

Chain Reaction Research é
um esforço colaborativo de:
Aidenvironment
Climate Advisers
Profundo

1320 19th Street NW, Suite 400
Washington, DC
20036, Estados Unidos
www.chainreactionresearch.com
info@chainreactionresearch.com

Autores:
Tim Steinweg, Aidenvironment
Gerard Rijk, Profundo
Matt Piotrowski, Climate Advisers

Com contribuições de: Sarah
Drost, Aidenvironment
Marco Tulio Garcia,
Aidenvironment
Repórter Brasil

Carrefour pode enfrentar riscos financeiros adquirindo carne bovina vinculada ao desmatamento no Brasil

Fevereiro de 2019

O Carrefour SA é um varejista multinacional de alimentos que detém a participação majoritária do Atacadão SA/Carrefour Brasil, o maior varejista do Brasil. O tamanho do Carrefour faz dele um grande comprador de carne bovina brasileira e pode expô-lo a riscos de ser vinculado ao desmatamento, já que a pecuária contribui para o desmatamento na Amazônia brasileira. Este relatório analisa a exposição ao risco de vínculo ao desmatamento do Carrefour com base em amostras coletadas por meio de visitas às suas lojas. A Chain Reaction Research (CRR) visitou 48 supermercados do Carrefour em cinco cidades brasileiras e inspecionou 480 produtos congelados de carne bovina selecionados aleatoriamente. Os dados dos rótulos dos produtos estabelecem elos da cadeia de suprimentos entre os supermercados do Carrefour e abatedouros localizados na Amazônia Legal.

Principais conclusões

- **O Carrefour Brasil, o maior varejista do Brasil, detinha em 2018 uma participação de mercado de 14%, com vendas brutas de US\$ 15,4 bilhões.** A grande presença do Carrefour no setor de varejo faz dele um grande comprador de carne bovina brasileira. Os 30 supermercados do Carrefour localizados dentro da Amazônia Legal podem enfrentar riscos elevados relacionados ao desmatamento.
- **O Carrefour se comprometeu a eliminar o desmatamento de suas cadeias de fornecimento até 2020.** O escopo e a implementação da política de desmatamento e de aquisição de carne bovina do Carrefour são limitados a produtos de carne bovina não processados. A política não se aplica a produtos de carne bovina processada ou congelada. O Carrefour reconhece que o rastreamento e monitoramento de fornecedores indiretos continua sendo um desafio. O Carrefour não publica relatórios de progresso desta política ou uma lista de seus fornecedores de carne bovina.
- **Trinta e cinco por cento dos produtos de carne bovina (168 produtos) foram provenientes de abatedouros localizados na Amazônia Legal.** Onze produtos (2,3%) estavam ligados a abatedouros de alto risco, operados pela JBS, Marfrig Global Foods e Mercúrio Alimentos.
- **A CRR descobriu que o Carrefour adquire mais produtos de carne bovina da Amazônia Legal (35%) do que o seu concorrente Cencosud (23%). No entanto, o Carrefour está ligado significativamente à menos fornecedores de alto risco (Carrefour: 2,3 % de todas as amostras, Cencosud: 7 %).** Como o Carrefour tem uma política de desmatamento zero, ao contrário do Cencosud, os riscos de reputação dos estudos de comparação de pares são relativamente baixos. No entanto, qualquer falha no cumprimento de sua meta de cadeias de fornecimento de carne bovina livres de desmatamento até 2020 poderia impactar a reputação do Carrefour.
- **A carne bovina relacionada ao desmatamento pode estimular campanhas da sociedade civil/do consumidor. Tal ação poderia afetar adversamente a receita líquida do Carrefour Brasil.** O impacto pode ser de 4% a 10% da capitalização de mercado do Carrefour Brasil. Devido à importância das atividades brasileiras para as operações globais do Carrefour, esse montante se traduz em 3 a 7% do valor de mercado do Carrefour SA. O Fundo de Pensão do Estado norueguês, o Deutsche Bank e o BNP Paribas mantêm pequenas posições no Carrefour e têm suas próprias políticas florestais.

O Carrefour é o varejista líder no Brasil e grande comprador de carne bovina

Carrefour SA é um varejista multinacional de alimentos com a sede principal na França. Suas lojas se encontram na França, Espanha, Itália, Bélgica, Polônia, Romênia, Brasil, Argentina, China e Taiwan. Os diversos serviços da empresa oferecem produtos frescos, produtos locais, bens de consumo e produtos não alimentares. Além disso, a empresa está envolvida em atividades bancárias, seguros, desenvolvimento de propriedades e franquias. O Carrefour opera 12.300 lojas em todo o mundo e gerou receitas líquidas de US\$ 92 bilhões em 2017 (em 2018, as receitas brutas, incluindo o IVA, foram de US\$ 100 bilhões - os números das receitas líquidas em 2018 ainda não estão disponíveis).

O Carrefour SA detém a participação majoritária do Atacadão SA/Grupo Carrefour Brasil (Carrefour Brasil, CRFB3), a entidade que opera os diversos formatos do Carrefour no Brasil. A Figura 1 mostra a estrutura societária do Carrefour Brasil.

