



JHSF

Atualizando o Modelo

Mantendo o Preço-Alvo de R\$ 9,00 para o Fim de 2022 e a Recomendação de "Compra"

JHSF (JHSF3)

Atualizando o Modelo

Mantendo o Preço-Alvo de R\$ 9,00 para o Fim de 2022 e a Recomendação de "Compra"

Fanny Oreg, Antonio Castrucci e Matheus Meloni

Reiteramos a nossa recomendação de "Compra" e mantemos nosso preço-alvo.

Estamos atualizando as nossas estimativas para a JHSF após a divulgação dos seus resultados referentes ao 4T21 e reiteramos nosso preço-alvo de R\$ 9,00 para o fim de 2022 e a nossa recomendação de "Compra", com base principalmente no *valuation* descontado da empresa em relação aos seus pares cobertos, mesmo considerando a natureza anticíclica do *business* da JHSF, o qual atribuímos à exposição da empresa ao segmento de alta renda.

Sem alterações substanciais nas estimativas após a incorporação dos resultados do 4T21:

Aumentamos as nossas estimativas quanto à sua receita de 2022 e de 2023 em 4,1% e 5,6%, respectivamente, de acordo com: (i) os resultados impressionantes do 4T21 na sua divisão de Shoppings & Varejo e de Hospitalidade & Gastronomia; (ii) a participação percentual nas receitas de curto prazo da Boa Vista Estates acima do esperado; e (iii) as nossas novas estimativas para o projeto Real Parque. Por outro lado, aumentamos as nossas estimativas de dívida líquida e despesas operacionais para refletir o forte *pipeline* de novos projetos. Como resultado, reduzimos ligeiramente as nossas projeções de lucro líquido para 2022 e 2023 em 1,0% e 0,9%, respectivamente.

Valuation atrativo para uma empresa anticíclica: A JHSF está atualmente sendo negociada a um múltiplo P/L de 4,0x (2022E), o que se compara favoravelmente à média de 5,6x para os *homebuilders* de média e alta renda dentro de nosso universo de cobertura. Vemos o desconto de 28,5% como excessivo dado o caráter anticíclico da JHSF, embora acreditemos que um percentual desse desconto (10-15%) seja estrutural, refletindo uma menor liquidez das ações e um maior risco relativo dos novos empreendimentos da empresa (dado seu maior porte).

Santander Equity Research

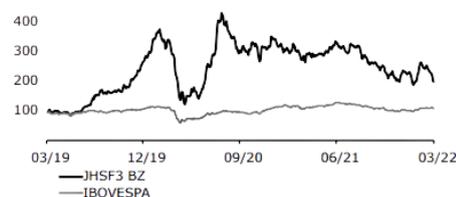
Imobiliário

18 de março de 2022

Compra

Preço-Alvo: R\$ 9,00

Desempenho de Preços (R\$)



JHSF

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

	R\$		
	2021A	2022E	2023E
P&L Account			
Revenues	2,007	2,141	2,466
EBITDA	1,171	1,152	1,348
EBITDA YoY Change (%)	39.8	(1.6)	17.0
EBITDA as % of Revenue	58.3	53.8	54.7
EBIT	11,135	10,902	12,796
Net Financial Result	(118)	(199)	(215)
Associates	0	0	0
Taxes	(15)	(76)	(88)
Minorities	0	0	0
Net Profit	981	815	977
Adj Net Profit	981	815	977
YoY Change (%)	53.6	(16.9)	19.8
as % of Revenues	48.9	38.1	39.6
Cash Flow			
EBITDA	1,171	1,152	1,348
Lease Payments	0	0	0
Changes in Wkg. Capital	(758)	(218)	(322)
Capital Expenditures	(583)	(558)	(720)
Cash Financials	0	0	0
Cash Taxes	0	0	0
Free Cash Flow to Equity	(171)	376	306
Other Invest./ (Divest.)	0	0	0
Dividends	(269)	(210)	(212)
Capital Increases/Other	(1)	0	0
Change in Net Fin. Debt	410	434	(143)
Balance Sheet			
Cash and Equivalents	877	1,202	852
Current Assets	1,164	1,258	1,481
Goodwill	114	114	114
Non-Curr Assets (ex g'will)	6,256	6,987	7,906
Total Assets	8,412	9,561	10,353
Current Liabilities	844	1,041	1,124
Non-Current Liabilities	3,021	3,369	3,312
Minorities	82	82	82
Shareholders' Equity	4,465	5,069	5,835
Total Liabilities & Equity	8,412	9,561	10,353
Net Financial Debt	1,419	1,161	1,224
Other Ratios			
Dividend Payout (%)	27.5	25.8	21.7
ROCE (%)	223.0	168.4	173.5
EV/EBIT (x)	0.4	0.4	0.4
FCFF Yield (%)	6.3	11.0	9.3
P/BV (x)	0.9	0.6	0.6
EoP Owned GLA (m2)	87,867.0	142,341.0	152,541.0
Avg. Owned GLA (m2)	66,741.0	87,867.0	132,341.0
Occupancy Rate (%)	96.6	96.6	96.6
Real Estate Launches	2,148.7	1,999.4	3,403.4
Real Estate Sales	1,577.6	1,540.1	2,103.3

