation da empresa Assaí Atacadista

Trabalho de Conclusão de Curso

Trabalho de Conclusão de Curso, apresentado ao programa de graduação em Administração da PUC-Rio como requisito parcial para a obtenção do título de graduação em Administração.

Orientador(a) : Graziela Fortunato

Rio de Janeiro
junho de 2022.

Agradecimentos

Agradeço à minha mãe e meu pai por tornarem minha graduação possível e a quem devo tudo que sou hoje. Agradeço também a professora Graziela pela orientação durante a graduação e no meu TCC.

Resumo

Assumpção, Diogo Castro. *Valuation* da empresa Assaí Atacadista. Rio de Janeiro, ano. Número de páginas 36. Trabalho de Conclusão de Curso – Departamento de Administração. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Este trabalho busca analisar a empresa Assaí atacadista utilizando o método de fluxo de caixa descontado para a firma, buscando definir seu valor justo. São utilizados dados históricos e perspectivas futuras da empresa e do setor para projetar cada linha do fluxo de caixa até 2027. Por último realiza-se uma análise de sensibilidade com as variáveis mais materiais para o cálculo do valor justo da empresa.

Palavras - chave

Valuation; Assaí Atacadista; Fluxo de caixa descontado para a firma; Atacado de Autosserviço; análise de sensibilidade; WACC

Abstract

Assumpção, Diogo Castro. Assaí Atacadista Valuation model. Rio de Janeiro, 2022. Número de páginas 36. Trabalho de Conclusão de Curso – Departamento de Administração. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

This study intends to calculate the fair value of Assaí Atacadista by using the discounted free cash flow for the firm model. Historical data and the company's expectations about future financial performance are used to project the free cash flow from 2022 to 2027. Lastly, a sensitivity analysis is used to address the impacts of important variables in the fair value of the company.

Palavras - chave

Valuation; Assaí Atacadista; discounted free cash flow for the firm; self-service wholesale; sensitivity analysis; WACC

Sumário

| | |
|---|----|
| 1 . Introdução | 1 |
| 1.1. Introdução ao tema e ao problema do estudo | 1 |
| 1.2. Objetivo do estudo | 2 |
| 1.3. Objetivos intermediários do estudo | 2 |
| 1.4. Delimitação e foco do estudo | 3 |
| 1.5. Justificativa e relevância do estudo | 4 |
| 2 . Referencial Teórico | 5 |
| 2.1. O conceito de valor e Valuation | 5 |
| 2.2. Fluxo de caixa para firma | 6 |
| 2.3. Taxa de desconto | 7 |
| 2.4. Mercado de atuação | 8 |
| 2.5. Análise comparativa | 10 |
| 3 . Metodologia | 12 |
| 3.1. Tipo de pesquisa | 12 |
| 3.2. Amostra e coleta de dados | 12 |
| 3.3. Variáveis e tratamento dos dados | 13 |
| 4 . Análise dos resultados | 17 |
| 4.1. Premissas | 17 |
| 4.1.1. Receita bruta | 17 |
| 4.1.1.1. Receita bruta por loja madura | 17 |
| 4.1.1.2. Número de lojas | 18 |
| 4.1.1.2. Curva de maturação das lojas | 18 |
| 4.1.2. Receita líquida | 19 |
| 4.1.3. EBIT | 19 |
| 4.1.4. NOPAT | 20 |
| 4.1.5. Imobilizado, CAPEX e depreciação | 20 |
| 4.1.6. Variação do capital de giro | 21 |

| | |
|--|----|
| 4.2. Taxa de desconto | 22 |
| 4.3. Fluxo de caixa | 23 |
| 4.4. Comparação com estimativas de analistas | 24 |
| 4.5. Análise de sensibilidade | 25 |
| 5 . Conclusões e contribuições do estudo | 26 |
| 6 . Referências | 27 |

Lista de tabelas

| | |
|--|----|
| Tabela 1: Dados financeiros e consolidados Assaí e Atacadão..... | 10 |
| Tabela 2: Análise vertical Assaí e Atacadão..... | 11 |
| Tabela 3: Análise horizontal Assaí e Atacadão..... | 12 |
| Tabela 4: Indicadores de giro..... | 15 |
| Tabela 5: Principais números financeiros..... | 16 |
| Tabela 6: Projeção abertura da receita bruta..... | 18 |
| Tabela 7: Projeção receita por loja madura..... | 19 |
| Tabela 8: Projeção parque de lojas..... | 19 |
| Tabela 9: Projeção curva de maturação das lojas..... | 20 |
| Tabela 10: Receita líquida..... | 20 |
| Tabela 11: Margem EBIT..... | 20 |
| Tabela 12: EBIT..... | 21 |
| Tabela 13: NOPAT..... | 21 |
| Tabela 14: CAPEX..... | 22 |
| Tabela 15: Imobilizado, CAPEX e depreciação..... | 22 |
| Tabela 16: Necessidade de capital de giro..... | 22 |
| Tabela 17: Indicadores de atividade (giro) | 23 |
| Tabela 18: Prêmio de risco Brasil..... | 23 |
| Tabela 19: WACC projetado..... | 24 |
| Tabela 20: Fluxo de caixa..... | 24 |
| Tabela 21: Valor presente líquido..... | 25 |
| Tabela 22: Comparação preço alvo..... | 25 |

| | |
|---|----|
| Tabela 23: Análise de sensibilidade preço alvo..... | 26 |
| Tabela 24: Análise de sensibilidade upside..... | 26 |

Lista de Fórmulas

| | |
|---|----|
| Fórmula 1: Fluxo de caixa livre para a firma..... | 8 |
| Fórmula 2: Valor da firma..... | 8 |
| Fórmula 3: Custo de capital próprio..... | 9 |
| Fórmula 4: WACC..... | 9 |
| Fórmula 5: Necessidade de capital de giro..... | 13 |
| Fórmula 6: NOPAT..... | 14 |
| Fórmula 7: Prêmio de risco do mercado..... | 17 |

1. Introdução

Nesse estudo é proposto uma análise de investimento de um ativo específico, as ações do atacadista Assaí (B3: ASAI3), sob uma ótica fundamentalista. Através do fluxo de caixa descontado na visão da firma, objetiva-se determinar o preço justo da ação. Comumente, ouve-se expressões como “A ação X está barata, vou comprar!” ou “A empresa X é uma baita empresa, mas suas ações estão muito caras...”. O principal problema que este estudo busca resolver é como saber de fato qual o valor do ativo.

1.1. Introdução ao tema e ao problema do estudo

Investimentos em renda variável são cada vez mais comuns na carteira de um investidor brasileiro. Com a queda da inflação e consequentemente da taxa de juros no Brasil, diminuiu-se o custo de oportunidade em investir em ações de empresas e outros ativos de risco (PÓVOA, 2019). A Selic, que comumente rondou a casa de 2 dígitos no Brasil, chegou a mínima de 2% ao ano em 5 de agosto de 2020, como consequência da política expansionista do Banco Central visando estimular uma economia prejudicada pela crise sanitária do Covid-19. Soma-se isso a crescente oferta de produtos de educação financeira em plataformas de notícias como Infomoney e Exame, além e corretoras como a XP investimentos, BTG Pactual, Warren, Órama, entre outras.

Entretanto, uma pergunta vem à tona: como saber se um ativo é um bom investimento ou não? Uma das principais formas de analisar uma ação é a análise técnica (CURCIO ET AL, 1997), que supõe que o preço é um fim em si mesmo e incorpora todas as informações relevantes, buscando analisar padrões de movimento de negociação para conduzir uma análise futura. A outra é a análise fundamentalista, que considera o preço de tela como uma consequência dos resultados financeiros da companhia (PÓVOA, 2019). O interessante desta última é que permite avaliar o valor intrínseco da empresa e, portanto, proporciona situações em que é possível concordar ou discordar do mercado.

Portanto, traz-se uma avaliação financeira do Assaí Atacadista, empresa que opera no Brasil por meio do atacado de autosserviço (cash & carry) que consiste na comercialização de produtos alimentícios e não alimentícios a

transformadores, utilizadores, revendedores e consumidores finais. É interessante analisar o caso uma vez que é o setor que mais cresce dentro do segmento de varejo alimentar.

1.2. Objetivo do estudo

O principal objetivo do estudo é encontrar o preço justo da ação do Assaí por meio de fluxo de caixa descontado. O estudo também busca aplicar a teoria de finanças a um caso brasileiro de ação listada em bolsa.

Desde 2011 os formatos tradicionais de supermercados e principalmente hipermercados vem perdendo participação no mercado, com o consumidor preferindo consumir no Atacarejo, onde consegue uma economia média de 15 a 20% vs formatos tradicionais. (SENDAS DISTRIBUIDORA S.A., 2021).

Sob o ponto de vista do investidor, o Assaí é um ativo interessante para se ter em carteira uma vez que é considerado um ativo defensivo e até mesmo de certa forma anticíclico, uma vez que uma deterioração econômica com desaceleração do PIB e renda per capita restrita incentiva o consumidor a trocar um canal de vendas para o Atacarejo ou players que ofereçam menor nível de serviço dentro da loja em prol de preços mais baixos. (BOZZO, 2020). Assim os resultados financeiros da empresa tendem a ser mais resilientes em momentos de deterioração econômica, como é o caso de empresas pró-cíclicas.