Figura 1: Carrefour Brasil Estrutura Societária

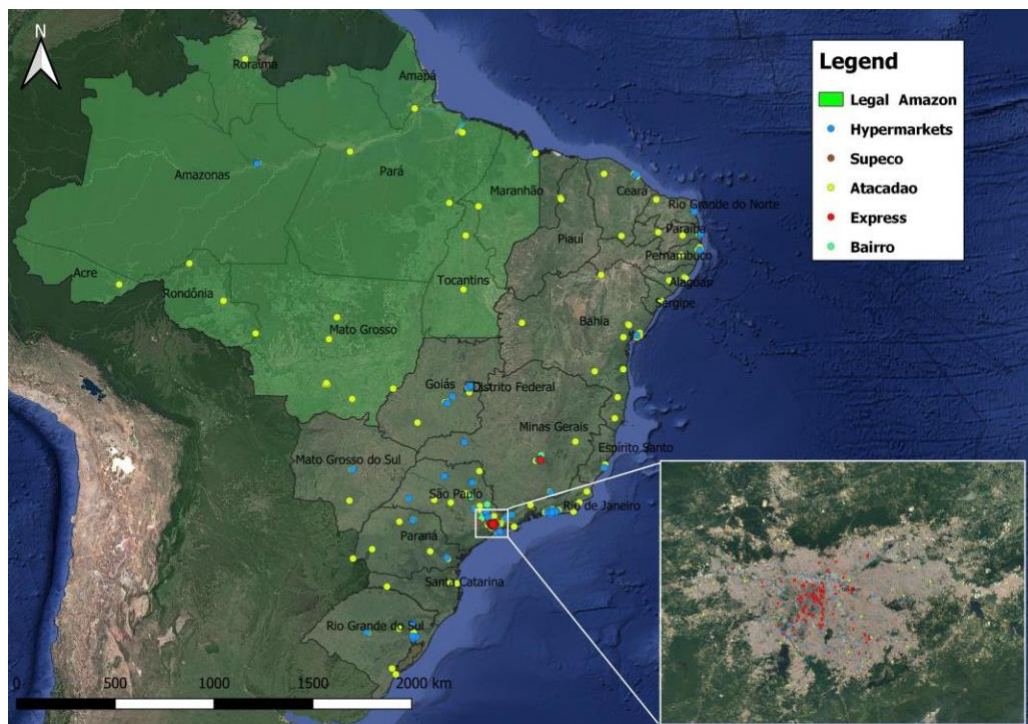
Fonte: [Carrefour Brasil](#)



O Carrefour Brasil é o maior varejista no Brasil, com uma participação de mercado de 14% em 2017. Em 2018, as vendas brutas (incluindo o IVA) foram de US\$ 15,4 bilhões. O Grupo Carrefour abriu seu primeiro hipermercado no Brasil em 1975. No final de 2018, o Carrefour Brasil contava com 435 lojas em todas as 27 Unidades Federativas do Brasil (Figura 2). No total, opera 100 hipermercados (Carrefour Hypermarket), 49 supermercados (Carrefour Bairro), 120 lojas de conveniência (Carrefour Express) e 166 lojas atacadistas (Atacadão).

Figura 2: Lojas Carrefour em Outubro de 2018

Fonte: Chain Reaction Research



* Esta figura foi elaborada em outubro de 2018 com base em listas de supermercados nos sites das divisões de lojas do Carrefour. Os números podem diferir ligeiramente da situação no momento da publicação ou dos totais apresentados pelo Carrefour em outros lugares.

O Atacadão, a divisão brasileira de lojas de atacado do Carrefour, está se expandindo rapidamente. As vendas brutas do Atacadão aumentaram 10,2% em 2018 devido à expansão mais rápida. Foram abertas 20 novas unidades no ano passado, e de 10 a 12 no ano anterior. A expansão está em linha com o Plano de Transformação 2022 do Grupo para acelerar o formato "Cash & Carry" do Atacadão. O Carrefour Brasil planeja investir 1,8 bilhão de reais (US\$ 443 milhões) em inaugurações de lojas no Brasil em 2019.

O Carrefour Brasil, sendo o maior varejista do país, é um grande comprador de carne bovina brasileira. Cada ano, a empresa vende 24 mil toneladas de carne bovina não processada em suas lojas brasileiras. O papel do Carrefour Brasil na cadeia de fornecimento de carne bovina consiste na compra de carne bovina fresca e congelada, seja de abatedouros/ frigoríficos ou de distribuidores/ atacadistas, e posterior venda aos consumidores nas suas lojas.

Adquirir carne bovina da Amazônia Legal brasileira exige maior controle

Os produtos de carne que são originários da Amazônia Legal têm risco elevado de vínculo ao desmatamento, já que a pecuária é um dos principais propulsores do desmatamento na Amazônia. O Carrefour e outros varejistas podem estar expostos à riscos de desmatamento através da carne bovina que adquirem dos frigoríficos que operam seus abatedouros na Amazônia Legal. Os galpões de abastecimento desses abatedouros registraram altas taxas de vínculo ao desmatamento.

