

18 de janeiro de 2023



Shoppings e Propriedades de Renda – Perspectivas para 2023

Atualizando Estimativas e Preços-Alvo;
Nova Top Pick: Iguatemi

Shoppings e Propriedades de Renda – Perspectivas para 2023

Atualizando Estimativas e Preços-Alvo;
Nova *Top Pick*: Iguatemi

Fanny Oreng; Antonio Castrucci; Matheus Meloni

Continuamos a preferir shoppings dentro do setor imobiliário do Brasil: as ações das operadoras de *shopping centers* do Brasil estão sendo negociadas com um desconto P/AFFO de 12 meses à frente de 37% vs. a média histórica (desde IPO), de acordo com nossas estimativas. Atribuímos esse *valuation* excessivamente descontado não apenas à deterioração da curva de juros em meio a preocupações associadas à situação fiscal do Brasil, mas também à desaceleração esperada nas Vendas nas Mesmas Lojas (SSS) dos *shoppings* (já embutido em nossas estimativas) associado a um forte base de comparação ao longo de 2022 e um ambiente macro mais desafiador. Como consequência, os *spreads* das empresas para a NTN-B de 10 anos estão em patamares pandêmicos (2020).

Ressaltamos também que as receitas do setor de *shopping centers* no Brasil têm sido historicamente estáveis, apesar do desempenho (seja ele forte ou fraco) dos varejistas. Isso é particularmente verdadeiro para nomes com uma exposição do portfólio mais ampla a classes de renda mais altas e maior produtividade de vendas e, portanto, preferimos a Iguatemi, seguida de perto pela Multiplan. Além disso, parte dessa resiliência depende da capacidade dos operadores de *shopping centers* de criar um mix diversificado de lojistas. Acreditamos que o mix de lojistas será um fator importante para o SSS em 2023, pois alguns ativos devem se beneficiar de um *pipeline* mais robusto de filmes retornando aos cinemas, bem como o retorno contínuo dos funcionários ao escritório, o que também deve ajudar na recuperação dos *shoppings* que são mais dependentes do fluxo de clientes corporativos. Por fim, **estamos introduzindo a Iguatemi como a nova *Top Pick* do setor e atualizando as estimativas para todas as empresas sob nossa cobertura, conforme abaixo:**

Iguatemi (IGTI11); “Compra” (*Top Pick*); Preço-alvo: R\$ 30,00 (2023E)

Multiplan (MULT3); “Compra”; Preço-alvo: R\$ 32,00 (2023E)

Aliansce Sonae (ALSO3); “Compra”; Preço-alvo: R\$ 27,00 (2023E)

LOG CP (LOGG3); “Compra”; Preço-alvo: R\$ 22,00 (2023E)

Br Properties (BRPR3); “Manutenção”; Preço-alvo: R\$ 7,50 (2023E)

HBR Realty (HBRE3); “Manutenção”; Preço-alvo: R\$ 5,40 (2023E)

Este relatório é uma versão resumida, em português, do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 11/01/2023. Responsável pela tradução: Alice Corrêa.

Iguatemi (IGTI11)

Reiterando a Recomendação de “Compra” (Nova Top Pick);
Mantendo o Preço-Alvo de R\$ 30,00 (2023E)

Fanny Oreg; Antonio Castrucci; Matheus Meloni

Nova Top Pick – Valuation excessivamente descontado, em nossa opinião: Reiteramos nossa recomendação de “Compra” para Iguatemi, refletindo sua: (i) forte qualidade de ativos; (ii) ampla exposição a pessoas físicas de alta renda, segmento que tende a ser anticíclico em períodos de fraca atividade econômica; (iii) *valuation* atraente em termos absolutos e relativos ao título indexado à inflação de 10 anos (NTN-B); (iv) potencial para revisões altistas de lucros pelo consenso atreladas à aquisição da parte remanescente do JK Iguatemi; e (v) balanço sólido (Dívida Líquida/EBITDA de 1,7x para 2023E).

Ponto de entrada atraente: O AFFO *yield* de 12 meses à frente da Iguatemi está negociando a um *spread* de 400 bps para a NTN-B de 10 anos vs. a média histórica de apenas 100 bps. Em termos absolutos, as ações estão sendo negociadas a um *cap rate* implícito estimado de 15,4% em 2023 e 16,6% em 2024, apesar do portfólio da Iguatemi incluir três dos ativos mais produtivos do Brasil: Iguatemi SP, Iguatemi JK e Pátio Higienópolis. Para efeito de comparação, estimamos que no mercado privado os referidos ativos (participação Iguatemi) valeriam pelo menos R\$ 4,5 bilhões. Ou seja, o mercado está concedendo um valor total de apenas ~R\$ 900 milhões para o restante do portfólio da Iguatemi (~63% da receita total de locação).