O presente artigo busca responder como projetar os fluxos de caixa e o valor justo da firma para o Assaí atacadista e analisar as perspectivas de crescimento futuras da empresa e do setor. (BUSATTO, 2014)

1.3. Objetivos intermediários do estudo

Além de analisar o valor intrínseco da firma, o estudo busca trazer uma luz sobre a importância da análise fundamentalista e de boas práticas de análise de balanços e resultados para ativos em renda variável brasileiros. Citar a diferença entre análise técnica e fundamentalista, além de discorrer brevemente sobre a importância do mercado de capitais para o desenvolvimento da economia.

Ademais, para chegar ao valor justo, será utilizado o método de fluxo de caixa descontado. Este método busca encontrar o valor teórico de um ativo que gere fluxo de caixa. O método pode ser dividido em etapas. Primeiramente projeta-se o fluxo de caixa da firma, sua taxa de crescimento ao longo do tempo e desembolsos que utilizarão o caixa gerado ao longo do período de análise. A

seguir projeta-se a taxa de desconto, ou seja, o valor que o investidor exige para investir no ativo em questão. Para projetar o fluxo de caixa da firma, é necessário percorrer um grande caminho, desde a receita da companhia, passando pelos seus custos, despesas, depreciação, necessidade de capital de giro e investimento em imobilizado (CAPEX). Segundamente, estima-se a taxa de desconto, utilizando o CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), que considera o risco de se investir no ativo para encontrar a taxa de desconto exigida pelo investidor para investir no ativo (PÓVOA, 2019).

1.4. Delimitação e foco do estudo

O presente artigo busca aplicar o ferramental teórico de análise de fluxo de caixa de companhias para uma empresa brasileiro do ramo de varejo alimentar operando no formato de cash and carry. O artigo não pretende ser uma recomendação de investimento, mas um estudo sobre as projeções de fluxo de caixa e suas implicações. Além disso, o artigo não pretende prever com completa acurácia os resultados da empresa para o futuro. O ferramental utilizado busca ser um guia para o investidor entender melhor a empresa que pode virar sócio e quais são as principais variáveis que impactam sua receita, seus lucros e o risco envolvido.

Além disso, é importante analisar o método de fluxo de caixa descontado, com base nos resultados operacionais. Não será utilizado análise gráfica ou técnica, onde há ênfase a informações sobre negociação dos papéis das empresas na bolsa de valores.

Como comentado anteriormente, o Assaí está num setor que ganha marketshare com a desaceleração da economia. Parte deste presente estudo é entender se essa tendência de longo prazo da migração para o formato do Atacarejo pode ser esperada para frente e como isso impacta no fluxo de caixa esperado futuramente para a companhia.

Além disso, é importante também definir as delimitações do modelo utilizado. Utiliza-se o modelo de fluxo de caixa descontado para a firma com um horizonte de projeção de 6 anos para frente e a partir daí, utiliza-se a fórmula da perpetuidade. O período de 6 anos será utilizado pois contempla o período de maior crescimento da empresa, quando abrirá novas lojas. Após esse período a perpetuidade será utilizada pois considera-se que todo o parque de lojas do Assaí estará maduro e, portanto, o crescimento será estável e constante.

1.5. Justificativa e relevância do estudo

Com a popularização dos investimentos em renda variável no Brasil, torna-se cada vez mais necessária literatura no tema para dar mais segurança ao possível investidor. Recomendações de investimento tornaram-se abundantes, assim como casas de análises e assessorias financeiras. Nesse ambiente, é importante que os investidores tenham acesso a análises independentes para tomar melhores decisões.

O Valuation busca ser uma ferramenta para nortear o investidor em sua decisão de investimento. Sem uma ferramenta parecida, o investidor não tem qualquer segurança se o preço que está pagando pelo negócio faz sentido ou não (PÓVOA, 2019). É importante lembrar que a decisão de investimentos na maior parte das vezes passa pelo julgamento de um ser humano. Isso significa que está à mercê das características irracionais e vieses cognitivos que o ser humano carrega.

Ciente dos vieses, o Valuation torna-se uma ferramenta ainda mais importante, uma vez que nos permite eliminar o que aconteceu no passado e olhar somente para o futuro. Permite que o investidor ignore a dor mental de aturar as quedas e foque nos fatores que realmente afetam o valor da empresa no futuro. Apesar da disparidade entre preço e valor, é importante salientar que frequentemente os movimentos de curto prazo de mercado se baseiam em mudanças relevantes nas expectativas futuras para a companhia. É importante evitar a arrogância de acreditar que o mercado é totalmente descorrelacionado com premissas racionais, mas saber quando que está ocorrendo um exagero no Valuation de empresas (PÓVOA, 2012).

É importante ressaltar também que apesar de ser forma comum a análise de fluxo de caixa descontado de empresas na literatura Brasileira, há pouco material da aplicação da teoria ao setor de varejo alimentar, especialmente para empresas no formato de atacarejo atuando no modelo cash & carry.

2. Referencial Teórico

Nesse capítulo serão apresentados e discutidos conceitos relacionados ao tema investigado de importante entendimento para posteriormente a análise e tratamento de dados. Além de uma breve introdução a história do setor de varejo alimentar.

2.1. O conceito de valor e Valuation

A pergunta mais básica que um investidor pode fazer é como ganhar (ou não perder) dinheiro? Como saber se o preço pelo que esteja pagando vale a pena? O Valuation é uma ferramenta básica para determinar se o preço de determinado ativo faz sentido com os resultados econômicos que a empresa vai apresentar (PÓVOA, 2019). O pressuposto de que o preço não necessariamente é o valor da companhia é outro tema interessante. Quanto mais eficiente é o mercado, maior a chance de que um ativo seja bem precificado, isto é, o preço de mercado está próximo do valor. Entretanto, na prática, muitas vezes observa-se situações em que a mudança do preço de uma ação não apresenta fundamento e uma mudança no racional de perfil de risco do investidor exacerba uma aversão a risco no curto prazo, projetando-a para a perpetuidade.

A maneira mais comum de estimar o valor da companhia é estimar o quanto que a empresa vai gerar de caixa como fruto de suas atividades econômicas e trazê-los a valor presente por meio de uma taxa de desconto que represente o custo de oportunidade requerido pelo investidor. Este modelo é conhecido como fluxo de caixa descontado (PÓVOA, 2019). Esse processo envolve diversas etapas. Primeiro, estimando o fluxo de caixa livre da empresa, isto é, o dinheiro que de fato receberá após contabilizar todas suas receitas e desembolsos de caixa, tanto custos de aquisição de matéria prima e pessoal quanto gasto com aquisição de maquinário e aquisição de outras empresas. Segundo, traz-se a valor presente o valor desses fluxos do futuro. Entre um dos pontos a se considerar é a taxa livre de risco, representada por um título público, que carrega nele expectativas de inflação e rendimento real.

Além do modelo de fluxo de caixa descontado, existem outras maneiras de analisar o valor de um ativo. Apesar de se falar muito de fluxo de caixa

descontado, principalmente para ativos financeiros como ações, na maior parte das vezes a maneira com que ativos são valorados é baseado em como outros ativos similares são valorados por outros (pelo mercado). Esse modelo é comumente chamado de Valuation por múltiplo, ou *Relative Valuation*. Sob esse modelo, o valor de um ativo não está no valor presente dos fluxos de caixa futuros, mas sim comparando o lucro ou geração de caixa da companhia e o preço da companhia, o valor de mercado. Por exemplo, se duas empresas idênticas geram o mesmo lucro, mas um vale R\$ 100 e a outra R\$ 50, pode-se dizer que há alguma discrepância na maneira com que essas companhias estão sendo avaliadas. O grande benefício desse modelo é que é bem mais simples e oferece uma análise rápida sobre se uma empresa está “cara” ou “barata”. Entretanto, o maior problema desse modelo é que se baseia no valor de outros ativos similares. Portanto, se os preços de todos os ativos estão completamente descolados com a realidade, utilizando um Valuation por múltiplo o resultado que se chegará é também um descolamento com a realidade (DAMODARAN, 2012). O Valuation busca ser uma ferramenta para nortear o investidor em sua decisão de investimento. Apesar disso, por depender de estimativas a respeito do futuro, é uma ferramenta intrinsecamente subjetiva. O modelo somente é tão bom quanto as premissas que forem utilizadas.

2.2. Fluxo de caixa para firma

O método que se utiliza para valorar o Assaí Atacadista será o fluxo de caixa livre para a firma. Este método, também conhecido como fluxo de caixa livre desalavancado, nos permite calcular o excesso operacional de caixa pertencente aos credores e acionistas (proprietários de capital), sendo calculado a partir do resultado operacional líquido de IR (PÓVOA, 2019).