Em 2017, 128 abatedouros estavam ativos na Amazônia Legal. Cinquenta e cinco por cento desses abatedouros tem o Selo de Inspeção Federal (SIF), o que permite a venda de produtos para outros estados no país. Os 45% restantes, tem o Selo de Inspeção Estadual (SIE), e estão limitados a vender produtos apenas dentro do estado de produção.

Quarenta e nove por cento dos abatedouros da Amazônia Legal assinaram Termos de Ajustamento de Conduta (TACs) juridicamente vinculantes com o governo federal do Brasil. Através desses acordos, eles se comprometeram a comprar gado apenas de fazendas livres de

desmatamento ocorrido após 2009. O Ministério Público Federal do Brasil (MPF) pode realizar sanções sem intervenção judicial contra os signatários que não seguem os termos dos TACs. Menos abatedouros que possuem SIEs assinaram TACs em comparação com aqueles que possuem SIFs. Embora os TACs sejam um instrumento promissor para conter o desmatamento, os signatários ainda podem enfrentar riscos de serem associados ao desmatamento por meio de vínculo à produtos de empresas que não assinaram TACs.

O Carrefour Brasil opera 30 supermercados em nove estados da Amazônia Legal (Figura 3). A presença do Carrefour na Amazônia Legal permite a aquisição de carne bovina de abatedouros com SIEs e SIFs.

Figura 3: Lojas do Carrefour na Amazônia Legal

Fonte: CRR/Repórter Brasil

Estado	Atacadão	Carrefour	Total
Amazonas	3	5	8
Mato Grosso	8		8
Pará	4		4
Rondônia	3		3
Maranhão	2		2
Tocantins	2		2
Acre	1		1
Amapá	1		1
Roraima	1		1
Total	25	5	30

O Carrefour tem uma política robusta de desmatamento zero ligada à aquisição de carne bovina

O Carrefour se comprometeu a eliminar o desmatamento de suas cadeias de fornecimento até 2020. A Política Florestal do Carrefour inclui a carne bovina brasileira como uma das suas quatro principais matérias-primas, além de óleo de palma, soja e celulose/papel. Em sua Política de Suprimento de Carne, a meta da empresa é garantir que 100% da carne fresca vendida pelo Carrefour Brasil cumpra com cinco principais critérios para evitar que seja proveninete de fazendas que produzam carne em:

- Áreas desmatadas;
- Áreas sob embargo ambiental;
- Áreas protegidas;
- Terras indígenas;
- Áreas que usam mão de obra ilegal.

Por meio de uma ferramenta de georreferenciamento, desenvolvida em parceria com a Agrotools, "os dados fornecidos pelos fornecedores de carne bovina serão cruzados com critérios públicos, a fim de identificar qualquer descumprimento dos cinco critérios que foram introduzidos".

O Carrefour SA também anunciou o programa Act for Food em 2018, com o compromisso de nove ações. Ao melhorar a qualidade dos alimentos, a empresa busca reforçar a transparência de sua cadeia de suprimentos. Os novos planos do Carrefour são particularmente importantes para o mercado de carne bovina no Brasil e provavelmente se basearão em iniciativas tomadas anteriormente no país. Tais

iniciativas incluem o investimento de US\$ 1,5 milhão na compra de carne bovina sustentável e da iniciativa Mato Grosso. Este último programa busca restaurar terras degradadas e proteger florestas no Cerrado e nas regiões amazônicas do Brasil. Está incluído o desenvolvimento de uma plataforma na qual fazendeiros podem registrar suas práticas sustentáveis que garantam o compromisso de desmatamento zero, e que sirva também para se conectarem aos funcionários responsáveis pelas aquisições.

O escopo e a implementação da política de desmatamento e de aquisição de carne bovina do Carrefour são limitados a produtos de carne bovina não processados. Portanto, a política não se aplica a produtos de carne bovina processada ou congelada. Como resultado, apenas cerca da metade da distribuição de carne bovina do Carrefour no Brasil se encontra sob a sua política de desmatamento zero.

O Carrefour reconhece que o rastreamento e monitoramento de fornecedores indiretos continua sendo um desafio. Durante a sua vida, o gado geralmente se movimenta entre vários locais antes de chegar aos abatedouros. Assim, o gado pode ser criado em pastagens recentemente desmatadas antes de se mudar para uma fazenda não ligada ao desmatamento. Os frigoríficos geralmente não possuem sistemas de rastreamento eficazes para monitorar e controlar suas cadeias de suprimentos indiretos. O Carrefour se comprometeu a "*apoiar iniciativas adicionais destinadas ao monitoramento de fornecedores indiretos*".

O Carrefour não publica relatórios de progresso para suas políticas de desmatamento, nem publica uma lista de seus fornecedores de carne bovina.

Amostras mostram a origem da carne congelada nas lojas do Carrefour

Afim de avaliar se a política de aquisição de carne bovina e desmatamento zero do Carrefour é adequada para mitigar sua exposição aos riscos de desmatamento em sua cadeia de fornecimento de carne, a CRR coletou 480 amostras de produtos de carne bovina congelados encontrados em lojas operadas pelo Carrefour. Cada uma dessas amostras continha o nome, a localização e o número de identificação fiscal do processador de carne que a forneceu (Figura 4).