O desconto de *valuation* mais do que compensa a percepção quanto ao risco de governança corporativa: a principal resistência que recebemos durante as discussões com investidores está relacionada à reestruturação corporativa da empresa em 2021. Embora entendamos as críticas dos investidores em relação à retirada da estrutura de “uma ação, um voto”, destacamos os esforços da empresa para mitigar quaisquer efeitos negativos dessa decisão, especificamente: (i) melhorar os esforços de comunicação por meio do aumento do tamanho de seu departamento de RI, bem como participação consistente em conferências de investidores; (ii) alterações estatutárias, como a aprovação de matérias como M&A, partes relacionadas e questões estatutárias que possam alterar os direitos de acionistas preferenciais (PN), estão sujeitas à aprovação dos mesmos; (iii) a criação de comitês de auditoria e de partes relacionadas formados exclusivamente por membros independentes; e (iv) composição da alta administração exclusivamente por executivos (sem membros fundadores da família).

As estimativas do AFFO aumentaram após a aquisição de participação adicional de 36% no JK Iguatemi: Nosso modelo atualizado incorpora os resultados do 3T22, a aquisição da participação de 36% no JK Iguatemi e os recursos do *follow-on* de setembro de 2022. Portanto, aumentamos nossas estimativas de forma geral. Como consequência, aumentamos nossas estimativas de AFFO para 2023 e 2024 em 21% e 8%, respectivamente.

Santander Equity Research

Shoppings e Propriedades de Renda
18 de janeiro de 2023

Compra

Preço-Alvo: R\$ 30,00

Desempenho de Preços (R\$)



Este relatório é uma versão resumida, em português, do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 11/01/2023. Responsável pela tradução: Alice Corrêa.

Santander
Corporate & Investment Banking

Iguatemi

Destques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2021–23E em Milhões (R\$)

	R\$		
	2021A	2022E	2023E
P&L Account			
Revenues	759	1,084	1,250
EBITDA	442	716	862
EBITDA YoY Change (%)	41.3	61.9	20.3
EBITDA as % of Revenue	58.3	66.1	68.9
EBIT	396	525	679
Net Financial Result	126	(603)	(228)
Associates	0	0	0
Taxes	(176)	121	(79)
Minorities	0	(4)	(6)
Net Profit	236	70	366
Adj Net Profit	303	415	549
YoY Change (%)	91.1	36.9	32.2
as % of Revenues	40.0	38.3	43.9
Cash Flow			
EBITDA	442	716	862
Lease Payments	0	0	0
Changes in Wkg. Capital	(65)	(31)	(3)
Capital Expenditures	(167)	(822)	(125)
Cash Financials	126	(603)	(228)
Cash Taxes	(53)	100	(79)
Free Cash Flow to Equity	282	(639)	427
Other Invest./Divest.)	0	0	0
Dividends	(50)	(31)	(146)
Capital Increases/Other	1,148	(604)	(3)
Change in Net Fin. Debt	(225)	(191)	(629)
Balance Sheet			
Cash and Equivalents	1,790	1,269	912
Current Assets	336	369	384
Goodwill	0	0	0
Non-Curr Assets (ex g'will)	5,012	5,798	5,748
Total Assets	7,138	7,436	7,044
Current Liabilities	417	954	186
Non-Current Liabilities	3,310	2,395	2,551
Minorities	11	13	13
Shareholders' Equity	3,400	4,075	4,294
Total Liabilities & Equity	7,138	7,436	7,044
Net Financial Debt	1,392	1,773	1,501
Other Ratios			
Dividend Payout (%)	21.2	43.8	40.0
ROCE (%)	4.7	(15.9)	9.6
EV/EBIT (x)	15.4	12.4	9.1
FCFF Yield (%)	2.3	9.6	10.5
P/BV (x)	1.4	1.2	1.1
NOI	695.3	893.5	1,055.1
FFO	500.3	198.0	548.9
FFO Mg(%)	57.7	18.8	43.9
AFFO	303.4	415.2	548.9
AFFO Mg(%)	35.0	39.5	43.9

Fontes: Dados da Companhia e Estimativas do Santander.

Multiplan (MULT3)

Mantendo o Preço-Alvo (2023E) de R\$ 32,00

Fanny Oreg; Antonio Castrucci; Matheus Meloni

Reiteramos nossa recomendação de “Compra”: A Multiplan é um dos nossos nomes preferidos em nosso universo de cobertura, dada a combinação de seu *valuation* atraente (tanto em bases absolutas quanto relativas) com risco de queda bastante limitado, apesar da deterioração esperada no ambiente macroeconômico, dado que a empresa já mostrou um histórico de resiliência de lucros.

Mantemos o preço-alvo de R\$ 32,00 (2023E) e estimativas praticamente inalteradas: Incorporamos os resultados do 3T22 em nosso modelo e deixamos nossas estimativas praticamente inalteradas, exceto para AFFO 2022E, pois agora esperamos menores despesas financeiras e imposto de renda, refletindo melhor alavancagem financeira e maiores benefícios fiscais explicados por maiores pagamentos de Juros sob Capital Próprio (JCP).

