

JHSF (JHSF3): Player de nicho focado em imóveis de luxo; Compra!

Iniciando cobertura com rating de Compra e preço-alvo de R\$ 11/ação

Iniciamos a cobertura da JHSF, empresa imobiliária com atuação em diversos segmentos (residencial, shoppings, hotéis, restaurantes e aeroporto executivo), mas com um ponto em comum: é voltada para pessoas de renda “*ultra-high*” (muito alta) em todos os segmentos por meio de um conglomerado que oferece soluções para um público de “apenas” ~180.000 famílias no Brasil, mas com enorme potencial de gastos, fazendo da JHSF um “player de nicho” (com produtos desejados) que está crescendo com forte lucratividade (“valor da marca”).

Shoppings/Hotéis/Gastronomia/Aeroporto sofreram com a Covid-19, mas estão melhorando...

Seus negócios de “receita recorrente” estão todos sofrendo com a Covid-19, com menor tráfego de pessoas em seus aeroportos, hotéis, shoppings e restaurantes. Mas as coisas melhoraram nos últimos meses, com as autoridades retirando as restrições, e a JHSF tendo ativos dominantes (marcas conhecidas para clientes AAA). A empresa também tem um grande portfólio de novos empreendimentos que oferecem retornos sólidos - uma vez que o banco de terrenos já foi comprado a termos atraentes, o capex marginal (construção) vs. NOI (*Net operating income*) marginal (aluguéis) garantirá um “rendimento sobre o custo” de dois dígitos para essas propriedades.

...e seu negócio de incorporação está indo muito bem

A Covid-19 também mudou o panorama do negócio residencial da JHSF, mas nesse caso para melhor, com mais gente querendo comprar uma 2ª casa (no interior), que sempre foi domínio da JHSF (Fazenda Boa Vista e Village registraram vendas recordes no 2T). A JHSF está adquirindo mais terrenos para desenvolver outros projetos de segunda residência (Fazenda Boa Vista II) e apartamentos de luxo em São Paulo (Fasano Cidade Jardim e Real Parque). E com a Selic em baixa recorde, a JHSF também vai surfar o momentum do setor imobiliário.

Player único no segmento de luxo; Iniciando a cobertura com um rating de Compra (47% de potencial de valorização)

A JHSF é uma empresa imobiliária ímpar. Ao contrário de seus pares voltados para o produto, a companhia é voltada para o cliente e tem sido capaz de entrar em negócios diferentes que oferecem aos seus clientes super ricos uma proposta de grande valor. Assim, iniciamos a cobertura com um rating de Compra e um preço-alvo de R\$ 11,00/ação (potencial de valorização de 47%), devido a: (i) rentabilidade acima da média (margens maiores e cobranças mais

BTG Pactual – Equity Research:

Gustavo Cambauva

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Elvis Credendio

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

JHSF Part (JHSF3)

Data	09/09/2020
Ticker	JHSF3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	11,0
Preço (R\$)	7,5
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

Market Cap. (RS mn)	5.14148
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	55,38

Valuation:

	2020E	2021E
P/L	15,2x	18,0x
EV/EBITDA	18,9x	13,1x

Stock Performance:

Setembro (%)	5,5%
LTM (%)	92,0%



rápidas); e (ii) valuation atrativo (nossa abordagem de Soma das Partes também avalia a ação em R\$ 11/ação, puramente com base em projetos já em desenvolvimento).

Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
RolC (EBIT) %	3,8	5,0	6,6	9,2	12,5
EV/EBITDA	13,5	25,0	18,9	13,1	9,1
P/L	5,5	13,2	15,2	18,0	10,9
Dividend Yield %	0,0	0,0	1,1	1,5	4,3

Resumo Financeiro (US\$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	486	637	765	1.313	1.790
EBITDA	149	199	303	501	777
Lucro Líquido	182	322	309	265	437
LPA (R\$)	0,35	0,54	0,46	0,39	0,64
DPA líquido (R\$)	0,00	0,00	0,08	0,11	0,30
Dívida Líquida/Caixa	-957	-669	-972	-1.712	-2.205

Fonte: Relatórios da empresa, Bovespa, estimativas do BTG Pactual S.A. / Valuations: com base no último preço das ações do ano; (E) com base no preço das ações de R\$ 6,96, em 10 de setembro de 2020.

Índice

Índice	3
Sumário Executivo	4
Tese de investimento	5
Pontos Positivos	5
Riscos de investimento	10
Rating de Compra com preço-alvo R\$ 11/ação	13
Abordagem de Soma das Partes	14
Aprofundando-se nos Negócios de Incorporação	15
Residencial	16
Shopping centers	21
Hotéis e restaurantes	26
Negócio aeroportuário	27
Visão geral da empresa	29
Breve história da empresa	29
Estrutura acionária	30
Gestão e Conselho de Administração	31

Sumário Executivo

Estamos restabelecendo a cobertura da JHSF, uma incorporadora e holding imobiliária com um longo histórico em imóveis de luxo (consumidores de alta renda). Desenvolve empreendimentos residenciais de alto padrão (1ª e 2ª residências), possui portfólio de shoppings, opera hotéis e restaurantes de luxo (marca Fasano) e administra um aeroporto executivo (jatos particulares).

Acreditamos que as perspectivas para o negócio de residências da JHSF são muito positivas, visto que as taxas de hipotecas estão baixas e a acessibilidade é muito favorável para os compradores de casas, enquanto as medidas de distanciamento social (Covid-19) tornaram as famílias cada vez mais interessadas nas 1ª e 2ª casas da JHSF, que oferecem melhor qualidade de vida. Consequentemente, as vendas foram fortes no 2T20, em R\$ 340 milhões (3,5x acima do volume médio de vendas do 1T19-1T20)

Como os estoques da JHSF estão caindo, a empresa tem um grande e excelente banco de terrenos (calculamos ~R\$ 15 bilhões de valor potencial de vendas) para aumentar os lançamentos nos próximos anos. Muitos desses empreendimentos são *brownfields* de projetos de sucesso, enquanto outros fazem parte de complexos multiuso - em geral, semelhantes ao que a empresa vem fazendo historicamente e com margens extremamente elevadas.

Desnecessário dizer que os retornos dos empreendimentos da JHSF são muito altos (estimamos que este negócio separadamente poderia atingir ROEs de ~18%), mas acreditamos que o mercado está ignorando o crescimento e os altos retornos deste negócio - se valorizarmos os shoppings, os hotéis e restaurantes, e o aeroporto da JHSF usando parâmetros de mercado, vemos os empreendimentos residenciais precificados em 0,4x P/BV (em comparação a uma média de 1,9x P/BV para construtoras de renda média/alta).

Sim, concordamos que o curto prazo para shoppings é difícil (surto do Covid-19), pois as vendas dos shoppings podem demorar mais para se recuperar e a taxa de mortalidade dos varejistas provavelmente aumentará, traduzindo-se em taxas de vacância mais altas. Estimamos que o portfólio da JHSF tem cerca de 80% do NOI oriundo de shoppings dominantes (Shopping Cidade Jardim e Catarina Fashion Outlet), que são defensivos e mais produtivos (maiores vendas/m²).

Assim, restabelecemos a cobertura com um rating de Compra e um preço-alvo projetado de 12 meses de R\$ 11,00/ação (47% de potencial de valorização). Nossa visão positiva sobre a JHSF reflete principalmente: (i) boas perspectivas para as vendas de suas casas de luxo + landbank (banco de terrenos grande/premium; (ii) portfólio premium de shoppings + bom pipeline de expansões/greenfields; (iii) ramp-up decente de suas operações gastronômicas, hoteleiras e aeroportuárias e (iv) valuation atrativo.

A JHSF é uma holding que atua nos segmentos: residencial, shoppings, hotéis e aeroportos.

Perspectivas bastante positivas para a venda de 1ª e 2ª casa, e a JHSF já está surfando nesse cenário.

A JHSF tem um grande estoque de terrenos para crescer lançamentos daqui para frente, todos com margens de 40-70%!

O mercado está precificando o negócio de incorporação em 0,4x P/BV, ignorando seus retornos potenciais.

O curto prazo para shoppings é difícil, mas a JHSF tem um portfólio dominante (= resiliência).

Restabelecimento da cobertura com Compra e preço-alvo de R\$ 11/ação (potencial de valorização de 47%).

Figura 1: Resumo de nossas estimativas e múltiplos de valuation (R\$ milhões, a menos que indicado de outra forma)

DRE	2019	2020E	2021E	2022E
Receita Líquida	636.789	765.089	1.312.567	1.789.824
EBITDA	198.404	302.444	500.702	776.576
Lucro Líquido	322.231	308.889	265.319	437.179
FFO	45.652	205.931	292.443	464.303
P/BV	1,6x	1,3x	1,2x	1,2x
EV/EBITDA	28,6x	19,9x	13,5x	9,4x
P/FFO	104,5x	23,2x	16,3x	10,3x

Fonte: Bloomberg, JHSF e BTG Pactual

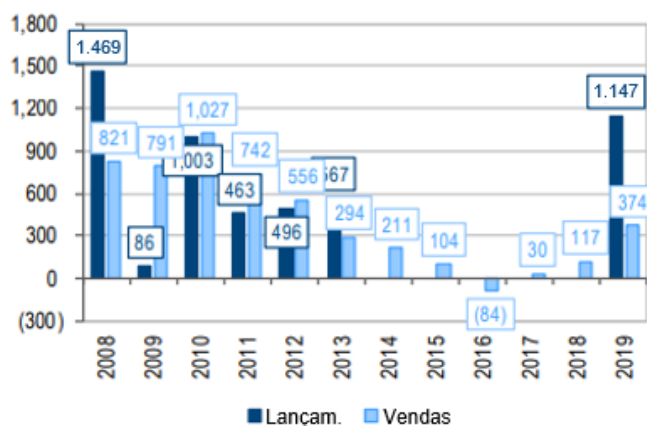
Tese de Investimento

Pontos Positivos

Crescendo no negócio de Incorporação novamente

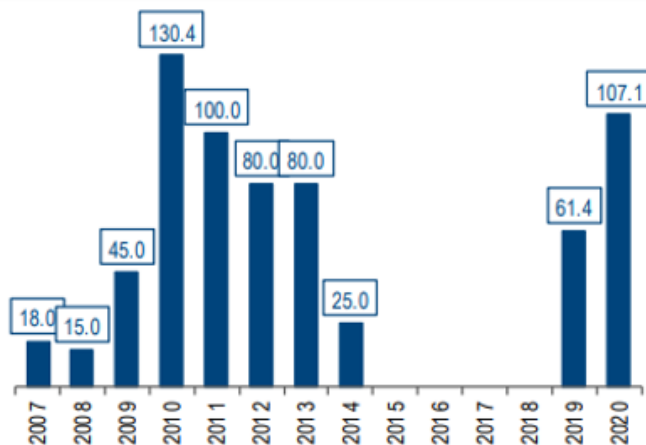
O negócio imobiliário da JHSF viveu seus anos dourados durante 2008-13, quando a empresa vendeu R\$ 4,3 bilhões, principalmente devido aos projetos icônicos Cidade Jardim e Fazenda Boa Vista. As fortes vendas permitiram à JHSF distribuir excelentes dividendos (~R\$ 500 milhões no período) e investir em outros negócios (receita recorrente). No período 2014-2018, um cenário macro mais difícil impactou o segmento residencial (vendas médias de R\$ 76 milhões/ano no período).