Para se chegar ao fluxo de caixa livre para a firma, primeiramente estima-se um EBIT (Lucro antes dos juros e imposto de renda). Após estimar o EBIT, calcula-se o NOPAT, que é o EBIT menos a alíquota de imposto de renda vigente para a empresa, calculada como percentual do EBIT. Soma-se a depreciação, uma vez que não tem efeito caixa. Reduz-se o investimento, tanto em capital de giro quanto em CAPEX. (DAMODARAN, 2019)

$$\begin{aligned}
 &(-) \text{ EBIT} \\
 &\text{NOPAT} = \text{EBIT} * (1 - T) \\
 &\text{NCG} \\
 &(+)\text{ Depreciação} \\
 &(-)\text{ Gastos de Capital} \\
 &(-)\text{ Variação NCG} \\
 &\underline{\underline{\text{FCFF (Free Cash Flow to Firm)}}}
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

O valor da firma é a soma dos fluxos de caixa livre para a firma em todos os anos do horizonte de projeção trazidos a valor presente pelo WACC escolhido.

$$Valor\ da\ firma = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCt}{(1 + WACC)^t} \quad (2)$$

2.3. Taxa de desconto

Após estimar o fluxo de caixa livre para a firma, é necessário trazer esse fluxo a valor presente. Para isso utiliza-se o custo médio ponderado de capital (WACC, *Weighted Average Cost of Capital*). O WACC nos permite calcular o retorno esperado que os credores e acionistas esperam receber ao financiar a companhia (PÓVOA, 2012). É uma medida ponderada a participação de dívida e *equity* na estrutura de capital da companhia, multiplicado pelos seus respectivos custos.

Aqui é importante notar que o custo de dívida na teoria deve ser menor ao custo de *equity*, uma vez que a empresa tem a obrigação de pagar o credor antes dos acionistas, além do fato da dívida onerosa ter prazo menor do retorno do seu investimento do que o sócio. Portanto, o menor risco associado aos credores garantem que o retorno exigido pelos mesmos seja menor (DAMODARAN, 2012). O custo da dívida deve ser estimado levando em consideração o benefício fiscal dela. Lembrando que as despesas financeiras vêm antes do pagamento de imposto e, portanto, reduzem a tributação. Logo, para calcular o custo efetivo da dívida, multiplica-se o custo por um menos a alíquota da empresa, buscando considerar o benefício fiscal no cálculo.

Enquanto o custo da dívida é um cálculo objetivo, uma vez que se tenha o custo de captação da empresa no mercado de crédito privado, o custo de capital próprio é mais difícil de ser mensurado. Uma forma de encontrá-lo é através do modelo de crescimento de dividendos, onde se encontra o retorno exigido pelo investidor para empresas pagadoras de dividendos. Entretanto, muitas empresas não pagam dividendos consideráveis e consistentes. O fator mais comum por trás da não distribuição dos lucros é o foco no reinvestimento deles, focando no crescimento, com a promessa de pagar mais seus investidores no futuro. Como maneira alternativa (e a mais comum) de se medir o retorno exigido pelo acionista, usa-se o *capital asset pricing model* (CAPM). Este modelo leva em consideração para o custo do acionista a taxa livre de risco, somado com o Beta multiplicado pelo prêmio de risco de mercado que o

acionista necessita para investir nesse ativo de risco. Enquanto a taxa livre de risco e o prêmio de risco de mercado são os mesmos para todos os ativos, o Beta muda para cada empresa. A função do Beta é medir o quão arriscado é o investimento em comparação a uma cesta de ativos, que geralmente representa o mercado como um todo.

$$\text{Custo de capital próprio} = \text{Taxa livre de risco} + \beta * \text{Prêmio de risco do mercado} \quad (3)$$

Uma vez encontrados o custo da dívida (K_d) líquido de imposto e custo do equity (K_e), deve ponderá-los pela participação do capital próprio e dívida na estrutura de capital da empresa. O capital próprio utilizado será o valor de mercado total da cia, isto é, quantidade de ações vezes preço individual, enquanto o capital de terceiros será o valor contábil das emissões de dívida. Por fim, chega-se a taxa de desconto que se utiliza linearmente para todo o horizonte de projeção.

$$WACC = \frac{\text{Valor de mercado}}{\text{Valor contábil da dívida} + \text{Valor de mercado}} * \text{Custo de capital próprio} + \frac{\text{Valor contábil da dívida}}{\text{Valor contábil da dívida} + \text{Valor de mercado}} * \text{Custo da dívida} * (1 - \text{alíquota de IR}) \quad (4)$$

2.4. Mercado de atuação

O Assaí é um varejista alimentar que atua no formato de *Cash & Carry*, também conhecido como atacado de autosserviço ou Atacarejo (RUBENS, 2022).

O formato de atacado de autosserviço conhecido hoje vem da década de 60. No entanto, tal formato já existia conceitualmente desde a década de 30. No censo de negócios de 1948 dos Estados Unidos, o atacado de autosserviço (*cash and carry wholesaler*) era definido como: “estabelecimentos que oferecem apenas uma linha limitada de produtos, principalmente produtos básicos e de giro rápido, e geralmente não oferecem crédito aos clientes ou fazem entregas.” (RUBENS, 2022).

Atacarejo é um ramo de comércio que congrega vendas tanto para pequenas empresas/revendedores, como para clientes Pessoa Física. Uma loja deste segmento não necessita de muitos investimentos em infraestrutura como um supermercado, seu layout é mais simples, com a colocação de caixas na prateleira, por exemplo. O diferencial para os consumidores é o preço. O

princípio do Cash & Carry ou atacarejo é que seja o próprio cliente a escolher o produto diretamente nas prateleiras, comprando-o e levando-o evitando assim os custos com vendedores, transportes e embalagens, por exemplo. O mix de produtos é geralmente menor do que em um supermercado tradicional e o diferencial é a venda em grandes quantidades. Essa característica é encontrada justamente porque os atacarejos trabalham com margens menores, oferecendo preços muito mais competitivos aos seus clientes, ou seja, a aposta é em um sistema onde o preço seja menor (margem baixas) e as vendas em maiores quantidades. Atacarejo é a resposta para economizar com itens de uso diário, como produtos de limpeza, papel higiênico, ou itens básicos, como carne, frios e perecíveis. Destoa dos formatos de supermercado e o hipermercado, onde o cliente encontra maior sortimento como pratos prontos e produtos semipreparados. (BUSATTO, 2014)

Dentro dos canais de venda de alimentos brasileiros, o atacado de autoatendimento é o maior canal e o de maior penetração nos lares, chegando a 63% em 2020. São mais de 860 lojas desse formato no país, com faturamento anual superior a R\$ 130 bilhões (ACATS, 2021). Atualmente, o Assaí é o segundo maior player do mercado, com 29% de market share em 2020 (ASSAÍ, 2021).

O setor atacadista de autosserviço vem ganhando força nos últimos anos no Brasil, apresentando crescimento ano após ano. Esse desenvolvimento se deu por meio de importantes investimentos feitos pelas redes existentes, bem como pela transformação de Supermercados e Hipermercados em lojas Atacarejos. (BAIN & COMPANY, 2021) O setor varejista de alimentos brasileiro representou aproximadamente 7,5% do PIB brasileiro em 2020 e uma receita bruta de aproximadamente R\$ 554 bilhões em comparação com aproximadamente R\$ 378 bilhões em 2019 (ABRAS, 2021). A população total do Brasil era de aproximadamente 212 milhões em julho de 2020, representando um crescimento de 0,77% desde julho de 2019 e mais de 84% da população vive em áreas urbanas (IBGE, 2021).

Como a população urbana vem crescendo a uma taxa maior do que a população como um todo, os negócios da Companhia estão bem-posicionados para se beneficiar do crescimento urbano do Brasil e das economias de escala relacionadas ao crescimento urbano. (XP INVESTIMENTOS, 2022).

2.5. Análise comparativa

O principal competidor do Assaí no segmento de atacado de autosserviço é o Atacadão, marca controlada pelo grupo Carrefour Brasil. Com R\$ 53,595 bilhões de receita líquida em 2021, o grupo é o líder de Marketshare no segmento (ATACADÃO, 2021).

Apesar de ainda ser líder, o grupo tem perdido espaço para o Assaí devido a suas altas taxas de crescimento, como demonstrado nas tabelas abaixo.

Tabela 1 – Dados financeiros consolidados Assaí e Atacadão.

| ASSAÍ CONSOLIDADO | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|-------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Receita Líquida - R\$ milhões | 22.899 | 27.806 | 35.950 | 41.898 |
| Lucro Bruto | 4.165 | 4.578 | 5.907 | 7.145 |
| Margem bruta | 18,2% | 16,5% | 16,4% | 17,1% |
| EBITDA | 1.984 | 1.936 | 2.457 | 3.266 |
| Margem EBITDA | 8,7% | 7,0% | 6,8% | 7,8% |
| | | | | |
| ATACADÃO CONSOLIDADO | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
| Receita Líquida - R\$ milhões | 34.169 | 38.220 | 47.058 | 53.595 |
| Lucro Bruto | 5.391 | 5.895 | 7.040 | 8.137 |
| Margem bruta | 15,8% | 15,4% | 15,0% | 15,2% |
| EBITDA | 2.596 | 2.804 | 3.605 | 3.925 |
| Margem EBITDA | 7,6% | 7,3% | 7,7% | 7,3% |

Abaixo encontra-se uma análise comparativa vertical e horizontal do desempenho do Atacadão e Assaí. A análise horizontal e vertical é importante para comparar o desempenho operacional e financeiro de empresas distintas e entender suas diferenças (PÓVOA, 2012).

