

Shopping Malls: A recuperação é uma realidade; É hora de comprar shoppings!

Perspectiva 2021: melhorando as estimativas para o setor agora que a recuperação está claramente em andamento

Em nosso relatório de julho "Momentum vs. valor", discutimos porque não estávamos tão positivos em shoppings, apesar do valuation atraente (naquela época, os aluguéis/inadimplência estavam pressionados e qualquer alívio parecia distante). Mas, nos últimos meses, os shoppings melhoraram muito (a vacância não cresceu muito e as vendas estão aumentando a cada semana) e uma vacina eficaz contra Covid-19 agora é uma possibilidade real. Com uma recuperação do setor em andamento e um valuation atraente, estamos, portanto, mais positivos no setor.

Os shoppings sobreviveram a um grande "teste de estresse" e mantiveram sólidas taxas de ocupação

Ninguém jamais poderia imaginar que os shoppings enfrentariam tal desafio. No Brasil, vários shoppings ficaram fechados por 3 meses e ainda enfrentam algumas restrições. O cenário impactou muito os shoppings e varejistas, mas reconhecemos que os shoppings sobreviveram "quase" intactos: (i) a vacância aumentou apenas ~220 bps (o que achamos incrível, considerando todos os aspectos); e (ii) alguns shoppings já estão cobrando ~ 100% dos aluguéis do ano passado, o que é muito, visto que algumas restrições ainda estão em vigor.

Valuation atraente, com um bom spread de 340 bps vs. taxas reais

Apesar dos shoppings sobreviverem e "ressurgirem" com operações saudáveis, ainda não acreditamos que os valuations reflitam sua condição. As ações tiveram um desempenho muito inferior (-31% no acumulado do ano vs. enquanto o índice Ibovespa está estável) e o valuation é bastante atraente: (i) P/FFO médio de 17x para 2021, sob premissas muito conservadoras (recuperação apenas em 2022); e (ii) spread de 340 bps sobre as taxas de juros locais (acima da média histórica). Então, é hora de comprar shoppings!

Atualizando o setor e trocando preferências: ALSO3 é nossa nova Top Pick

Uma perspectiva melhor e um valuation atraente nos deixam mais otimistas sobre o setor. Estamos atualizando BR Malls e Iguatemi para Compra (de Neutro) e rebaixando a Multiplan para Neutro - MULT3 foi nossa Top Pick por um tempo e uma ótima opção, pois tem tido o melhor desempenho desde então. Mas o valuation é menos atraente em relação aos pares agora. A nossa nova Top Pick é a Aliance Sonae, uma vez que é de longe a ação mais barata (14,5x P/FFO 2021E) e tem indicadores operacionais sólidos (semelhantes aos dos pares).

BTG Pactual – EquityResearch:

Gustavo Cambauva

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Elvis Credendio

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Antonio Martins

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

Analise.Acoes@btgpactual.com

Figura 1: Shoppings do Brasil – Cobertura BTG Pactual

Empresa	Rating	Último	Preço	Upside	IRR	P/FFO	
		Preço	Alvo	12m	Implícito	2021E	2022E
BR Malls	Compra	10,79	14,00	30%	7,2%	15,6x	13,0x
Multiplan	Neutro	25,95	31,00	19%	6,4%	20,6x	17,4x
Iguatemi	Compra	40,10	51,00	27%	7,2%	16,3x	14,2x
Aliansce Sonae	Compra	29,81	41,00	38%	8,1%	14,5x	11,8x

Fonte: Bloomberg e BTG Pactual | IRR = TIR

A recuperação (e a vacina) são uma realidade; Hora de comprar Shoppings!

Após um ano péssimo para os shoppings (o setor foi abalado pela Covid-19 do ponto de vista operacional e nos preços das ações) agora estamos mais otimistas. Conforme destacado em nosso relatório de julho "Momentum versus valor", pensamos que os shoppings não tinham muitos gatilhos naquela época, apesar de achar o valuation atraente.

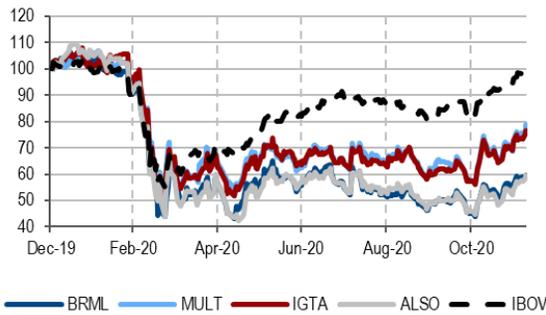
Acertamos em nossa avaliação (os shoppings estão entre os piores desempenhos do Ibovespa), pois suas vendas ainda estão abaixo dos níveis pré-Covid e a vacância aumentou. Mas o setor agora é uma tese de "momentum e valor", uma vez que o valuation continua barato (múltiplos e DCF) e está ganhando momentum (a probabilidade de uma vacina é muito maior e as vendas estão se recuperando a cada semana).

Portanto, agora temos uma visão mais positiva sobre o setor de shopping centers e acreditamos que os investidores devem aumentar sua exposição, uma vez que o potencial de queda parece muito limitado (os shoppings estão negociando perto ou abaixo dos custos de reposição) e o potencial de valorização pode ser enorme em um cenário onde as vendas dos shoppings retornam para níveis pré-Covid (muito provável de acontecer). Ainda temos premissas conservadoras (normalização apenas em 2022), mas ainda encontramos muito valor.

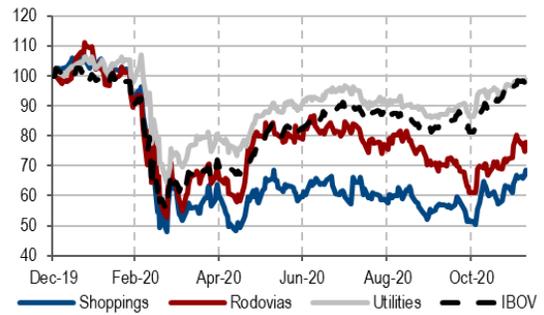
Os shoppings tiveram um desempenho muito abaixo do mercado desde o início da Covid-19

Embora já tenhamos 100% dos shoppings abertos no Brasil (mesmo com algumas restrições), as ações ainda não se recuperaram da forte queda desde fevereiro. No acumulado do ano, os shoppings caíram 31% (em média), apresentando desempenho muito abaixo do Ibovespa (que está estável). Mais importante, os shoppings não estão apenas entre os de pior desempenho, eles também estão atrasados em relação a outras "ações de rendimentos", como serviços básicos (*utilities*) e rodovias com pedágios.