Figura 4: Foto da etiqueta da carne com número de identificação fiscal (CNJP), nome da marca e registro SIF

Fonte: Repórter Brasil



As amostras foram coletadas aleatoriamente em novembro de 2018, durante visitas a 48 supermercados do Carrefour, e incluem produtos congelados de carne bovina vendidos em cinco diferentes cidades brasileiras, incluindo Manaus, localizada dentro da Amazônia Legal. A CRR selecionou supermercados em estados e municípios que concentram a maior presença de lojas do Carrefour.

A CRR avaliou os riscos de desmatamento para cada um dos fornecedores do Carrefour com base nos seguintes critérios:

1. Se as lojas do Carrefour se encontram na Amazônia Legal;
2. Se os fornecedores assinaram TACs;

3. Se os fornecedores têm alto risco de vínculo ao desmatamento no abastecimento de rebanho.

Este último se baseia em um estudo do Imazon de 2017 que classificou a exposição dos abatedouros aos riscos de desmatamento com base nas características das zonas de compra. Os abatedouros mais expostos a riscos tinham galpões de abastecimento ligados à áreas de compra que incluíam:

1. Áreas sob embargo;
2. Desmatamento recente;
3. Risco de desmatamento futuro.

Trinta e cinco por cento dos produtos de carne bovina amostrados são originários da Amazônia Legal

Trinta e cinco por cento dos produtos de carne bovina analisados (168 produtos) são provenientes de abatedouros localizados na Amazônia Legal. Os supermercados Carrefour em Manaus (80 produtos), Rio de Janeiro (40 produtos) e Brasília (33 produtos) foram os que mais adquiriam dos abatedouros da Amazônia Legal (Figura 5). Menos produtos da Amazônia Legal foram encontrados nos supermercados Carrefour em São Paulo (13 produtos) e Belo Horizonte (2 produtos).

Figura 5: Lojas Carrefour e número de produtos de carne bovina provenientes da Amazônia Legal

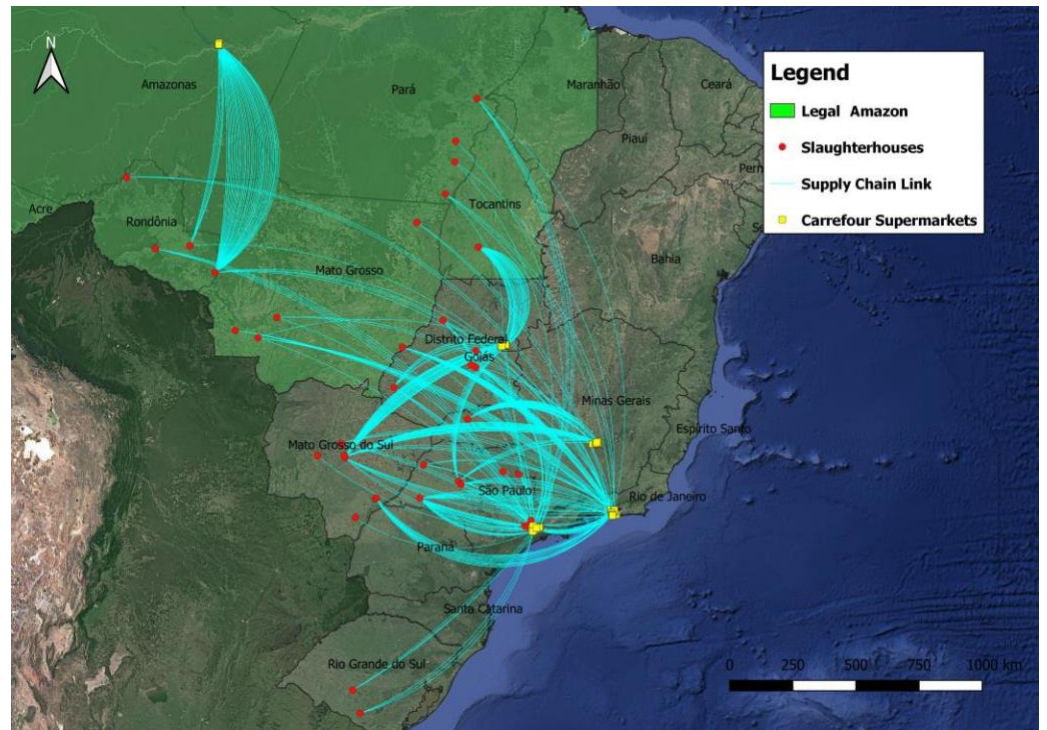
Fonte: CRR/Repórter Brasil

Estados	Cidades	Total das amostras	Amostras provenientes da Amazônia Legal
Amazonas	Manaus	80	80
Rio de Janeiro	Rio de Janeiro	100	40
Distrito Federal	Brasília	100	33
São Paulo	São Paulo	100	13
Minas Gerais	Belo Horizonte	100	2
Total		480	168

A Figura 6 visualiza a cadeia de fornecimento do Carrefour Brasil e seus elos com abatedouros através da análise de 480 produtos de carne bovina presentes nas lojas Carrefour.