Ambas as análises demonstram que desde 2018 o Assaí tem performado melhor financeiramente, tanto em lucratividade (análise vertical) quanto no crescimento (análise horizontal).

A margem bruta e EBITDA média do Assaí de 2021 a 2018 foi de 17,0% e 7,6% respectivamente, enquanto o Atacadão teve margens médias de 15,2% e 7,4%.

Tabela 2 – Análise vertical Assaí e Atacadão.

| Comparação Assaí vs Atacadão análise vertical | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | Média |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| Assaí | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | Média |
| Margem bruta | 18,2% | 16,5% | 16,4% | 17,1% | 17,0% |
| Margem EBITDA | 8,7% | 7,0% | 6,8% | 7,8% | 7,6% |
| Atacadão | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | Média |
| Margem bruta | 15,8% | 15,4% | 15,0% | 15,2% | 15,2% |
| Margem EBITDA | 7,6% | 7,3% | 7,7% | 7,3% | 7,4% |

Além do desempenho superior em margens, o Assaí também conseguiu crescer a taxas mais aceleradas que seu principal competidor, apresentando uma taxa de crescimento anual composta de 22% na receita líquida e 18% no EBITDA, enquanto o Atacadão cresceu 16% e 15%.

Tabela 3 – Análise horizontal Assaí e Atacadão.

| Comparação Assaí vs Atacadão análise horizontal | | 2019 | 2020 | 2021 | Cresc. Anual |
|---|--|------|------|------|--------------|
| Assaí | | 2019 | 2020 | 2021 | Cresc. Anual |
| Receita Líquida | | 21% | 29% | 17% | 22% |
| Lucro Bruto | | 10% | 29% | 21% | 20% |
| EBITDA | | -2% | 27% | 33% | 18% |
| Atacadão | | 2019 | 2020 | 2021 | Cresc. Anual |
| Receita Líquida | | 12% | 23% | 14% | 16% |
| Lucro Bruto | | 9% | 19% | 16% | 15% |
| EBITDA | | 8% | 29% | 9% | 15% |

Parte do motivo pelo qual o Assaí tem apresentado desempenho superior é o seu posicionamento no mercado. Enquanto o Atacadão tem um posicionamento voltado mais ao consumidor B2B, ou seja, pequenos vendedores e comerciantes (ATACADÃO, 2021), o Assaí foca mais no segmento de pessoa física, apesar de também vender para comerciantes. Isso faz com que tenha margens mais altas uma vez que a média do mix de produtos que o cliente pessoa física consome tem um valor mais alto do que o cliente pessoa jurídica. Transformadores muitas vezes conseguem barganhar desconto por comprarem em quantidades maiores.

Além disso, o canal de atacado de autosserviço tem ganhado cada vez mais participação na cesta de consumo de alimentos dos brasileiros. Em 2011 apenas 23% das vendas totais de alimentos no Brasil vinham do formato, enquanto em 2018 já representavam 35% (ASSAÍ, 2021). O Assaí pode se beneficiar desse crescimento expressivo mais do que seu concorrente, uma vez que já tinha foco maior a clientes pessoa física. Isso, somado a uma boa gestão operacional, possibilitou os fortes crescimentos de receitas observados.

3. Metodologia

O atual capítulo tem por objetivo descrever a coleta e tratamento dos dados, além de demonstrar como os dados foram utilizados na elaboração do modelo proprietário que tem como objetivo precificar a empresa Sendas Distribuidora S.A. (“Assaí atacadista”).

3.1. Tipo de pesquisa

O presente artigo utiliza uma pesquisa exploratória para desenvolver maior familiaridade na compreensão do Valuation aplicado a uma empresa atacadista que atua no segmento de “*Cash and Carry*” brasileiro, também conhecido como atacarejo (BATISTA, 2013)

A pesquisa documental é utilizada para extrair os dados mais importantes para a análise financeira, como documentos da empresa disponibilizados em seu site de relação com investidores e entregues a CMV. Utiliza-se também dados de projeções macroeconômicas de mercado disponibilizados pelo Banco Central do Brasil e outras instituições.

No processo de análise observaram-se indicadores para a análise do balanço patrimonial e demonstrativo de resultado do exercício. O estudo de indicadores combinados com as análises horizontal, vertical e informações da indústria, são de grande utilidade para entender a administração financeira da companhia (PÓVOA, 2012).

3.2. Amostra e coleta de dados

A coleta dos dados se dá principalmente por pesquisa documental de fontes secundárias, disponíveis publicamente.

A análise utiliza dados trimestrais e anuais da empresa. Para simplificação, as projeções de longo prazo são feitas utilizando somente períodos anuais.

Os dados financeiros relevantes para a análise microeconômica proposta estão disponíveis no website para investidores do Assaí (<https://ri.assai.com.br/>). Dentro do endereço eletrônico, há uma série de relatórios relevantes para a análise, como:

- Relatórios auditados de informações trimestrais (ITRs)
- Release de resultados
- Demonstrações financeiras anualizadas auditados (DFP)
- Teleconferência de resultados e transcrição
- Comunicados ao mercado
- Fatos relevantes
- Apresentações institucionais
- Formulário de referência anual

Outra parte importante da análise são os dados e projeções macroeconômicas que serão utilizados em nossas premissas. Para isso, utilizam-se projeções como: IPCA, PIB, SELIC e dólar. A principal fonte para coleta desses dados é o endereço eletrônico do Banco Central do Brasil (<https://www.bcb.gov.br/?bc=>) e o boletim FOCUS mais recente.

3.3. Variáveis e tratamento dos dados

A pesquisa trará a análise de dados e indicadores financeiros históricos da empresa de 2018 a 2021, e projeção do ano de 2022 até 2032.

Para uma análise completa de Valuation são necessárias algumas variáveis importantes que representam características operacionais da companhia. Essas variáveis são importantes porque representam decisões da administração financeira da empresa e características do setor onde atua.

A primeira variável que se observa diz respeito a necessidade de capital de giro da companhia, expressa na figura abaixo.

$$\text{Necessidade de capital de giro} = \text{ativo cíclico} - \text{passivo cíclico}$$

Onde:

$$\text{Ativo cíclico} = \text{Ativo circulante} - \text{caixa e equivalentes} \quad (5)$$

$$\text{Passivo cíclico} = \text{Passivo circulante} - \text{empréstimos de curto prazo}$$

Observa-se aqui a variação da necessidade de capital de giro ano contra ano, para determinar o nível histórico de necessidade de capital de giro dividido pela receita líquida.

Tabela 4 – Indicadores de giro Assaí.

| Capital de Giro (R\$ milhões) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|---|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Ativos cíclicos | 1.985 | 2.406 | 3.069 | 3.955 | 4.704 |
| Contas a receber de clientes | 230 | 171 | 304 | 216 | 324 |
| Crescimento YoY (%) | | -26% | 78% | -29% | 50% |
| % do Ativo Circulante | 7% | 4% | 5% | 3% | 4% |
| Estoques | 1.755 | 2.235 | 2.765 | 3.739 | 4.380 |
| Crescimento YoY (%) | | 27% | 24% | 35% | 17% |
| % do Ativo Circulante | 57% | 53% | 48% | 45% | 50% |
| Passivos Cíclicos | 2.968 | 3.853 | 4.841 | 5.429 | 6.367 |
| Fornecedores | 2.770 | 3.607 | 4.562 | 5.058 | 5.942 |
| Crescimento YoY (%) | | 30% | 26% | 11% | 17% |
| % do Passivo Circulante | 82% | 70% | 68% | 58% | 69% |
| Salário e Encargos Sociais | 198 | 246 | 279 | 371 | 425 |
| Crescimento YoY (%) | | 24% | 13% | 33% | 15% |
| % do Passivo Circulante | 5,9% | 4,8% | 4,2% | 4,3% | 4,9% |
| Necessidade de Capital de Giro | (983) | (1.447) | (1.772) | (1.474) | (1.663) |
| % da Receita Líquida | | -6,3% | -6,4% | -4,1% | -4,0% |
| Δ Necessidade de Capital de Giro | | (464) | (325) | 298 | (189) |

A segunda variável é o lucro operacional depois dos impostos. Para chegar ao NOPAT (lucro operacional após os tributos) parte-se do EBIT (lucro operacional), que por sua vez é consequência do confronto de todas as receitas com todas as despesas operacionais da companhia.

$$\text{Lucro operacional depois dos impostos (NOPAT)} = \text{EBIT} * (1 - T)$$

$$T = \frac{\text{imposto pago}}{\text{EBIT (ou LAJIR)}} \quad (6)$$

Além disso, no cálculo de fluxo de caixa livre para a firma, a depreciação tem impacto positivo no fluxo, uma vez que se retira no demonstrativo de resultado, mas não há efeito caixa.