Figura 2: Histórico de lançamentos e vendas da JHSF (2008-2019) - R\$ milhões



Fonte: JHSF e BTG Pactual

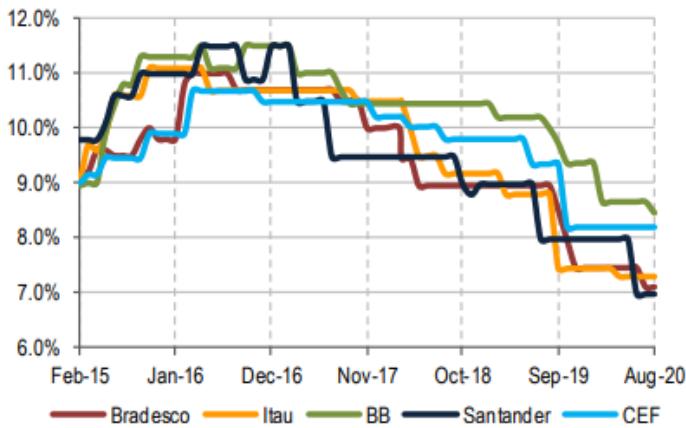
Figura 3: Distribuição histórica de dividendos da JHSF (R\$ milhões)



Fonte: JHSF e BTG Pactual

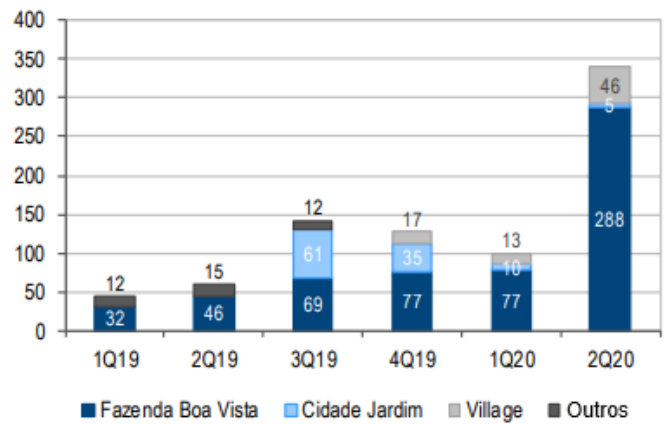
A perspectiva parece promissora novamente para o negócio de incorporação da JHSF: as taxas de hipotecas estão em níveis mínimos históricos e a demanda por novas casas é forte, já que a acessibilidade nunca foi tão boa para os compradores. O dilema aluguel vs. compra também melhorou, o que significa que vários investidores estão comprando ativos imobiliários neste cenário de contínuas taxas baixas para fins de investimento, principalmente clientes de alto patrimônio da JHSF.

Figura 4: Taxas de hipotecas cobradas pelos principais bancos brasileiros



Fonte: Itaú, Bradesco, Santander, CEF, Banco do Brasil e BTG Pactual

Figura 5: Desempenho recente de vendas de imóveis da JHSF por empreendimento (em R\$ milhões)

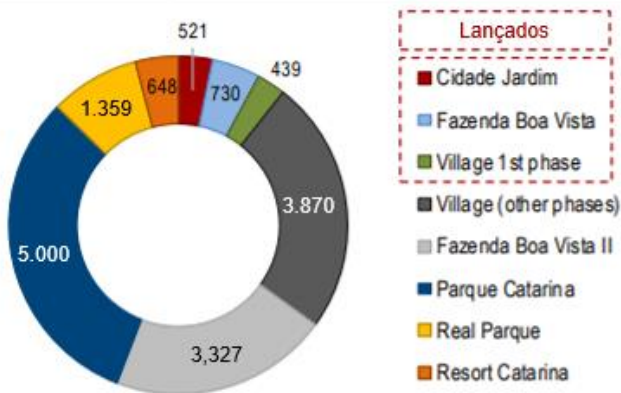


Fonte: JHSF e BTG Pactual

Com as medidas de distanciamento social para combater a Covid-19, as famílias têm passado mais tempo em casa e a maioria das empresas adotou políticas de home office. Assim, residências (1ª ou 2ª residência) estão sendo mais demandadas (= mais espaço, melhor qualidade de vida etc.). Como vimos no 2T20, as vendas da Fazenda Boa Vista e Village (2ª residências no interior de São Paulo) têm sido fortes em função dessa nova tendência.

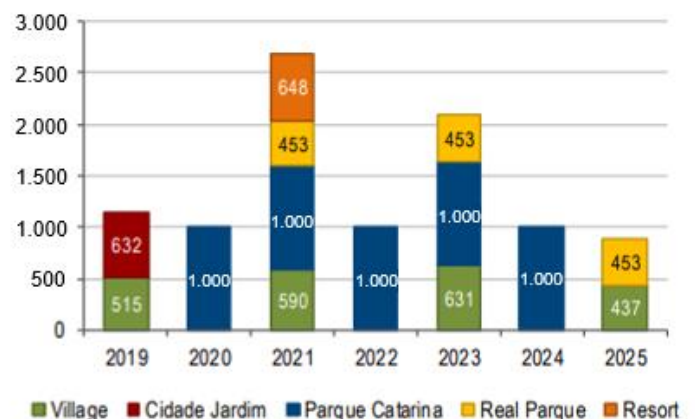
A JHSF possui um grande estoque de terrenos (estimamos ~R\$ 15 bilhões), formado por diversos projetos premium (Village, Fazenda Boa Vista II, Parque Catarina, Real Parque), e a empresa está pronta para crescer lançamentos. Mais importante, esses projetos apresentam margens muito altas (40% - 70%, dependendo do projeto), uma vez que os terrenos foram adquiridos há muitos anos a preços atrativos e os preços de venda são altos.

Figura 6: Estoque JHSF / Composição do banco de terrenos - VGV de R\$ 15 bilhões



Fonte: JHSF e BTG Pactual

Figura 7: Pipeline de lançamentos por projeto (2019-2025E) - R\$ milhões



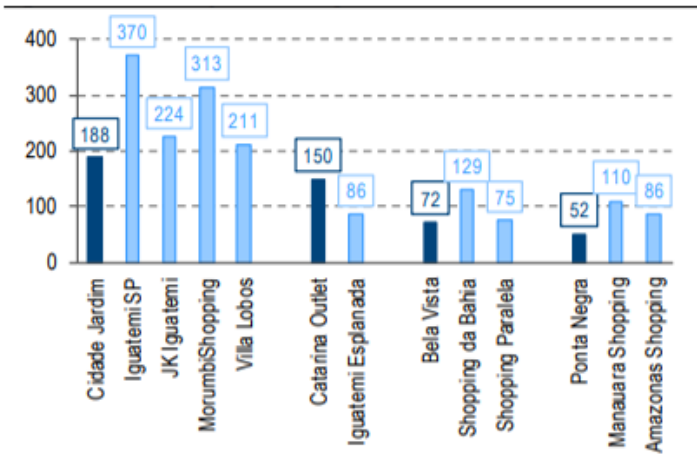
Fonte: JHSF e BTG Pactual

Portfólio de propriedades resilientes e forte crescimento

O portfólio de shoppings da JHSF está concentrado no Cidade Jardim e no Catarina Fashion Outlet (juntos, ~80% do NOI de seus shoppings), voltados para o consumidor de classe alta. O cenário de curto prazo para o setor de shoppings não é fácil - embora as autoridades tenham gradualmente retirado as restrições ao horário de funcionamento dos shoppings, as vendas podem demorar mais para se recuperar totalmente devido ao aumento do desemprego e à redução da confiança do consumidor.

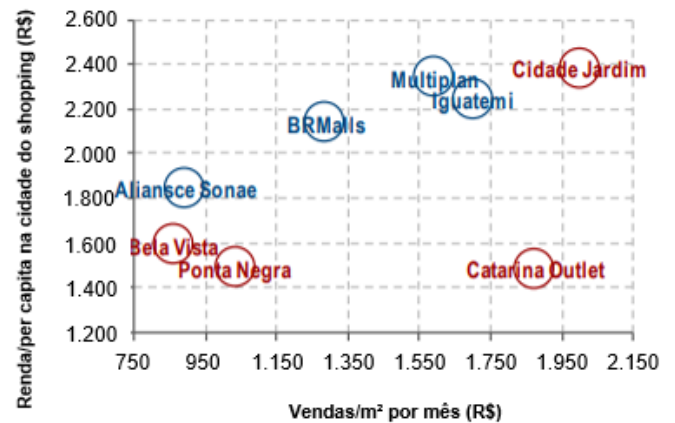
Nesse cenário, ter um portfólio dominante significa resiliência para superar essa perspectiva difícil. Embora esperemos que os descontos continuem por um tempo e a vacância possa aumentar, os shoppings dominantes têm produtividade acima da média (ou seja, vendas/m² maiores) e isso pode ajudar seus lojistas a permanecerem interessados em permanecer abertos, enquanto as vendas devem se recuperar mais rapidamente, resultando em uma taxa de “mortalidade” abaixo da média para varejistas.

Figura 8: concorrentes da JHSF nas principais cidades - NOI / m² / mês



Fonte: JHSF e BTG Pactual

Figura 9: Posicionamento dos shoppings da JHSF vs. pares



Fonte: Empresas e BTG Pactual

A JHSF tem potencial de crescimento significativo por meio de expansões e *greenfields* (com potencial para aumentar a ABL própria e o NOI em 2,4x e 2,8x, respectivamente). Mais importante, alguns desses projetos não exigem grandes desembolsos de investimentos (terreno e alvarás de construção já foram comprados, enquanto os parceiros da JHSF devem contribuir em dinheiro para a construção), o que significa que os retornos marginais são muito altos para os acionistas da JHSF (rendimento de dois dígitos sobre o custo, como mostrado abaixo).

Figura 10: Portfólio atual e pipeline de shoppings (brownfield e greenfield)

Portfólio atual	ABL Total (m ²)	Participação (%)	GLA próprio (m ²)	NOI 19A (R\$000')	NOI/m ² (R\$)	Vacância
Cidade Jardim	39.012	50,0%	19.510	44.070	188,2	0,7%
Catarina Fashion Outlet	29.529	50,0%	14.467	26.580	150,0	4,0%
Ponta Negra	35.029	40,0%	14.015	8.721	51,9	3,7%
Bela Vista	51.143	26,0%	13.302	11.525	72,2	4,3%
Portfólio Atual	154.713	39,8%	61.595	90.896	123,0	3,0%
Pipeline de expansão e greenfields	ABL Total (m ²)	Participação (%)	GLA próprio (m ²)	NOI 19A (R\$000')	NOI/m ² (R\$)	Rendimento sobre o custo (%)
Shops	6.500	70,0%	4.550	16.300	298,5	20,4%
Ponta Negra (expansão)	3.854	40,0%	1.542	2.200	118,9	48,9%
Bela Vista (expansão)	2.791	26,0%	726	1.900	218,1	18,3%
Cidade Jardim (expansão)	11.634	50,0%	5.818	11.000	157,6	52,4%
Catarina Outlet (expansão)	40.276	68,0%	27.388	39.100	119,0	33,1%
Real Parque	30.000	90,0%	27.000	40.941	126,4	17,1%
Faria Lima Shops	11.041	48,2%	5.326	30.200	472,5	21,9%
Boa Vista Village	15.000	100,0%	15.000	21.961	122,0	20,8%
Total pipeline	121.096	72,1%	87.350	163.602	156,1	22,9%
Total portfólio e pipeline	275.809	54,0%	148.945	254.498	142,4	

Fonte: JHSF, XP Malls, BTG Pactual

* NOI a partir de 2019 para o portfólio atual e estimativas para expansões e greenfields

Conglomerado focado em consumidores de renda muito alta

A JHSF é uma holding que atua em diversos segmentos: incorporação de imóveis residenciais e comerciais, gestão de shoppings e de varejo, operação de aeroportos privados, hotelaria e restaurantes. Cada um desses segmentos tem diferentes ciclos operacionais, requerem diferentes estruturas de capital e assim por diante. No entanto, um traço comum é o fato de que todos eles têm como alvo os consumidores de renda muito alta.

Há anos, a empresa fornece produtos e serviços para brasileiros super ricos, criando marcas de luxo conhecidas como Fasano, Cidade Jardim e Fazenda Boa Vista. Essas marcas permitem que a empresa cobre um mark-up em alguns empreendimentos (o que é raro, já que as construtoras geralmente não têm poder de marca - os edifícios são vistos principalmente como uma "commodity").

Alguns empreendimentos revelam esse "poder de marca": Fasano Cidade Jardim (~R\$ 30.000/m² em uma região onde os preços de lançamento são de ~R\$ 12.000/m² em média), Fazenda Boa Vista (preços de lote de R\$ 1.000-1.500/m² vs. R\$ 600-700 de concorrentes), Village (apartamentos no campo a ~R\$ 16.000/m²) e um empreendimento residencial no Itaim Bibi desenvolvido pela Even (com a marca Fasano), que teve um prêmio de ~20% em relação a região.

Ter poder de marca no setor imobiliário é verdadeiramente único, e creditamos isso ao posicionamento de alta qualidade da JHSF. Esse poder de marca pode ser traduzido em margens excelentes devido aos preços altos - e mais importante, a JHSF tem um grande portfólio de novos projetos que podem se beneficiar disso: um terreno recém-adquirido perto da Fazenda Boa Vista (nós o chamamos de "Fazenda Boa Vista II"), Parque Catarina e os empreendimentos Cidade Jardim/Real Parque.

Mais importante, como a JHSF sempre visa o mesmo perfil de clientes (famílias super ricas), tem receitas recorrentes - ou seja, os clientes costumam ficar nos hotéis Fasano em viagens, comer nos restaurantes Fasano, fazer compras nos

shoppings da JHSF (Cidade Jardim e Catarina Outlet), compram apartamentos (1ª residência, Cidade Jardim, Real Parque etc.) ou 2ª casa (Village e Fazenda Boa Vista) e ainda usam o aeroporto privativo da JHSF.