Obviamente, os shoppings foram duramente atingidos pelo lockdown, ficando fechados por três meses. As pessoas ainda estão realizando o distanciamento social e os shoppings ainda enfrentam várias restrições – menores horas de funcionamento, capacidade limitada etc. Mas a performance negativa agora parece exagerada, como discutimos no relatório, uma vez que parece que o pior já passou (as vendas estão se recuperando) e o valuation parece atraente (potencial de queda muito limitado).

Figura 2: Performance dos Shoppings foi fraca


Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Figura 3: Performance pior que o do Ibovespa e de empresas de "yield"


Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Valuation muito atrativo nesse momento!

Após o desempenho bem abaixo do mercado, consideramos o valuation bastante atrativo. Conforme mostrado nos gráficos abaixo, os múltiplos do setor estão próximos aos mínimos históricos e, mais importante, o spread das taxas de capitalização (cap rates) ou rendimento do FFO vs. as taxas de juros locais estão perto dos máximos para as empresas (mesmo assumindo estimativas conservadoras para uma recuperação de aluguéis e ocupação). Portanto, acreditamos que os investidores estão excessivamente pessimistas em relação aos shoppings.

Figura 4: Shoppings brasileiros – Tabela comparativa

Métricas Valuation		BRML3	MULT3	IGTA3	ALSO3
Cap rate (NOI/EV)	2019	9,5%	6,7%	7,8%	9,5%
Cap rate (NOI/EV)	2020E	5,6%	5,8%	8,4%	6,8%
Cap rate (NOI/EV)	2021E	8,0%	6,5%	7,8%	9,1%
Cap rate (NOI/EV)	2022E	9,4%	7,8%	8,8%	10,4%
EV/EBITDA	2019	12,2x	18,2x	14,0x	12,1x
EV/EBITDA	2020E	22,2x	11,8x	16,5x	16,6x
EV/EBITDA	2021E	14,5x	17,3x	14,5x	11,8x
EV/EBITDA	2022E	11,9x	14,0x	11,8x	9,7x
P/FFO	2019	13,3x	22,4x	19,1x	17,7x
P/FFO	2020E	33,9x	26,3x	21,3x	20,8x
P/FFO	2021E	15,6x	20,6x	16,3x	14,5x
P/FFO	2022E	13,0x	17,4x	14,2x	11,8x
IRR Real		7,2%	6,4%	7,2%	8,1%

Fonte: Bloomberg e BTG Pactual | IRR = TIR

Figura 5: P/FFO histórico projetado para 2 anos (média do setor)



Fonte: Bloomberg, empresas e BTG Pactual

Figura 6: Spread histórico do yield FFO vs. NTN-B (média do setor)



Fonte: Bloomberg, empresas e BTG Pactual

Figura 7: Taxa de capitalização histórica projetado para 2 anos (média do setor)



Fonte: Bloomberg, empresas e BTG Pactual

Figura 8: Spread histórico da Taxa de capitalização vs NTN-B (média do setor)

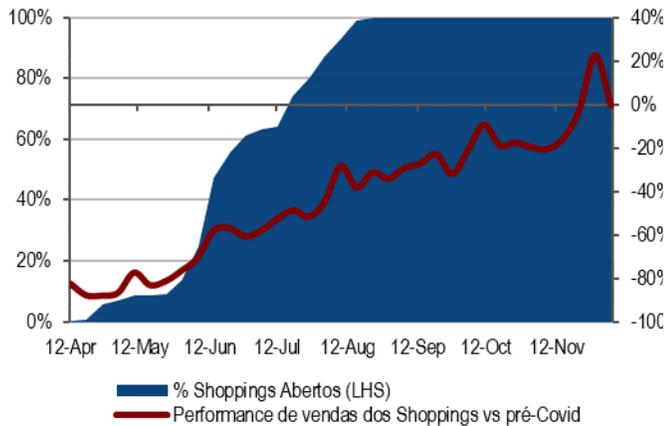


Fonte: Bloomberg, empresas e BTG Pactual

... e os shoppings estão recuperando

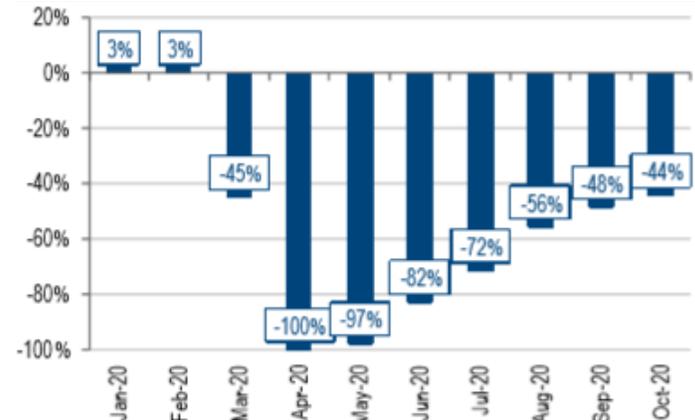
De acordo com o Índice de Varejo Amplo (ICVA) da Cielo, as vendas dos shoppings vêm se recuperando a cada mês desde o lockdown até hoje, 100% dos shoppings estão abertos, mas muitos ainda enfrentam algumas restrições (por exemplo, em São Paulo, os shoppings podem ficar abertos por 10 horas/dia vs. 12 pré-Covid). O tráfego de pessoas também está se recuperando, mas está bem abaixo dos níveis pré-Covid (veja abaixo).

Figura 9: Vendas nos Shoppings (Cielo - ICVA) estão se recuperando...