Por último, reduz-se o CAPEX e concluem-se todos os dados para calcular o fluxo de caixa livre projetado para a firma.

Tabela 5 – Principais números financeiros Assaí.

| ASSAÍ (R\$ milhões) - Pós IFRS 16 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Receita Bruta de Vendas | 24.923 | 30.387 | 39.370 | 45.585 |
| Receita Líquida de Vendas | 22.899 | 27.806 | 35.950 | 41.898 |
| Custo das Mercadorias Vendidas | (18.706) | (23.204) | (30.009) | (34.704) |
| Depreciação (Logística) | (28) | (24) | (34) | (49) |
| Lucro Bruto | 4.165 | 4.578 | 5.907 | 7.145 |
| Despesas com Vendas | (1.899) | (2.265) | (2.804) | (3.334) |
| Despesas Gerais e Administrativas | (307) | (390) | (441) | (588) |
| Desp. com Vendas, Gerais e Adm. | (2.207) | (2.655) | (3.245) | (3.922) |
| Resultado da Equivalência Patrimonial | - | - | - | 47 |
| Outras Despesas e Receitas Operacionais | (3) | (11) | (239) | (53) |
| Depreciação e Amortização | (310) | (386) | (493) | (638) |
| EBIT | 1.646 | 1.526 | 1.930 | 2.579 |
| Margem EBIT | 7% | 5% | 5% | 6% |
| Lucro operacional depois dos impostos (NOPAT) | 1.141 | 1.137 | 1.617 | 2.340 |
| Resultado Financeiro Líquido | (7) | (335) | (615) | (730) |
| EBT | 1.639 | 1.191 | 1.315 | 1.849 |
| Imposto | (540) | (389) | (313) | (239) |
| Alíquota de imposto sobre EBT | 33% | 33% | 24% | 13% |
| Alíquota de imposto sobre EBIT | 33% | 25% | 16% | 9% |
| Lucro (Prejuízo) dos Acionistas Controladores - op. em continuidade | 1.099 | 802 | 1.002 | 1.610 |
| Lucro (Prejuízo) dos Acionistas Controladores - Total | 1.099 | 760 | 1.002 | 1.610 |
| EBITDA ⁽¹⁾ | 1.984 | 1.936 | 2.457 | 3.266 |
| Margem EBITDA | 9% | 7% | 7% | 8% |
| Margem EBITDA - margem EBIT | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,6% |
| Depreciação total | (338) | (410) | (527) | (687) |
| Depreciação total/receita líquida | -1,5% | -1,5% | -1,5% | -1,6% |
| CAPEX | - | 1.298 | 1.290 | 2.400 |
| Depreciação total/receita líquida | - | 4,7% | 3,6% | 5,7% |

Após projetar os fluxos, utiliza-se a taxa de desconto para encontrar o valor presente.

Para o Valuation de fluxo de caixa descontado para a firma, deve-se considerar o fluxo de caixa tanto para o acionista quanto para o credor, uma vez que se olha como a firma como um todo. Portanto, assim como no momento de calcular os fluxos de caixa utiliza-se EBIT (considerando tanto o os pagamentos que deve ao credor, representado pelo “I”, quanto ao lucro líquido final que pertence ao acionista), aqui utiliza-se tanto o custo de capital próprio quanto de terceiros (PÓVOA, 2012).

Como taxa livre de risco, é utilizado a taxa Selic anual esperada pelo mercado divulgado no relatório Focus do dia 29/04/2022.

Para cálculo do Beta, encontra-se o beta desalavancado da indústria de varejo alimentar brasileira e realavanca-se para a estrutura de capital do Assaí.

Por último, para o prêmio de risco do mercado, o retorno médio do Ibovespa é confrontado com o retorno médio do ativo livre de risco (aqui utiliza-se a Selic), e a diferença obtida corresponde ao prêmio de risco de mercado.

$$\text{Prêmio de risco do mercado} = \text{Retorno anual de mercado} - \text{Retorno livre de risco} \quad (7)$$

Utiliza-se para prêmio de risco do mercado o histórico de 5 anos, considerando um cenário mais favorável para bolsa de valores com inflação controlada no longo prazo.

4. Análise dos resultados

Neste capítulo serão abordadas as premissas utilizadas para projetar os valores das linhas da Demonstração de Resultados do Exercício e do Balanço Patrimonial. Em seguida, a taxa de desconto a ser utilizada para chegar ao valor justo. Por fim, o valor presente justo da firma considerando nossas premissas.

4.1. Premissas

4.1.1. Receita bruta

O faturamento do Assaí é composto basicamente pela receita bruta média de uma loja madura, curva de maturação das lojas e número de lojas que abre. Encontrando essas 3 variáveis, é possível projetar a receita bruta da empresa para o futuro.

Tabela 6 – Projeção abertura da receita bruta Assaí.

| ASSAÍ CONSOLIDADO | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Inflação anual | 3,75% | 4,31% | 4,52% | 10,06% | 7,89% | 4,10% | 3,20% | 3,00% | 3,00% | 3,00% |
| Crescimento da receita nas lojas maduras | 3,00% | 3,00% | 3,00% | 3,00% | 3,00% | 3,00% | 3,00% | 3,00% | 3,00% | 3,00% |
| Receita Bruta de Vendas por loja madura (estimado) - R\$ milhões | 227 | 236 | 243 | 250 | 258 | 265 | 273 | 281 | 290 | 299 |
| Receita Bruta de Vendas por loja média - R\$ milhões | 173 | 183 | 214 | 215 | 226 | 235 | 252 | 265 | 279 | 290 |
| Receita Bruta de Vendas - R\$ milhões | 24.923 | 30.387 | 39.370 | 45.585 | 59.100 | 71.070 | 81.159 | 89.330 | 93.980 | 97.669 |
| Número de lojas total | 144 | 166 | 184 | 212 | 262 | 302 | 322 | 337 | 337 | 337 |
| Aberturas | 18 | 22 | 18 | 28 | 50 | 40 | 20 | 15 | - | - |
| Curva de maturação 1 ano (60% de uma loja madura) | 18 | 22 | 18 | 28 | 50 | 40 | 20 | 15 | - | - |
| % Das lojas totais maturando há 1 ano | 13% | 13% | 10% | 13% | 19% | 13% | 6% | 4% | 0% | 0% |
| Curva de maturação 2 anos (80% de uma loja madura) | 19 | 18 | 22 | 18 | 28 | 50 | 40 | 20 | 15 | - |
| % Das lojas totais maturando há 2 anos | 13% | 11% | 12% | 8% | 11% | 17% | 12% | 6% | 4% | 0% |
| Curva de maturação 3 anos ou mais (lojas maduras) | 107 | 126 | 144 | 166 | 184 | 212 | 262 | 302 | 322 | 337 |
| % Das lojas totais maturando há 3 anos | 74% | 76% | 78% | 78% | 70% | 70% | 81% | 90% | 96% | 100% |

4.1.1.1. Receita bruta por loja madura

Dividindo a receita bruta anual total da companhia pelo número de lojas que fechou o quarto trimestre de cada ano, chega-se à receita bruta de vendas por loja média.

Caso o parque de loja inteiro do Assaí fosse maduro, pode-se estimar que o faturamento bruto de uma loja madura é igual a receita bruta de vendas por loja média. Entretanto, devido ao seu acelerado plano de expansão, muitas lojas que o Assaí opera atualmente não trabalham em sua capacidade máxima de vendas. Portanto conclui-se que a receita de uma loja madura é maior do que a receita bruta de vendas por loja média. A empresa divulga por meio de seu

departamento de relações com investidores que o faturamento bruto por loja madura gira em torno de R\$ 250 milhões por ano, portanto esta é a estimativa que se utiliza.

Por fim, estima-se o crescimento anual das vendas brutas de uma loja madura. Estima-se um crescimento anual de 3% nas vendas das lojas maduras, em linha com a meta de inflação de longo prazo de 3% divulgada pelo banco central no último boletim FOCUS de 29 de abril de 2022.

Tabela 7 – Projeção receita por loja madura Assaí.

| ASSAÍ CONSOLIDADO | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e |
|--|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Inflação anual | 3,75% | 4,31% | 4,52% | 10,06% | 7,89% | 4,10% | 3,20% | 3,00% | 3,00% | 3,00% |
| Crescimento da receita nas lojas maduras | 3,00% | 3,00% | 3,00% | 3,00% | 3,00% | 3,00% | 3,00% | 3,00% | 3,00% | 3,00% |
| Receita Bruta de Vendas por loja madura (estimado) - R\$ milhões | 227 | 236 | 243 | 250 | 258 | 265 | 273 | 281 | 290 | 299 |

4.1.1.2. Número de lojas

A empresa divulgou no seu formulário de referência de 2021 seu plano de expansão de lojas para os anos de 2022 e 2023. Em 2022 serão cerca de 50 lojas, sendo 40 lojas provenientes da conversão de Extra Hiper em Assaí e 10 lojas orgânicas. Em 2023 serão cerca de 40 lojas, sendo 30 lojas provenientes da conversão de Extra Hiper em Assaí e 10 lojas orgânicas.