A Multiplan está atualmente negociando a um *valuation* descontado em qualquer métrica de acordo com a nossa análise. A ação está sendo negociada a um P/AFFO 2023E de 10,9x, representando 39% de desconto para os padrões históricos e implicando um *spread* de AFFO *yield* para a NTN-B de 280 bps, ante uma média histórica (desde o IPO) de apenas 60 bps (e -80 bps durante o segundo governo de Dilma). Além disso, apesar de deter um portfólio resiliente entre os operadores de *shopping centers*, as ações estão sendo negociadas a um *cap rate* excessivamente descontado de 12,2% para 2023 e 13,3% para 2024, embora, no mercado privado, o portfólio da Multiplan valeria entre 6,5-7,5%, segundo nossas estimativas.

...apesar da forte resiliência dos lucros: Atribuímos o fraco desempenho das ações da Multiplan e de seus pares não apenas à deterioração da curva de juros em meio a preocupações associadas à situação fiscal do Brasil, mas também à desaceleração esperada no SSS dos *shoppings* associada principalmente a um forte base de comparação ao longo de 2022. Nesse sentido, destacamos que 95% da receita de locação da Multiplan está associada ao aluguel mínimo, que historicamente tem se mostrado resiliente em períodos de desaceleração econômica. Assim como os operadores de *shopping centers* não se beneficiam na mesma magnitude que os varejistas quando as vendas crescem, eles não sofrem na mesma magnitude quando as vendas desaceleram. Além disso, os ativos da Multiplan são altamente ocupados, apresentando produtividade de vendas acima da média, o que confere à empresa maior poder de barganha com os varejistas independentemente do ambiente macro.

A reforma fiscal representa um risco negativo de médio prazo para as estimativas: a extinção do JCP sem redução da alíquota do imposto corporativo e da contribuição social

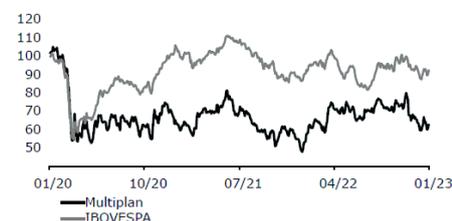
Santander Equity Research

Shoppings e Propriedades de Renda
18 de janeiro de 2023

Compra

Preço-Alvo: R\$ 32,00

Desempenho de Preços (R\$)



Este relatório é uma versão resumida, em português, do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 11/01/2023. Responsável pela tradução: Alice Corrêa.

 **Santander**
Corporate & Investment Banking

poderia impactar negativamente o AFFO 2023E da Multiplan em ~10%, representando um risco de médio prazo. Com base em discussões com a equipe de estratégia/consultores políticos do Santander, acreditamos que a reforma fiscal referente ao fim do JCP e tributação de dividendos só poderá ser discutida pelo governo em 2024.

Multiplan

Destques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2021–23E em Milhões (R\$)

	R\$		
	2021A	2022E	2023E
P&L Account			
Revenues	1,362	1,887	2,160
EBITDA	864	1,326	1,481
EBITDA YoY Change (%)	(8.4)	53.5	11.7
EBITDA as % of Revenue	63.4	70.3	68.6
EBIT	608	1,088	1,266
Net Financial Result	(114)	(247)	(190)
Associates	0	0	0
Taxes	(48)	(114)	(187)
Minorities	0	(0)	(0)
Net Profit	506	783	888
Adj Net Profit	735	1,021	1,154
YoY Change (%)	(30.3)	38.9	13.1
as % of Revenues	53.9	54.1	53.4
Cash Flow			
EBITDA	864	1,326	1,481
Lease Payments	0	0	0
Changes in Wkg. Capital	(42)	76	66
Capital Expenditures	(417)	(196)	(279)
Cash Financials	(114)	(247)	(190)
Cash Taxes	(48)	(114)	(187)
Free Cash Flow to Equity	243	844	890
Other Invest./Divest.	76	(89)	5
Dividends	(535)	(190)	(452)
Capital Increases/Other	14	18	0
Change in Net Fin. Debt	(111)	366	(529)
Balance Sheet			
Cash and Equivalents	783	1,549	1,462
Current Assets	767	797	862
Goodwill	0	0	0
Non-Curr Assets (ex g'will)	9,116	9,162	9,235
Total Assets	10,666	11,507	11,559
Current Liabilities	1,060	1,544	1,553
Non-Current Liabilities	3,243	3,380	2,987
Minorities	3	0	0
Shareholders' Equity	6,360	6,583	7,019
Total Liabilities & Equity	10,666	11,507	11,559
Net Financial Debt	2,240	1,911	1,369
Other Ratios			
Dividend Payout (%)	124.4	28.2	55.6
ROCE (%)	6.6	11.1	12.4
EV/EBIT (x)	4.7	13.5	11.2
FCFF Yield (%)	10.9	7.4	7.7
P/BV (x)	0.1	1.9	1.8
NOI	1,166.9	1,607.7	1,755.8
NOI Mg(%)	86.4	88.4	89.0
FFO	655.9	974.7	1,103.6
AFFO	734.7	1,020.6	1,153.9
AFFP Mg(%)	56.1	54.8	53.4

Fontes: Dados da Companhia e Estimativas do Santander.

