



Iguatemi

Elevando o Preço-Alvo para R\$ 28,00 em Meio a uma Recuperação dos Aluguéis Mais Rápida que o Esperado

Iguatemi (IGTI11)

Elevando o Preço-Alvo para R\$ 28,00 em Meio a uma Recuperação dos Aluguéis Mais Rápida que o Esperado

Fanny Orenge; Antônio Castrucci; Matheus Meloni

Elevando o preço-alvo para R\$ 28,00 (contra R\$ 27,00 anteriormente) para refletir os resultados do 4T21. Incorporamos os resultados acima do esperado do 4T21 e uma melhor visibilidade proporcionada pelo Iguatemi 365 e pelo I-Retail no nosso modelo. Reiteramos a nossa recomendação de “Compra” na IGTI11 com base em: (i) um forte *momentum* de lucros, uma vez que as taxas de ocupação e a redução dos descontos de aluguéis continuam evoluindo em um ritmo mais rápido do que o previsto; (ii) vendas resilientes em períodos de cenários macroeconômicos fracos devido à alta exposição à classe de renda A/A+; e (iii) um *valuation* atraente em relação às suas médias históricas. As ações da Iguatemi estão atualmente sendo negociadas a um múltiplo P/AFFO (2022E) de 15,7x, o que é favoravelmente comparável à média (desde o IPO) do seu P/AFFO de 12 meses à frente de 18,2x.

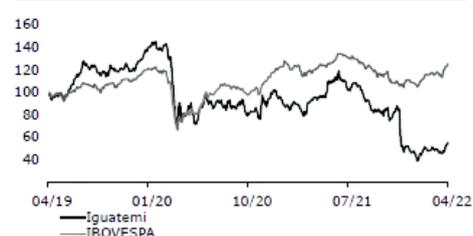
Iguatemi passou a melhor divulgar o i-Retail e o Iguatemi 365: A fim de fornecer maior visibilidade às suas iniciativas no varejo e dado o forte crescimento apresentado por ambas as operações, a Iguatemi passou a reportar separadamente os resultados do i-Retail e do Iguatemi 365. Esperamos que a divisão reporte um prejuízo bruto de R\$ 64,7 milhões em 2022 e de R\$ 57,1 milhões em 2023, com uma margem bruta se estabilizando em 5% até 2027 (momento em que projetamos um lucro bruto de R\$ 8,8 milhões).

Investidores aparentam estar excessivamente preocupados com um potencial aquisição do Pátio Higienópolis: Vemos o Pátio Higienópolis como um ativo raro. O *shopping* é um dos 3 principais ativos do Brasil em termos de produtividade de locação (R\$ 3.200 por m² em 2019) entre as operadoras de *shoppings* de listadas – situando-se atrás apenas do Iguatemi São Paulo e do Morumbi Shopping. Portanto, vemos esta potencial aquisição como uma oportunidade única para a Iguatemi fortalecer ainda mais o seu portfólio. A Iguatemi está atualmente sendo negociada a um *valuation* atraente, ao nosso ver, o qual ainda estaria negociando bem abaixo das médias históricas se adquirisse o Pátio Higienópolis a um *cap rate* implícito de 5,0% (estimamos um P/AFFO (2023E) de 16,1x vs. a média histórica de 18,2x desde o IPO).

Compra

Preço-Alvo: R\$ 28,00

Desempenho de Preços (R\$)