No modelo utiliza-se as estimativas da companhia para 2022 e 2023 e que em 2024 e 2025 abrirá mais 20 e 15 novas lojas respectivamente, reduzindo o ritmo de abertura após acelerar em 2022 e 2023.

Tabela 8 – Projeção parque de lojas Assaí.

| ASSAÍ CONSOLIDADO | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e |
|-----------------------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Número de lojas total | 144 | 166 | 184 | 212 | 262 | 302 | 322 | 337 | 337 | 337 |
| Aberturas | 18 | 22 | 18 | 28 | 50 | 40 | 20 | 15 | - | - |

4.1.1.2. Curva de maturação das lojas

A curva de maturação das lojas é uma estimativa da quantidade de tempo que uma loja inaugurada demora para atingir o nível de faturamento de uma loja madura. Estima também o quanto que esta loja fatura até atingir a maturidade.

A empresa divulga por meio de seu departamento de relações com investidores que espera a maturação completas de suas lojas no terceiro ano, melhorando sequencialmente no ano 1 e 2 até maturar. Considera-se o faturamento anual de uma loja inaugurada dentro de um ano representando 60% do faturamento que esta loja terá quando atingir a maturidade. Para uma loja

inaugurada até 2 anos 80% e do terceiro ano em diante a loja madura e fatura 100% da sua capacidade.

Tabela 9 – Projeção curva de maturação das lojas Assaí.

| ASSAÍ CONSOLIDADO | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e |
|--|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Número de lojas total | 144 | 166 | 184 | 212 | 262 | 302 | 322 | 337 | 337 | 337 |
| Aberturas | 18 | 22 | 18 | 28 | 50 | 40 | 20 | 15 | - | - |
| Curva de maturação 1 ano (60% de uma loja madura) | 18 | 22 | 18 | 28 | 50 | 40 | 20 | 15 | - | - |
| % Das lojas totais maturando há 1 ano | 13% | 13% | 10% | 13% | 19% | 13% | 6% | 4% | 0% | 0% |
| Curva de maturação 2 anos (80% de uma loja madura) | 19 | 18 | 22 | 18 | 28 | 50 | 40 | 20 | 15 | - |
| % Das lojas totais maturando há 2 anos | 13% | 11% | 12% | 8% | 11% | 17% | 12% | 6% | 4% | 0% |
| Curva de maturação 3 anos ou mais (lojas maduras) | 107 | 126 | 144 | 166 | 184 | 212 | 262 | 302 | 322 | 337 |
| % Das lojas totais maturando há 3 anos | 74% | 76% | 78% | 78% | 70% | 70% | 81% | 90% | 96% | 100% |

4.1.2. Receita líquida

Depois de estimar a receita bruta, reduz-se impostos e deduções que incidem diretamente na receita bruta para chegar à receita líquida. A média histórica do percentual da receita líquida dividido pela receita bruta desde o ano de 2018 até 2021 é 91,65%. A receita bruta projetada será multiplicada por esse percentual para projetar a receita líquida futura.

Tabela 10 – Receita líquida Assaí.

| ASSAÍ CONSOLIDADO | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e |
|---------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Receita Bruta de Vendas - R\$ milhões | 24.923 | 30.387 | 39.370 | 45.585 | 59.100 | 71.070 | 81.159 | 89.330 | 93.980 | 97.669 |
| Receita Líquida - R\$ milhões | 22.899 | 27.806 | 35.950 | 41.898 | 54.167 | 65.137 | 74.384 | 81.874 | 86.135 | 89.516 |
| % Receita líquida / receita bruta | 91,88% | 91,51% | 91,31% | 91,91% | 91,65% | 91,65% | 91,65% | 91,65% | 91,65% | 91,65% |

4.1.3. EBIT

Para estimar o EBIT (lucro operacional) da firma, é analisado a estrutura de margens histórica da companhia e estimado a margem futura com base na margem EBIT média desde 2018. Trabalha-se com uma margem EBIT estável de 6% durante todo o horizonte de projeção.

Tabela 11 – Margem EBIT Assaí.

| ASSAÍ CONSOLIDADO | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | Média |
|-------------------|------|------|------|------|-------|
| Margem EBIT | 7,2% | 5,5% | 5,4% | 6,2% | 6,0% |

Multiplicando a receita líquida pela margem EBIT, chega-se ao EBIT anual projetado ano a ano.

Tabela 12 – EBIT Assaí.

| ASSAÍ CONSOLIDADO | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e |
|---------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| Receita Bruta de Vendas - R\$ milhões | 24.923 | 30.387 | 39.370 | 45.585 | 59.100 | 71.760 | 82.742 | 91.958 | 97.683 | 102.503 |
| Receita Líquida - R\$ milhões | 22.899 | 27.806 | 35.950 | 41.898 | 54.167 | 65.770 | 75.835 | 84.281 | 89.529 | 93.947 |
| % Receita líquida / receita bruta | 91,88% | 91,51% | 91,31% | 91,91% | 91,65% | 91,65% | 91,65% | 91,65% | 91,65% | 91,65% |
| EBIT | 1.646 | 1.526 | 1.930 | 2.579 | 3.267 | 3.929 | 4.486 | 4.938 | 5.195 | 5.399 |
| Margem EBIT | 7,2% | 5,5% | 5,4% | 6,2% | 6,0% | 6,0% | 5,9% | 5,9% | 5,8% | 5,7% |

4.1.4. NOPAT

A linha do NOPAT (lucro operacional líquido depois dos impostos) é calculada multiplicando o EBIT por um menos a alíquota de imposto paga como percentual do EBIT.

Para a projeção considera-se 34%, resultado de 25% de imposto sobre o lucro corporativo e 9% de contribuição social (PÓVOA, 2019). Não é correto considerar a alíquota média paga historicamente uma vez que ela é mais baixa devido a benefícios fiscais (ASSAI, 2021).

Utilizando uma alíquota de imposto de 34% sobre o EBIT, chega-se ao NOPAT projetado ano a ano.

Tabela 13 – NOPAT Assaí.

| ASSAÍ CONSOLIDADO | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e |
|---------------------------------------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Receita Bruta de Vendas - R\$ milhões | 24.923 | 30.387 | 39.370 | 45.585 | 59.100 | 71.760 | 82.742 | 91.958 | 97.683 | 102.503 |
| Receita Líquida - R\$ milhões | 22.899 | 27.806 | 35.950 | 41.898 | 54.167 | 65.770 | 75.835 | 84.281 | 89.529 | 93.947 |
| % Receita líquida / receita bruta | 91,9% | 91,5% | 91,3% | 91,9% | 91,7% | 91,7% | 91,7% | 91,7% | 91,7% | 91,7% |
| EBIT | 1.646 | 1.526 | 1.930 | 2.579 | 3.267 | 3.929 | 4.486 | 4.938 | 5.195 | 5.399 |
| Margem EBIT | 7,2% | 5,5% | 5,4% | 6,2% | 6,0% | 6,0% | 5,9% | 5,9% | 5,8% | 5,7% |
| Imposto | (540) | (389) | (313) | (239) | (1.111) | (1.336) | (1.525) | (1.679) | (1.766) | (1.836) |
| Alíquota de imposto sobre o EBIT | -33% | -25% | -16% | -9% | -34% | -34% | -34% | -34% | -34% | -34% |
| NOPAT | 1.106 | 1.137 | 1.617 | 2.340 | 2.156 | 2.593 | 2.961 | 3.259 | 3.429 | 3.563 |

4.1.5. Imobilizado, CAPEX e depreciação

Em sua apresentação institucional de 2021, o Assaí divulga guidance de gasto de CAPEX por abertura de nova loja e capex de manutenção (Assaí, 2021). Projeta-se em linha com as estimativas divulgadas pela empresa um CAPEX de R\$ 65 milhões por nova loja aberta e R\$ 2 milhões por ano de manutenção. Para gastos com infraestrutura, utiliza-se a média do quanto essa linha representa do gasto com reformas e manutenções.

Multiplicando o gasto por loja pelas aberturas de lojas e parque de lojas atual, chega-se a nossa expectativa de gasto com investimentos da empresa.

Não se considera nenhum valor de venda de ativos, pois não está nos planos da empresa atualmente.

Tabela 14 – CAPEX Assaí.

| ASSAÍ CONSOLIDADO | 2019 | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e |
|---------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Novas Lojas e Aquisições de Terrenos | 1.079 | 1.027 | 2.107 | 3.250 | 2.704 | 1.352 | 1.014 | - | - |
| Reformas e Manutenções | 133 | 166 | 243 | 524 | 628 | 670 | 701 | 701 | 701 |
| Infraestrutura e Outros | 86 | 97 | 101 | 288 | 345 | 368 | 385 | 385 | 385 |
| Infraestrutura e Outros/Reforma | 65% | 58% | 42% | 55% | 55% | 55% | 55% | 55% | 55% |
| Investimentos Operação Assaí - Bruto | 1.298 | 1.290 | 2.451 | 4.062 | 3.677 | 2.389 | 2.100 | 1.086 | 1.086 |
| Venda de ativos | (363) | (618) | (212) | - | - | - | - | - | - |
| Investimento Operação Assaí - Líquido | 936 | 672 | 2.239 | 4.062 | 3.677 | 2.389 | 2.100 | 1.086 | 1.086 |

Como consequência da abertura de lojas e investimentos em ativos físicos, a conta de imobilizado da empresa cresce. Para projetar o imobilizado da empresa soma-se o CAPEX ao valor do imobilizado nos ativos e reduz-se a depreciação, que é calculada por meio da média histórica de sua representatividade no ativo fixo.