Aliansce Sonae (ALSO3)

Introduzindo Estimativas após a Fusão;
Reduzindo o Preço-Alvo (2023E) de R\$ 30,00 para R\$ 27,00

Fanny Oreg; Antonio Castrucci; Matheus Meloni

Reduzindo o preço-alvo de R\$ 30,00 para R\$ 27,00 e reiterando a recomendação de "Compra": Reiteramos a recomendação de "Compra" para Aliansce Sonae (ALSO), com base em sua: (i) impressionante alocação de capital, com a aquisição da brMalls a um atraente *cap rate* implícito em 2023E de aprox. 12% e desinvestimentos bem-sucedidos de ativos mais frágeis; (ii) melhoria da qualidade da carteira face ao ponto acima referido; e (iii) *valuation* atraente em bases relativas e absolutas, com ALSO3 sendo negociado a P/AFFO de 10,3x e 6,3x para 2023E e 2024E, respectivamente. Além disso, a ALSO3 está sendo negociada com um *spread* de AFFO *yield* de 340 bps sobre a NTN-B de 10 anos vs. a média histórica de 200 bps (desde o IPO).

Apresentamos nossas estimativas após a fusão: Neste relatório, apresentamos nossas estimativas para a empresa resultante da fusão entre ALSO e brMalls (brMalls incorporada pela ALSO em 6 de janeiro). Até que mais detalhes sobre o momento das sinergias se materializem, prevemos que a empresa capture ~17% das sinergias anuais de R\$ 161 milhões em 2023 e ~50% em 2024, principalmente relacionadas a economias decorrentes da sobreposição de estruturas administrativas e corporativas. Também incluímos ~R\$ 235 milhões em custos relacionados a fusões e aquisições durante 2023, resultando em nossas estimativas AFFO de R\$ 985,9 milhões para 2023 e R\$ 1,6 bilhão para 2024.

Não apenas uma empresa maior, mas melhor: Acreditamos que a fusão com a brMalls também traz benefícios, pois é provável que: (i) melhore a resiliência geral do portfólio, pois aumenta sua exposição a ativos mais produtivos localizados em cidades com grande potencial de consumo como São Paulo e Rio de Janeiro; (ii) acelerar a estratégia de transformação digital da empresa devido à expertise em mídia da brMalls (via Helloo) e seu avançado programa de fidelidade, que melhora o conhecimento da empresa sobre o perfil dos clientes finais; e (iii) fortalecer o relacionamento com importantes lojistas nacionais e marcas nativas digitais — já que ambas as empresas atendem atualmente uma base de clientes similar e podem representar uma solução "fácil" para varejistas que buscam uma rápida expansão.

Cancelamento das ações da brMalls detidas pela ALSO podem agregar mais valor: Se o conselho de administração da ALSO decidir cancelar as ações da ALSO3 que a empresa receberá dada a participação de ~8,5% detida na brMalls, um valor adicional de ~5% poderá ser criado para seus acionistas, levando o P/AFFO 2023E e 2024E a níveis ainda mais atraentes de 9,6x e 5,9x, respectivamente, conforme nossos cálculos; o número total de ações para a pós-fusão também neste caso seria de ~563,8 milhões, de acordo com as nossas estimativas.

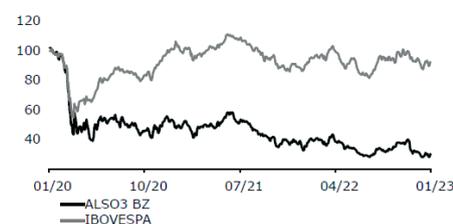
Santander Equity Research

Shoppings e Propriedades de Renda
18 de janeiro de 2023

Compra

Preço-Alvo: R\$ 27,00

Desempenho de Preços (R\$)



Aliance Sonae

Destques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2021–23E em Milhões (R\$)