A empresa foi capaz de gerar o que poucas outras imobiliárias foram capazes de: receitas recorrentes (não apenas uma compra única na vida), oferecendo bens em diferentes segmentos (com diferentes “prazos de validade”) para a rede de famílias com patrimônio elevado (que são ~180k no Brasil). Assim, a fidelidade do cliente costuma ser maior e a JHSF sempre pôde cobrar um prêmio por seus produtos.

O valuation por Soma das Partes mostra que a ação está subvalorizada

Os ativos da JHSF parecem subvalorizados em uma abordagem de Soma das Partes. Analisando cada ativo de cada linha de negócio (projetos residenciais, portfólio de shoppings, hotéis e restaurantes, aeroporto) e novas incorporações (projetos do banco de terrenos e expansões de shopping e greenfields), e usando parâmetros de mercado, acreditamos que os investidores estão ignorando muito de seu valor intrínseco (veja a Figura 11).

No cálculo abaixo, estamos basicamente considerando apenas os projetos existentes da JHSF (ou seja, os empreendimentos que a empresa já adquiriu o banco de terrenos e as expansões dos shoppings que já têm todas as licenças para serem executadas). Como uma empresa em constante busca por novos projetos, acreditamos que a JHSF certamente encontrará mais projetos nos próximos anos, que se somarão aos projetos descritos a seguir.

Figura 11: Cálculo simplificado de Soma das Partes

Valuation de Soma das Partes				
Shoppings	(a) NOI	(b) Capex	(c) Cap Rate	(a)*(c)-(b) = EV
(+) Portfólio de Shoppings	90,9	-	7,5%	1.211,9
(+) Expansão de Shoppings e <i>greenfields</i>	135,9	-340	7,4%	1.493,8
Desenvolvimentos residenciais	(a) VGV	(b) Margem	(c) Anos para venda	(a)*(b)/(Ke)^n
(+) Estoques	1.690,2	67,1%	2,6	974,4
(+) Novas incorporações	14.204,0	57,5%	9,0	3.000,1
Outros negócios	(a) EBITDA 22E	(b) Capex	(c) EV/EBITDA	(a)*(c) = EV
(+) Outras operações	161,2	-	10,0x	1.611,6
(=) EV Soma das Partes				8.291,8
(-) Dívida Líquida				481,3
(+) Recebíveis e outros				424,4
(-) Desp. Gerais & Adm capitalizada (@ 10x)				919,7
(=) NAV (Valor Patrimonial Líquido)				7.315,1
NAV / ação				11,0

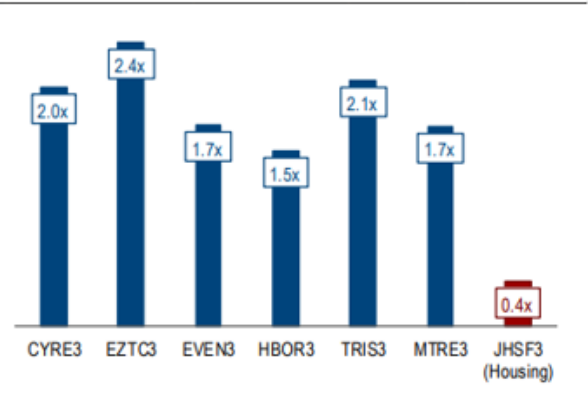
Fonte: JHSF, BTG Pactual

A maior parte do valor da JHSF está em seu negócio residencial, já que a empresa pode aumentar muito os lançamentos nos próximos anos. Avaliamos o negócio residencial da JHSF em 0,4x P/BV (ver Figura 12), o que parece subvalorizado considerando os retornos deste negócio (estimamos ROE de 18% - ver Figura 23) e os múltiplos de seus pares (Figura 13). Mais importante, no caso da JHSF, o landbank (banco de terrenos) é suficiente para muitos anos de lançamentos.

Figura 12: Cálculo P/BV do negócio de incorporação da JHSF

Cálculo P/BV	
(+) Market Cap	4.771.293
(+) Dívida Líquida	481.339
(a) EV	5.252.632
(+) Shoppings - NAV	2.705.755
(+) Hotéis & Restaurantes - NAV	929.550
(+) Aeroporto - NAV	682.029
(b) Propriedades NAV (Estimativas por Soma das Partes)	4.317.334
(a) - (b) = (c) Market Cap implícito em Incorporação	935.298
(d) BV em custo - Negócio de Incorporação	2.457.477
(c) / (d) = P/BV	0,4x

Fonte: JHSF e BTG Pactual

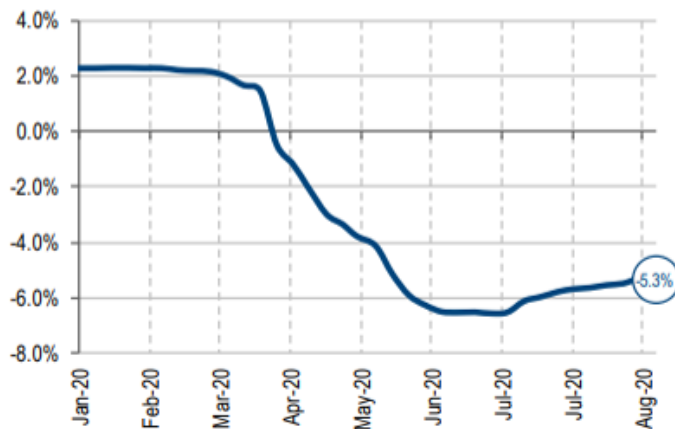
Figura 13: P/BV implícito do negócio de incorporação da JHSF vs. pares


Fonte: JHSF e BTG Pactual

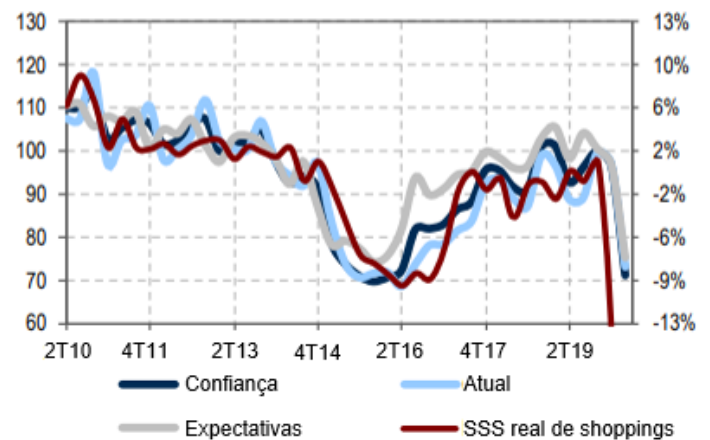
Riscos de investimento

Covid-19 impactará o segmento de renda recorrente da JHSF

Os impactos da Covid-19 na economia continuarão a ser sentidos: contração do PIB (o consenso estima um declínio de ~5% em 2020), maior desemprego e menor confiança do consumidor, que são ameaças a uma recuperação mais rápida no tráfego de pessoas e vendas em shoppings, fluxo de restaurantes, ocupação de hotéis, uso do aeroporto e decisão dos compradores de comprar uma nova casa.

Figura 14: As expectativas de crescimento do PIB em 2020 têm caído...


Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Figura 15: ...e a confiança do consumidor também caiu recentemente

 Fonte: FGV e BTG Pactual
 SSS = Vendas nas mesmas lojas

Os shoppings têm recuperado as vendas à medida que as autoridades suspendem as restrições ao horário de funcionamento. Mas descontos para locatários podem ser necessários por um tempo (a JHSF concedeu descontos de

100% para locatários em abril/maio e descontos caso a caso em junho/julho/agosto). Alguns varejistas podem não “sobreviver” a esse período de vendas menores (evidenciado por maiores índices de inadimplência), portanto, a vacância pode subir nos shoppings.

Essas mesmas medidas de distanciamento social podem impactar os hotéis e restaurantes da JHSF (por exemplo, menor ocupação, baixo fluxo de clientes, menores vendas etc.). Mesmo com os estados/cidades retirando as restrições e os esforços da JHSF em cortar custos, as operações podem demorar mais para se recuperar (a mobilidade urbana caiu), o que significa que o resultado pode permanecer pressionado no curto prazo devido à natureza de alto custo fixo desses negócios.

No negócio aeroportuário, esperamos também um crescimento mais lento das operações - o aeroporto executivo foi inaugurado em dezembro de 2019 e as expectativas de decolagens/pousos para este ano certamente serão frustradas (já que as pessoas estão viajando muito menos - a negócios ou lazer). A notícia positiva é que o aeroporto já atingiu o ponto de equilíbrio (breakeven) no 2T20, a “maturação” total do aeroporto pode demorar um pouco mais.

Embora o cenário macro esteja longe de ser brilhante, com um provável aumento nas taxas de desemprego e impactos no crescimento do PIB, acreditamos que o ambiente de baixas taxas de juros e, portanto, as mais baixas taxas de hipotecas de todos os tempos tornam a acessibilidade muito boa para os compradores de casas (o que significa um maior mercado endereçável). Até o momento, as vendas têm apresentado um desempenho muito bom, mas não descartamos uma desaceleração devido ao lento crescimento da economia.

Riscos de execução

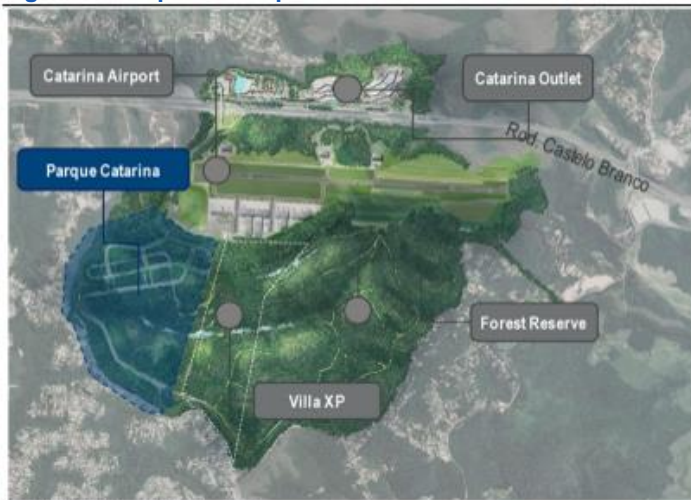
Uma grande parte do valor da JHSF está em alguns projetos residenciais específicos. Muitos deles são bem conhecidos e adicionais (Village, Fazenda Boa Vista II), mas outros são puros projetos *greenfield* (Parque Catarina, Real Parque). Os incorporadores enfrentam constantemente riscos de demanda e preços, enquanto a diversificação de projetos dilui esses riscos. Mas no caso da JHSF, esses riscos estão concentrados em alguns projetos.

Projetos habitacionais: o principal é o Parque Catarina (14% do nosso NAV estimado para a JHSF) - um projeto habitacional em um terreno de 1,5 milhão de m², próximo ao Catarina Fashion Outlet e do Aeroporto Catarina e de vizinho ao que será a “Villa XP” (a XP anunciou recentemente um novo campus que deverá ser utilizado para eventos e treinamento de sua equipe, ainda em desenvolvimento, em um terreno de 500.000m² adquirido da JHSF).

A JHSF estima a incorporação de ~750.000m² de área privativa no Parque Catarina e a venda de unidades residenciais/comerciais em ~R\$ 20.000m², o que significa um VGV potencial de R\$ 15 bilhões para o projeto (que deve ser desenvolvido em fases). Como o Parque Catarina é um projeto *greenfield* puro e os riscos de demanda e preço não podem ser ignorados, conservadoramente, não estamos atribuindo seu VGV total em nosso valuation.

Outro projeto relevante é o Village Boa Vista (17% do nosso NAV para JHSF) - um projeto residencial vizinho a Fazenda Boa Vista, concebido como uma pequena cidade (unidades habitacionais separadas em vilas, compreendendo um centro com lojas, restaurantes, shoppings, etc.) com muitas comodidades (campo de golfe, surf lodge, quadra/arena de tênis, centro equestre, etc.).

A vila tem um potencial de 217.000m² de área privativa, o que representa aproximadamente R\$ 4,5 bilhões em valor potencial de vendas e que deve ser totalmente desenvolvido em várias fases (a empresa estima 10 anos para desenvolver todas as fases). Embora o Village pareça um projeto *brownfield* na Fazenda Boa Vista, ele oferece um produto diferente (apartamentos ao invés de casas) e o projeto é muito grande e a demanda é super específica.

Figura 16: Mapa do Parque Catarina


Fonte: JHSF e BTG Pactual

Figura 17: Mapa do Village Boa Vista


Fonte: JHSF e BTG Pactual

A JHSF tem um histórico de empreendimentos *greenfield* de sucesso (ex.: Cidade Jardim, Fazenda Boa Vista, Catarina Fashion Outlet etc.), enquanto a empresa teve menos sucesso com alguns outros (isso faz parte do jogo). Os riscos de execução e demanda não podem ser ignorados. Mas a JHSF tem uma equipe de gestão experiente e seu sólido histórico deve garantir o sucesso contínuo no futuro.

A nosso ver, o principal risco pode ser que esses projetos demorem mais para serem desenvolvidos (em nosso modelo, estimamos que alguns empreendimentos podem demorar mais de 10 anos), mas como os projetos são muito grandes, um atraso no lançamento/venda desses projetos podem representar potencial de queda para nossos números.

Empresa complexa para analisar

Sim, os negócios da JHSF são complementares e têm sinergias (por exemplo, shoppings e hotéis geralmente têm vendas e margens mais altas em complexos multiuso, torres residenciais têm preços/m² mais altos quando perto de shoppings etc.). Mas cada um desses segmentos tem diferentes ciclos operacionais, requerem diferentes estruturas de capital, têm como alvo um público diferente etc.

Do ponto de vista do investidor, o negócio da JHSF é complexo de analisar, com muitas partes móveis e, conseqüentemente, difícil de avaliar. Estão todos sob o mesmo guarda-chuva, que são as famílias super ricas brasileiras. No entanto, reconhecemos que do ponto de vista dos investidores tende a ser mais difícil avaliar todos esses segmentos. Toda essa dificuldade poderia impedir que a ação atingisse seu valor total.

Rating de Compra com preço alvo R\$ 11/ação

Restabelecemos a cobertura da JHSF com um rating de Compra, refletindo seu: (i) banco de terrenos grande/premium e boa perspectiva de crescimento de lançamentos; (ii) portfólio premium e pipeline de shoppings; e (iii) valuation com desconto. Definimos nosso preço-alvo projetado de 12 meses em R\$ 11,00/ação (47% de potencial de valorização). Nosso preço-alvo é baseado no modelo DCF, utilizando custo de capital próprio de 12,0% (nominal em BRL) e crescimento na perpetuidade de 5,5%. Abaixo mostramos as principais projeções do nosso modelo.

Figura 18: Resumo de nossas estimativas (R\$ 000', salvo indicação em contrário)

DRE	2019	2020E	2021E	2022E
Receita Bruta	703.906	806.945	1.366.411	1.864.111
Receita de Shoppings	188.695	116.370	199.136	298.224
Receita de Incorporação	266.178	567.180	875.818	1.165.099
Receita de Hotel / Restaurantes	212.733	85.596	231.360	309.850
Outros / Aeroporto	0	19.999	60.098	90.937
Receita Líquida	636.789	765.089	1.312.567	1.789.824
Custos Operacionais	-326.386	-373.339	-711.950	-908.877
Lucro Bruto	310.403	391.749	600.617	880.948
Despesas Operacionais	136.398	-116.438	-127.039	-131.495
EBIT	174.005	275.311	473.578	749.452
EBITDA	198.404	302.444	500.702	776.576
Resultado Financeiro Líquido	-138.384	-65.824	-86.181	-145.357
EBT	336.959	339.671	387.397	604.096
Imposto de Renda/ Contribuição social	-10.281	-30.074	-97.684	-137.691
Participação de minoritários	-4.447	-708	-24.394	-29.226
Lucro Líquido	322.231	308.889	265.319	437.179

Fonte: JHSF e BTG Pactual

Abaixo, apresentamos alguns múltiplos de valuation da JHSF. Reconhecemos que é difícil comparar os múltiplos da JHSF com outras empresas do setor, pois sua receita vem tanto de aluguéis (shoppings, aeroporto, hotel) quanto de venda de ativos (incorporação), o que torna mais difícil olhar para os pares (que estão focados em apenas um segmento). Dito isso, achamos múltiplos atrativos (P/ BV, EV/Ebitda e P/FFO), tendo em vista todo o potencial de crescimento.

Figura 19: Resumo de nossas estimativas (R\$ 000', salvo indicação em contrário)

Valuation	2019	2020E	2021E	2022E
P/BV	1,6x	1,3x	1,2x	1,2x
EV/EBITDA	28,6x	19,9x	13,5x	9,4x
P/FFO	104,5x	23,2x	16,3x	10,3x
Dividend Yield	0,0%	1,1%	1,5%	4,3%

Fonte: Bloomberg, JHSF e BTG Pactual

Abordagem de Soma das Partes

Como a JHSF tem muitas unidades de negócios, acreditamos que também vale a pena avaliar seu valor por meio de um valuation de soma das partes - e fornecemos aqui como uma referência de verificação cruzada. No geral, analisamos o VPL de cada ativo e alcançamos um NAV de R\$ 11,0/ação (47% de potencial de valorização em relação ao preço atual das ações) - que é exatamente o preço/ação que chegamos em nosso preço-alvo com base em DCF.

Figura 20: JHSF - Valuation de Soma das Partes

Valuation de Soma das Partes (R\$ milhões)				
	(a) NOI	(b) Capex	(c) Cap Rate	(a)/(c)-(b) = EV
(=) Portfólio Shoppings	90,9	-	7,5%	1.211,9
SHOPS	16,3		7,0%	232,9
Catarina Fashion Outlet (3/4)	39,1	-118,0	7,0%	440,6
Cidade Jardim (Deck Park)	11,0	-3,0	7,0%	154,1
Ponta Negra + Bela Vista	4,9	-17,9	10,0%	31,1
Shopping Real Parque	23,2	-27,0	8,5%	245,9
Faria Lima SHOPS	30,2	-138,0	7,0%	293,4
Boa Vista Village Mall	11,2	-36,0	8,5%	95,8
(=) Expansão de Shoppings e greenfields	135,9	-339,9	7,4%	1.493,8
Desenvolvimentos residenciais	(a) VGV	(b) Margem Bruta	(c) Anos para venda	(a)*(b)/(Ke)^c = NPV
Fasano Cidade Jardim	521	50,0%	3,0	185,7
Fasano Boa Vista	730	80,0%	2,0	582,3
Village Boa Vista - 1ª fase	439	66,0%	3,0	206,4
(=) Estoques	1.690,2	67,1%	2,6	974,4
Banco de terrenos	(a) VGV	(b) Margem Bruta	(c) Anos para venda	(a)*(b)/(Ke)^c = NPV
Village Boa Vista - 2ª e 3ª fase	1.220	66,0%	5,0	457,6
Village Boa Vista (Outras fases)	2.650	66,0%	10,0	564,8
Resort Catarina	648	40,0%	5,0	147,3
Parque Catarina	5.000	63,0%	10,0	1.017,3
Real Parque	1.359	40,0%	6,0	275,9
2ª Fazenda Boa Vista	3.327	50,0%	10,0	537,2
(=) Novas Incorporações	14.204	57,5%	9,0	3.001,1
Outros Negócios	(a) EBITDA 22E	(b) Capex	(c) EV/EBITDA	(a)*(c) = EV
Aeroporto Catarina	68,2		10,0x	682,0
Operações de Hotel e Gastronomia	93,0		10,0x	929,5
(=) Outras operações	161,2		10,0x	1.611,6
(=) EV Soma das Partes				8.291,8
(-) Dívida Bruta				1.512
(-) Minoritários				35
(+) Caixa e equivalentes				1.030
(+) Recebíveis Fazenda				459
(-) Desp. Gerais & Adm (@ 10x)				920
(=) NAV				7.315,1
Ações				685,5
NAV / ação				11,0

Fonte: JHSF, BTG Pactual

Para shoppings, calculamos o NOI normalizado e atribuímos um cap rate de saída (em linha com os pares) para o portfólio atual. Para as expansões e *greenfields*, estimamos seu NOI estabilizado, atribuímos um cap rate de saída (de acordo com os múltiplos de transações de mercado) e levamos em consideração o capex remanescente. Para as divisões de Hotéis & Restaurantes e Aeroporto, aplicamos um múltiplo EV/Ebitda de saída de 10x.

No negócio habitacional, consideramos as unidades em estoque e os empreendimentos em carteira (landbank a valor potencial de venda). Usamos a margem bruta de “caixa” (excluindo os custos do terreno, se já desembolsados) e descontamos o lucro bruto ao valor presente de acordo com o lançamento, construção e nossos cronogramas estimados de cobrança. Sob esta abordagem de Soma das Partes, os ativos da JHSF parecem subvalorizados.

Aprofundando-se no negócio de Incorporação

A maior parte do valor da JHSF está em seu negócio de habitação, já que a empresa pode aumentar muito os lançamentos nos próximos anos devido a um cenário macro favorável e seu grande banco de terrenos, enquanto os retornos devem ser fortes devido às margens elevadas. Então, nós aprofundamos no negócio de habitação da JHSF para entender como ele é avaliado implicitamente hoje, o capital alocado neste negócio, os retornos potenciais e seu valor justo.

Em primeiro lugar, calculamos o capital alocado no negócio de incorporação - em outras palavras, o valor contábil pertencente à unidade residencial (simplesmente excluindo os ativos líquidos dos negócios de propriedades do valor contábil), conforme mostrado na Figura 21. Em seguida, nós calculamos o que as ações da JHSF estão precificando para este negócio - usando nosso NAV estimado para os outros segmentos, chegamos a um P/BV implícito de 0,4x para o segmento de residências.

Figura 21: Cálculo do Book Value do negócio de Incorporação da JHSF

Cálculo BV	
(a) Propriedade, planta e equipamento (a Valor Justo)	3.440.739
(-) Valor Justo	2.129.224
(b) Propriedade, planta e equipamento (a Custo)	1.311.515
(+) Impostos diferidos e minoritários	1.123.936
(c) Propriedade, planta e equipamento ajustado	2.435.451
(a) - (c) = (d) Valor justo no BV	1.005.288
(e) Book Value (@ 2T20)	3.243.964
(e) - (d) = (f) BV ex- Valor Justo	2.238.676
(b) - Dívida relacionada a PP&E = (h) Ativos Líq. PP&E	-218.801
(f) - (h) = BV de Incorporação	2.457.477

Fonte: JHSF, BTG Pactual

Figura 22: Cálculo P/BV do negócio de Incorporação da JHSF

Cálculo P/BV	
(+) Market Cap	4.771.293
(+) Dívida Líquida	481.339
(a) EV	5.252.632
(+) Shoppings - NAV	2.705.755
(+) Hotéis & Restaurantes - NAV	929.550
(+) Aeroporto - NAV	682.029
(b) Propriedades NAV (Estimativas por Soma das Partes)	4.317.334
(a) - (b) = (c) Market Cap implícito em Incorporação	935.298
(d) BV em custo - Negócio de Incorporação	2.457.477
(c) / (d) = P/BV	0,4x

Fonte: JHSF, BTG Pactual

O P/BV parece muito descontado, especialmente considerando os múltiplos em que as construtoras são negociadas e os altos retornos dos empreendimentos da JHSF. Para entender esses retornos, consideramos o pipeline de lançamentos para os próximos dois anos e seus ciclos de vendas/cobrança, margens, despesas com vendas, G&A e impostos para atingir o lucro líquido. Segundo essa avaliação, os ROEs anualizados podem ser maiores que a média.

As ações da JHSF parecem estar subestimando o ROE potencial de 18%. Pode-se questionar a viabilidade de lançamentos, mas ressaltamos o fato de que tudo já é interno, e muitos projetos são *brownfields*. Traduzindo esse ROE em um P/BV justo, chegamos a 2,0x versus o 0,4x implícito, o que significa que as ações estão precificando apenas ~20% do valor do negócio residencial, então as ações teriam que ser reavaliadas em ~83% para refletir os potenciais altos retornos.

Figura 23: Cálculo do ROE do negócio de Incorporação da JHSF

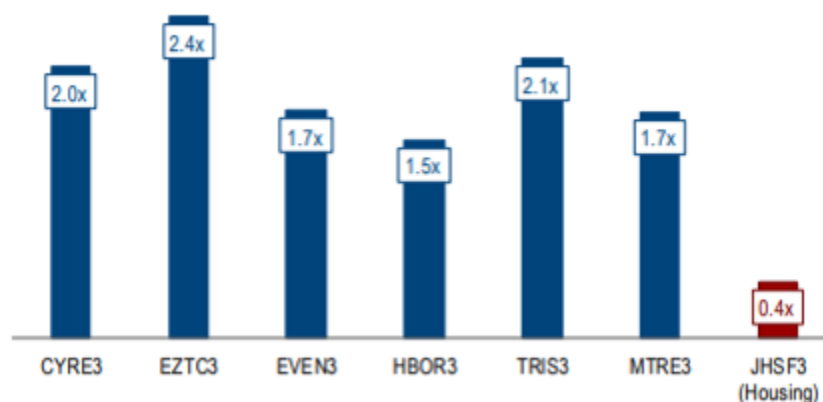
Cálculo ROE	
Vendas de Incorporação (lançam. pelos próx 10 anos)	15.894.200
Margem Bruta	59%
(=) Resultado Bruto	9.304.840
(-) Despesa de Vendas (@ 6%)	-953.652
(-) Desp. Gerais & Adm capitalizada (@ 10x)	-961.107
(-) Impostos (@4%)	-635.768
(=) Lucro líquido	6.754.313
Lucros anualizados (15 anos de reconhecimento)	450.288
BV - Incorporação	2.457.477
ROE Anualizado	18,3%

Fonte: JHSF, BTG Pactual

Figura 24: JHSF: potencial de valorização com base na reavaliação do negócio de Incorporação

Cálculo do potencial de valorização	
ROE Incorporação	18,3%
Ke	12,0%
(a) P/BV justo - Incorporação	2,0x
(b) BV - Incorporação	2.457.477
(a) x (b) Valor Justo Incorporação	4.890.142
NAV de Propriedades	4.317.334
(-) Dívida Líquida	481.339
(c) Valor justo de Propriedades	3.835.995
(a) + (c) = (d) Valor justo	8.726.137
Potencial de valorização	82,9%

Fonte: JHSF, BTG Pactual

Figura 25: P/BV implícito do negócio de Incorporação da JHSF vs. pares


Fonte: JHSF e BTG Pactual

Residencial

Apesar dos impactos da Covid-19 na economia (por exemplo, maior desemprego, menor confiança do consumidor, contração do PIB), as vendas de imóveis se recuperaram rapidamente e voltaram aos níveis anteriores à Covid. Atribuímos esse sólido desempenho às mais baixas taxas de hipoteca de todos os tempos e ao fato de que a acessibilidade nunca ter sido tão boa para os compradores de residências (= maior demanda por imóveis). Portanto, os lançamentos residenciais devem ser sólidos a partir do 2S20.

A JHSF tem outro vento favorável em seu negócio residencial: com as famílias passando mais tempo em seus apartamentos devido às medidas de bloqueio e a maioria das empresas aderindo ao home office, há um interesse crescente por primeira e segunda residências. E como a JHSF possui grandes terrenos próximos à cidade de São Paulo (Boa Vista, Parque Catarina), a empresa está bem posicionada para captar essa nova tendência.

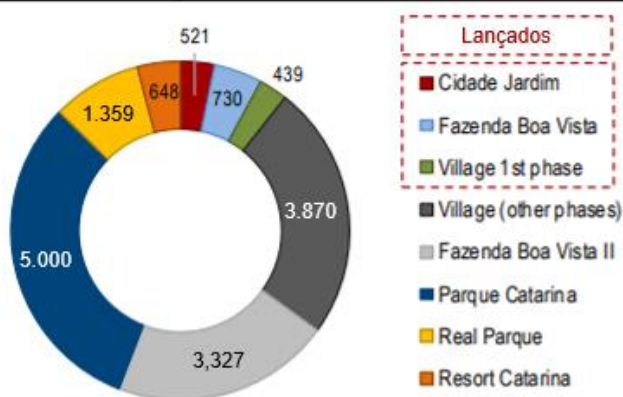
A JHSF também possui projetos de alto padrão bem conhecidos (= demanda resiliente em um cenário de taxas de desemprego mais elevadas). Até o momento, a JHSF tem à venda: (i) Cidade Jardim; (ii) Fazenda Boa Vista; (iii) e a 1ª fase do Village. Eles também possuem um grande pipeline de lançamentos: (i) próximas fases do Village; (ii) Parque Catarina; (iii) Real Parque; e (iv) a “Fazenda Boa Vista II”.

Figura 26: Pipeline de Incorporação residencial da JHSF - projeto a projeto

Estoques (R\$ milhões)	Status	VGv	Área (m²)	Margem bruta
Fasano Cidade Jardim	Construção	521	26.252	50,0%
Fasano Boa Vista	Finalizado	730	798.460	80,0%
Village Boa Vista - 1ª fase	Construção	439	21.809	66,0%
(=) Estoques		1.690,2	846.522	67,1%
Banco de terrenos (R\$ milhões)	Data de Lançamento	VGv	Área (m²)	Margem bruta
Village Boa Vista (outras fases)	Março 21 - Set 29	3.870	192.256	66,0%
Resort Catarina	Set 21	648	36.000	40,0%
Parque Catarina (1ª fase)	Dez 20	5.000	251.000	63,0%
Real Parque (3 fases)	Março 21 - Março 25	1.359	31.833	40,0%
Fazenda Boa Vista II	n.a.	3.327	3.300.000	50,0%
(=) Novas Incorporações		14.204,0	3.811.089	57,5%
Total de Incorporações residenciais		15.894,2	4.657.611	58,5%

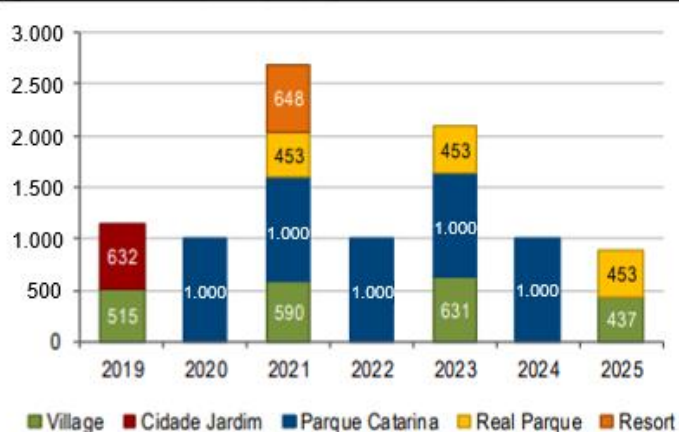
Fonte: JHSF, BTG Pactual

Figura 27: Estoque JHSF / Composição do banco de terrenos - VGv de R\$ 15 bilhões



Fonte: JHSF e BTG Pactual

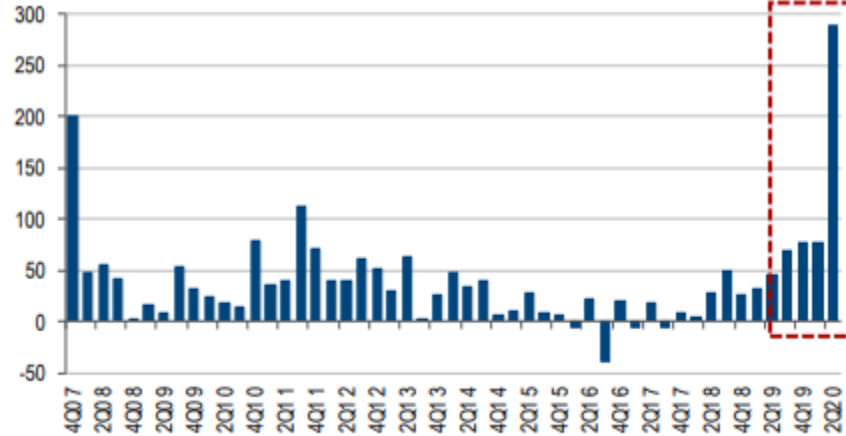
Figura 28: Pipeline de lançamentos residenciais (2019-2025E) - R\$ milhões



Fonte: JHSF e BTG Pactual

Fazenda Boa Vista e seu novo loteamento vizinho

Lançada em 2007, a Fazenda Boa Vista é um empreendimento residencial de alto padrão localizado próximo a São Paulo (~100km). O projeto tem mais de 4 milhões de m² de área total, enquanto a JHSF ainda tem cerca de R\$ 750 milhões de potencial de valor de vendas. A empresa comprou o terreno da Fazenda Boa Vista a preços muito baixos (ou seja, margens de mais de 60%) e não há necessidade de mais investimentos/desembolsos (vendas = fluxo de caixa).

Figura 29: Histórico de Vendas líquidas na Fazenda Boa Vista (R\$ milhões)


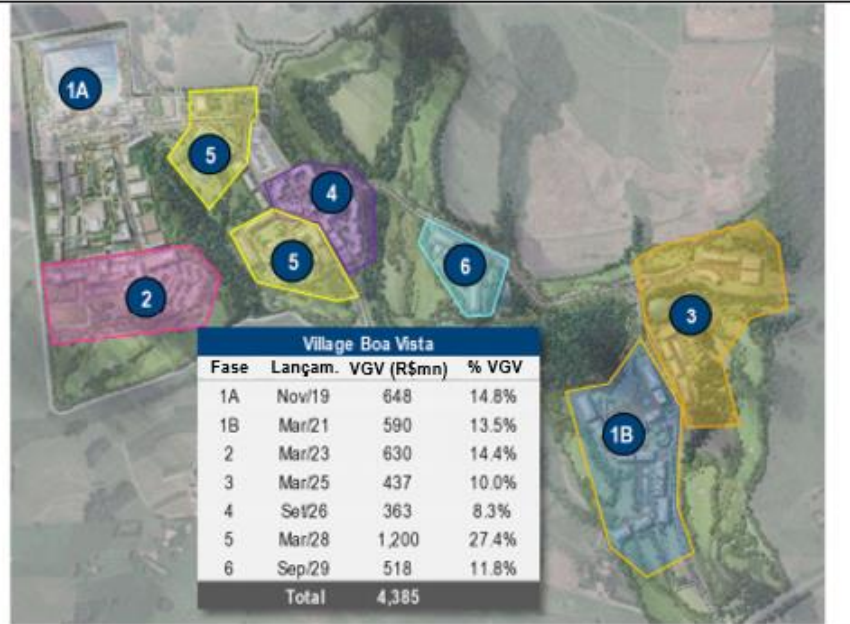
Fonte: JHSF e BTG Pactual

No 3T20, a JHSF comprou um terreno de 6 milhões de m² próximo à Fazenda Boa Vista por R\$ 134 milhões, o que deve ser uma extensão do loteamento de sucesso. O projeto ainda está em desenvolvimento, mas acreditamos que possa agregar 3 milhões de m² de área comercializável (estimamos uma utilização de 50% já que a JHSF precisa usar parte do terreno para construção de estradas, paisagismo etc.) e conseqüentemente render altas margens (conservadoramente assumimos 50%).

Village Boa Vista

Vizinho a Fazenda Boa Vista, a JHSF desenvolverá em seu banco de terrenos o empreendimento residencial Village Boa Vista, concebido como uma pequena cidade (unidades residenciais separadas em vilas, um centro com comércio, restaurantes, etc.) com muitas comodidades (ex. campo de golfe, piscina de ondas para surf, campo/arena de tênis, centro equestre, etc.). O projeto foi desenhado para consolidar a região como “Hamptons do Brasil”.

O Village Boa Vista tem uma área potencial privada de 217.000m² para desenvolvimento (20.000m² de ABL comercial), o que representa R\$ 4,5 bilhões em valor potencial de vendas a ser totalmente desenvolvido em várias fases em 10 anos. No 4T19, a JHSF lançou as fases iniciais do Village com um valor de venda de R\$ 515 milhões e já vendeu R\$ 76 milhões até o momento. Com preço médio/m² de R\$ 18.000, as margens brutas do Village são muito altas (+60%).

Figura 30: Mapa de fases do Village Boa Vista


Fonte: JHSF e BTG Pactual

Parque Catarina (Villa XP)

Em termos de projetos habitacionais, um dos mais relevantes é o Parque Catarina - um projeto residencial em um terreno de 1 milhão de m² ao lado do Catarina Fashion Outlet e do Aeroporto Catarina e vizinho ao que deve ser a “Villa XP” (a XP anunciou recentemente novo campus, ainda em desenvolvimento, localizado no Parque Catarina em um terreno de 500.000m², adquirido da JHSF).

A “Villa XP” é a âncora de um projeto ambicioso: a JHSF está em conversações com outras empresas para testar o apetite das empresas que planejam abrir a sede no Parque Catarina, o que pode, em última instância, adensar e valorizar ainda mais a região em termos imobiliários. A tarefa não é trivial, mas reconhecemos que a parte mais difícil já foi realizada: trazer o primeiro locatário e uma grande âncora como a XP.

A JHSF estima que poderia desenvolver ~750.000m² de área privativa no Parque Catarina e vender unidades residenciais/comerciais por ~R\$ 20.000m², o que significa um valor potencial de vendas de R\$ 15 bilhões para o projeto total (que deve ser desenvolvido em fases). Como acreditamos que o Parque Catarina é um projeto *greenfield* puro e que os riscos de demanda e preços não podem ser ignorados, conservadoramente não estamos atribuindo seu VGV total em nosso valuation.

Figura 31: Mapa do Parque Catarina



Fonte: JHSF e BTG Pactual

Catarina Resorts

Ao lado do Catarina Fashion Outlet, a JHSF desenvolverá o projeto Catarina Resorts, composto por unidades hoteleiras (com 40-50m²) integradas a uma área de lazer (ex: piscina de ondas, atrações, centro de convenções etc.). Com o Catarina Resorts, a JHSF visa construir destinos de lazer na região (60km de São Paulo). O valor potencial de vendas do Catarina Resorts é de aproximadamente R\$ 650 milhões e pode ser desenvolvido em várias fases.

Residências Cidade Jardim

Lançado no 3T19, o empreendimento de alto padrão Cidade Jardim Residences faz parte do complexo multiuso do Cidade Jardim (shopping, hotel, torres comerciais e residenciais). Anexo ao shopping, o empreendimento tem VGV potencial de R\$ 632 milhões (18% já vendido), unidades com preço de ~R\$ 35.000/m² e margem bruta de +50%. As obras foram iniciadas em Set/19 (com ciclo de construção de ~3 anos).

Real Parque

O Real Parque é um projeto *greenfield* de uso misto (6 torres residenciais de alto padrão + shopping) a ser desenvolvido em um terreno adquirido por R\$ 157 milhões (a ser pago em 2023) e localizado a cerca de 800 metros de Cidade Jardim. Este projeto residencial tem um VGV potencial de ~R\$ 1,4 bilhão (~80.000m² de área privativa a R\$ 17.000/m²) e uma margem bruta estimada de 40%. O projeto deve ser desenvolvido em 3 fases.

Figura 32: Multiuso do Real Parque - mapa



Fonte: Google, JHSF e BTG Pactual

Shoppings

Portfólio atual

A Covid-19 fez com que prefeituras fechassem shoppings em março-abril, com grandes impactos nos shoppings (queda nas vendas, grandes descontos etc.) no 2T20. Agora, com um cenário mais controlado para a Covid-19, 100% dos shoppings no Brasil estão abertos novamente, mas um efeito desses fechamentos pode acontecer nos próximos trimestres (por exemplo, vendas menores, vacância maior etc.) e shoppings pode levar algum tempo para reduzir descontos e PDDs.

Portanto, mais do que nunca, ter um portfólio dominante significa resiliência para superar esse cenário difícil. Embora esperemos maiores descontos, PDDs e vacância para o setor, os shoppings dominantes apresentam produtividade acima da média da indústria (ou seja, vendas/m²) e isso pode ajudar seus lojistas a recuperar as vendas mais rapidamente e continuar operando nesses shoppings, resultando em uma menor “Taxa de mortalidade” para os varejistas. É o caso da JHSF, a nosso ver.

A JHSF possui 4 shoppings com 155.000m² de ABL total e 40,0% de participação. Seus principais shoppings são: (i) Cidade Jardim, em São Paulo, com ABL próprio de 19.500m² e responsável por 48% do NOI total; e (ii) Catarina Fashion Outlet, próxima à região metropolitana de SP com 14.800m² de ABL (29% do NOI). A JHSF também possui o Bela Vista em Salvador (ABL próprio de 13.300m²) e o Ponta Negra em Manaus (14.000m² de ABL próprio).

Figura 33: Portfólio de Shopping Centers da JHSF

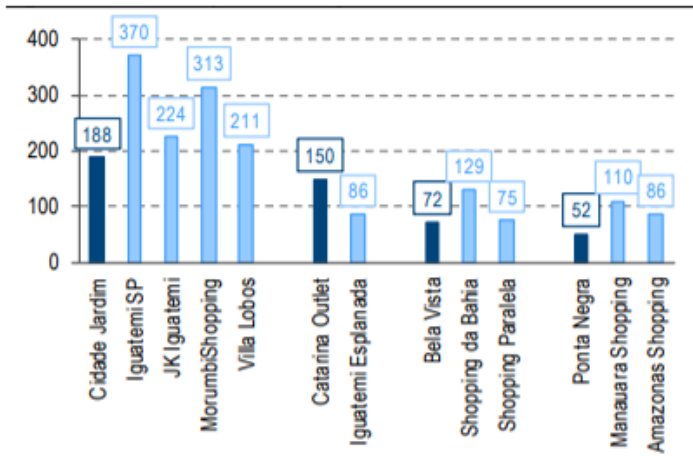
Portfólio atual	ABL Total (m ²)	Participação (%)	GLA próprio (m ²)	NOI 19A (R\$000')	NOI/m ² (R\$)	Vacância
Cidade Jardim	39.012	50,0%	19.510	44.070	188,2	0,7%
Catarina Fashion Outlet	29.529	50,0%	14.467	26.580	150,0	4,0%
Ponta Negra	35.029	40,0%	14.015	8.721	51,9	3,7%
Bela Vista	51.143	26,0%	13.302	11.525	72,2	4,3%
Portfólio Atual	154.713	39,8%	61.595	90.896	123,0	3,0%

Fonte: JHSF, XP Malls, BTG Pactual

O Cidade Jardim é um shopping de alto padrão, parte de um complexo multiuso de torres residenciais e corporativas e referência em luxo em São Paulo (com lojistas como Gucci, Dolce & Gabbana, Rolex etc.). E o Catarina Fashion Outlet é um shopping nobre que reúne os melhores lojistas. A predominância desses shoppings se reflete nas maiores vendas/m² (e, conseqüentemente, aluguel/m²) em suas regiões de influência.

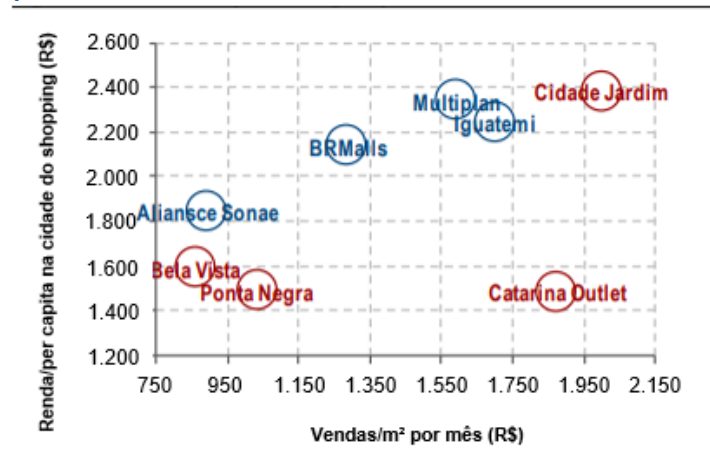
O posicionamento de alto padrão e dominante da JHSF, principalmente considerando o Cidade Jardim e o Catarina Fashion Outlet (ambos responsáveis por 78% do NOI do segmento de shoppings), pode ser defensivo em meio a um cenário difícil - historicamente, pessoas de alta renda têm um padrão de consumo menos volátil versus consumidores de renda média/baixa (que geralmente são mais suscetíveis ao desemprego em crises econômicas).

Figura 34: concorrentes da JHSF nas principais cidades - NOI / m² / mês



Fonte: JHSF e BTG Pactual

Figura 35: Posicionamento dos shoppings da JHSF vs. pares



Fonte: Empresas e BTG Pactual

Figura 36: Principais métricas operacionais do portfólio de shoppings da JHSF vs. pares

Portfólio atual	Aliansce Sonae	BR malls	Iguatemi	Multiplan	JHSF
Núm. de Shoppings	27	31	16	19	4
Total ABL	1.132.549	1.274.216	671.639	835.189	159.221
ABL Própria	793.862	832.128	437.694	668.462	66.907
Propriedade	70%	65%	65%	80%	42%
Vendas/m² mensais (2019)	1.155	1.270	1.764	1.627	1.379
NOI / m² / mês (2019)	90,1	131,6	142,1	155,9	123,0
Taxa de Vacância	4,8%	3,8%	6,4%	3,7%	3,0%

Fonte: Empresas e BTG Pactual

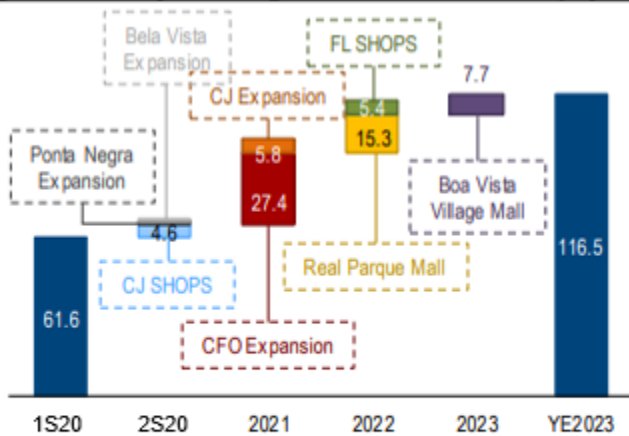
Shopping centers: Pipeline de projetos

Além disso, a JHSF tem potencial de crescimento significativo em seus shoppings por meio de projetos *brownfield* e *greenfield* (~1,5x da ABL própria e NOI atuais). Mais importante, a maioria desses projetos não exige grandes desembolsos de investimento (uma vez que os terrenos e licenças de construção já foram comprados, enquanto os parceiros da JHSF devem contribuir em dinheiro), o que significa que os retornos marginais são muito altos para os acionistas da JHSF.

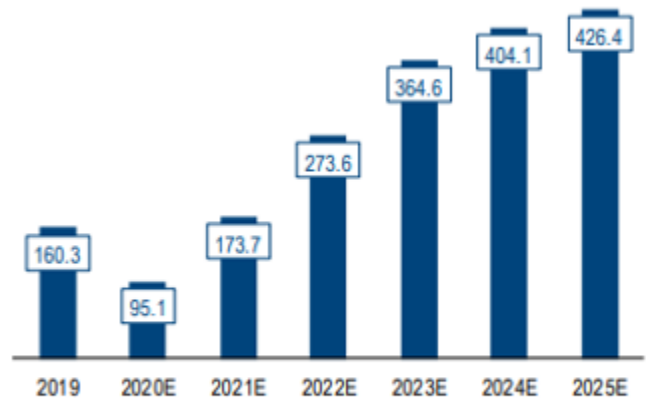
Figura 37: Principais métricas operacionais do portfólio de shoppings da JHSF vs. pares

Expansões de shoppings e greenfields	Cidade / Estado	Data de Abertura	ABL Total (m ²)	Participação (%)	GLA próprio (m ²)	Capex em sua parte (R\$000')	NOI em sua parte (R\$000')	NOI/m ² (R\$)	Rendimento sobre o custo (%)
Cidade Jardim Shops	São Paulo / SP	2S20	6.500	70,0%	4.550	80.000	16.300	298,5	20,4%
Ponta Negra (expansão)	Manaus / AM	2S20	3.854	40,0%	1.542	4.500	2.200	118,9	48,9%
Bela Vista (expansão)	Salavdor / BA	2S20	2.791	26,0%	726	10.400	1.900	218,1	18,3%
Cidade Jardim (expansão)	São Paulo / SP	2S21	11.634	50,0%	5.818	21.000	11.000	157,6	52,4%
Catarina Outlet (expansão)	São Roque / SP	2S21	40.276	68,0%	27.388	118.000	39.100	119,0	33,1%
Real Parque	São Paulo / SP	2S22	30.000	90,0%	27.000	240.000	40.941	126,4	17,1%
Faria Lima Shops	São Paulo / SP	2S22	11.041	48,2%	5.326	138.000	30.200	472,5	21,9%
Boa Vista Village	Porto Feliz / SP	1S23	15.000	100,0%	15.000	72.000	21.961	122,0	20,8%
Total pipeline			121.096	72,1%	87.377	683.900	156.641	149,4	22,9%

Fonte: JHSF e BTG Pactual

Figura 38: Resumo dos projetos *greenfield* e *brownfield* da JHSF


Fonte: JHSF e BTG Pactual
 * Assumindo venda de participação minoritária de 39% no Real Parque e 49% no Village Mall

Figura 39: Lucro bruto dos shoppings da JHSF - 2019-2025E (R\$ milhões)


Fonte: JHSF e BTG Pactual

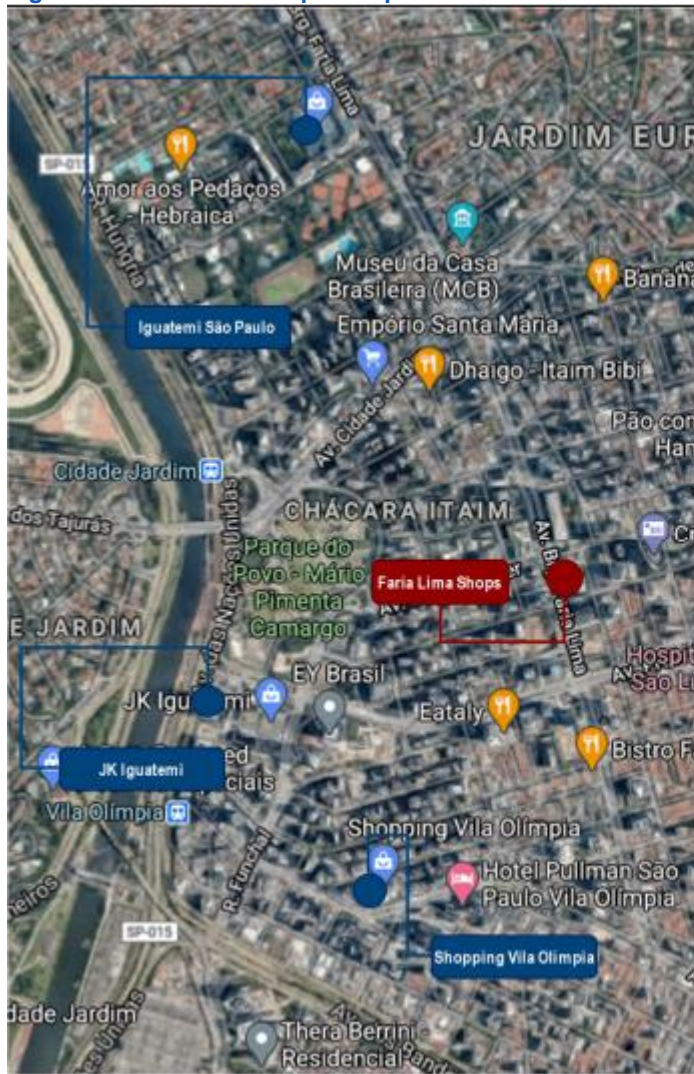
Faria Lima Shops

Com design semelhante ao Shops Jardins, o Faria Lima Shops é um projeto *greenfield* situado em um dos bairros mais nobres de SP (Itaim Bibi) e terá ABL de 11.100m² (5.400m² de propriedade da JHSF, sendo o restante da participação da XP Shoppings e Fasano). O investimento a ser incorrido pela JHSF é estimado em R\$ 138 milhões. Acreditamos que o shopping tem potencial para gerar R\$ 30 milhões de NOI (o que significa um alto Rendimento sobre custo - *yield on cost* - de 22%).

Shopping Real Parque

O Real Parque é um projeto *greenfield* de uso misto (6 torres residenciais de alto padrão + shopping) a ser desenvolvido em um terreno adquirido por R\$ 157 milhões (a ser pago em 2023) e localizado a cerca de 800 metros do Cidade Jardim. O projeto do Shopping Real Parque possui 30.000m² de ABL total e a JHSF não descartou a venda de participação minoritária como fez em outros empreendimentos. O projeto tem um investimento estimado de ~R\$ 240 milhões e vemos um NOI potencial de R\$ 41 milhões.

Figura 40: Faria Lima Shops - mapa



Fonte: Google, JHSF e BTG Pactual

Figura 41: Real Parque multiuso - mapa



Fonte: Google, JHSF e BTG Pactual

Expansão do Cidade Jardim

Iniciada no 2S19, a expansão no Cidade Jardim (5.800m² de ABL de participação da JHSF) converte o deck parking em um espaço de shopping, além de construir uma área de estacionamento anexa ao shopping. O capex total é de ~R\$ 100 milhões - R\$ 50 milhões em licenças de construção (já adquiridas pela JHSF) + R\$ 50 milhões em construção (quase totalmente pago pelos acionistas minoritários XP Malls e Gazit) - enquanto o NOI adicional esperado é de R\$ 11 milhões (Rendimento sobre custo - *yield on cost* - de 52%).

Além disso, está sendo construído um Hotel Fasano de 1.500m² (hotelaria de alto padrão, com 50 apartamentos), anexo e integrado ao Cidade Jardim. O investimento previsto para o hotel é de R\$ 10 milhões e será totalmente desembolsado pela JHSF. Esperamos que essa área adicional gere um NOI de R\$ 3 milhões (Rendimento sobre custo - *yield on cost* - de 30%). A expansão do shopping está prevista para ser inaugurada no 2S21 e o hotel está previsto para 2022.

Expansão do Catarina Fashion Outlet

O shopping aberto Catarina Fashion Outlet possui uma expansão de 40.000m² de ABL total (27.400m² de participação da JHSF), representando 44% da ABL dos shoppings atuais. Como o Catarina Fashion Outlet se tornou um shopping de destino e a vacância é quase zero, esta nova área visa principalmente aumentar os serviços, restaurantes e entretenimento dos shoppings, com um mix de lojistas complementar ao shopping existente.

As obras de construção da expansão de Catarina estão em andamento, com inauguração prevista para 2S21. Os desembolsos de capex para a expansão totalizam R\$ 118 milhões vindo da parte da JHSF, enquanto a XP Malls (sua sócia minoritária no shopping) desembolsará os 32% restantes. No geral, esperamos um NOI estabilizado de R\$ 39 milhões (aluguéis de R\$ 119/m²), representando um *yield-on-cost* (Rendimento sobre custo) de 33%.

Cidade Jardim Shops

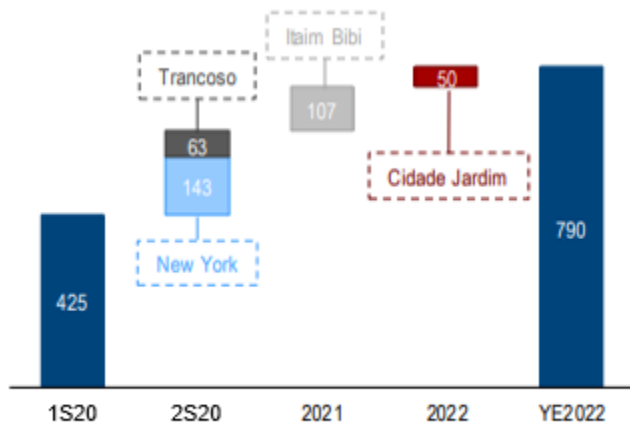
Um shopping *greenfield* no coração dos Jardins, bairro nobre de São Paulo, voltado principalmente para varejistas internacionais de luxo que já operam no Shopping Cidade Jardim. O empreendimento tem 6.500m² de ABL total (4.600m² de participação da JHSF) e as obras estão quase concluídas, com inauguração prevista para 2S20. Projetamos um NOI estabilizado de R\$ 16 milhões para a participação da JHSF.

Hotéis & Restaurantes

Os 7 hotéis e 25 restaurantes da JHSF em várias regiões (São Paulo, Boa Vista, Rio, Angra dos Reis, Salvador, Belo Horizonte, Uruguai etc.) foram fechados durante as medidas de bloqueio - os impactos foram grandes, mas mitigados por cortes de custos. À medida que os estados/cidades reduzem as restrições, as operações devem se recuperar gradualmente, mas esperamos um efeito que se arrasta para os próximos trimestres (ocupação abaixo da média em hotéis, fluxo menor em restaurantes etc.).

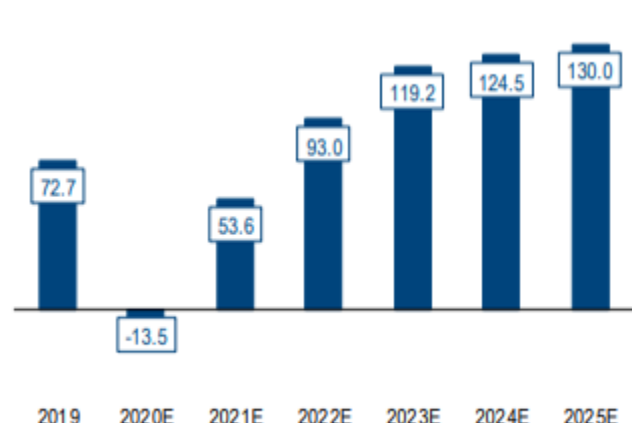
O curto/médio prazo é difícil, mas uma vez que a macro se recupere, os hotéis e restaurantes podem crescer. Em primeiro lugar, a margem pode aumentar com o amadurecimento de hotéis recém-inaugurados e a estabilização de alguns restaurantes. Além disso, a JHSF tem um bom pipeline de novos hotéis: (i) Trancoso no final de 2020; (ii) Nova York (2S20); (iii) Itaim Bibi (2021); e (iv) Cidade Jardim (2022). E pretendem continuar abrindo novos restaurantes (marca Gero Panini).

Figura 42: Hotéis da JHSF e pipeline de projetos (Nº de quartos)



Fonte: JHSF e BTG Pactual

Figura 43: Lucro bruto de Hotéis & Restaurantes - 2019-2025E (R\$ milhões)



Fonte: JHSF e BTG Pactual

Vemos a operação do Fasano como algo secundário devido à sua pequena contribuição para o lucro - a verdade é que os shoppings e as residências se beneficiam dos laços com a conhecida marca Fasano. A receita líquida do segmento foi de 30% do faturamento da JHSF em 2019, mas o lucro bruto foi de apenas 23%. Mesmo incluindo as novas operações e melhorias de margem, vemos este segmento como ainda menos representativo daqui para frente devido ao crescimento de residências e shoppings.

Negócios aeroportuários

A JHSF iniciou o desenvolvimento do Aeroporto Catarina em 2014, o primeiro aeroporto privado/executivo do Brasil, localizado nas proximidades da cidade de São Paulo (70km ou 30-40min de carro). Em dezembro de 19 o aeroporto foi inaugurado com homologação de voo nacional, pista de pouso de 2.470m (dimensionamento de jatos intercontinentais), hangar de 6.000m² (capacidade para 60 aeronaves) e pátio de 21.600m². A JHSF investiu mais de ~R\$ 600 milhões no projeto.

Além disso, a JHSF vem trabalhando para obter a homologação de voos internacionais para o Aeroporto Catarina, que depende apenas de órgãos reguladores por já possuir uma infraestrutura adequada (ex: comprimento mínimo de pouso). Caso aprovado, poderá ser uma vantagem competitiva adicional do Aeroporto Catarina em relação aos seus principais concorrentes, que só possuem permissão para voos nacionais (ex.: Congonhas, Sorocaba, Campo de Marte etc.).

Mercado de jatos executivos do Brasil

O Brasil tem aproximadamente 15.000 jatos executivos, aproximadamente 4.000 em SP, e esses jatos são atendidos principalmente em aeroportos comerciais (por exemplo, Congonhas, Guarulhos etc.). Uma vez que os principais aeroportos comerciais do Brasil operam quase com capacidade total e ~60% de suas receitas estão vinculadas a serviços (por exemplo, aluguel de lojas, vendas em terminais, etc.), voos executivos não são uma prioridade para as operadoras. Portanto, aeroportos privados são a melhor maneira de fornecer aviação executiva.

Figura 44: Aeroporto Catarina vs. pares - vantagens competitivas

Aerportos	Cidade	Comprimento da pista (m)	Operações Internacionais	Distância até Faria Lima (km)	IFR
Aeroporto Executivo Catarina	São Roque	2.470	Em progresso	59	Check
Congonhas	São Paulo	1.940	Não	6	Check
Cmd. Rolim Adolfo Amaro	Jundiaí	1.400	Não	63	Não
Sorocaba	Sorocaba	1.480	Não	97	Não
Campo de Marte	São Paulo	1.600	Não	15	Não
Campos dos Amarais	Campinas	1.200	Não	109	Não
Guarulhos	Guarulhos	3.700	Check	34	Check
Viracopos	Campinas	3.240	Check	93	Check

Fonte: JHSF e BTG Pactual

* IFR: Instrument flight rules (Regras de voo por instrumentos)

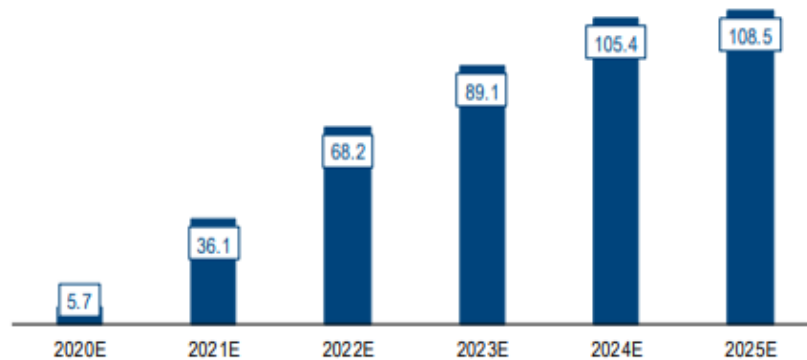
Dados econômicos do aeroporto Catarina

Como resultado da bela proposta do Aeroporto Catarina para proprietários de jatos executivos (flexibilidade de decolagem, próximo à cidade de São Paulo, helicóptero, possibilidade de voos internacionais, etc.), até o final de março a JHSF havia alugado todos os 60 slots do aeroporto e sinalizou que os planos de expansão devem acelerar devido à forte demanda. O Aeroporto Catarina tem capacidade potencial para mais de 200 jatos executivos.

E, como a maior parte da infraestrutura do Aeroporto Catarina já está construída (terraplenagem, pista de pouso, terminal, acesso de automóveis, etc.), o capex marginal para aumentar sua capacidade é muito baixo e consiste basicamente em mais hangares: cada hangar tem 3.000m² com custo de ~R\$ 2.000/m² (ou ~R\$ 6 milhões/hangar) e uma capacidade adicional de 30 jatos executivos. Além disso, o ciclo de construção de um hangar é curto (60 dias).

O Aeroporto Catarina possui três fontes principais de receita: (i) aluguel de aeronaves pousadas em hangares (R\$ 20.000/avião estacionado por mês); (ii) taxas de pouso (R\$ 3.000/pouso); e (iii) venda de combustível de aviação (a JHSF venderá combustível para proprietários de aviões no aeroporto, ganhando um spread sobre o preço pago às distribuidoras). Consequentemente, os retornos marginais das expansões no Aeroporto de Catarina são muito elevados.

Figura 45: Lucro bruto do Aeroporto Catarina - 2020E-2025E (R\$ 000')



Fonte: JHSF e BTG Pactual

Visão Geral da Empresa

A JHSF é uma holding fundada em 1972 e é a única incorporadora imobiliária focada no segmento de luxo e alto padrão no Brasil, com: (i) empreendimentos residenciais de alto padrão (1ª e 2ª casas); (ii) shoppings AAA; (iii) hotéis e restaurantes de luxo (marca Fasano); (iv) aeroporto executivo (jatos particulares).

A empresa atua em todas as etapas do seu segmento de incorporação imobiliária (compra de terrenos, obtenção de licenças, desenvolvimento do projeto, marketing e comercialização). Nos últimos anos, a JHSF lançou projetos icônicos (dentro e ao redor de São Paulo), incluindo o empreendimento multiuso Cidade Jardim e Fazenda Boa Vista e já possui cerca de R\$ 26 bilhões em terrenos para futuros lançamentos.

A JHSF também é incorporadora de shopping centers desde 1999, e atualmente opera 155.000m² de ABL (com aproximadamente 40% de participação), principalmente em shoppings de alto padrão (Cidade Jardim e Catarina Outlet). A empresa também possui um forte portfólio de projetos *brownfield* e *greenfield*, com potencial para aumentar a ABL própria em 87.000m², com projetos já em desenvolvimento.

Além disso, a empresa administra 7 hotéis da marca Fasano e 25 restaurantes, todos voltados para consumidores de alta renda e com 3 novas inaugurações nos próximos 2 anos. Por fim, mas não menos importante, em dezembro de 2019 a JHSF inaugurou o Aeroporto Executivo Catarina próximo à cidade de São Paulo, entrando em um segmento mal atendido com alto potencial de crescimento e pouco investimento adicional para construir mais hangares.

Breve história da empresa

- JHS Construção e Planejamento Ltda. (“JHS”) foi criada em 1972, construindo seu primeiro empreendimento (agência bancária) 2 anos depois. Em 1980, a JHS (posteriormente transformada em JHSF, após uma reorganização da estrutura de capital) começou a desenvolver edifícios residenciais, que se tornaram o foco da empresa durante a década de 90.
- Em 1999, a empresa estabeleceu sua divisão de propriedades para desenvolver e operar torres comerciais AAA em São Paulo, incluindo o Edifício Metropolitan Office e o Edifício Platinum Office (vendido em 2010 para o Fundo Imobiliário CSHG JHSF Prime Offices). Também participou da incorporação do Edifício San Paolo (um dos edifícios corporativos mais luxuosos de SP).
- Em 2001 a JHSF estabeleceu sua divisão de Shopping Centers, inaugurando o Shopping Metrô Santa Cruz (vendido para a BRMalls no final de 2009), o primeiro shopping integrado a uma estação de metrô do Brasil, o que virou tendência no país desde então.
- Em 2006 a JHSF lançou a primeira fase do complexo Cidade Jardim, que, juntamente com os edifícios corporativos lançados no mesmo complexo em 2008, se tornou o maior empreendimento imobiliário de São Paulo.
- Em 2007, a empresa adquiriu uma participação majoritária (51% indireta) na hotelaria Fasano, que detinha um dos hotéis líderes de São Paulo (na verdade, um dos 50 melhores hotéis do mundo, segundo a Condé Nast Traveller) e inaugurou Hotel Fasano no Rio de Janeiro no mesmo ano. Em 12 de abril de 2007, a JHSF entrou ao Novo Mercado da Bovespa, com um IPO de R\$ 432,4 milhões.
- Em 2008 a JHSF lançou três empreendimentos: (i) Cidade Jardim Corporate Center (SP); (ii) Horto Bela Vista (BA); e Las Piedras (Uruguai). Em 2009-2010, em sua estratégia de reciclagem, a empresa vendeu o Shopping Metrô Santa Cruz, Ed. J.M. Pinheiro, Metropolitan e Platinum, e 50% da Torre Continental.
- Em 2011, a empresa lançou novas fases da Fazenda Boa Vista, Horto Bela Vista e Las Piedras (em Punta del Este, Uruguai), além de entregar duas torres corporativas do Cidade Jardim Corporate Center e iniciar a operação do Hotel Fasano Boa Vista.
- Em 2012 e 2013 focaram em investimentos no portfólio de shoppings (expansão Shopping Cidade Jardim, Shopping Tucuruvi, Bela Vista, Ponta Negra e Catarina Fashion Outlet) e em novos empreendimentos residenciais

(Vitra e Benedito Lapin). Em 2013, foram entregues o Shopping Metrô Tucuruvi e o Shopping Ponta Negra, e a empresa continuou investindo em novos empreendimentos residenciais (Mena Barreto 423, Cidade Jardim Townhouses e Bosque Cidade Jardim).

- Em 2014, a JHSF iniciou as obras de construção do Aeroporto Executivo Catarina e inaugurou o Catarina Fashion Outlet nas proximidades do aeroporto, ao mesmo tempo que comprou 13 restaurantes do Fasano. Em 2015 a empresa inaugurou a 1ª expansão do Catarina Fashion Outlet, que já estava 100% locado.
- De 2015 a 2018 concentraram-se na venda de ativos e reestruturação da dívida, após vários anos de forte investimento no desenvolvimento do referido portfólio. A JHSF vendeu uma participação minoritária em seus shoppings para 'XP Malls' por R\$ 745 milhões.
- Em 2019 e 2020 a JHSF arrecadou +R\$ 900 milhões em dois follow-ons, iniciou as operações do Aeroporto Executivo Catarina, lançou seu empreendimento residencial Boa Vista Village, vendeu 500.000m² no Parque Catarina para o desenvolvimento da 'Villa XP', e recentemente comprou um terreno vizinho da Fazenda Boa Vista.

Estrutura de acionistas

A JHSF é controlada pela família Auriemo, detendo 57,2% do capital social por meio de diferentes instrumentos (ver detalhes da participação da JHSF abaixo). A empresa fez o IPO em 2007 e o follow-on mais recente foi em julho de 2020 (emitindo 41 milhões de ações). A JHSF3 é negociada na B3, no Novo Mercado (mais alto grau de governança corporativa), com um ADTV de ~R\$ 115 milhões.

Figura 46: Estrutura societária e acionária da JHSF

Acionistas	Ações (milhões)	Participação (%)
JHSF PAR S.A.	271,7	39,6%
José Auriemo Neto	82,4	12,0%
Fábio Roberto Chimenti Auriemo	24,3	3,6%
Flatly Global Ltd.	13,9	2,0%
Acionistas controladores	392,4	57,2%
Capital Research Global Investors	49,1	7,2%
Free Float	244,0	35,6%
Total	685,5	100,0%

Fonte: JHSF e BTG Pactual

Gestão e Conselho de Administração

Abaixo, mostramos a biografia dos diretores estatutários da JHSF:

- **Thiago Alonso de Oliveira (CEO, CFO e RI):** Graduado em Direito pela PUC-SP e pós-graduado em Finanças e Negócios pela FGV. Foi CFO e IRO da Paranapanema S.A., Perenco Participações S.A. e Lupatech S.A. e Diretor para a América Latina da General Electric. Desenvolveu sua carreira nos setores de serviços, industrial, energia e bancário, com foco em processos financeiros e desenvolvimento de novos negócios. Suas principais realizações incluem dois IPOs, várias operações de dívida do mercado de capitais, organização de processos financeiros, redução de custos e programas de recuperação, a implementação de centros de serviços compartilhados e operações com bancos de desenvolvimento e investidores institucionais. Ele participou de mais de 30 transações de M&A e operações de capital privado.

Veja abaixo a biografia dos conselheiros da JHSF:

- **José Auriemo Neto (Presidente):** Foi Diretor Presidente de 2006 a maio de 2014 e atualmente atua como presidente executivo da companhia. Também é presidente da JHSF Par desde 2003. Ingressou nas empresas do grupo em 1993 e, em 1997, fundou a área de serviços, criando a administradora de estacionamento Parkbem. Em 1998, iniciou a área de shopping centers com a obtenção dos direitos de desenvolvimento do Shopping Santa Cruz, passando a ser responsável pela implantação e administração desse. É membro de seu conselho de administração desde a constituição da JHSF em 2006. Também é membro da YPO desde 1999, tendo sido diretor executivo dessa organização por dois mandatos nos períodos 2003/04 e 2004/05.

- **Thiago Alonso de Oliveira (Diretor):** Graduado em Direito pela PUC-SP e pós-graduado em Finanças e Negócios pela FGV. Foi CFO e IRO da Paranapanema S.A., Perenco Participações S.A. e Lupatech S.A. e Diretor para a América Latina da General Electric. Desenvolveu sua carreira nos setores de serviços, industrial, energia e bancário, com foco em processos financeiros e desenvolvimento de novos negócios. Suas principais realizações incluem dois IPOs, várias operações de dívida do mercado de capitais, organização de processos financeiros, redução de custos e programas de recuperação, a implementação de centros de serviços compartilhados e operações com bancos de desenvolvimento e investidores institucionais. Ele participou de mais de 30 transações de M&A e operações de capital privado.

- **Oswaldo Roberto Nieto (Conselheiro Independente):** Graduado em Direito pela USP (1965). Concluiu o curso de pós-graduação em desenvolvimento econômico desenvolvido pela CEPAL/ILPES em 1969, com especialização em planejamento e desenvolvimento industrial. Foi contratado como professor assistente do Departamento de Economia e Planejamento Econômico, ou DEPE, da Universidade Estadual de Campinas (Universidade Estadual de Campinas), onde fez doutorado em 1975 e se tornou um professor titular em 1986. Atualmente é professor titular da Unicamp e consultor editorial da revista Carta Capital desde 1996. Entre 1974 e 1992, foi assessor de economia do PMDB (Partido do Movimento Democrático Brasileiro). Entre 1985 e 1987, foi secretário de política econômica do Ministério da Fazenda. Entre 1988 e 1990, foi secretário de Ciência e Tecnologia do Estado de São Paulo. Em 2001, foi incluído no "Dicionário Biográfico de Economistas Dissidentes", entre os 100 economistas heterodoxos do século XX. Recebeu o prêmio intelectual do ano - Prêmio Juca Pato - edição 2005, concedido pela União Brasileira de Escritores, ou UBE, pelo livro: Ensaio Sobre o Capitalismo no Século XX (Tratados sobre o Capitalismo em o século 20).

- **João Alves Meira Neto (Vogal):** Graduado em Direito pela USP, com curso de especialização na Universidade de Cambridge. Foi advogado associado do Pinheiro Neto Advogados, Gerente Jurídico do Metrobanco Banco de Investimentos e Banco Varig, além de Diretor Jurídico do Banco BNL do Brasil e do Grupo Schahin. Foi também membro do Conselho de Administração do BNL Previlavoro Fundo de Previdência Privada. Também ocupa o cargo de Diretor Jurídico da JHSF Malls S.A e ocupou o cargo de Diretor Jurídico da JHSF Participações S.A. até abril de 2020, quando foi eleito membro do Conselho de Administração.

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