Fonte: Cielo, Abrasce, BTG Pactual

Figura 10: ... assim como o tráfego de clientes (que ainda está um pouco defasado)

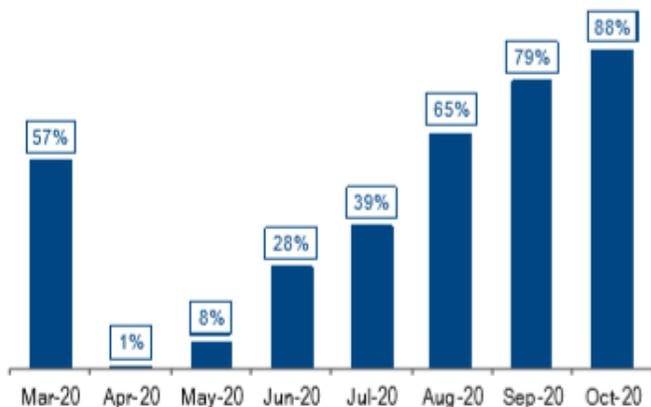


Fonte: Iflux e BTG Pactual

Olhando para as empresas listadas, a história é muito semelhante. De acordo com os resultados trimestrais das empresas, as vendas começaram o 3T em um nível muito fraco (quando o horário de abertura dos shoppings ainda era muito baixo), mas se recuperaram de forma consistente depois que as restrições foram suspensas. Em outubro, as vendas das empresas listadas caíram "apenas" 10% -15% a/a (contra queda de 55% em julho). São notícias positivas, quando considerado tudo, e melhores do que esperávamos, pois imaginávamos que uma recuperação demoraria mais.

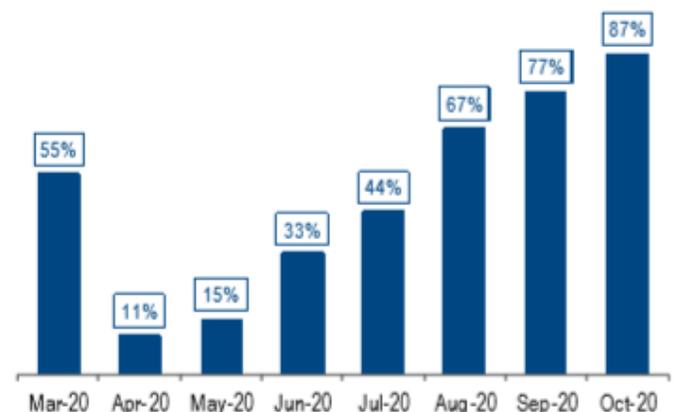
Muitos investidores temem todos os impactos que o e-commerce pode ter nos shoppings. Mas depois de um grande teste de estresse (quando a Covid-19 levou a maioria dos shoppings a fechar), o fato de as vendas dos shoppings estarem apenas ~ 15% abaixo dos níveis pré-Covid (apesar das restrições em várias operações - cinemas fechados ou funcionando parcialmente, academias/restaurantes com capacidade restrita, menor horário de funcionamento, etc.) mostra que os hábitos de consumo não mudaram de verdade.

Figura 11: Os horários de funcionamento dos shoppings têm aumentado desde o lockdown...



Fonte: Empresas e BTG Pactual

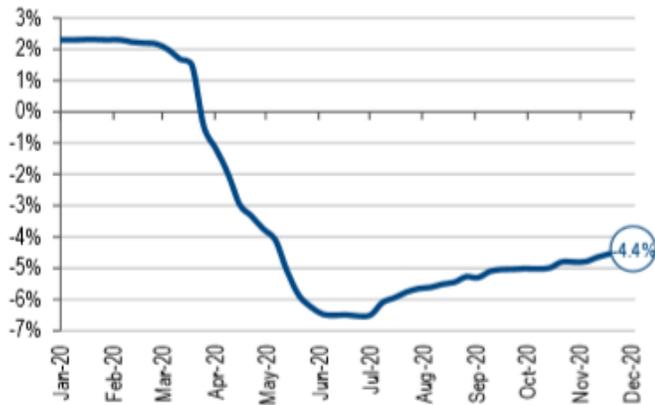
Figura 12: ... e as vendas estão se recuperando de acordo



Fonte: Empresas e BTG Pactual

As expectativas do PIB também não são tão ruins quanto o previsto (o mercado esperava um declínio mais forte do PIB em 2020, que não se materializou). E parece que uma recuperação está em curso: (i) a confiança do consumidor está aumentando, uma vez que estamos começando a ter algumas restrições removidas; e (ii) as expectativas de PIB para o próximo ano também são melhores. Se uma vacina se tornar uma realidade, essas tendências positivas para as vendas no varejo podem ser aceleradas.

Figura 13: Expectativa do PIB



Fonte: Banco Central e BTG Pactual

Figura 14: Confiança dos consumidores



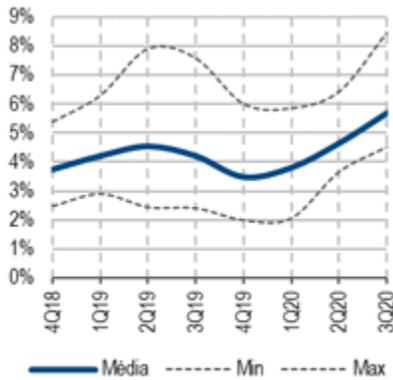
Fonte: CNI e BTG Pactual

Shopping centers conseguiram manter altos níveis de ocupação

Apesar do caos enfrentado pelo setor nos últimos meses (mesmo que imaginássemos um duro “teste de estresse” para shoppings, nunca poderíamos conceber um cenário em que os shoppings fechassem por ~ 3 meses), acreditamos que os shoppings 'ressurgiram' com as finanças e operações saudáveis. Conforme demonstrado a seguir, a maioria dos indicadores operacionais são sólidos (baixa vacância, inadimplência sob controle, custo de ocupação decente, sólida recuperação das vendas etc.).

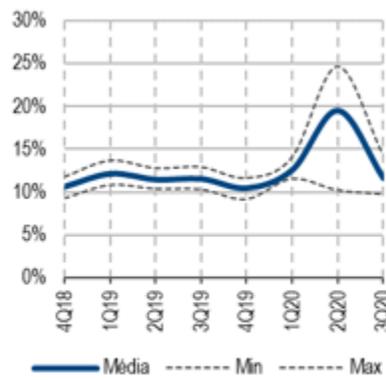
Em média, vimos um aumento de 220 bps na vacância dos shoppings (que consideramos baixa, tudo considerado). Também projetamos outro aumento de vacância no 1T21 - historicamente, os varejistas que não estão com um desempenho muito bom tendem a fechar suas lojas após as vendas de Natal (as sumimos de forma conservadora que no 1T21 esse movimento pode ser ainda mais forte, já que vários varejistas podem estar em uma situação difícil após 2020, então a mortalidade pode ser maior).