Figura 6: Localização dos abatedouros que fornecem ao Carrefour

Fonte: CRR/Repórter Brasil



Onze produtos ligam o Carrefour a três abatedouros de alto risco na Amazônia Legal

Da amostra total de 480 produtos de carne bovina, 11 produtos (2,3 %) tiveram sua origem ligada à **abatedouros de alto risco na Amazônia Legal**. O Carrefour adquiriu esses produtos de três frigoríficos: JBS, Marfrig Global Foods e Mercúrio, todos signatários de TACs. O fornecimento de abatedouros signatários de TACs ainda pode acarretar grandes riscos, porque os seus galpões de abastecimento ainda podem estar ligados ao desmatamento..

Sete dos produtos são originários da unidade de abate de alto risco da JBS em Pimenta Bueno (Rondônia). A JBS, o maior frigorífico do Brasil e signatária do TAC, possui o maior risco de desmatamento de todos os frigoríficos que operam na Amazônia Legal (Figura 7). O Imazon classificou o risco de exposição ao desmatamento da unidade de abate da JBS em Pimenta Bueno como "alto", uma vez que mais de 600 mil ha de sua zona de compra incluíam áreas embargadas, desmatamento recente ou áreas em risco de desmatamento futuro.

Figura 7: Número de amostras de produtos das Unidades JBS

Fonte: CRR

Loja	Risco muito alto	Risco alto	Risco médio	Baixo risco	Risco muito baixo	Total
Carrefour		7	10	25		42
Atacadão			1	32	21	54
Total		7	11	57	21	96

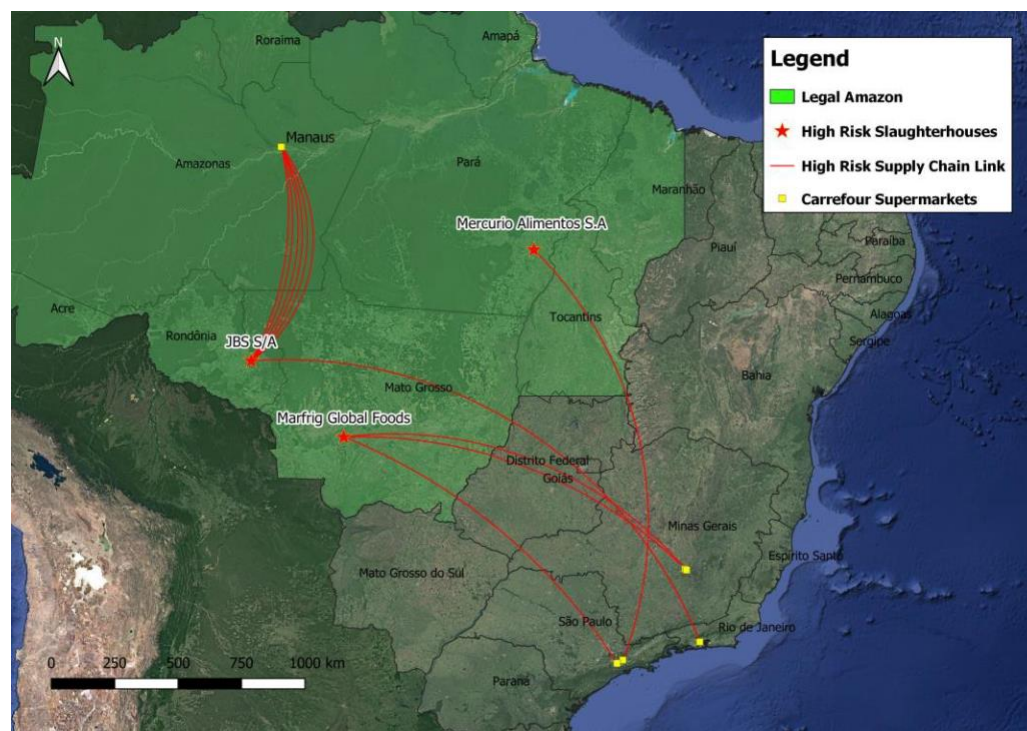
Três outros produtos de carne bovina estão ligados ao abatedouro da Marfrig Global Foods em Mato Grosso (Tangará da Serra). Em 2012, o Ministério Público Estadual denunciou essa unidade por irregularidades trabalhistas. O local também foi temporariamente desativado logo após a operação “Carne Fria” em 2017. Esta investigação federal expôs 15 frigoríficos e 20 fazendas que compraram gado criados em terras ilegalmente desmatadas no Pará.

Finalmente, um dos produtos teve sua origem vinculada à unidade da **Mercúrio Alimentos SA no Pará (Xingaura), que já foi multada pelo IBAMA**. Em 2017, o IBAMA, órgão ambiental do Brasil, acusou a empresa controladora da Mercúrio Alimentos SA, a Mafripar, de adquirir o gado provenientes de áreas embargadas e ilegalmente desmatadas no sudoeste do Pará. A Mafripar negou as acusações.