Tabela 15 – Imobilizado, CAPEX e depreciação Assaí.

| ASSAÍ CONSOLIDADO | 2019 | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e |
|-------------------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| Imobilizado | 6.025 | 7.476 | 9.077 | 12.552 | 15.419 | 16.813 | 17.827 | 17.761 | 17.761 |
| CAPEX | 936 | 672 | 2.239 | 4.062 | 3.677 | 2.389 | 2.100 | 1.086 | 1.086 |
| Depreciação | (386) | (493) | (638) | (586) | (811) | (996) | (1.086) | (1.151) | (1.086) |

4.1.6. Variação do capital de giro

Para projetar a variação da necessidade de capital de giro da empresa utiliza-se a representatividade da necessidade de capital de giro dividido pela receita líquida do ano de 2021, uma vez que com o crescimento da empresa a estrutura de ativo cíclico e passivo cíclico se alterou e convém utilizar a estrutura mais atual.

Tabela 16 – Necessidade de capital de giro Assaí.

| ASSAÍ CONSOLIDADO | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e |
|----------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Necessidade de Capital de Giro | (1.447) | (1.772) | (1.474) | (1.663) | (2.185) | (2.628) | (3.001) | (3.303) | (3.475) | (3.612) |
| % da Receita Líquida | -6% | -6% | -4% | -4% | -4% | -4% | -4% | -4% | -4% | -4% |
| Δ Necessidade de Capital de Giro | (464) | (325) | 298 | (189) | (522) | (443) | (373) | (302) | (172) | (136) |

O valor negativo encontrado pode saltar aos olhos. Um valor de necessidade de capital de giro negativo significa que a empresa tem mais passivos cíclicos do ativos cíclicos (PÓVOA, 2012). Isso é explicado pelo segmento que o Assaí atua e seu modelo de negócio. Utilizando a análise de indicadores de atividade (giro) é possível entender melhor a dinâmica.

Tabela 17 – indicadores de atividade (giro) Assaí.

| Análise de Indicadores | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | Média |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|
| Indicadores de Liquidez | | | | | |
| Índice de Liquidez Corrente | 0,8 | 0,9 | 1,0 | 1,0 | 0,9 |
| Índice de Liquidez Seca | 0,4 | 0,4 | 0,5 | 0,5 | 0,5 |
| Índice de Liquidez Geral | 1,6 | 1,4 | 1,1 | 1,1 | 1,3 |
| Indicadores de Atividade (Giro) | | | | | |
| Giro do Ativo | 2,1 | 1,2 | 1,5 | 2,1 | 1,7 |
| Giro de Contas a Receber | 134 | 91 | 167 | 142 | 134 |
| Prazo Médio de Recebimento (dias) | 2,7 | 4,0 | 2,2 | 2,6 | 2,9 |
| Giro de Contas a Pagar | 5,2 | 5,1 | 4,3 | 4,2 | 4,7 |
| Prazo Médio de Pagamento (dias) | 70 | 72 | 85 | 87 | 78 |
| Giro de Estoques | 8,4 | 8,4 | 9,4 | 8,7 | 8,7 |
| Prazo Médio de Estoques (dias) | 44 | 43 | 39 | 42 | 42 |
| Ciclo de Caixa (dias) | -24 | -24 | -44 | -42 | -34 |

Como exibido acima, o ciclo de caixa médio do Assaí nos últimos 4 anos foi de -34 dias, ou seja, a empresa compra seu estoque e vende 34 dias antes de precisar pagar seus fornecedores, em média. Isso ocorre principalmente pelo seu prazo médio de recebimento ser muito baixo, dado grande parte dos pagamentos nos seus supermercados ser dinheiro físico (ASSAÍ, 2021).

4.2. Taxa de desconto

Calcula-se um WACC que muda ano a ano até 2024, considerando a redução da taxa SELIC esperada pelo mercado no boletim FOCUS de 29 de abril de 2022 (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022). Assim, não se perpetua um ativo livre de risco atual que pode ser alto, devido a situação momentânea onde o banco central deve ser consideravelmente contracionista para conter a inflação no curto prazo (PÓVOA, 2010).

Para o cálculo do K_e , considera-se também o Beta estatístico do Assaí de 360 dias na base de dados do Valor Pro de 0,69 e o prêmio de risco anual médio dos últimos 5 anos do IBOVESPA de 7,19%.

Tabela 18 – Prêmio de risco Brasil.

| | 5 anos |
|----------------------------|--------|
| Prêmio de risco do mercado | 7,19% |
| Retorno anual de mercado | 12,95% |
| Retorno livre de risco | 5,76% |

Para o cálculo do K_d , é considerado um custo de dívida de SELIC + 3%, a média do custo de captação de dívida da empresa (Assaí, 2022). Após o benefício fiscal da dívida, chega-se ao K_d líquido utilizado.

Depois, pondera-se o K_e e o K_d líquido da firma pela sua estrutura de capital. A estrutura de capital atual da firma será estável durante o horizonte de projeção de 66,3% *equity* e 33,7% dívida.

Tabela 19 – WACC projetado.

| Anos | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|--------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Taxa de Desconto (WACC) | 15,69% | 12,15% | 10,60% | 10,16% | 10,16% | 10,16% |
| K_e | 18,21% | 14,21% | 12,46% | 11,96% | 11,96% | 11,96% |
| Ativo Livre de Risco (SELIC FOCUS) | 13,25% | 9,25% | 7,50% | 7,00% | 7,00% | 7,00% |
| Beta Assaí (Valor Pro) | 0,69 | 0,69 | 0,69 | 0,69 | 0,69 | 0,69 |
| Prêmio de Risco | 7,19% | 7,19% | 7,19% | 7,19% | 7,19% | 7,19% |
| K_d Líquido | 11% | 8% | 7% | 7% | 7% | 7% |
| K_d (SELIC + 3%) | 16% | 12% | 11% | 10% | 10% | 10% |
| Alíquota de Imposto | 34% | | | | | |
| Estrutura de Capital | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
| E/(E+D) | 66,3% | 66,3% | 66,3% | 66,3% | 66,3% | 66,3% |
| D/(E+D) | 33,7% | 33,7% | 33,7% | 33,7% | 33,7% | 33,7% |

4.3. Fluxo de caixa

Considerando a taxa de desconto projetada ano a ano e uma perpetuidade de 3% (em linha com a inflação brasileira de longo prazo esperada), o fluxo de caixa descontado pode ser visto abaixo.

Tabela 20 – Fluxo de caixa projetado Assaí.

| Fluxo de caixa livre para a firma (R\$ milhões) | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | ∞ |
|--|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| EBIT | 3.267 | 3.929 | 4.486 | 4.938 | 5.195 | 5.399 | |
| (-) Impostos | 1.111 | 1.336 | 1.525 | 1.679 | 1.766 | 1.836 | |
| NOPAT | 2.156 | 2.593 | 2.961 | 3.259 | 3.429 | 3.563 | |
| (+) Depreciação e Amortização | 586 | 811 | 996 | 1.086 | 1.151 | 1.086 | |
| (-) Capex Orgânico | - 4.062 | - 3.677 | - 2.389 | - 2.100 | - 1.086 | - 1.086 | |
| (-) Δ Necessidade de Capital de G | 522 | 443 | 373 | 302 | 172 | 136 | |
| FCFF | 797 | 169 | 1.940 | 2.547 | 3.666 | 3.700 | 53.255 |
| Períodos (Anos) | 0,75 | 1,75 | 2,75 | 3,75 | 4,75 | 5,75 | 5,75 |
| WACC | 15,7% | 12,1% | 10,6% | 10,2% | 10,2% | 10,2% | 10,2% |
| Fator de Desconto | 0,896 | 0,818 | 0,758 | 0,696 | 0,632 | 0,573 | 0,573 |
| Valor Presente Líquido (VPL) | 714 | 138 | 1.471 | 1.772 | 2.316 | 2.121 | 30.537 |
| Valor da firma | 37.641 | | | | | | |

Sendo assim, a empresa foi avaliada em R\$ 37,641 bilhões. A tabela abaixo ilustra o valor por ação da empresa quando subtraída a Dívida Líquida. O valor da ação ficaria em torno de R\$ 22/ação. Em 20 de maio de 2022 a ação estava sendo negociada a R\$ 15,96 no mercado o que indica que ela estava subavaliada.

