

Francisco Lobo
Analista de Crédito | Santander Credit Research
francisco.lobo@santander.com.br

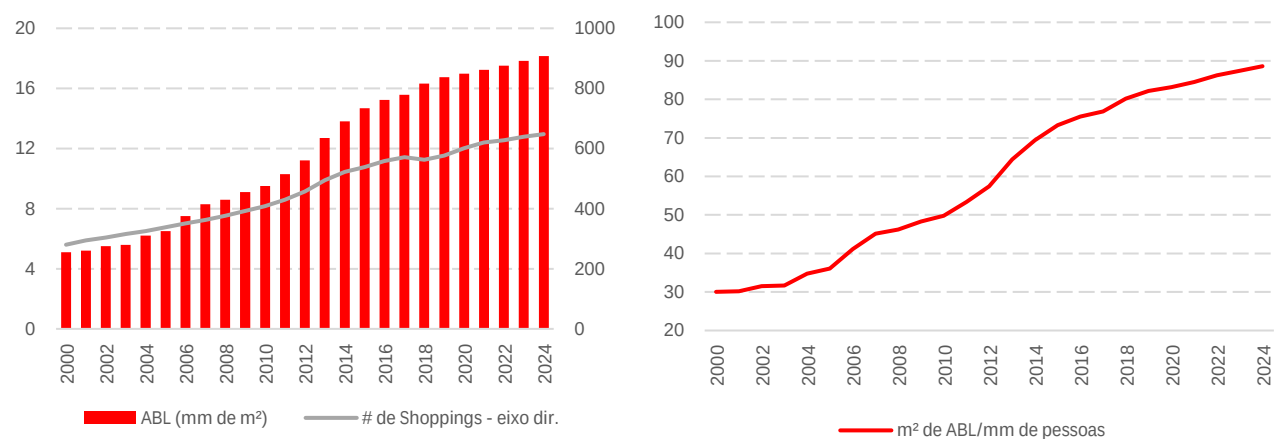
Nesta edição do Research Explica, abordamos o segmento de *shopping centers*, um dos pilares do varejo brasileiro e um dos ativos mais consolidados do mercado imobiliário comercial. O estudo apresenta os fundamentos do modelo de negócios, a dinâmica operacional e competitiva do setor e os fatores que diferenciam os *shoppings* dominantes, que têm consistentemente superado a média de desempenho da indústria. Também exploramos o contraste entre o cenário brasileiro e o declínio observado nos Estados Unidos, destacando os fundamentos que sustentam a resiliência local. Por fim, apontamos as principais tendências e perspectivas estruturais que moldam o futuro dos empreendimentos, em um contexto de transformação do consumo e integração crescente entre varejo físico e digital.

Panorama do setor

O setor de *shopping centers* é um dos pilares do varejo brasileiro e uma das vertentes mais consolidadas do mercado imobiliário comercial. Embora para o consumidor o *shopping* seja sinônimo de lojas, gastronomia e lazer, para o investidor ele é, antes de tudo, um ativo imobiliário de geração recorrente de caixa, cuja performance depende de tráfego, mix de lojistas, capacidade de precificação e eficiência operacional. Nos últimos vinte anos, o setor passou por um ciclo de forte expansão, seguido por um movimento de consolidação que reduziu o número de grupos relevantes, elevou barreiras de entrada e reforçou a importância de escala. Ao mesmo tempo, trata-se de uma atividade profundamente conectada à economia real: renda, juros, inflação e confiança do consumidor moldam o ritmo das vendas e influenciam diretamente os resultados.

A força do setor no Brasil se explica tanto por fatores culturais, como concentração do varejo formal em ambientes fechados e seguros, quanto por fatores econômicos. *Shoppings* bem localizados tornaram-se plataformas completas de varejo, entretenimento e serviços, capazes de atrair tráfego qualificado e capturar parte desse valor por meio de múltiplas fontes de receita. Para entender o que diferencia um bom ativo, é essencial ir além das lojas e examinar o que realmente move o modelo de negócios.

Gráficos 1 e 2. Evolução da Área Bruta Locável, do número de *shoppings* e penetração dos ativos no Brasil



Fontes: Abrasce e Santander.

Fundamentos do modelo de negócios

Um *shopping center* opera como uma plataforma imobiliária que monetiza área. A lógica é simples: quanto maior o fluxo, melhor o mix e maior o poder de precificar o metro quadrado. A capacidade de um ativo de atrair e reter consumidores cria um círculo virtuoso: tráfego impulsiona vendas, que fortalecem os lojistas, que permitem reajustes contratuais, que atraem novas marcas e aumentam o valor do empreendimento.