Iguatemi

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

| | 2021A | 2022E | 2023E |
|-----------------------------|-------|-------|-------|
| P&L Account | | | |
| Revenues | 867 | 1,025 | 1,102 |
| EBITDA | 550 | 672 | 737 |
| EBITDA YoY Change (%) | 8.7 | 22.2 | 9.7 |
| EBITDA as % of Revenue | 63.4 | 65.5 | 66.9 |
| EBIT | 394 | 515 | 582 |
| Net Financial Result | 126 | (250) | (216) |
| Associates | 0 | 0 | 0 |
| Taxes | (176) | (56) | (78) |
| Minorities | 0 | 0 | 0 |
| Net Profit | 344 | 209 | 288 |
| Adj Net Profit | 303 | 365 | 443 |
| YoY Change (%) | 60.5 | 20.3 | 21.4 |
| as % of Revenues | 35.0 | 35.6 | 40.2 |
| Cash Flow | | | |
| EBITDA | 550 | 672 | 737 |
| Lease Payments | 0 | 0 | 0 |
| Changes in Wkg. Capital | (65) | 34 | 8 |
| Capital Expenditures | (167) | (128) | (110) |
| Cash Financials | 126 | (250) | (216) |
| Cash Taxes | (53) | (56) | (78) |
| Free Cash Flow to Equity | 390 | 271 | 341 |
| Other Invest./Divest.) | 0 | 0 | 0 |
| Dividends | (160) | (104) | (144) |
| Capital Increases/Other | 1,148 | (72) | 83 |
| Change in Net Fin. Debt | (225) | (215) | (430) |
| Balance Sheet | | | |
| Cash and Equivalents | 1,790 | 1,670 | 1,520 |
| Current Assets | 336 | 290 | 286 |
| Goodwill | 0 | 0 | 0 |
| Non-Curr Assets (ex g'will) | 5,012 | 5,079 | 4,960 |
| Total Assets | 7,138 | 7,039 | 6,766 |
| Current Liabilities | 417 | 636 | 648 |
| Non-Current Liabilities | 3,310 | 2,887 | 2,458 |
| Minorities | 11 | 11 | 11 |
| Shareholders' Equity | 3,400 | 3,504 | 3,648 |
| Total Liabilities & Equity | 7,138 | 7,039 | 6,766 |
| Net Financial Debt | 1,392 | 1,348 | 1,067 |
| Other Ratios | | | |
| Dividend Payout (%) | 32.4 | 57.4 | 55.9 |
| ROCE (%) | 5.4 | 8.4 | 9.6 |
| EV/EBIT (x) | 18.1 | 13.7 | 11.7 |
| FCFF Yield (%) | 2.0 | 7.4 | 8.2 |
| P/BV (x) | 1.7 | 1.6 | 1.6 |
| NOI | 864.2 | 847.9 | 909.9 |
| FFO | 499.2 | 365.0 | 443.2 |
| FFO Mg(%) | 57.6 | 35.6 | 40.2 |
| AFFO | 303.4 | 365.0 | 443.2 |
| AFFO Mg(%) | 35.0 | 35.6 | 40.2 |

Fontes: Estimativas Santander e dados da companhia.

O Que Mudou?

Elevamos as nossas estimativas para a Iguatemi a fim de refletir os bons resultados do 4T21, o que nos levou a aumentar as nossas estimativas de receita de aluguéis e de ocupação. Além disso, incorporamos as novas estimativas para a inflação e para a taxa Selic da nossa equipe de macroeconomia.

Receita de aluguéis: Em consonância com o crescimento das Vendas Mesmas Lojas (SSS) de 15,0% no 4T21 e do Aluguel Mesmas Lojas (SSR) de 47,0% em janeiro e fevereiro de 2022 (ante os níveis de 2019), aumentamos as nossas estimativas de receita bruta de locação para R\$ 814,3 milhões (~36% acima de 2019) e R\$ 871,5 milhões para 2022 e 2023, respectivamente, situando-se 12,4% e 13,6% acima de nossas estimativas anteriores, refletindo: (i) uma taxa de ocupação acima do esperado de 60 bps para 2022 e 50 bps para 2023; e (ii) um forte desempenho de vendas dos ativos da Iguatemi, liderado principalmente pelas marcas internacionais.

Investimentos nas divisões i-Retail e Iguatemi 365 devem pressionar a margem EBITDA no curto prazo: Em decorrência da melhor divulgação em relação à divisão de varejo da empresa, estamos ajustando as nossas estimativas para a i-Retail e Iguatemi 365. Em outras palavras, projetamos que a divisão registrará perdas brutas de R\$ 64,7 milhões em 2022 e R\$ 57,1 milhões em 2023, refletindo um maior OPEX associado ao início das operações da I365. A gestão da Iguatemi espera que 2022 e 2023 sejam os anos com maior queima de caixa. Além disso, projetamos que a sua frente de varejo atinja o *breakeven* em 2026 e alcance uma margem bruta conservadora estabilizada em 5% a partir de 2027. Como resultado, reduzimos as nossas estimativas de margem EBITDA para 2022 e 2023 em 590 bps e 577 bps, respectivamente, em relação ao nosso modelo anterior.