A Figura 8 abaixo mostra os locais e os elos da cadeia de suprimentos do Carrefour com três frigoríficos com alto risco de vínculo com desmatamento.

Figura 8: Abatedouros fornecedores do Carrefour com alto risco de vínculo com desmatamento na Amazônia Legal

Fonte: CRR/Repórter Brasil



Um fornecedor que não é signatário de TAC e fornecedores de baixo risco na cadeia de fornecimento do Carrefour

Trinta e uma amostras de produtos de carne foram vinculados à **Cooperativa dos Produtores de Carne e Derivados de Gurupi, no Tocantins, o único fornecedor da Amazônia na amostra que não assinou um TAC**. Todos os 31 produtos dessa unidade frigorífica foram encontrados nos supermercados Carrefour, em Brasília. Apesar de não ter assinado o TAC, esta unidade frigorífica apresenta um risco muito baixo de vínculo com desmatamento.

Trinta e sete produtos de carne nas lojas do Carrefour são originários da **JK Distribuidora de Carne Ltda (JK), localizada em Manaus**. A JK é uma distribuidora que não opera seu próprio abatedouro e, portanto, representa um intermediário na cadeia de suprimentos do Carrefour. Os quatro fornecedores conhecidos da JK são dos estados da Amazônia Rondônia e Acre. No entanto, cada um deles tem um perfil de baixo risco de vínculo com desmatamento. Os produtos ligados a este distribuidor são, portanto, considerados como tendo impacto limitado ao risco de desmatamento. O gerente de compra da JK disse à CRR que o Carrefour não exige que seus fornecedores tenham um TAC, e só solicita o SIF.

O Carrefour pode estar exposto a riscos de reputação por qualquer ligação a abatedouros de alto risco

Os resultados das análises da CRR mostraram que o Carrefour adquiriu mais produtos de carne bovina da Amazônia Legal (35%) do que seu concorrente, Cencosud (23%). A CRR pesquisou o Cencosud em um relatório separado publicado em outubro de 2018. Apesar do maior percentual de compras ser proveniente da Amazônia Legal, o Carrefour está ligado a muito menos fornecedores de alto risco (2,3% de todas as amostras) do que a Cencosud (7%). A exposição do Carrefour aos riscos de vínculo com desmatamento em sua cadeia de fornecimento de carne bovina parece menor do que a exposição do Cencosud. Como o Carrefour tem uma política de desmatamento zero, ao contrário da Cencosud, os riscos de reputação dos estudos de comparação de pares são relativamente baixos.

No entanto, qualquer falha no cumprimento de sua meta de 2020 de cadeias de fornecimento de carne bovina livres de desmatamento poderia impactar a reputação do Carrefour. Suas compras de carne bovina podem aumentar os riscos de reputação caso o Carrefour seja exposto ao desmatamento em sua cadeia de fornecimento. Nesse contexto, os três fornecedores de alto risco identificados neste relatório podem prejudicar as relações comerciais do Carrefour com clientes e consumidores.

Análise de risco financeiro

Nesta seção, analisamos as possíveis consequências financeiras da aquisição de carne bovina relacionada ao desmatamento pelo Carrefour Brasil. Esta análise se concentra tanto na unidade brasileira que tem cotação no Brasil, como na Carrefour SA, que é cotada em Paris (França).

Os riscos para o Carrefour Brasil e o Carrefour SA podem ser distinguidos da seguinte forma:

- Riscos de reputação e de acesso ao mercado
- Riscos de Financiamento

Carrefour Brasil: Importância para as finanças do Carrefour SA

Na receita líquida total, as operações brasileiras totalizam 17% das receitas globais do Carrefour em 2017 (Figura 9). No EBITDA e no lucro líquido (antes das deduções minoritárias), o percentual de contribuições do Brasil foi ainda maior, respectivamente, de 29% e 70%. Em 2018, a contribuição do lucro líquido é estimada em 51%. Estes cálculos não consideram contribuições de terceiros.

Além disso, em termos de capitalização de mercado, as atividades brasileiras são relativamente importantes no contexto global do Carrefour SA. A capitalização de mercado da unidade brasileira vale mais de 50% da capitalização de mercado global do Carrefour.

	2015	2016	2017	2018F	2019F
Receitas líquidas	14,3%	15,6%	17,1%	16,5%	18,0%
Lucro bruto	12,0%	13,3%	15,1%	16,6%	18,0%
EBITDA	19,1%	22,1%	28,9%	25,6%	27,3%
Lucro líquido	18,5%	30,1%	69,6%	51,0%	49,1%
Valor da empresa			36,2%	35,3%	
Cap. de mercado			54,3%	68,1%	

Figura 9: Carrefour Brasil e percentual do Carrefour SA para os principais indicadores financeiros.

Fonte: Bloomberg 29 de janeiro de 2019. Observação: Estes cálculos não consideram contribuições de terceiros.

