

mantaro capital

Ciclos e oportunidades no Varejo Alimentar

CICLOS E OPORTUNIDADES NO VAREJO ALIMENTAR: NOSSA TRAJETÓRIA COM ASSAÍ E GRUPO MATEUS

Julho de 2025

Neste relatório, abordamos nossos investimentos recentes no segmento de varejo alimentar. É um setor que historicamente nos atrai, não apenas por suas características intrínsecas, mas também pelas boas opções de empresas listadas na bolsa brasileira, frequentemente negociadas a múltiplos bem atrativos.

O varejo alimentar combina resiliência com boas oportunidades de crescimento. Trata-se de um setor defensivo, com demanda recorrente e menos sensível aos ciclos econômicos. Além disso, continua bastante fragmentado e informal, o que abre espaço para consolidação por parte das empresas mais organizadas. Também enxergamos como relativamente baixo o risco de disrupção digital no segmento, em contraste com outras categorias do varejo, como vestuário, eletrônicos, *pet* e farmacêutico, mais suscetíveis à migração para o online.

Dentre os formatos do varejo alimentar, o modelo de atacarejo (*cash & carry*) tem ganhado participação de forma consistente ao longo dos anos. Esse formato combina características do atacado e do varejo, vendendo produtos em grandes quantidades, como no atacado, mas atendendo também o consumidor final, como um supermercado tradicional. Vale destacar que é justamente essa parcela do consumidor final que tem demandado maiores compras do formato, impulsionada pelos investimentos dos atacarejos em conveniência e pela ocupação do espaço deixado pelos hipermercados.

Os atacarejos têm como característica a alta rotatividade dos estoques, o que é reflexo do perfil do comprador que adquire maiores volumes. Esse fator, aliado a uma estrutura operacional mais enxuta, com poucas pessoas por loja e funcionamento quase como um autosserviço, contribui para a eficiência do formato. Além disso, o modelo logístico é particular, pois as próprias lojas funcionam como pequenos centros de recebimento e armazenamento. Esses elementos, em conjunto, conferem ao canal um relevante poder de barganha junto à indústria. Isso permite ao atacarejo preservar margens enquanto oferece preços competitivos. Em resumo, trata-se de um modelo pautado por um ciclo virtuoso: maior volume, melhor diluição de custos, preços mais baixos e, consequentemente, novo ganho de volume.

Nosso primeiro investimento em Assaí, um dos principais expoentes do modelo de *cash & carry* no Brasil ocorreu em 2021, ano de sua estreia na bolsa como companhia independente após a cisão do Grupo Pão de Açúcar (GPA). Naquele momento, víamos no Assaí um histórico operacional sólido, com evolução consistente nas métricas unitárias e de rentabilidade, retorno sobre capital elevado e *valuation* atrativo, da ordem de 15 vezes o seu lucro projetado, com compressão relevante de múltiplos implícita nas nossas projeções.

Ainda assim, encerramos a posição poucos meses depois, em outubro daquele ano. A motivação foi o anúncio da compra, por R\$ 5,2 bilhões, de um pacote de lojas do Extra Hiper. As lojas pertenciam ao GPA, que assim como o Assaí era controlado pelo grupo Casino. Entendemos a alocação de capital como negativa. Além do conflito de interesses flagrante, a opção nos pareceu bem mais cara do que a alternativa de seguir expandindo de forma orgânica. Embora o Assaí ainda contasse com boas oportunidades de expansão orgânica, abrindo novas lojas com investimentos em torno de R\$ 60 milhões por unidade, optou por uma via significativamente mais cara. Com a aquisição das lojas do Extra, a companhia desembolsou mais de R\$ 100 milhões por unidade, incluindo no valor da compra os elevados

custos de conversão de hipermercados em unidades de atacarejo, que dificilmente ficam abaixo dos R\$ 30 milhões por loja. Nessas condições, era pouco provável que a iniciativa inorgânica gerasse retornos superiores aos da expansão orgânica. As premissas adotadas para justificar o investimento, como vendas por metro quadrado e margem operacional, pareciam excessivamente otimistas. Além disso, o custo de capital efetivo acabou sendo bem superior ao estimado inicialmente, dada a trajetória ascendente da taxa SELIC, tornando a alocação de capital ainda mais desafiadora.