	R\$		
	2021A	2022E	2023E
P&L Account			
Revenues	2,093	2,647	2,869
EBITDA	1,385	1,884	1,827
EBITDA YoY Change (%)	88.1	36.0	(3.0)
EBITDA as % of Revenue	66.2	71.2	63.7
EBIT	1,158	1,626	1,583
Net Financial Result	(430)	(621)	(569)
Associates	0	0	0
Taxes	(100)	(88)	(241)
Minorities	(24)	(39)	(31)
Net Profit	464	748	742
Adj Net Profit	772	1,052	986
YoY Change (%)	109.5	36.3	(6.3)
as % of Revenues	36.9	39.7	34.4
Cash Flow			
EBITDA	1,385	1,884	1,827
Lease Payments	0	0	0
Changes in Wkg. Capital	(105)	(6)	118
Capital Expenditures	(388)	(242)	(1,119)
Cash Financials	(430)	(621)	(569)
Cash Taxes	(100)	(88)	(241)
Free Cash Flow to Equity	362	928	17
Other Invest./Divest.)	(353)	(859)	62
Dividends	(88)	(170)	(297)
Capital Increases/Other	(247)	327	0
Change in Net Fin. Debt	477	(99)	249
Balance Sheet			
Cash and Equivalents	2,649	3,025	2,787
Current Assets	979	1,649	1,621
Goodwill	0	0	0
Non-Curr Assets (ex g'will)	26,116	25,064	25,962
Total Assets	29,744	29,737	30,370
Current Liabilities	1,356	1,656	1,875
Non-Current Liabilities	10,365	9,790	9,679
Minorities	478	122	122
Shareholders' Equity	17,544	18,169	18,694
Total Liabilities & Equity	29,744	29,737	30,370
Net Financial Debt	3,895	3,797	4,046
Other Ratios			
Dividend Payout (%)	18.9	22.7	40.0
ROCE (%)	3.4	5.2	4.3
EV/EBIT (x)	14.4	8.6	9.0
FCFF Yield (%)	4.7	11.1	4.1
P/BV (x)	0.7	0.6	0.5
NOI	1,740.3	2,271.7	2,457.1
NOI Mg(%)	83.2	85.8	85.7
FFO	659.6	1,000.7	985.9
AFFO	772.2	1,052.3	985.9
AFFO Mg(%)	36.9	39.7	34.4

Fontes: Dados da Companhia e Estimativas do Santander.

LOG CP (LOGG3)

Reduzindo o Preço-Alvo (2023E) de R\$ 30,00 para R\$ 22,00

Fanny Orenq; Antonio Castrucci; Matheus Meloni

Reiteramos a recomendação de “Compra” em função da forte demanda por projetos, principalmente de empresas que buscam espaços logísticos mais eficientes (*flight-to-quality*), bem como de operadoras de *e-commerce* que buscam expandir para além do Sudeste. Ainda assim, continuamos privilegiando as três operadoras de *shoppings* sob nossa cobertura (Iguatemi, Multiplan e Aliansce Sonae), graças ao que consideramos *valuations* atraentes.

Reduzimos o preço-alvo de R\$ 30,00 para R\$ 22,00: Atualizamos nosso modelo para incorporar os resultados do 3T22 e um aumento da estimativa de reciclagem de ativos – para 325 mil m² de ABL em 2023 e 200 mil em 2024 (vs. 220 mil e 150 mil, anteriormente). Consequentemente, reduzimos nossas estimativas de EBITDA ajustado para 2022 e 2023 em 16% e 11%, respectivamente. Além disso, também elevamos nosso WACC em 40 bps, para 11,7%, em função da menor liquidez das ações.

Flight-to-quality substitui e-commerce como principal driver de crescimento da LOG: Dada a escassez de ativos AAA no Brasil (apenas 15% da ABL total), os lojistas estão buscando ativamente uma melhor infraestrutura para aumentar a eficiência operacional, sendo a LOG o principal *player* que atende a essa demanda. De acordo com a administração, espera-se que o *flight-to-quality* represente cerca de 60% do crescimento da empresa daqui para frente.

Continuamos confiantes na estratégia de reciclagem da empresa apesar das taxas de juros mais altas: Acreditamos que a mais recente transação da LOG (a venda do Log Betim II e 40% do Parque Torino por R\$ 424 milhões) reforça a capacidade da empresa de reciclar parte de seu portfólio em períodos de taxas de juros mais altas, refletindo a demanda resiliente por ativos AAA não apenas de operadores de comércio eletrônico, mas também de outras indústrias (por exemplo, alimentos e bebidas). Consequentemente, estimamos que a LOG irá reciclar 325 mil m² de ABL em 2023 e 200 mil em 2024, vs. 220 mil e 150 mil, respectivamente, em nossas estimativas anteriores.

Oportunidades para gestão de passivos em 2023: O expressivo aumento da taxa Selic nos últimos dois anos afetou significativamente os resultados da empresa, já que 100% da dívida da LOG é indexada ao CDI. No entanto, acreditamos que em 2023 a LOG poderá ter boas oportunidades para buscar uma estratégia de gestão de passivos aprimorada. Segundo a administração, estão em andamento conversas com os bancos para trocar sua dívida atual em CDI+1,8% por uma dívida em CDI+1,4%, e acreditamos que o *rating* de alto nível da LOG deve suportar essa estratégia de gestão de passivo.