Dívida líquida e receita líquida de juros: As estimativas mais altas da taxa Selic, fornecidas por nossa equipe macroeconômica após o início dos recentes eventos geopolíticos da Europa, nos levaram a aumentar as estimativas de perda financeira líquida em 34% e 41% para 2022 e 2023, respectivamente.

FFO Ajustado: Ao todo, projetamos agora um AFFO de R\$ 365,0 milhões e R\$ 443,2 milhões em 2022 e 2023, respectivamente, 3,4% acima e 10,4% abaixo das nossas estimativas anteriores. Como resultado, a Iguatemi está atualmente negociando a um múltiplo P/AFFO de 15,7x (2022E) e de 12,9x (2023E) – a termos de comparação, a média de 12 meses à frente do múltiplo (desde o IPO) é de 18,2x.

Figura 1. Estimativas da IGTI11: Atuais vs. Anteriores (R\$ em Milhões)

| Iguatemi | 2021A | | | 2022E | | | 2023E | | |
|-------------------|--------|-----------|----------|---------|----------|----------|---------|----------|----------|
| | Actual | Estimated | Δ | Current | Previous | Δ | Current | Previous | Δ |
| Net Revenues | 758.8 | 715.1 | 6.1% | 1024.9 | 882.3 | 16.2% | 1102.4 | 1030.3 | 7.0% |
| EBITDA | 441.2 | 465.1 | -5.1% | 671.7 | 630.2 | 6.6% | 737.0 | 746.2 | -1.2% |
| EBITDA Margin | 58.1% | 65.0% | -890 bps | 65.5% | 71.4% | -590 bps | 66.9% | 72.4% | -557 bps |
| AFFO | 303.4 | 139.2 | 117.9% | 365.0 | 377.9 | -3.4% | 443.2 | 494.5 | -10.4% |
| Net income | 235.2 | 272.6 | -13.7% | 208.5 | 243.4 | -14.3% | 287.9 | 362.6 | -20.6% |
| Net income Margin | 31.0% | 38.1% | -713 bps | 20.3% | 27.6% | -724 bps | 26.1% | 35.2% | -909 bps |

Fontes: Dados da companhia e Santander.

Valuation

Estamos elevando o nosso preço-alvo para o fim de 2022 para R\$ 28,00 (vs. R\$ 27,00), o que implica um potencial de valorização de 29% (retorno total de 30%), o que nos leva a manter a nossa recomendação de "Compra" para a ação. O nosso *valuation* é baseado em uma análise de fluxo de caixa livre para a firma (FCFF), mantendo um WACC de 10,4% em reais e um crescimento perpétuo nominal de 3,5%. Além disso, o nosso preço-alvo para o fim de 2022 implica um P/FFO alvo de 20,4x e de 16,8x para 2022E e 2023E, respectivamente.

Figura 2. Síntese de *Valuation* da IGTI11

| Stock Performance | | Cost of Capital | |
|------------------------------|------------|------------------------------------|-------|
| Ticker | IGTA3 | Risk Free (BRL) | 8.0% |
| Outstanding Shares (million) | 264.1 | Risk Premium | 5.4% |
| Mkt Cap (R\$ billion) | 5.7 | Beta | 1.0 |
| Rating | Outperform | Cost of Equity (R\$ nominal) | 13.4% |
| Pricing Date | 1-abr-22 | Avg. Debt to Capital Ratio | 45% |
| Stock Price | R\$ 21.7 | Pre-tax Cost of Debt (R\$ nominal) | 8.8% |
| 2021YE Target Price | R\$ 28.0 | Tax Rate | 23% |
| Upside | 29% | WACC | 10.4% |
| Potential Total Return | 30% | Perpetuity Growth | 3.5% |

Fontes: dados da companhia e Santander.

Os riscos para nossa tese de investimento incluem: (1) o pequeno risco de que as vacinas contra a COVID-19 se mostrem ineficazes para mutações de vírus, levando a novos *lockdowns*; (2) uma taxa de desemprego maior do que o previsto, o que leva a uma recuperação mais lenta do que o previsto das vendas no varejo e, conseqüentemente, a aumentos adicionais nas taxas de vacância e de inadimplência; (3) aumentos além das estimativas na taxa Selic, o que implica em maiores despesas financeiras; (4) concorrentes aumentando o montante de áreas brutas locais (GLA) em cidades com excesso de oferta; e (5) custos acima do esperado associados ao desenvolvimento da Iguatemi 365.

Comunicado Importante

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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