A estrutura contratual combina aluguel mínimo, o “piso” que garante previsibilidade, e o aluguel percentual, que captura uma fração do crescimento das vendas. Assim, o *shopping* participa do desempenho do varejo, mas sem assumir risco operacional direto. Esse modelo cria uma fonte de receita híbrida: parte fixa, parte variável.

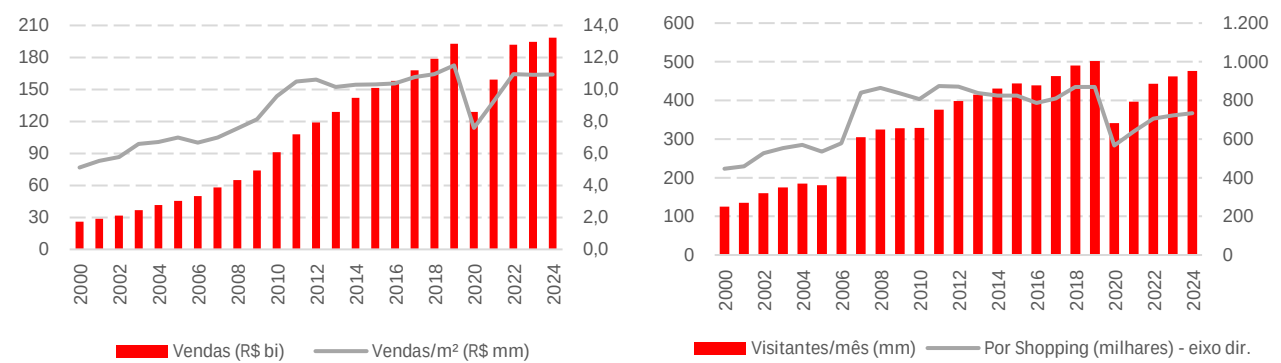
Outro componente fundamental é a qualidade da Área Bruta Locável (ABL), termo para designar a área interna de um edifício. ABL total define a escala; ABL própria determina a parte da receita que pertence ao grupo; e a distribuição do mix (lojas satélites, âncoras, megastores, alimentação, serviços e entretenimento) determina a produtividade por m². Ativos dominantes, com forte posição competitiva em seu raio primário, conseguem manter ocupação elevada, aluguel por m² crescente e menor rotatividade.

O modelo de negócios exige gestão ativa: análise constante do mix, negociação de contratos, campanhas de tráfego, renovação arquitetônica, expansão de ABL e incorporação de novas categorias de ocupação (ex: *coworkings*, clínicas, educação, eventos e mídia). É essa gestão que diferencia um portfólio *premium* de um empreendimento simplesmente cheio.

Estrutura competitiva e grupos predominantes

Apesar de o setor aparentar estabilidade, sua dinâmica é intensa e fortemente dependente da força do varejo, da capacidade de atração de tráfego dos empreendimentos, da qualidade do mix de lojas e da eficiência da gestão comercial. Nos últimos dez anos, o crescimento nominal médio das vendas em *shoppings* brasileiros por ABL foi de apenas 0,6% ao ano, significativamente abaixo da inflação do período – desempenho modesto quando comparado ao dos grupos que detêm os principais ativos do país.

Gráficos 3 e 4. Evolução das vendas e do fluxo de visitantes nos *shoppings* brasileiros



Fontes: Abrasce e Santander.

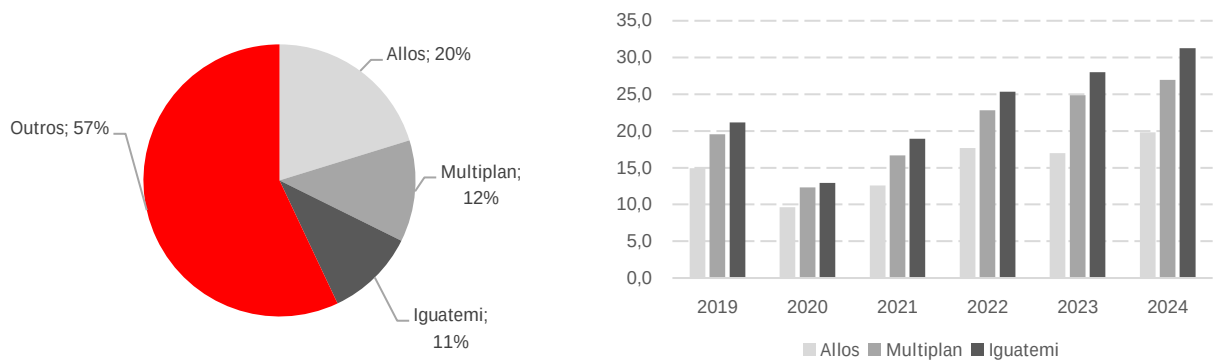
Shoppings dominantes são aqueles que detêm posição de liderança clara dentro de sua área de influência, tanto em fluxo de visitantes quanto em relevância comercial. Esses empreendimentos superam a média do setor por combinarem localização estratégica, consolidação regional e gestão eficiente. Estão inseridos em áreas densas, acessíveis e com alto poder de consumo, o que garante tráfego constante e qualificado. Sua maturação elevada os consolida como destinos naturais de