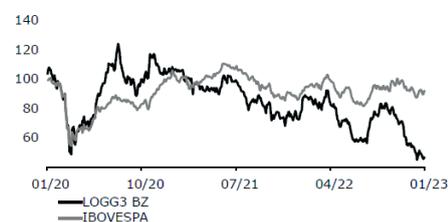
Santander Equity Research

Shoppings e Propriedades de Renda
18 de janeiro de 2023

Compra

Preço-Alvo: R\$ 22,00

Desempenho de Preços (R\$)



LOG CP

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2021–23E em Milhões (R\$)

	R\$		
	2021A	2022E	2023E
P&L Account			
Revenues	149	214	217
EBITDA	415	454	166
EBITDA YoY Change (%)	64.8	9.6	(63.5)
EBITDA as % of Revenue	277.5	212.5	76.6
EBIT	414	453	165
Net Financial Result	7	(70)	(86)
Associates	0	0	0
Taxes	(37)	(3)	7
Minorities	(14)	(15)	(3)
Net Profit	369	365	83
Adj Net Profit	106	365	83
YoY Change (%)	19.9	243.3	(77.4)
as % of Revenues	71.3	170.9	38.1
Cash Flow			
EBITDA	415	454	166
Lease Payments	0	0	0
Changes in Wkg. Capital	139	(51)	(0)
Capital Expenditures	(767)	(1,065)	(88)
Cash Financials	7	(70)	(86)
Cash Taxes	(37)	(3)	7
Free Cash Flow to Equity	(244)	(734)	(1)
Other Invest./Divest.)	0	0	0
Dividends	(33)	(94)	(21)
Capital Increases/Other	(108)	37	0
Change in Net Fin. Debt	467	511	(177)
Balance Sheet			
Cash and Equivalents	897	602	400
Current Assets	82	82	83
Goodwill	0	0	0
Non-Curr Assets (ex g'will)	4,182	5,369	5,456
Total Assets	5,160	6,053	5,938
Current Liabilities	511	429	451
Non-Current Liabilities	1,308	1,885	1,687
Minorities	29	84	84
Shareholders' Equity	3,312	3,654	3,716
Total Liabilities & Equity	5,160	6,053	5,938
Net Financial Debt	371	1,177	1,202
Other Ratios			
Dividend Payout (%)	9.0	25.6	25.0
ROCE (%)	11.1	10.6	3.7
EV/EBIT (x)	7.0	6.2	17.2
FCFF Yield (%)	7.6	0.2	5.0
P/BV (x)	0.8	0.4	0.4
NOI	147.2	210.7	213.4
FFO	384.1	381.8	87.2
FFO Mg(%)	257.1	178.5	40.2
AFFO	121.6	111.8	87.2
AFFO Mg(%)	81.4	52.3	40.2

Fontes: Dados da Companhia e Estimativas do Santander.

BR Properties (BRPR3)

Introduzindo o Preço-Alvo de R\$ 7,50 (2023E) vs. R\$ 9,00 (2022E)

Fanny Oreg; Antonio Castrucci; Matheus Meloni

Mantemos a recomendação de “Manutenção”, mas vemos a ação como uma opção interessante para investidores orientados por eventos: Mantemos a recomendação de “Manutenção” para BR Properties (BRPR), refletindo nossa preferência relativa por *shoppings*. No entanto, acreditamos que as medidas anunciadas recentemente pela empresa podem continuar gerando valor para os investidores nos próximos meses, caso sejam aprovadas pelos acionistas. Em 4 de janeiro, a BRPR divulgou fato relevante anunciando sua intenção de: (i) conceder aos acionistas R\$ 1,3 bilhão (dos R\$ 1,8 bilhão a serem recebidos da Brookfield em julho de 2023) via redução de capital; (ii) transferir o Passeio Corporate Tower para um fundo de investimento imobiliário (ou FII denominado BROF11) constituído com ativos da BRPR para emissão e distribuição aos cotistas no valor de R\$ 1,2 bilhão; e (iii) grupamento de ações na proporção de 40:1. A nosso ver, esses movimentos, que seguem o processo de desbloqueio de valor iniciado com a venda do portfólio de escritórios da BRPR para a Brookfield em maio de 2022, já eram esperados pelos investidores.

Apresentando o preço-alvo baseado em valor patrimonial líquido (VPL) de R\$ 7,50 (2023E): Após a conclusão do *deal* com a Brookfield, a BR Properties ficou com um portfólio menor, com dois terços de seu NOI vindo de um ativo (Passeio Corporate Tower no Rio de Janeiro) e um terceiro de algumas propriedades logísticas localizadas em São Paulo. Como consequência, até a aprovação formal da proposta da empresa em 4 de janeiro, estamos introduzindo um preço-alvo, baseado em VPL, de R\$ 7,50 para BR Properties (substituindo nosso preço-alvo, baseado em FCD, de R\$ 9,00 para 2022E), que é composto por: (i) o VPL de suas propriedades de ~R\$ 1,85 bilhão, ou R\$ 3,90 por ação; (ii) ~R\$ 1,75 bilhão de recebíveis líquidos associados à venda de ativos para a Brookfield, ou R\$ 3,70 por ação; (iii) caixa líquido estimado em R\$ 300 milhões, ou R\$ 0,60 por ação; e (iv) desconto de R\$ 0,70 por ação referente a 35% do total de provisões legais extrapatrimoniais relacionadas à WTorre.