Tabela 21 – Valor presente líquido Assaí.

| Valor Presente Líquido (R\$ milhões) | |
|---|---------------|
| VPL Projeções | 7.104 |
| VPL Perpetuidade | 30.537 |
| Enterprise Value (EV) | 37.641 |
| Caixa (-pagamento Extra) | 2.889 |
| Dívida bruta | 10.916 |
| Valor de Mercado target | 29.614 |
| Número de ações (milhões) | 1.346 |
| Preço justo | R\$ 22 |
| Valor de Mercado Atual | 21.482 |
| Preço Atual | R\$ 16 |
| Upside | 37,85% |

4.4. Comparação com estimativas de analistas

Abaixo está a comparação do preço alvo encontrado nesse estudo e o preço alvo de diversas instituições financeiras, divulgados no site de relações com investidores do Assaí atacadista.

Tabela 22 – Comparação preço alvo.

| Instituição | Preço Alvo (R\$) |
|----------------------------------|------------------|
| Ativa Investimentos | R\$ 21 |
| Banco Inter | R\$ 22 |
| Bank of America Merrill Lynch | R\$ 24 |
| Bradesco BBI | R\$ 22 |
| BTG Pactual | R\$ 19 |
| Citi | R\$ 23 |
| Credit Suisse | R\$ 20 |
| Eleven Financial | R\$ 26 |
| Genial Investimentos | R\$ 27 |
| Goldman Sachs | R\$ 21 |
| HSBC | R\$ 17 |
| Itaú | R\$ 21 |
| J.P.Morgan | R\$ 21 |
| Morgan Stanley | R\$ 21 |
| Nau Securities | R\$ 20 |
| Santander | R\$ 20 |
| UBS | R\$ 19 |
| XP Investimento | R\$ 22 |
| Média | R\$ 21 |
| Preço alvo Diogo | R\$ 22 |
| Preço alvo Diogo vs média | 3% |

O valor encontrado nesse estudo situa-se próximo das estimativas das principais casas de investimentos.

4.5. Análise de sensibilidade

As tabelas abaixo indicam qual seria o valor justo da ação do Assaí variando a taxa de desconto e o crescimento nominal na perpetuidade, assim como o *upside* (potencial de valorização) considerando o preço de fechamento do dia 20 de maio de 2022 de R\$ 15,96.

Tabela 23 – Análise de sensibilidade preço alvo.

| Sensibilidade preço | G - Taxa de crescimento a longo prazo na perpetuidade | | | | |
|---------------------|---|--------|--------|--------|--------|
| WACC linear | 1,00% | 2,00% | 3,00% | 4,00% | 5,00% |
| 9,5% | R\$ 19 | R\$ 22 | R\$ 25 | R\$ 30 | R\$ 38 |
| 10,5% | R\$ 16 | R\$ 18 | R\$ 20 | R\$ 24 | R\$ 29 |
| 11,5% | R\$ 13 | R\$ 15 | R\$ 17 | R\$ 19 | R\$ 23 |
| 12,5% | R\$ 11 | R\$ 12 | R\$ 14 | R\$ 16 | R\$ 18 |
| 13,5% | R\$ 9 | R\$ 10 | R\$ 12 | R\$ 13 | R\$ 15 |

Tabela 24 – Análise de sensibilidade *upside*.

| Sensibilidade upside | G - Taxa de crescimento a longo prazo na perpetuidade | | | | |
|----------------------|---|-------|-------|-------|-------|
| WACC linear | 1,00% | 2,00% | 3,00% | 4,00% | 5,00% |
| 9,5% | 18% | 36% | 59% | 90% | 135% |
| 10,5% | -2% | 12% | 28% | 50% | 80% |
| 11,5% | -18% | -7% | 5% | 22% | 43% |
| 12,5% | -31% | -22% | -13% | 0% | 15% |
| 13,5% | -42% | -35% | -27% | -18% | -6% |

Como é possível observar, a análise de sensibilidade indica que trabalhando com um WACC linear de 9,5% ao ano ou menor, há *upside* em qualquer das taxas de crescimento propostas, enquanto com uma taxa de desconto de 13,5% ou mais não há *upside*, mesmo considerando um crescimento na perpetuidade mais agressivo.

5. Conclusões e contribuições do estudo

O estudo tem como objetivo determinar o valor justo do Assaí Atacadista (ASAI3), utilizando o método de fluxo de caixa descontado para a firma. De acordo com as premissas estipuladas com base das informações de 2018 a 2021 e projeções da empresa divulgadas no site de relações de investidores, o valor justo da empresa é de R\$ 37,641 bilhões. Assim, encontra-se um valor justo para a ação de R\$ 22.

Para chegar a este valor, utilizou-se uma taxa de desconto que muda ano a ano com base na estimativa da taxa livre de risco (SELIC) projetada ao ano com base no boletim FOCUS e um crescimento de 3% na perpetuidade.

O estudo também trouxe uma análise de sensibilidade para permitir uma melhor visualização do impacto das variáveis taxa de desconto e crescimento na perpetuidade. Pode ser observado que no cenário mais pessimista encontra-se um valor de R\$ 9 por ação, enquanto em um cenário mais otimista o valor justo por ação pode chegar a R\$ 38.

Considerando que foram utilizadas premissas e estimativas condizentes com as expectativas da empresa para os próximos anos, chega-se à conclusão de que a ação do Assaí Atacadista está subavaliada em 27% no mercado, considerando o preço alvo de R\$ 22 e preço atual de R\$ 16.

6. Referências

ACATS - ASSOCIAÇÃO CATARINENSE DE SUPERMERCADOS. Abras apresenta o desempenho do setor em 2020. [S. l.], 22 maio 2021. Disponível em: <https://www.acats.org.br/abras-apresenta-o-desempenho-do-setor-em-2020/>.

Acesso em: 23 maio 2022.

ATACADÃO S.A. Formulário de Referência - 2021. Documentos CVM, [s. l.], ed. 8, 3 nov. 2021. Disponível em: <https://ri.assai.com.br/>. Acesso em: 1 dez. 2021.

BAIN & COMPANY. Análise de desempenho do varejo brasileiro. Relatório trimestral (3T/2021), São Paulo, p. 30, 1 dez. 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. FOCUS - RELATÓRIO DO MERCADO: EXPECTATIVAS DO MERCADO. [S. l.], 29 abr. 2022. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/focus/focus/R20220429.pdf>. Acesso em: 23 maio 2022.

BATISTA, Rubens. Atacado de Autosserviço no Brasil. Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças, São Paulo, p. 1, 1 abr. 2013. Disponível em: <https://ibefsp.com.br/atacado-de-autosservico-no-brasil/>. Acesso em: 22 maio 2022.

BENARTZI, SHLOMO, AND RICHARD H. THALER. "Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle." *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 110, no. 1, Oxford University Press, 1995, pp. 73–92.

BOZZO, A. L.; FERREIRA, M. P. Mercado de Vizinhança ou Atacarejo para Consumidores de Baixa Renda em Regiões Periféricas. *Revista de Gestão e Secretariado*, v. 11, n. 1, p. 126-150, 2020.

BUSATTO, G. R. PLANO DE NEGÓCIOS DE UM ATACADO DE AUTOSSERVIÇO EM NOVA PRATA. Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul: [s.n.]. 2014.

CURCIO, R., GOODHART, C., GUILLAUME, D. AND PAYNE, R. (1997), Do technical trading rules generate profits? Conclusions from the intra-day foreign exchange market. *Int. J. Fin. Econ.*, 2: 267-280.

DAMODARAN, Aswath. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. [S. l.: s. n.], 2012.

IBGE. *Relatório Varejo Brasil 2020*. Rio de Janeiro, 2021.

MACRUZ, Thiago et al. A Deep Dive Into the Brazilian Cash-and-Carry Industry. *Itaú BBA - Brazil Consumer*, São Paulo, p. 32, 10 dez. 2021.

PÓVOA, Alexandre. *Valuation: Como Precificar Ações*. 5. ed. rev. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.

PÓVOA, Alexandre. *Valuation: Como Precificar Ações*. 5. ed. rev. Rio de Janeiro: Elsevier, 2019.

PÓVOA, Alexandre. *Mundo financeiro: O olhar de um gestor*. 1. ed. rev. Rio de Janeiro: Saraiva, 2010.

SENDAS DISTRIBUIDORA S.A. *Formulário de Referência - 2021*. Documentos CVM, [s. l.], ed. 8, 3 nov. 2021. Disponível em: <https://ri.assai.com.br/>. Acesso em: 1 dez. 2021.

SENDAS DISTRIBUIDORA S.A. *ITR - Informações Trimestrais*. 1. ed. São Paulo, 31 mar. 2022. Disponível em: <https://ri.assai.com.br/informacoes-financeiras/resultados-trimestrais/>. Acesso em: 23 maio 2022.

XP INVESTIMENTOS. *Varejo Alimentar: O ano de 2022: Mapeando os principais temas do Varejo Alimentar*. [S. l.], 1 fev. 2022. Disponível em:

https://researchxp1.s3.sa-east-1.amazonaws.com/XP+-+Varejo+Alimentar+em+2022_final.pdf. Acesso em: 23 maio 2022.