Este relatório é uma versão em português do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 10/03/2022. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

As Nossas Estimativas Revisadas Incorporam o Projeto Real Parque, mas Deixamos Bragança como um Risco de Alta

Valor Potencial de Vendas (PSV) aumentado para o projeto Real Parque: Após o comunicado da JHSF ao mercado no dia 8 de março, aumentamos o PSV projetado do projeto Real Parque para R\$ 2,3 bilhões dividido em quatro fases, contra a nossa estimativa anterior de R\$ 1,3 bilhão a ser lançado em 2022 e 2024. Estimamos um PSV de R\$ 160 milhões para a primeira fase do projeto (associação ao Surf Club), que tem previsão de lançamento ainda este ano. Além disso, o nosso modelo atualizado pressupõe que as outras três fases (edifícios de apartamentos) serão lançadas uma por ano a partir de 2023, pois o projeto ainda depende do leilão de licenças municipais de construção (ou CEPACs).

A aquisição de terrenos em Bragança Paulista representa um risco de alta para as nossas estimativas se a demanda por segundas residências permanecer sólida nos próximos anos, viabilizando financeiramente o empreendimento: A JHSF anunciou recentemente a aquisição de 51% de participação em uma sociedade que detém uma área de ~5,7 milhões de m² de terra em Bragança Paulista (a uma hora de São Paulo). A empresa tem como meta lançar um projeto faseado semelhante ao Fazenda Boa Vista, totalizando cerca de R\$ 3,1 bilhões em PSV (% JHSF) em uma região com boa demanda por segundas residências. O projeto deve ser lançado em 2023-24 e pode somar até R\$ 0,80/ação ao nosso preço-alvo se as margens se mostrarem tão sólidas quanto as do projeto Boa Vista.

Valuation

Mantemos o nosso preço-alvo para o fim de 2022 de R\$ 9,00, o que implica um potencial de valorização de 88% (retorno total de 95%), o que nos leva a manter a nossa recomendação de “Compra” da ação. O nosso preço-alvo, que se baseia em uma metodologia de fluxo de caixa descontado (DCF), usa um WACC de 14,3% em reais e um crescimento nominal perpétuo de 3,0%. Além disso, o nosso preço-alvo de 2022 implica um múltiplo P/L alvo de 7,6x e 6,3x para 2022E e 2023E, respectivamente.

Figura 1. Síntese de Valuation da JHSF3

Stock Performance		Cost of Capital	
Ticker	JHSF3	Risk Free (BRL)	8.0%
Outstanding Shares (million)	686.2	Risk Premium	5.4%
Mkt Cap (R\$ bi)	3.3	Beta	1.47
Rating	Outperform	Cost of Equity (R\$ nominal)	15.9%
Pricing Date	9-Mar-22	Avg. Debt to Capital Ratio	25.0%
Stock Price	4.78	Pre-tax Cost of Debt (R\$ nominal)	10.0%
2022E Target Price	R\$ 9.00	Tax Rate	8.0%
Upside	88%	WACC (R\$ nominal)	14.3%
Potential Total Return	95%	Perpetuity Growth	3.0%

Fonte: dados da companhia e Santander.

Figura 2. Estimativas para JHSF3: Atuais vs. Anteriores (R\$ em Milhões)

JHSF	2021A			2022E			2023E		
	Current	Previous		Current	Previous	Δ	Current	Previous	Δ
Net Revenue	2,007	1,927	4.2%	2,141	2,057	4.1%	2,466	2,335	5.6%
Gross Profit	1,394.0	1,330.3	4.8%	1,442.9	1,384.2	4.2%	1,683.0	1,593.9	5.6%
Gross Margin	69.4%	69.1%	39 bps	67.4%	67.3%	12 bps	68.3%	68.3%	1 bps
EBITDA	1,171	1,112	5.2%	1,152	1,148	0.3%	1,348	1,320	2.1%
EBITDA Margin	58.3%	57.7%	58 bps	53.8%	55.8%	-201 bps	54.7%	56.5%	-186 bps
Net Income	981	860	14.1%	815	824	-1.0%	977	985	-0.9%
Net Margin	48.9%	44.6%	425 bps	38.1%	40.0%	-196 bps	39.6%	42.2%	-258 bps

Fonte: dados da companhia e Santander.

Riscos

O nosso preço-alvo para o fim de 2022 é baseado em uma análise de fluxo de caixa livre para a firma, usando um WACC de 14,3% em reais e um crescimento nominal perpétuo de 3,0%. Os riscos incluem: (i) um potencial aumento nas taxas de juros; (ii) um aumento da concorrência em regiões com excesso de oferta; (iii) um atraso na recuperação do varejo, levando a um aumento nas taxas de vacância e a atrasos nos pagamentos dos inquilinos; (iv) um forte *capex*; e (v) um pagamento acima do valor justo para aquisições ou venda de ativos a um *valuation* descontado.

Comunicado Importante

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

© 2022 Copyright Banco Santander (Brasil) S/A. Direitos Reservados