Figura 15: Taxa de vacância (%) - 4T18-3T20



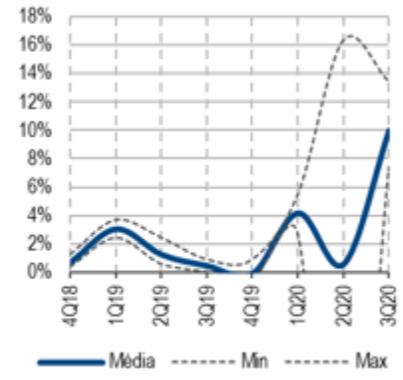
Fonte: Empresas e BTG Pactual

Figura 16: Custo de ocupação (%) das vendas dos inquilinos



Fonte: Empresas e BTG Pactual

Figura 17: Taxa de inadimplência (%)

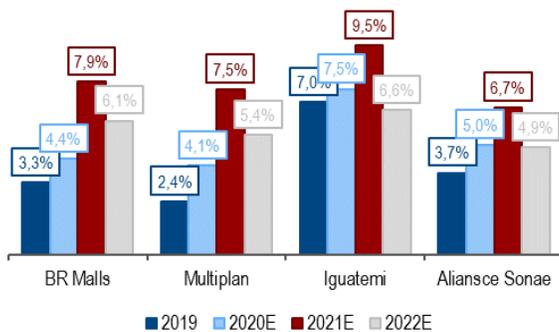


Fonte: Empresas e BTG Pactual

Reverendo nossas estimativas

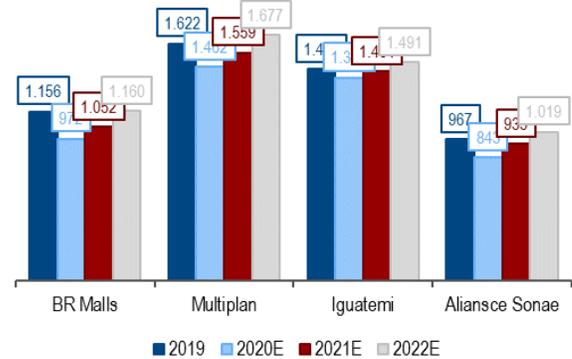
Estamos revisando nossos modelos de resultados e valuation para as quatro empresas puras de shopping centers que cobrimos (Aliansce Sonae, BR Malls, Iguatemi e Multiplan). Mantemos uma visão conservadora de recuperação de aluguéis, tráfego de pedestres (estacionamento), taxa de ocupação e capex (acreditamos que diversos investimentos em greenfields/expansões serão postergados e M&A devem ficar fora de questão por um tempo). Conforme mostrado abaixo, acreditamos que a “normalização” talvez só aconteça em 2022E.

Figura 18: Vacância dos Shoppings (%)



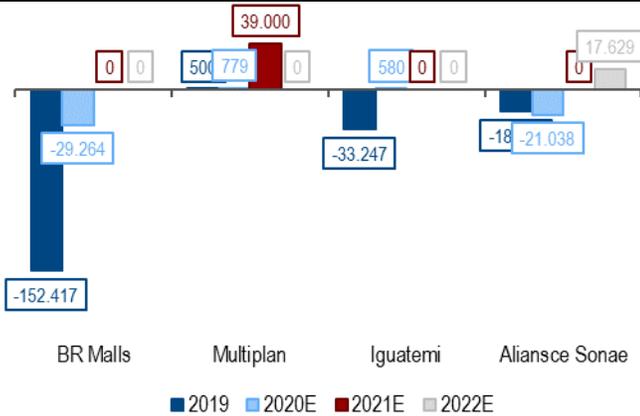
Fonte: Empresas e BTG Pactual

Figura 19: Aluguel por m² dos Shoppings (em R\$)



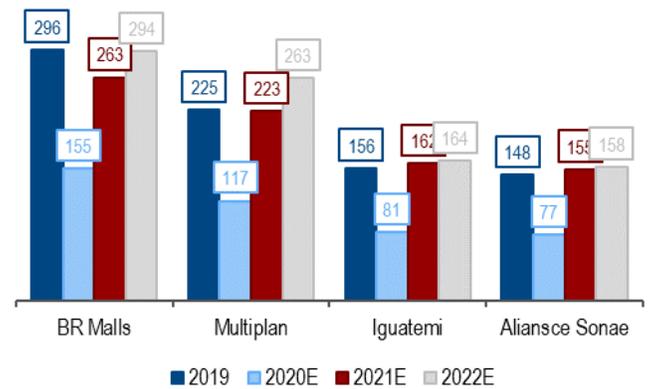
Fonte: Empresas e BTG Pactual

Figura 20: Shoppings - Adição de área locável (em m²)



Fonte: Empresas e BTG Pactual

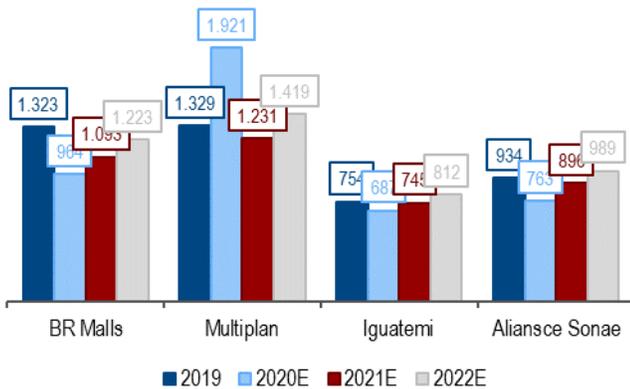
Figura 21: Shoppings – Receitas de estacionamento (R\$ mi)



Fonte: Empresas e BTG Pactual

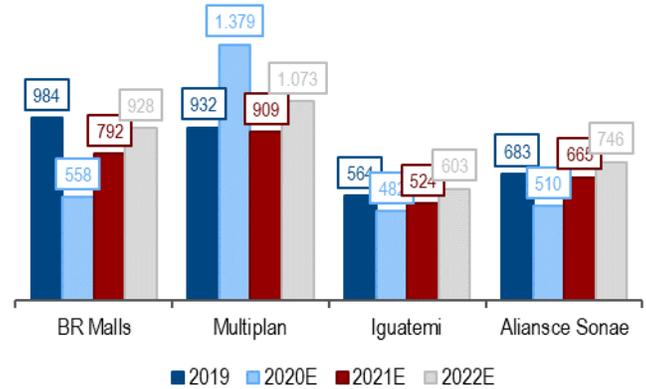
Com premissas mais conservadoras, projetamos uma fraca receita líquida e crescimento do Ebitda ajustado para as empresas em nossa cobertura. Em média, esperamos que a receita de 2022E fique apenas 3% acima de 2019 (apesar da inflação muito alta no período - o IGP-M subiu 25% nos últimos 12 meses). Em termos de Ebitda ajustado, esperamos alta de 6%.