Os ativos adquiridos, aliás, apresentavam significativa sobreposição geográfica com a base já existente do Assaí. Nossos estudos indicavam que, desconsiderando pontos isolados, a mediana da distância entre as lojas era de apenas 9 minutos de carro. Esse número não leva em conta a presença de outros concorrentes do setor de atacarejo, o que tornaria a concentração ainda maior, com o tempo de deslocamento caindo praticamente pela metade. Além disso, ouvimos relatos de executivos da indústria que reforçavam essa percepção de forte sobreposição. No fim, o Assaí acabou optando por não inaugurar todos os pontos originalmente adquiridos, decisão que, ao que parece, foi influenciada pela sobreposição geográfica observada.

Essa leitura se provou correta, como abordaremos mais adiante. Na nossa visão, boa parte dos desafios enfrentados pelo Assaí nos anos seguintes teve origem justamente nessa transação. À época discutimos estruturar uma posição vendida que traduzisse nossa preocupação com a transação; optamos por não seguir adiante e, vistos os resultados, foi uma omissão cara em termos de oportunidade.

Por outro lado, foi positivo termos mantido uma postura aberta e com disposição para reavaliar a tese em face de novas evidências. Em janeiro de 2025, mais de três anos após o desinvestimento, voltamos a investir no Assaí. Quando decidimos reinvestir, suas ações negociavam com um desconto de mais de 60% em relação ao preço que vendemos em outubro de 2021. Vale destacar que o racional por trás da nova alocação era bastante diferente. Antes de detalhá-lo, cabe comentar sobre outra empresa do setor que integrou nosso portfólio por um período em que o Assaí deixou de ser uma alternativa de investimento para a Mantaro: o Grupo Mateus.

Conhecemos o Grupo Mateus e sua gestão pouco antes de sua estreia na bolsa, em 2020. Desde então, desenvolvemos uma visão construtiva sobre a estratégia da companhia. Entendemos e acreditamos no forte posicionamento competitivo da empresa nas regiões Norte e Nordeste e na solidez de sua estratégia de crescimento, com foco no adensamento logístico e atuação multiformato, combinando atacado de distribuição, varejo e atacarejo. O modelo se mostrou altamente replicável e adaptável no interior, com formatos desenhados para diferentes níveis de renda e infraestrutura.

O Grupo consegue operar com margens brutas superiores à média do setor, mesmo em praças de menor poder aquisitivo, impulsionado por uma oferta de serviços dentro da loja pouco comum em atacarejos, uma malha logística densa e integrada, e processos operacionais que favorecem eficiência e padronização. A abordagem descentralizada de gestão, com metas e apuração de resultado por setor, estimula um forte senso de dono entre os funcionários de loja e eleva o nível de serviço. A empresa entrega retornos elevados mesmo em regiões desafiadoras, com investimento por metro quadrado bem abaixo dos pares.

O negócio foi criado e segue sob a liderança do Ilson Mateus, fundador com histórico de execução impressionante, mentalidade de longo prazo e forte reputação entre funcionários e fornecedores. Acreditamos que esses elementos, combinados à baixa penetração nos estados alvo da expansão e ao alto grau de fragmentação do varejo regional, conferem ao Grupo Mateus uma das histórias de crescimento mais consistentes do setor.