Como será o futuro da BR Properties? Durante a teleconferência realizada pela empresa em 4 de janeiro de 2023, a equipe de gestão da BRPR enfatizou a intenção de deixar o portfólio logístico com a empresa, dado o forte potencial de *upside* nas expansões existentes e futuras dos ativos de Jarinú e Cajamar. O último pode significar riscos de alta para o nosso preço-alvo e estimativas.

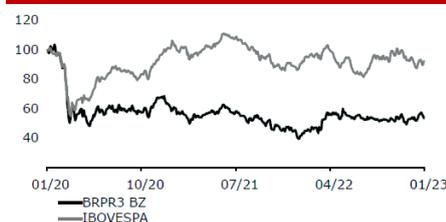
Santander Equity Research

Shoppings e Propriedades de Renda
18 de janeiro de 2023

Manutenção

Preço-Alvo: R\$ 7,50

Desempenho de Preços (R\$)



BR Properties

Destques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2021–23E em Milhões (R\$)

	R\$		
	2021A	2022E	2023E
P&L Account			
Revenues	326	299	138
EBITDA	220	172	90
EBITDA YoY Change (%)	1.2	(21.8)	(47.8)
EBITDA as % of Revenue	67.3	57.5	64.7
EBIT	180	(1,778)	88
Net Financial Result	(130)	(61)	193
Associates	0	0	0
Taxes	(19)	428	(59)
Minorities	0	0	0
Net Profit	32	(1,411)	222
Adj Net Profit	0	0	0
as % of Revenues	0.0	0.0	0.0
Cash Flow			
EBITDA	220	172	90
Lease Payments	0	0	0
Changes in Wkg. Capital	11	19	(2)
Capital Expenditures	(934)	7,243	1,833
Cash Financials	0	0	0
Cash Taxes	0	0	0
Free Cash Flow to Equity	(636)	8,950	1,921
Other Invest./Divest.)	236	(1,927)	1,767
Dividends	8	6	(1,850)
Capital Increases/Other	(272)	(2,640)	0
Change in Net Fin. Debt	631	(2,914)	0
Balance Sheet			
Cash and Equivalents	949	425	627
Current Assets	115	1,992	257
Goodwill	9,611	2,367	2,303
Non-Curr Assets (ex g'will)	609	338	338
Total Assets	11,284	5,122	3,525
Current Liabilities	683	303	334
Non-Current Liabilities	3,499	292	292
Minorities	0	0	0
Shareholders' Equity	7,102	4,528	2,899
Total Liabilities & Equity	11,284	5,122	3,525
Net Financial Debt	1,965	(425)	(627)
Other Ratios			
Dividend Payout (%)	23.8	(0.4)	(834.8)
ROCE (%)	1.3	(20.7)	2.2
EV/EBIT (x)	29.8	(1.4)	25.3
FCFF Yield (%)	(8.5)	19.7	80.7
P/BV (x)	0.5	0.6	1.0
NOI	272.1	253.6	119.4
FFO	30.3	(1,412.1)	220.2
FFO Mg(%)	9.3	(473.1)	159.0
AFFO	97.9	115.1	280.2
AFFO Mg(%)	20.7	24.3	59.1

Fontes: Dados da Companhia e Estimativas do Santander.

HBR Realty (HBRE3)

Reduzindo o Preço-Alvo (2023E) de R\$ 6,50 para R\$ 5,40

Fanny Oreg; Antonio Castrucci; Matheus Meloni

Mantendo nossa recomendação de “Manutenção” e reduzindo o preço-alvo (2023E) de R\$ 6,50 para R\$ 5,40: Mantemos nossa recomendação de “Manutenção” para HBR com base em seu balanço ainda fraco (Dívida Líquida/EBITDA de 2022E de 9,4x), o que provavelmente continuará a limitar o crescimento do *pipeline* de ABL da empresa, especialmente em um período prolongado de altas taxas de juros. Projetamos que a HBR exigirá *capex* de aproximadamente ~R\$ 710 milhões até 2027E, o que parece alto em comparação com a geração de caixa da empresa, pois o valor total representa 75% do EBITDA da empresa no período. Por fim, elevamos nosso WACC para 12,2% (vs. 11,9%) para dar conta de taxas de juros mais altas e menor liquidez das ações.

Aumentamos as estimativas de AFFO em função de melhores resultados financeiros: incorporamos os resultados do 3T22 e reduzimos o ritmo estimado de desenvolvimento e, portanto, a alavancagem financeira da HBR em nosso *valuation*. Como consequência, estamos aumentando nossas estimativas de AFFO em 35% e 16% para 2023E e 2024E em comparação com nossas estimativas anteriores.