Figura 22: Shoppings – Receitas 2019-2022E (R\$ mi)



Fonte: Empresas e BTG Pactual

Figura 23: Shoppings – EBITDA ajustado 2019-2022E (R\$ mi)



Fonte: Empresas e BTG Pactual

Estamos, portanto, revisando nosso modelo de resultados e valuation, no cenário acima mencionado. Conforme mostrado abaixo, estamos fazendo alguns pequenos ajustes em nossas estimativas para 2021E e 2022E (acreditamos que nossos modelos anteriores já incorporaram um cenário mais desafiador). Em poucas palavras, estamos cortando nossas receitas em 4% para 2021E e 2022E, enquanto nossas projeções de FFO estão sendo reduzidas em 3% em 2021E e 2022E. Por favor, veja mais detalhes nas páginas 11 a 17.

Figura 24: Shoppings Brasileiros – Maiores mudanças em nossas estimativas (R\$ mi, exceto quando especificado de outra forma) – 2021E

	Receita Líquida			EBITDA Ajustado			FFO/ação		
	Novo	Antigo	Mudança %	Novo	Antigo	Mudança %	Novo	Antigo	Mudança %
BR Malls	1.092,5	1.178,8	-7%	791,6	872,5	-9%	0,68	0,75	-9%
Multiplan	1.231,4	1.316,8	-6%	909,3	953,5	-5%	1,22	1,30	-6%
Iguatemi	745,1	749,8	-1%	524,2	522,5	0%	2,35	2,34	0%
Aliansce	896,2	920,4	-3%	664,7	663,1	0%	1,97	1,90	4%

Fonte: Empresas e BTG Pactual

Para os investidores que estão mais conservadores agora, também sinalizamos que as empresas não têm uma alavancagem muito alta e as taxas de juros estão mais baixas. Obviamente, se olharmos para o Ebitda 2020, a alavancagem parece alta (já que o Ebitda sofreu muito), mas olhando para a Dívida Líquida/Ebitda 2021E a alavancagem parece confortável. Em um cenário de taxas de juro mais elevadas, a Aliansce Sonae também parece mais defensiva (menor alavancagem e menos exposta a taxas flutuantes).

Figura 25: Aliansce Sonae está menos exposta ao CDI e tem uma alavancagem menor que a média

	BR Malls	Multiplan	Iguatemi	Aliansce Sonae
TR (taxa de referência)	16,0%	21,5%	15,8%	22,8%
Fixa	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Inflação + Índices de Preço	11,4%	7,0%	2,6%	14,9%
CDI	72,7%	71,5%	81,6%	62,3%
Caixa (R\$mi)	930,2	1.836,4	1.166,3	1.307,0
Dívida Bruta (R\$mi)	3.395,1	3.810,5	2.948,3	2.040,3
Dívida Líquida (R\$mi)	2.464,9	1.974,0	1.782,1	733,3
EBITDA Ajustado 2021E (R\$mi)	791,6	909,3	524,2	664,7
Dívida Líquida/EBITDA	3,1x	2,2x	3,4x	1,1x

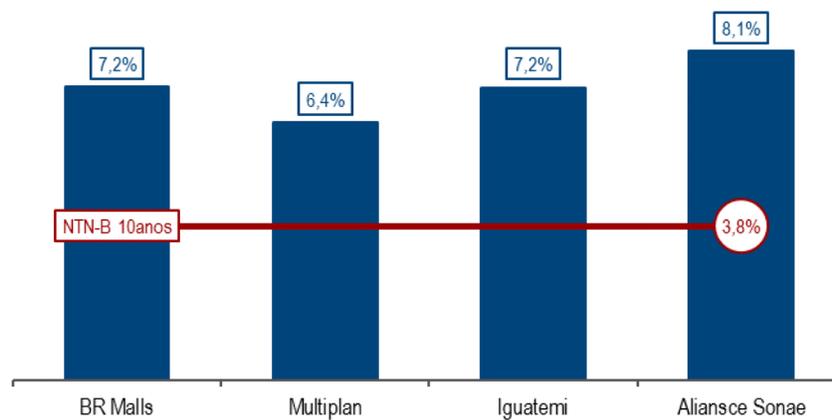
Fonte: Empresas e BTG Pactual

De acordo com nossas novas projeções, vemos as ações sendo negociadas em múltiplos de valuation atrativos (na Figura 26 abaixo, apresentamos alguns índices de valuation). Conforme destacamos neste relatório, acreditamos que levará algum tempo para ver uma normalização das receitas e do tráfego de pedestres (uma vacina pode ser um grande gatilho), que esperamos se concretizar apenas em 2022E. As empresas conseguiram reduzir o CPV/Desp. Vendas, Gerais & Adm, enquanto as taxas de juros mais baixas também mitigam os impactos no lucro líquido.

Figura 26: Shoppings Brasileiros – Múltiplos de valuation selecionados

Métricas Valuation		BRML3	MULT3	IGTA3	ALSO3
Cap rate (NOI/EV)	2019	9,5%	6,7%	7,8%	9,5%
Cap rate (NOI/EV)	2020E	5,6%	5,8%	8,4%	6,8%
Cap rate (NOI/EV)	2021E	8,0%	6,5%	7,8%	9,1%
Cap rate (NOI/EV)	2022E	9,4%	7,8%	8,8%	10,4%
EV/EBITDA	2019	12,2x	18,2x	14,0x	12,1x
EV/EBITDA	2020E	22,2x	11,8x	16,5x	16,6x
EV/EBITDA	2021E	14,5x	17,3x	14,5x	11,8x
EV/EBITDA	2022E	11,9x	14,0x	11,8x	9,7x
P/FFO	2019	13,3x	22,4x	19,1x	17,7x
P/FFO	2020E	33,9x	26,3x	21,3x	20,8x
P/FFO	2021E	15,6x	20,6x	16,3x	14,5x
P/FFO	2022E	13,0x	17,4x	14,2x	11,8x
IRR Real		7,2%	6,4%	7,2%	8,1%

Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Figura 27: Shoppings Brasileiros – TIR real implícita


Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Aliansce Sonae (Rating de Compra; Preço-alvo de R\$ 41/ação)

Acreditamos que oferece o melhor risco/retorno entre os shoppings que cobrimos, tornando a ALSO3 nossa Top Pick. Após uma grande liquidação (ALSO3 caiu 41% no acumulado do ano) e uma desempenho inferior em relação aos concorrentes (MULT caiu 21%, IGTA 24% e BRML 40%), achamos que a ação parece muito atraente.