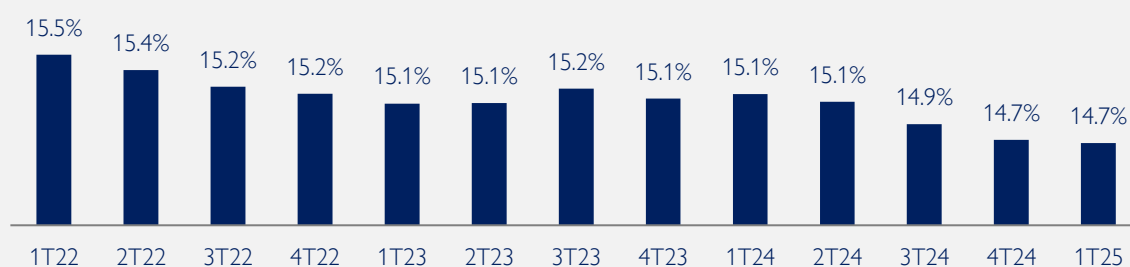
Enquanto o Assaí deixava de ser uma opção de investimento para nós, o Grupo Mateus se consolidava como uma alternativa cada vez mais interessante, reunindo características de um potencial *compounder*, ou seja, de uma empresa

que consegue crescer de forma consistente ao longo dos anos, reinvestindo seus lucros com retornos elevados e sustentáveis.

As grandes aquisições realizadas por concorrentes nacionais, como os pontos do Extra Hiper pelo Assaí e o Grupo BIG pelo Carrefour, ambos em 2021, criaram vácuos competitivos em regiões nas quais o Grupo Mateus aproveitou para acelerar a abertura de lojas. Inicialmente restrito ao Maranhão, Pará e Piauí, o plano da empresa evoluiu para abranger outros estados do Nordeste.

Durante esse processo, a gestão mostrou disciplina na contenção de despesas operacionais (Gráfico 1) e, mais importante, intensificou o foco na gestão do capital de giro, ponto que historicamente pressionava o consumo de caixa, especialmente em momentos de expansão de lojas.

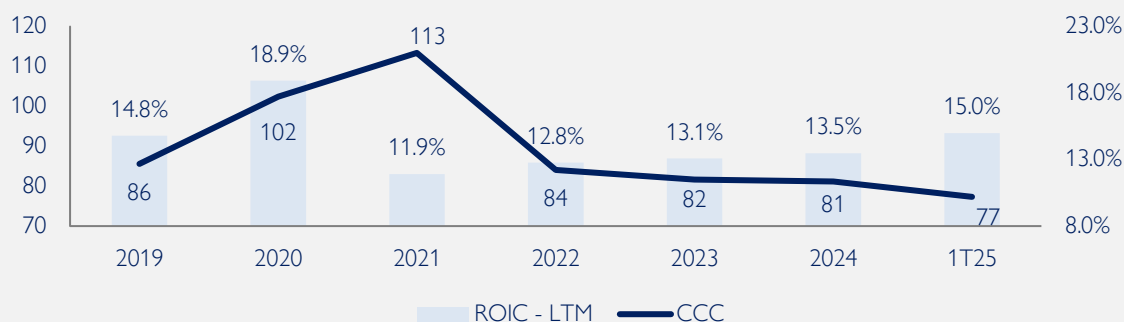
Gráfico 1: Despesas Operacionais/Receita Bruta Consolidada (%)



A execução foi notável: entre 2019 e 2024, a receita cresceu a uma taxa média anual de 30%, com EBITDA acompanhando no mesmo ritmo e lucro líquido crescendo 27% ao ano, mesmo com impacto negativo de uma maior alíquota efetiva de imposto (após a tributação das subvenções de ICMS). O ROIC¹ inflexionou positivamente entre 2021 e 2022 e hoje está em 15%, em tendência ascendente.

O Gráfico 2, abaixo, mostra como o maior foco na redução dos estoques e no aumento do prazo junto aos fornecedores, medido em dias pelo ciclo de conversão de caixa², foi determinante para a inflexão do ROIC.

Gráfico 2: Ciclo de Conversão de Caixa (# dias) e ROIC (%)

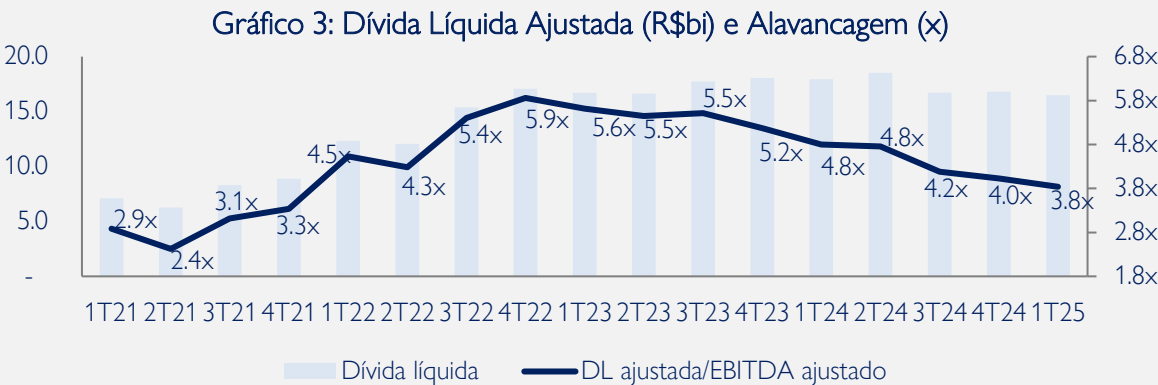


¹ ROIC (Retorno sobre o Capital Investido) é um indicador que mede o lucro gerado por uma empresa em relação ao capital que ela investiu para operar. É útil para avaliar a eficiência com que a empresa transforma investimento em lucro operacional.

² O ciclo de conversão de caixa representa o tempo líquido, em dias, das necessidades de capital de giro. É calculado como: prazo médio de estocagem + prazo médio de recebimento – prazo médio de pagamento. Quanto menor o ciclo, mais eficiente é a gestão do capital de giro.

Grupo Mateus esteve presente na nossa carteira por bastante tempo entre o nosso desinvestimento em Assaí no final de 2021 até o início de 2025, quando optamos por realizar a troca novamente, mesmo com sinais favoráveis à tese do Mateus. A decisão refletiu essencialmente o custo de oportunidade. O Assaí nos parecia excessivamente descontado a seu valor de mercado.

O contexto operacional do Assaí no início deste ano era bem diferente daquele que tínhamos quando iniciamos nossa posição em 2021. Isso refletiu em uma tese de investimento bem distinta da original nesse segundo momento. Com um nível de endividamento elevado, resultado principalmente da aquisição dos pontos comerciais do Extra, a geração de caixa operacional foi em boa parte destinada ao pagamento de juros das dívidas nos últimos anos. Entre 2022 e 2024, o fluxo de caixa operacional, já após os investimentos, foi insuficiente para cobrir o serviço da dívida, resultando em um aumento do endividamento líquido e um patamar elevado de alavancagem financeira por um longo período, conforme mostra o Gráfico 3.



Paralelamente, o desempenho operacional também se deteriorou. As vendas mesmas lojas (SSS)³ caíram, ficando negativas em alguns trimestres e abaixo da inflação alimentar por um período relevante, o que resultou em desalavancagem operacional⁴. O cenário de juros altos aumentava ainda mais o ceticismo de investidores, com receio de uma possível espiral negativa de alavancagem financeira. O resultado foi a queda expressiva no preço da ação, que saiu de mais de R\$ 20 no início de 2023 para R\$ 5 em dezembro de 2024.

Naquele momento, entendemos que o temor do mercado era exagerado. Os sinais operacionais estavam melhorando, com SSS e vendas em trajetória de recuperação (Gráfico 4.1). A maturação da base de lojas e a retomada da alavancagem operacional indicavam aceleração do EBITDA (Gráfico 4.2)⁵. Além disso, a revisão do plano de expansão, como parte do plano de racionalização dos investimentos, aliviava o caixa. Por último, a gestão atuou de forma eficiente na administração da dívida, dilatando prazos e reduzindo o custo em um momento oportuno do mercado de crédito.

³ Vendas mesmas lojas indicam a variação nas receitas de lojas que operam há pelo menos um ano, excluindo o impacto de novas unidades, para medir o crescimento orgânico do negócio.

⁴ Alavancagem operacional ocorre quando o aumento das receitas permite diluir os custos fixos, ampliando a rentabilidade. Já a desalavancagem operacional é o efeito contrário: a queda de receita reduz a escala da operação, dificultando a diluição dos custos fixos e pressionando margens.

⁵ LTM (Last Twelve Months) ou últimos 12 meses é uma métrica útil para avaliar a performance anualizada, pois considera os dados acumulados dos 12 meses, independentemente da sazonalidade.

Gráfico 4.1: Vendas Mesmas Lojas (%)

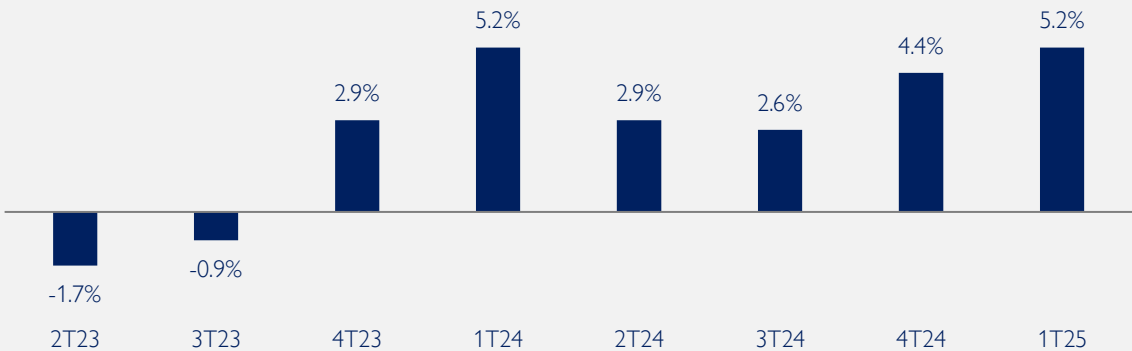
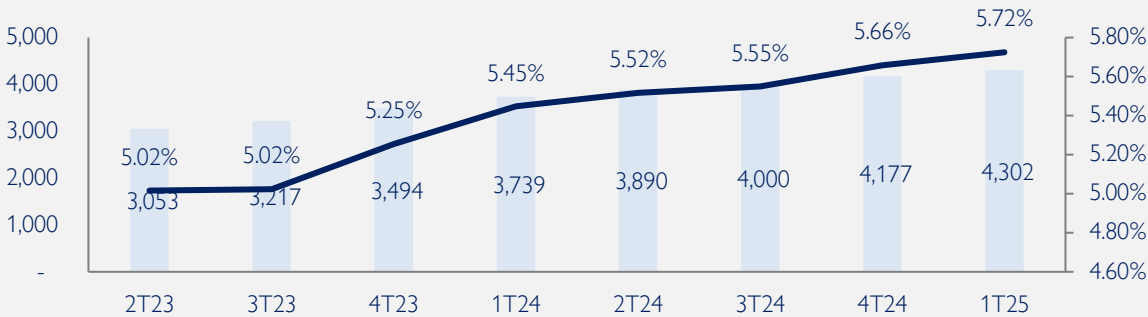
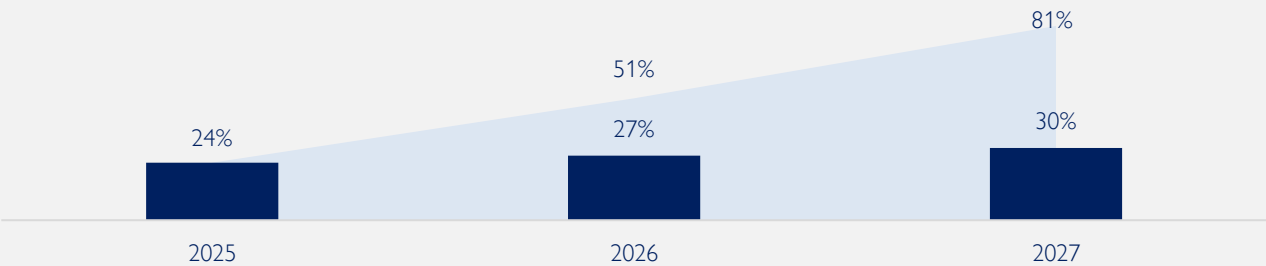


Gráfico 4.2: EBITDA (R\$M) e Margem EBITDA Ajustada LTM (%)



Na virada de 2024 para 2025, mesmo com a SELIC em 15% e o plano de abertura de lojas mantido, avaliamos que o Assaí tinha capacidade de gerar caixa suficiente para cumprir seus compromissos nos anos seguintes, com folga para enfrentar eventuais choques. A leitura dos números nos dava confiança de que o risco de uma deterioração financeira era baixo. Mais importante, chamava atenção a assimetria oferecida caso o ambiente começasse a se tornar mais favorável. Não era preciso acreditar em uma mudança drástica, mas bastava considerar um cenário mais construtivo, com início do ciclo de queda dos juros, para que a oportunidade se tornasse evidente. Em uma simulação com SELIC a 10 por cento e expansão moderada, a geração de caixa acumulada em três anos ultrapassava 80 por cento do valor de mercado da empresa à época (Gráfico 5).

Gráfico 5: Geração de Caixa Projetada: Anual e Acumulada (% Valor de Mercado)



O Assaí foi o investimento de maior contribuição para os fundos da Mantaro no 1º semestre de 2025. A geração de caixa evoluiu em linha com o

projetado e fomos beneficiados pelo fechamento da curva de juros, movimento que favoreceu empresas mais alavancadas.

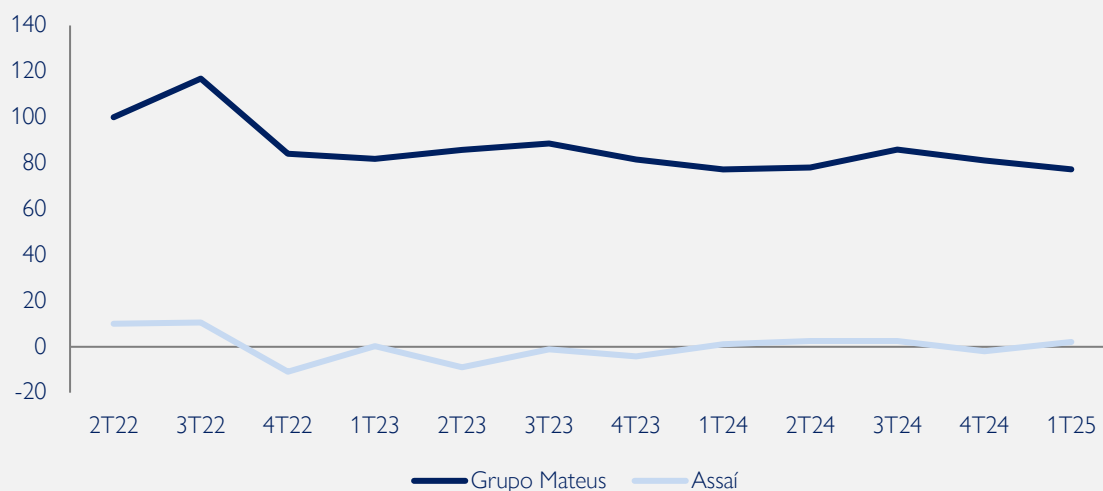
Com a reprecificação do ativo, deixamos de avaliar a assimetria como tão atrativa, e decidimos encerrar a posição. Foi nesse momento que voltamos a investir no Grupo Mateus.

A decisão se baseou em uma perspectiva mais promissora no longo prazo. Vimos no Grupo Mateus um potencial relevante de expansão geográfica. Já o Assaí nos parece mais avançado nesse processo, com maior penetração e atuação concentrada em um único formato. Isso tende a dificultar sua entrada em cidades menores ou em regiões com forte presença de redes locais concorrentes. Além disso, vemos mais espaço de ganho operacional via maturação do parque de lojas. Enquanto o Assaí abriu 13% da sua área de vendas nos últimos dois anos (com parte sendo conversões de lojas do Extra, cuja maturação é mais rápida), o Grupo Mateus tem 23% da sua área de vendas de varejo e atacarejo (excluindo Eletro) com menos de 24 meses.

Outro vetor de ganho é o ciclo de conversão de caixa, que ainda apresenta uma lacuna relevante frente ao Assaí (Gráfico 6)⁶ e cuja melhora tende a destravar valor relevante. Essa diferença ocorre em todas as principais linhas do capital de giro. No caso dos estoques, a política do Grupo Mateus sempre priorizou a segurança no abastecimento, com um sortimento amplo e uma estratégia logística mais concentrada em poucos centros de distribuição. Já os prazos com fornecedores tendem a ser mais curtos, fruto de negociações focadas em preço, enquanto os recebíveis refletem o maior peso de formatos com parcelamento.

A empresa reconhece essas ineficiências e já começou a endereçá-las. O processo de renegociação com fornecedores tem avançado, sem impacto sobre a margem bruta, e os estoques estão sendo ajustados com mais rigor. Mesmo sem fechar totalmente o desvio frente aos pares, uma melhora parcial já deve destravar bastante valor.

Gráfico 6: Ciclo de Conversão de Caixa (# dias)



Por fim, a questão da governança também pesa: o Assaí, como *corporation*, ou seja, sem acionista controlador definido, com capital pulverizado, é gerido por uma administração cujo alinhamento nos causou desconforto no passado. Já o

⁶ O ciclo de conversão de caixa do Assaí considera um ajuste na linha de recebíveis para refletir o desconto de duplicatas.

Grupo Mateus é uma empresa de controle familiar, de dono, liderada por um empreendedor com visão estratégica que endossamos e uma cultura corporativa sólida, com ênfase em capital humano.

Nosso histórico de entradas e saídas no varejo alimentar, com mudanças de preferência ao longo do tempo, reflete nossa capacidade de adaptação e leitura do contexto. O mercado de ações é dinâmico e exige flexibilidade para reavaliar teses à luz de novas informações. Esse tipo de postura é ainda mais importante no Brasil, onde choques macroeconômicos e mudanças nas políticas públicas são mais intensos, frequentes e muitas vezes imprevisíveis. No escritório, costumamos dizer com uma dose de bom humor que mudar de ideia quando os fatos mudam é uma virtude, não uma fraqueza.

Seguiremos atentos às dinâmicas do setor e flexíveis em nossa abordagem, sempre focados em identificar e aproveitar as melhores oportunidades para gerar valor consistente e de longo prazo para nossos investidores.

GESTOR

Mantaro Capital Ltda
Av Ataulfo de Paiva 1.120 – sala 505 – Leblon – Rio de Janeiro/RJ
ri@mantarocapital.com.br
Tel: 55 21 2042-3328

Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada Mantaro Capital, não devendo ser considerado como oferta de venda de cotas de fundos de investimento ou de qualquer título ou valor mobiliário. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos e taxa de saída. Os fundos geridos pela Mantaro Capital utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Alguns dos fundos geridos pela Mantaro Capital estão autorizados a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do regulamento do fundo de investimento ao aplicar os seus recursos. Fundos multimercados e fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. As informações divulgadas neste material possuem caráter meramente informativo e não constituem, em nenhuma hipótese, recomendações ou aconselhamentos sobre investimentos. A Mantaro Capital não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas, nem por decisões de investimento tomadas com base neste material.