Ainda otimista sobre o plano de crescimento da HBR... Continuamos confiantes com o plano de crescimento da administração para a ComVem (*strip malls* e *storefronts*), dado: (i) recuperação das vendas dos lojistas (vendas totais cresceram 126% no 3T22 vs. 3T21); e (ii) forte demanda por novos empreendimentos, que estão sendo entregues ~70% pré-locados. Como consequência, projetamos um CAGR de ABL 2021-25 de 28,8% para a ComVem. O segmento de *shoppings* também continua se beneficiando da melhora nas vendas (crescimento do SSS no 3T22 de 24% vs. 3T19) e boas taxas de ocupação de 97% e 98% no Mogi Shopping e Suzano Shopping, respectivamente, enquanto o Shopping Olinda continua amadurecendo. Além disso, a construção do 3A Pinheiros continua em andamento para ser entregue durante o 1T24, segundo a empresa.

...mas um balanço patrimonial mais forte é necessário para que a estratégia de crescimento seja totalmente implementada: Vemos a atual alavancagem da HBR como um fator limitante para seu plano de crescimento, dado o atual ambiente de taxas de juros. Embora não o incluamos em nossos números, a venda de ativos é a opção mais provável para fortalecer o balanço da empresa, já que a administração indicou sua intenção de alienar ativos *Built-to-Suit*, seu portfólio de hotéis e 3A Faria Lima. De acordo com nossos cálculos, se vendida a R\$ 35 mil por m² (em linha com transações semelhantes recentes), a participação da HBR na 3A Faria Lima poderia gerar receita líquida de ~R\$ 280 milhões e reduzir a alavancagem financeira de 2023E para 6,9x em relação à nossa estimativa atual de 9,1x. Além disso, a HBR anunciou recentemente o

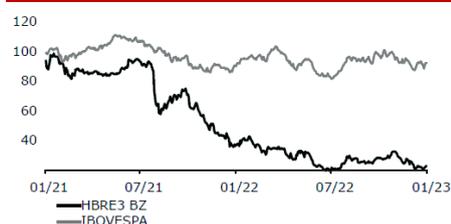
Santander Equity Research

Shoppings e Propriedades de Renda
18 de janeiro de 2023

Manutenção

Preço-Alvo: R\$ 5,40

Desempenho de Preços (R\$)



cancelamento de uma de suas torres corporativas (já contabilizadas em nossos números) — principalmente devido à atual queda no preço dos aluguéis na região (Nações Unidas) — com impacto positivo em seu balanço no curto prazo. A empresa também indicou a possibilidade de novos cancelamentos e/ou adiamentos de projetos.

HBR Realty

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2021–23E em Milhões (R\$)

	R\$		
	2021A	2022E	2023E
P&L Account			
Revenues	88	139	163
EBITDA	44	81	98
EBITDA YoY Change (%)	14.9	81.5	21.5
EBITDA as % of Revenue	50.6	57.9	60.2
EBIT	44	80	97
Net Financial Result	(99)	(69)	(80)
Associates	0	0	0
Taxes	(30)	(6)	(5)
Minorities	24	7	8
Net Profit	156	(7)	4
Adj Net Profit	(69)	(7)	4
YoY Change (%)	344.2	(89.3)	NM
as % of Revenues	(78.7)	(5.3)	2.4
Cash Flow			
EBITDA	44	81	98
Lease Payments	0	0	0
Changes in Wkg. Capital	(166)	205	23
Capital Expenditures	(496)	(452)	(164)
Cash Financials	(99)	(69)	(80)
Cash Taxes	(2)	(6)	(5)
Free Cash Flow to Equity	(719)	(241)	(127)
Other Invest./Divest.)	0	0	0
Dividends	0	0	0
Capital Increases/Other	985	53	0
Change in Net Fin. Debt	183	(1)	(103)
Balance Sheet			
Cash and Equivalents	494	310	70
Current Assets	73	112	128
Goodwill	0	0	0
Non-Curr Assets (ex g'will)	3,201	3,679	3,861
Total Assets	3,768	4,101	4,060
Current Liabilities	238	282	291
Non-Current Liabilities	1,179	1,406	1,354
Minorities	458	525	524
Shareholders' Equity	1,893	1,887	1,891
Total Liabilities & Equity	3,768	4,101	4,060
Net Financial Debt	574	758	894
Other Ratios			
Dividend Payout (%)	0.0	0.0	0.0
ROCE (%)	1.6	5.0	(12.1)
EV/EBIT (x)	33.8	15.4	14.1
FCFF Yield (%)	(39.4)	(31.1)	8.9
P/BV (x)	0.5	0.3	0.3
EqP Owned GLA (m2)	147,176.0	145,450.0	170,766.0
Avg. Owned GLA (m2)	141,195.0	146,017.5	161,832.0
Occupancy Rate (%)	90.8	91.1	91.3
NOI	73.9	116.9	136.5
AFFO	(63.4)	0.7	12.1

Fontes: Dados da Companhia e Estimativas do Santander.

Comunicado Importante

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

© 2023 Copyright Banco Santander (Brasil) S/A. Direitos Reservados

Este relatório é uma versão resumida, em português, do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 11/01/2023. Responsável pela tradução: Alice Corrêa.

 **Santander**
Corporate & Investment Banking