A empresa divulgou números operacionais semelhantes aos de seus pares nos momentos mais difíceis da Covid-19 e está se recuperando em um ritmo semelhante agora. A Aliansce Sonae também apresenta a menor alavancagem entre os pares e está menos exposta ao CDI, mitigando os riscos de subidas desta taxa. Portanto, estamos mais positivos na ação.

Na Figura 28 abaixo, apresentamos as nossas estimativas para a Aliansce Sonae, que são a base do nosso modelo de valuation. Estamos definindo nossa novo preço-alvo projetado de 12 meses em R\$ 41/ação (38% de potencial de valorização) e um rating de Compra no ALSO3. Nosso preço-alvo é baseado em um modelo DCF, usando um custo de capital próprio (K_e) de 11,7% e crescimento na perpetuidade (g) de 5,0%, tanto em termos nominais quanto em moeda local.

Figura 28: Aliansce Sonae – Demonstração de Resultados detalhada (R\$ milhões, salvo indicação ao contrário)

DRE	2019	2020E	2021E	2022E
Receita Bruta	1.023.444	808.156	965.269	1.064.560
Impostos e Deduções	-89.242	-45.054	-69.083	-75.807
Receita Líquida	934.202	763.102	896.186	988.753
Custos Operacionais	-241.975	-306.236	-285.925	-293.885
Resultado Bruto	692.227	456.867	610.260	694.868
Despesas Operacionais	-337.351	-83.127	-119.468	-123.387
EBIT	354.876	373.740	490.792	571.481
EBITDA	683.104	510.266	664.736	745.953
Resultado Financeiro Líquido	-182.467	-73.172	-47.977	-46.178
Receitas Financeiras	57.271	39.231	47.321	89.945
Despesas Financeiras	-239.738	-112.403	-95.298	-136.124
Resultado Não Operacional	0	0	0	0
EBT	172.409	300.568	442.815	525.303
Imposto de Renda/ Contrib. Social	-88.091	-65.519	-95.013	-89.301
Participação de minoritários	0	0	0	0
Lucro Líquido	84.317	235.049	347.803	436.001
FFO	412.546	371.575	521.747	610.473
Margem EBITDA	73,1%	66,9%	74,2%	75,4%
Margem FFO	44,2%	48,7%	58,2%	61,7%
LPA	0,344	0,886	1,313	1,646
FFO por ação	1,684	1,401	1,970	2,305

Fonte: Empresa e BTG Pactual

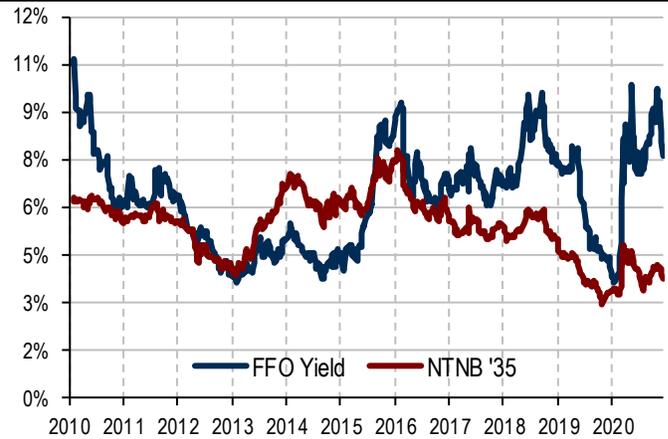
De acordo com nossas estimativas, as ações da Aliansce Sonae estão sendo negociadas a 14,5x P/FFO 2021E e EV/Ebitda de 11,8x para 2021E, o que consideramos atraente. Mais importante, vemos a ação rendendo uma TIR real de 8,1%, que é um bom spread de 430 bps sobre as taxas reais de longo prazo no Brasil.

Figura 29: Aliansce Sonae – P/FFO histórico de 2 anos proj.



Fonte: Bloomberg, Empresa, BTG Pactual

Figura 30: Aliansce Sonae – FFO yield vs. NTN-B



Fonte: Bloomberg, Empresa, BTG Pactual

Figura 31: Aliansce Sonae – cap rate histórico de 2 anos proj.



Fonte: Bloomberg, Empresa, BTG Pactual

Figura 32: Aliansce Sonae – EV / Ebitda histórico de 2 anos proj.



Fonte: Bloomberg, Empresa, BTG Pactual

BR Malls (Rating de compra; Preço-alvo de R\$ 14/ação)

Estamos atualizando BR Malls para Compra (de Neutro), pois acreditamos que o desempenho inferior recente (a ação caiu 40% no acumulado do ano vs. 28% da média dos pares) tornou o valuation mais atraente. Além disso, achamos que o portfólio da BR Malls melhorou muito após a venda de ativos não essenciais (tornando-o mais defensivo em meio a todos os problemas) e a empresa tem sido capaz de atrair inquilinos para seu portfólio.

Apesar dos resultados mais fracos no 2T e 3T (PDD mais alto gerou uma deterioração maior na margem Ebitda), acreditamos que a empresa está sendo mais conservadora no provisionamento, o que pode melhorar uma vez que o cenário se normalize. Acreditamos também que a BR Malls tem uma boa estratégia de vendas online (principalmente por meio de seus investimentos em "Delivery Center"), que também está ganhando força, mas não está precificada na ação.

Na Figura 33 abaixo, apresentamos nossas novas projeções para a BR Malls, que são a base de nosso modelo de resultados e valuation. Estamos definindo nosso novo preço-alvo projetado de 12 meses em R\$ 14/ação (oferecendo 30% de potencial de valorização) e atualizando a BRML3 para Compra (de Neutro, anteriormente). Nosso preço-alvo é baseado em DCF, utilizando um custo de capital próprio (Ke) de 11,7% e crescimento na perpetuidade (g) de 5,0%, ambos em Reais nominais.