consumo e lazer, fortalecendo o vínculo com o público e atraindo as melhores marcas e operadores. Além disso, contam com administrações profissionais capazes de otimizar o mix, promover eventos e manter padrões físicos e operacionais elevados, assegurando maior rentabilidade, resiliência e valorização no longo prazo.

Nesse sentido, o setor brasileiro é dominado por grupos com grande escala e *expertise* operacional. A fusão entre Aliansce Sonae e BR Malls criou o maior *player* do país; Multiplan e Iguatemi mantêm portfólios *premium* altamente defensivos; JHSF, Ancar e outros operadores completam o segmento com modelos regionais ou especializados. Essa consolidação trouxe padronização de gestão, ganhos de escala em negociação com varejistas e maior capacidade de investimento.

A competição ocorre principalmente a nível regional. *Shoppings* disputam tráfego dentro de seus raios de influência, o que torna localização e acessos fatores críticos. Em cidades maiores, ativos *premium* tendem a capturar renda mais alta e manter resiliência em ciclos negativos. Já *shoppings* de vizinhança e regionais dependem mais da evolução do varejo massificado e de estratégias de mix para sustentar crescimento real de aluguel.

Gráfico 5. Vendas: *Market share* e evolução por m² (em R\$ mm) da Allos, Multiplan e Iguatemi



Fontes: Abrasce, Allos, Multiplan, Iguatemi e Santander.

Panorama internacional e fundamentos comparativos

O declínio dos *shoppings* nos Estados Unidos, frequentemente chamado de *retail apocalypse*, decorre de uma combinação de fatores estruturais e comportamentais. Nas últimas décadas, o país passou por uma superoferta de centros comerciais, impulsionada pela expansão suburbana e pelo crédito barato, o que levou a uma saturação do mercado. Com o avanço acelerado do e-commerce e a mudança nos hábitos de consumo em direção à conveniência e às experiências digitais, muitos empreendimentos perderam relevância, especialmente os de padrão médio e localizados fora dos grandes centros urbanos.

No Brasil, entretanto, os fundamentos são substancialmente diferentes. O país ainda apresenta uma penetração de *shoppings* muito menor, o que indica espaço para expansão e ausência de saturação. Além disso, o *shopping* brasileiro cumpre papel multifuncional, não apenas como local de compras, mas também como espaço de convivência, lazer e segurança, atributos altamente valorizados em contextos urbanos desafiadores. Essa característica torna o setor menos vulnerável ao avanço do comércio eletrônico e mais resiliente em períodos de incerteza econômica.

Momento atual do setor

Após a reabertura pós-pandemia, o setor experimentou forte recuperação de tráfego e vendas, seguida por uma fase de normalização. Em um ambiente de juros elevados e consumo mais seletivo, os *shoppings* voltaram a operar com margens saudáveis, mas com mudanças significativas no mix. O maior peso de alimentação, serviços, entretenimento e saúde tornou-se tendência estrutural, reduzindo a dependência de moda e aumentando a estabilidade de vendas.

Ao mesmo tempo, a integração do varejo físico com o digital avançou: operações *omnichannel*, retirada em loja, *dark stores* internas e hubs logísticos aumentaram a relevância do *shopping* como ponto de distribuição. A pressão do e-commerce permanece, mas tem impactos heterogêneos: segmentos de conveniência sofrem mais; categorias de experiência têm sido beneficiadas.

No curto prazo, o momento combina resiliência operacional com crescimento real moderado dos aluguéis, enquanto no longo prazo o setor se apoia em ativos dominantes, baixo índice de vacância estrutural e um ciclo de expansão seletivo.

Receitas operacionais

A principal fonte de receita é a locação. Nos contratos de lojas, o aluguel mínimo representa a base previsível, enquanto o aluguel percentual captura a expansão de vendas. A apropriação contábil da receita observa o regime de linearidade: o valor do contrato é distribuído ao longo da vigência, suavizando efeitos de descontos e escalonamentos — fator relevante para análise entre caixa e competência.

A receita de quiosques e *merchandising* tem maior rotatividade e retorno superior por m², refletindo o caráter promocional e de exposição dessas áreas, o que também reforça o posicionamento do *shopping* como plataforma de mídia.

Outra grande categoria são as receitas de serviços, que incluem taxas de corretagem, quando o proprietário é o intermediador dos contratos, e taxas de administração, relevantes para grupos que operam empreendimentos de terceiros. Essas receitas ampliam o escopo de monetização da gestão.

A receita de estacionamento completa o bloco operacional. Ela é sensível ao tráfego e ao posicionamento do ativo, geralmente representando parcela importante da geração de caixa de *shoppings* premium e regionais. Em muitos casos, seu comportamento acompanha de perto a frota de automóveis que circula pela região do imóvel.

Despesas operacionais

As despesas operacionais se distribuem em três blocos principais: sede, operação e crescimento.

As despesas de sede correspondem às despesas corporativas necessárias para administração de portfólios. Aqui, economias de escala são relevantes: grupos maiores conseguem diluir gastos com equipe, sistemas, jurídico e governança.

Os encargos de lojas vagas incluem IPTU, condomínio e serviços básicos assumidos temporariamente pela administradora em unidades não ocupadas. Já as despesas com corretagem refletem a intermediação de contratos e tendem a depender do momento do ciclo. Fases de reocupação elevam a linha (maior assinatura de contratos), enquanto momentos de maior estabilidade costumam reduzi-la.

Por fim, as despesas ligadas a novos projetos concentram custos pré-operacionais, ações de *marketing* de lançamento e iniciativas de expansão.

Principais indicadores operacionais

A análise do setor exige atenção especial aos KPIs (sigla em inglês para *Key Performance Indicator* ou Indicador-Chave de Desempenho). A taxa de ocupação é fundamental e deve ser observada em duas dimensões: ocupação física (m² locados) e ocupação financeira (m² geradores de aluguel). Diferenças entre as duas sinalizam descontos, incentivos ou lojas em transição.

As Vendas Mesmas Lojas (SSS, do inglês *Same Store Sales*) medem a variação das vendas das mesmas unidades ao longo do tempo (desconsiderando abertura de lojas novas), servindo como termômetro da saúde dos lojistas. Já os Aluguéis Mesmas Lojas (SSR, do inglês *Same Store Rent*) capturam a variação dos aluguéis dessas mesmas unidades, refletindo capacidade de reajuste, precificação e gestão do mix.

Shoppings dominantes tendem a apresentar SSR consistentemente acima da inflação, especialmente em segmentos de maior renda.

O NOI (*Net Operating Income*) corresponde à receita operacional do portfólio menos as despesas diretamente associadas à operação. É o indicador central de desempenho operacional. Sua margem, o NOI dividido pela receita operacional, mensura a eficiência na gestão dos ativos. A ABL representa a área total disponível para locação e funciona como medida de escala e potencial de monetização.

Por fim, o FFO (*Funds From Operations*) é uma métrica de geração de caixa recorrente, obtida ao ajustar o lucro contábil por itens não caixa e pelas despesas financeiras recorrentes. É utilizado para avaliar a capacidade estrutural de geração de recursos da companhia.

Considerações finais

O setor de *shoppings* combina resiliência estrutural, geração recorrente de caixa e dependência direta de qualidade de ativo. Em um ambiente competitivo, *shoppings* dominantes, bem localizados e com gestão ativa tendem a capturar a maior parte do valor. O investidor deve olhar o setor por meio dos KPIs certos: tráfego, mix, SSS, SSR, ocupação, NOI e FFO. Mais do que expansão de ABL ou crescimento nominal de receita, o que sustenta retornos no tempo é a capacidade de um ativo de transformar fluxo em aluguel, manter relevância comercial e se adaptar à evolução do consumo. É esse conjunto, o verdadeiro negócio por trás das vitrines, que define o valor do setor.

Confira mais edições da série Research Explica [aqui](#).

Comunicado importante

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Eu, **Francisco Lobo, analista de valores mobiliários credenciado nos termos da Resolução CVM Nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, subscritor e responsável por este relatório, o qual é distribuído pelo Santander**, com relação ao conteúdo objeto do presente relatório, declaro que as recomendações refletem única e exclusivamente a minha opinião pessoal, e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à instituição a qual estou vinculado, nos termos da Resolução CVM 20. Adicionalmente, declaro o que segue:

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

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

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

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

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

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

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