O Carrefour Brasil registrou crescimento durante os anos fiscais de 2015-2017. No ano fiscal de 2018 o Carrefour Brasil registrou um aumento de 7,6% no faturamento bruto em reais, principalmente devido à abertura de novas lojas, mas, em dólares, registrou um declínio. As receitas e os lucros têm previsão de recuperação no ano fiscal de 2019 (estimativas de consenso da Bloomberg; Figura 10), se considerada a recuperação da economia e do real brasileiro.

Figura 10: Principais Fatores Financeiros do Carrefour Brasil

Fonte: Bloomberg 29 de janeiro de 2019

Milhões US\$	2015	2016	2017	2018F	2019F
Receitas líquidas	12.626	13.727	15.753	14.435	16.076
Lucro bruto	2.474	2.744	3.214	2.906	3.218
EBITDA	851	980	1.250	1.015	1.176
Lucro líquido	233	367	543	435	512
Dívida líquida	495	173	-786	-394	-433
Dívida líquida/EBITDA (X)	0,6	0,2	-0,6	-0,4	-0,4
Valor da empresa			8.635	11.125	
Cap. de mercado			9.121	10.671	

Risco de reputação tem impacto financeiro no Carrefour Brasil e no Carrefour SA

O Carrefour Brasil pode enfrentar riscos de reputação e poderia perder tanto clientes como participação no mercado. Como resultado, o Carrefour SA pode sofrer repercussões. Se o Carrefour Brasil for alvo de campanhas da sociedade civil / do consumidor relacionadas ao abastecimento de carne bovina proveniente de áreas desmatadas na Amazônia, a empresa poderá sofrer danos à reputação, pelo menos a curto prazo. Por exemplo, a perda de dois a cinco por cento de seus clientes em seus supermercados brasileiros levaria ao seguinte impacto no Carrefour Brasil:

- US\$ 315 a 788 milhões de receita em risco, usando o AF2017 como a receita base;
- US\$ 64 a 161 milhões de perda de lucro bruto, isto assumindo que a margem bruta da empresa permanecerá em 20%, que é a margem bruta média nos últimos cinco anos;
- US\$ 450 a US\$ 1.125 milhões em um cálculo de fluxo de caixa descontado, o que equivale a 4 a 11% do valor atual da empresa Carrefour Brasil (Figura 11) e de 4 a 11% de sua capitalização de mercado.

Figura 11: Cenários de impacto financeiro no Grupo Carrefour Brasil se a receita líquida diminuir em 2% e 5%

Fonte: Chain Reaction Research. Observação: Últimas duas linhas na tabela: Impacto no EV e valor de mercado do Carrefour global.

	2%	5%
Impacto da receita líquida (US\$ m)	315	788
Margem bruta (%)	20,4%	20,4%
Impacto da receita bruto (US\$ m)	64	161
Multiplicador (x) baseado no WACC 10%	7	7
Valor FCD (US\$ m)	450	1.125
Como % de		
Valor da empresa Carrefour Brasil	4,0%	10,1%
Cap. de mercado Carrefour Brasil	4,2%	10,5%
Valor da empresa Carrefour SA/França	1,4%	3,6%
Cap. de mercado Carrefour SA/França	2,9%	7,2%

Como os supermercados brasileiros e as lojas de atacado (cash & carry) são importantes para o Carrefour SA, a entidade francesa também pode sofrer impactos financeiros (veja a Figura 11, últimas duas linhas). Se o valor da reputação do Grupo Carrefour Brasil for afetado negativamente, haverá um efeito cascata para o Carrefour SA. O impacto de valor para o Valor da Empresa e Capitalização de mercado do Carrefour SA estaria na faixa de um a quatro por cento e três a sete por cento, respectivamente.

O risco de financiamento é baixo com a ausência de financiadores com políticas de desmatamento zero

O Carrefour SA detém 72 por cento das ações do Carrefour Brasil. As ações remanescentes são detidas pela Península e por outros investidores por meio do mercado de ações (Figura 12).

O magnata brasileiro Abilio Diniz tem participações de 8,9% e 7,6%, respectivamente, no Carrefour Brasil e no Carrefour SA. No Carrefour Brasil, o Fundo de Pensões do Governo do Banco Norueguês (Norges Bank) detém uma participação acionária de 0,4%. O Norges Bank tem uma política de evitar o desmatamento em suas atividades de investimento. O HSBC, que tem uma política de zero desmatamento e exploração de turfas (NDPE) apenas para óleo de palma, tem participação de 0,1% no Carrefour Brasil.

Acionista	País	% de ações
Carrefour SA	França	71.7%
Península FIP (Abilio Diniz)	Brasil	8.9%
Fundos Oppenheimer	EUA	5,4%
BlackRock	EUA	1,1%
Vanguard Group	EUA	0,6%
Norges Bank Government Pension Fund Global	Noruega	0,4%
Wells Fargo	EUA	0,3%
HSBC	Reino Unido	0,1%

Figura 12: Acionistas do Carrefour Brasil

Fonte: Bloomberg 29 de janeiro de 2019.

A entidade global Carrefour SA está com uma dívida bruta alta, principalmente em títulos. O Carrefour Brasil possuía uma posição de caixa líquido em 2017-18 que somou US\$ 394 milhões no final de 2018F (Figura 10). Por outro lado, o Carrefour SA/França tem uma posição de dívida líquida de US\$ 4,2 bilhões em 2018F, e as estimativas de consenso da Bloomberg apontam para US\$ 3,4 bilhões no final de 2019F.

Com base nas estimativas de consenso da Bloomberg, a relação dívida líquida/EBITDA do Carrefour SA está prevista em 0,79X em 2019F. A relação caiu nos últimos três anos com 1,4-1,6X em 2015-2017 (Fonte: Bloomberg).

Se o EBITDA do Carrefour Brasil for impactado por campanhas da sociedade civil/ do consumidor (ver cenários na Figura 11), o Carrefour SA/França poderá enfrentar um risco potencial de financiamento, uma vez que esta unidade tem uma posição de dívida líquida. Contudo, o impacto sobre a relação dívida líquida/EBITDA dessa unidade provavelmente seria mínimo. A razão aumentaria de 0.79X para 0.81X pro forma 2019E (Figura 13).

Figura 13: Impacto na relação dívida líquida/EBITDA do Carrefour SA se as receitas brasileiras caírem 2% e 5%

Fonte: Chain Reaction Research

Milhões US\$	0%	2%	5%
Impacto EBITDA 2019	0	-64	-161
EBITDA Pro forma 2019	4.303	4.259	4.162
Dívida líquida	3.386	3.386	3.386
Dívida líquida/EBITDA (x) pro forma	0,79	0,80	0,81

Dos detentores de títulos, o Deutsche Bank e o BNP Paribas têm políticas de meio ambiente, social e de governança (ESG) ligadas à atividades pecuárias.

- O Deutsche Bank (US\$ 114 milhões em títulos do Carrefour) diz que está comprometido em parar o desmatamento. O banco assinou a Declaração de Nova Iorque sobre Florestas e o Compact de Commodities Suaves.
- O BNP Paribas também endossou o “Soft Commodities Compact”, uma iniciativa conjunta supervisionada pelo Consumer Goods Forum e pela Iniciativa Banking Environment. Os signatários desta Iniciativa visam eliminar o desmatamento das cadeias de suprimento de matéria prima e derivados, o mais tardar até 2020. O BNP Paribas comprou US\$ 44 milhões em títulos.

Figura 14: Acionistas de Carrefour SA e Grupo Carrefour Brasil

Fonte: Bloomberg 29 Janeiro de 2019

	País	Montante US\$
Itaú	Brasil	267
Allianz SE	Alemanha	232
Credit Agricole Group	França	142
Grupo Banco do Brasil	Brasil	134
BlackRock	EUA	133
Union Investment Lux	Lux	115
Deutsche Bank	Alemanha	114
Dekabank	Alemanha	106
BNP Paribas	França	44

Ao combinar acionistas e detentores de títulos/dívidas, apenas uma pequena porcentagem do financiamento total possui políticas ESG sobre desmatamento. Em combinação com a relação dívida líquida/EBITDA, que é relativamente baixa (no Carrefour SA e até negativa para o Carrefour Brasil), o WACC (custo médio ponderado de capital) provavelmente não será afetado materialmente se os investidores reduzirem suas participações.

«Embora este relatório seja exibido em português, é uma tradução informal de um relatório original escrito em inglês. O texto em inglês é a versão oficial. Quaisquer diferenças ou discrepâncias entre a versão oficial e a tradução informal não são intencionais. A versão em português não deve ser usada por nenhum motivo, inclusive para fins de conformidade ou execução, e não deve criar nenhuma reivindicação legal ou causa de ação.»

Aviso legal:

Este relatório e as informações nele contidas são derivadas de fontes públicas selecionadas. O Chain Reaction Research é um projeto não incorporado de Aidenvironment, Climate Advisers e Profundo (individualmente e em conjunto chamados: os "Patrocinadores"). Os Patrocinadores acreditam que as informações contidas neste relatório provêm de fontes confiáveis, mas não garantem a precisão ou integridade desta informação, que está sujeita a alterações sem aviso prévio, e nada neste documento deve ser interpretado como tal garantia. As declarações refletem a opinião atual dos autores dos artigos relevantes ou características, e não necessariamente refletem a dos Patrocinadores. Os Patrocinadores renunciam a qualquer responsabilidade, conjunta ou separável, decorrente do uso deste documento e seus conteúdos. Nada neste documento deve constituir ou ser interpretado como uma oferta de instrumentos financeiros ou como conselho de investimento ou recomendações dos Patrocinadores de um investimento ou outra estratégia (por exemplo, quer "comprar", "vender" ou "manter" um investimento). Os funcionários dos Patrocinadores podem ocupar cargos nas empresas, projetos ou investimentos cobertos por este relatório. Nenhum aspecto deste relatório é baseado na consideração das circunstâncias individuais de um investidor ou potencial investidor. Você deve determinar por conta própria se você concorda com o conteúdo deste documento e com qualquer informação ou dados fornecidos pelos Patrocinadores.