Figura 33: BR Malls - Demonstração de Resultados detalhada (R\$ milhões, salvo indicação ao contrário)

DRE	2019	2020E	2021E	2022E
Receita Bruta	1.444.986	1.032.227	1.186.880	1.328.352
Impostos e Deduções	(122.276)	(68.651)	(94.363)	(105.748)
Receita Líquida	1.322.710	963.576	1.092.516	1.222.604
Custos Operacionais	(170.941)	(238.132)	(156.632)	(143.188)
Resultado Bruto	1.151.769	725.444	935.885	1.079.415
Despesas Operacionais	(195.358)	(135.899)	(178.125)	(184.883)
EBIT	956.411	589.545	757.760	894.533
EBITDA	983.798	557.890	791.552	928.325
Resultado Financeiro Líquido	(209.376)	(181.194)	(116.860)	(141.552)
Receitas Financeiras	80.918	34.529	43.457	88.782
Despesas Financeiras	(290.294)	(215.724)	(160.317)	(230.335)
Resultado Não Operacional	581.506	(629.940)	0	0
EBT	1.335.001	(261.815)	640.900	752.980
Imposto de Renda/ Contrib. Social	(39.614)	(83.016)	(77.734)	(86.863)
Participação de minoritários	(48.982)	(26.500)	(23.776)	(26.191)
Lucro Líquido	1.246.405	(371.332)	539.390	639.927
FFO	685.826	267.178	573.182	673.719
Margem EBITDA	74,4%	57,9%	72,5%	75,9%
Margem FFO	51,9%	27,7%	52,5%	55,1%
LPA	1,478	(0,440)	0,639	0,758
FFO por ação	0,813	0,317	0,679	0,799

Fonte: Empresa e BTG Pactual

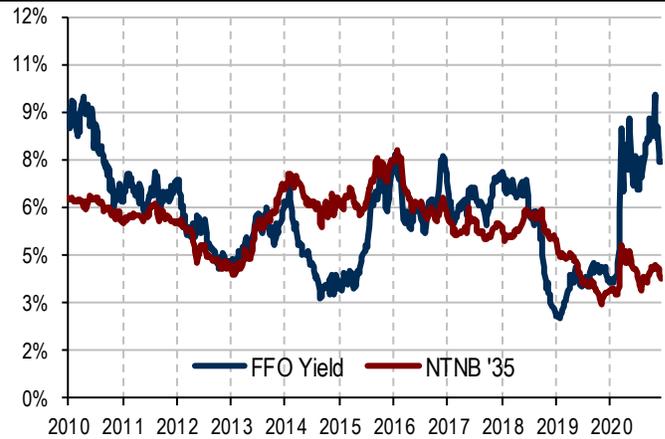
De acordo com nossas estimativas, as ações da BR Malls estão sendo negociadas a 15,6x P/FFO para 2021E e 13,0x P/FFO para 2022E, significativamente abaixo dos níveis históricos. A preços atuais, vemos a ação rendendo uma sólida TIR de 7,2%, que é um bom spread de 340 bps sobre as taxas de juros de referência.

Figura 34: BR Malls - P/FFO histórico de 2 anos proj.



Fonte: Bloomberg, Empresa, BTG Pactual

Figura 35: BR Malls – FFO yield vs. NTN-B



Fonte: Bloomberg, Empresa, BTG Pactual

Figura 36: BR Malls - cap rate histórico de 2 anos proj.



Fonte: Bloomberg, Empresa, BTG Pactual

Figura 37: BR Malls - EV / Ebitda histórico de 2 anos proj.



Fonte: Bloomberg, Empresa, BTG Pactual

Iguatemi (Rating de Compra; Preço-alvo de R\$ 51/ação)

Estamos atualizando as ações da Iguatemi para Compra (de Neutro), pois acreditamos que a empresa detém um portfólio de shopping centers de alto padrão (ativos dominantes voltados para consumidores AAA), o que é defensivo em qualquer cenário. Também achamos o valuation atrativo (as ações não refletem sua carteira premium, pois estão sendo negociadas abaixo do custo de reposição).

Além disso, pensamos que: (i) o Iguatemi tem um portfólio de shoppings muito forte, principalmente concentrado em SP (onde as vendas de marcas internacionais e artigos de luxo têm sido extremamente sólidas - já que as famílias não estão viajando agora e o Real desvalorizado, elas estão consumindo mais no Brasil); e (ii) a empresa conseguiu aumentar o recebimento de aluguel acima dos pares no 3T, levando-nos a aumentar nossas estimativas para 2020E).

Na Figura 38 abaixo, apresentamos um resumo de nossas estimativas de resultado para a Iguatemi, que são a base de nosso modelo de valuation. Estamos estabelecendo nosso novo preço-alvo projetado de 12 meses em R\$ 51/ação (27% de potencial de valorização) e atualizando IGTA3 para Compra (de Neutro). Nosso preço-alvo é baseado em um DCF, assumindo um custo de capital próprio (Ke) de 11,6% e crescimento na perpetuidade (g) de 5,0%, ambos em Reais nominais.

Figura 38: Iguatemi - Demonstração de Resultados detalhada (R\$ milhões, salvo indicação ao contrário)

DRE	2019	2020E	2021E	2022E
Receita Bruta	861.528	908.982	855.963	908.644
Impostos e Deduções	(107.258)	(221.552)	(110.887)	(96.816)
Receita Líquida	754.270	687.431	745.075	811.829
Custos Operacionais	(252.174)	(263.503)	(297.646)	(300.541)
Resultado Bruto	502.096	423.928	447.429	511.288
Despesas Operacionais	(67.625)	(90.213)	(94.213)	(98.261)
EBIT	434.471	333.715	353.217	413.027
EBITDA	563.682	482.229	524.152	602.524
Resultado Financeiro Líquido	(107.331)	(83.435)	(67.167)	(97.109)
Receitas Financeiras	58.290	47.332	42.066	76.790
Despesas Financeiras	(165.621)	(130.767)	(109.233)	(173.898)
Resultado Não Operacional	67.254	0	0	0
EBT	395.583	251.491	286.050	315.919
Imposto de Renda/ Contrib. Social	(81.266)	(71.907)	(41.753)	(49.198)
Participação de minoritários	(4.172)	(1.038)	(1.041)	(1.087)
Lucro Líquido	310.145	178.545	243.255	265.633
FFO	370.913	325.848	414.191	455.130
Margem EBITDA	74,7%	70,1%	70,3%	74,2%
Margem FFO	49,2%	47,4%	55,6%	56,1%
LPA	1,759	1,014	1,381	1,508
FFO por ação	2,104	1,850	2,352	2,584

Fonte: Empresa e BTG Pactual

Com base nas projeções acima, vemos as ações da Iguatemi sendo negociadas a 16,3x P/FFO para 2021E e um cap rate de 7,8% para 2021E, que consideramos muito atraente em vista de seu portfólio premium. Também calculamos que as ações estão sendo negociadas com uma TIR real implícita de 7,2%, que é um spread decente de 340 bps sobre as taxas de juros reais do Brasil.

Figura 39: Iguatemi - P/FFO histórico de 2 anos proj.



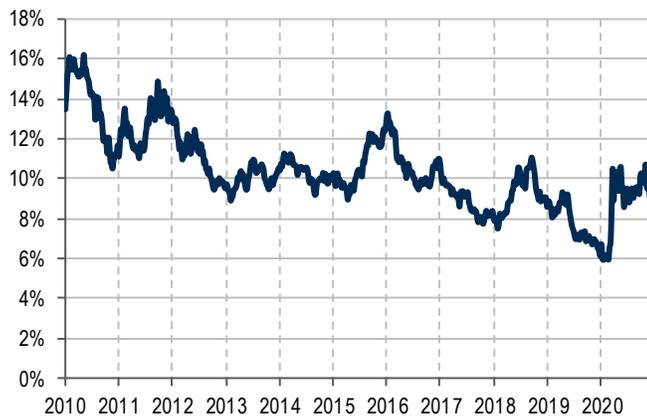
Fonte: Bloomberg, Empresa, BTG Pactual

Figura 40: Iguatemi – FFO yield vs. NTN-B



Fonte: Bloomberg, Empresa, BTG Pactual

Figura 41: Iguatemi - cap rate histórico de 2 anos proj.



Fonte: Bloomberg, Empresa, BTG Pactual

Figura 42: Iguatemi - EV / Ebitda histórico de 2 anos proj.



Fonte: Bloomberg, Empresa, BTG Pactual

Multiplan (Rating Neutro; Preço-alvo de R\$ 31/ação)

Estamos rebaixando a Multiplan para Neutro (de Compra). A Multiplan tem sido nossa Top Pick no setor há muito tempo e realmente funcionou muito bem - tem tido o melhor desempenho do setor, mesmo antes da Covid-19 (no acumulado do ano, a ação caiu 21% em relação aos pares 35%, em média). A performance superior tornou o valuation menos atraente, em nossa opinião, com as ações negociando com um prêmio alto para os pares.

Acreditamos que os fundamentos da tese de investimento da Multiplan permanecem intactos (portfólio dominante e gestão de alto nível ainda devem gerar bons retornos), mas outras ações agora parecem mais atraentes. Além disso, a Multiplan pode ter mais dificuldade para arrendar seu greenfield (Jacarepaguá) em um cenário mais difícil, e as expansões que tínhamos em nosso modelo foram todas postergadas.

Conforme mostrado abaixo (consulte a Figura 43), apresentamos um resumo de nossas principais estimativas para a Multiplan. Estamos definindo nossa novo preço-alvo projetado de 12 meses em R\$ 31/ação (potencial de valorização de 19%), mas rebaixando a MULT3 para Neutro (de Compra). Nosso preço-alvo é derivado de um modelo de DCF, com um custo de capital próprio (Ke) de 11,2% e crescimento na perpetuidade (g) de 5,0%, tanto em termos nominais quanto em moeda local.

Figura 43: Multiplan - Demonstração de Resultados detalhada (R\$ milhões, salvo indicação ao contrário)

DRE	2019	2020E	2021E	2022E
Receita Bruta	1.460.194	2.015.884	1.353.179	1.560.197
Impostos e Deduções	(131.388)	(95.057)	(121.739)	(141.658)
Receita Líquida	1.328.806	1.920.827	1.231.439	1.418.539
Custos Operacionais	(369.208)	(610.711)	(371.629)	(396.347)
Resultado Bruto	959.598	1.310.116	859.810	1.022.191
Despesas Operacionais	(246.205)	(102.072)	(177.051)	(184.275)
EBIT	713.393	1.208.045	682.759	837.917
EBITDA	932.136	1.378.692	909.322	1.072.798
Resultado Financeiro Líquido	(148.332)	(88.876)	(80.564)	(87.220)
Receitas Financeiras	76.403	65.652	61.800	117.035
Despesas Financeiras	(224.735)	(154.527)	(142.364)	(204.255)
Resultado Não Operacional	0	(27.178)	0	0
EBT	561.007	1.081.250	602.195	750.697
Imposto de Renda/ Contrib. Social	(91.810)	(129.430)	(102.100)	(149.949)
Participação de minoritários	1.803	227	285	307
Lucro Líquido	471.000	952.047	500.380	601.055
FFO	693.505	579.694	726.942	835.936
Margem EBITDA	70,1%	71,8%	73,8%	75,6%
Margem FFO	52,3%	52,3%	59,0%	58,9%
LPA	0,785	1,594	0,839	1,008
FFO por ação	1,156	0,971	1,219	1,401

Fonte: Empresa e BTG Pactual

De acordo com nossas projeções, as ações da Multiplan estão sendo negociadas a 20,6x P/FFO 2021E e 17,4x P/FFO 2022E, um prêmio de 34% para os pares (que é garantido, em um portfólio melhor, mas parece excessivo). As ações também estão sendo negociadas a uma TIR real implícita de 6,4%, 260bps acima das taxas de juros reais de longo prazo.

Figura 44: Multiplan - P/FFO histórico de 2 anos proj.



Fonte: Bloomberg, Empresa, BTG Pactual

Figura 45: Multiplan – FFO yield vs. NTN-B



Fonte: Bloomberg, Empresa, BTG Pactual

Figura 46: Multiplan - cap rate histórico de 2 anos projetado



Fonte: Bloomberg, Empresa, BTG Pactual

Figura 47: Multiplan - EV / Ebitda histórico de 2 anos proj.



Fonte: Bloomberg, Empresa, BTG Pactual

Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTG Pactual Digital

- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

Disclaimer Global

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual digital não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual digital não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual digital e os seus clientes. O BTG Pactual digital ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

Certificação dos analistas: Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas, conforme o caso. ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx