



Shoppings

Perspectiva para 2022: *Shoppings* Permanecem a Nossa Temática Preferida
Atualizando Recomendações, Preços-Alvo e Estimativas

Shoppings

Perspectiva para 2022: Shoppings Permanecem a Nossa Temática Preferida
Atualizando Recomendações, Preços-Alvo e Estimativas

Fanny Oreng

Resumo: Estamos atualizando o nosso universo de cobertura das empresas de propriedades de renda da América Latina e mantemos a nossa preferência pelos *shoppings* ante às demais propriedades imobiliárias em decorrência da melhor lucratividade do *momentum* atual. A Multiplan permanece como a nossa *Top Pick*.

Perspectivas para os *shoppings* brasileiros: Mantemos a nossa visão positiva sobre os *shoppings* brasileiros com base em: (i) vendas e na recuperação do pagamento de aluguéis terem se mostrado mais aceleradas do que o previsto após o processo de reabertura; (ii) uma perspectiva mais clara a respeito do nível da taxa Selic à medida que o ciclo de aperto monetário se aproxima do fim; e (iii) um *valuation* atraente quando comparado ao padrão histórico dos múltiplos, mesmo considerando o nosso cenário mais pessimista. Dessa forma, a Multiplan continua a sendo a nossa *Top Pick* (com um portfólio resiliente à recessões econômicas), seguida da Iguatemi (com uma performance mais significativa e um *valuation* atraente ante aos seus pares). Também mantemos a recomendação de “Compra” em brMalls e na Aliansce Sonae, dado que os seus desinvestimentos e M&As deverão trazer um portfólio mais resiliente quando comparado à última recessão econômica.

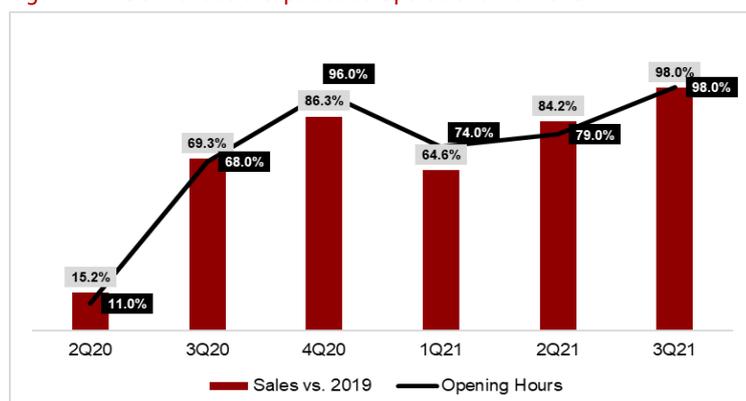
Perspectivas para outras propriedades imobiliárias: Mantemos a recomendação de “Compra” para a Log CP, com base numa forte demanda pelos seus projetos e na estimativa para os próximos 5 anos de um CAGR sólido de AFFO em 27%. Contudo, rebaixamos a recomendação da BR Properties de “Compra” para “Manutenção”, refletindo a deterioração da sua confiança empresarial, o que deverá seguir a tendência de que as suas taxas de ocupação continuarão caindo acentuadamente e que os reajustes nos preços dos aluguéis, considerando a inflação, serão limitados nos próximos dois anos, ao nosso ver. Sendo assim, o principal risco referente ao nosso rebaixamento na BR Properties está relacionado ao seu portfólio cíclico, já que a empresa tem sido capaz de apresentar consistentemente um número de vendas dos seus ativos acima do valor patrimonial líquido que a empresa reportou.

Shoppings Brasileiros

Expectativa vs. Realidade

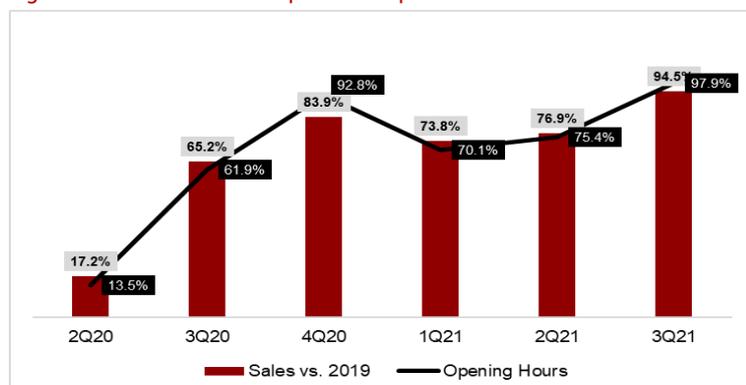
Já se passaram 22 meses desde o início da pandemia no Brasil, e acreditamos ser justo dizer que a maioria das preocupações microeconômicas associadas ao setor dos *shoppings* – desde as relacionadas ao fechamento dos *shoppings* de menor porte até à incapacidade de as empresas passarem pelo período inflacionário devido à falta de demanda por parte dos inquilinos – provaram ser excessivas. Ao invés disso, vemos os seguintes motivos para termos um sentimento mais otimista: (i) o tráfego de consumidores está melhorando em conjunto à taxa de imunização contra a COVID, que está atualmente 10-20% abaixo dos patamares de 2019; (ii) a demanda sólida por áreas brutas locais (GLA) pelos inquilinos está estimulando as empresas a repassarem, durante os últimos 24 meses, IGP-M ou IGP-DI para os seus aluguéis; e (iii) as vendas dos inquilinos estão mostrando uma recuperação impressionante e já se encontram próximas aos níveis observados em 2019 para uma parte significativa dos ativos das empresas listadas.

Figura 1. ALSO: Vendas e Capacidade Operacional vs. 2019



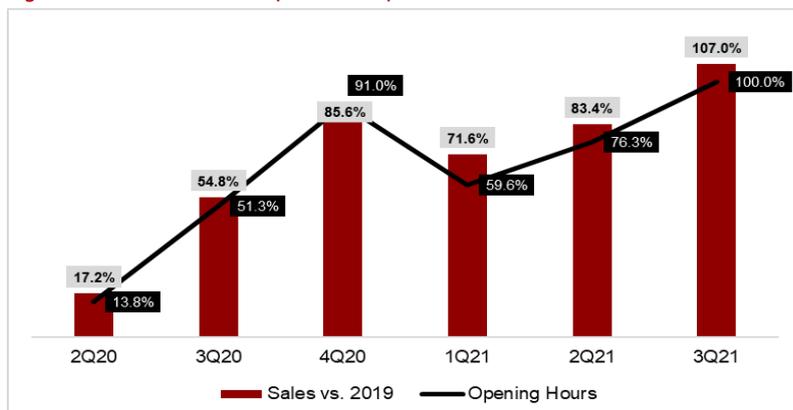
Fontes: Relatórios da Empresa e Santander.

Figura 2. BRML: Vendas e Capacidade Operacional vs. 2019



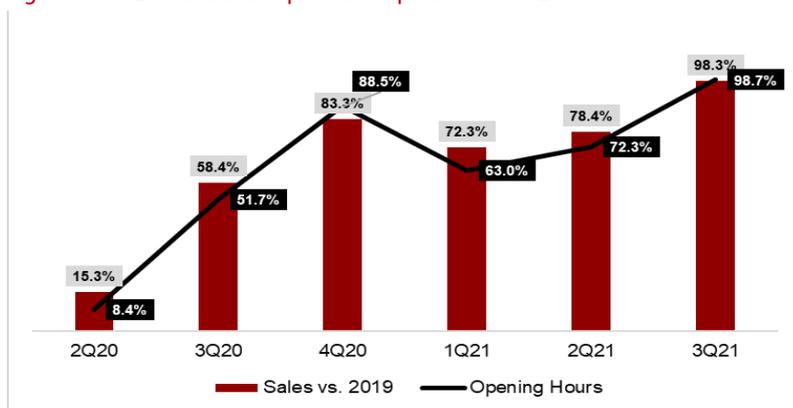
Fontes: Relatórios da Empresa e Santander.

Figura 3. IGTA: Vendas e Capacidade Operacional vs. 2019



Fontes: Relatórios da Empresa e Santander.

Figura 4. MULT: Vendas e Capacidade Operacional vs. 2019



Fontes: Relatórios da Empresa e Santander.

Observamos que a recuperação mais acelerada do que a projetado dos *shoppings* no 3T21 está principalmente relacionada à recuperação dos varejistas de vestuário (as vendas de vestuário aumentaram 14,4% nos *shoppings* da Multiplan e 21% nos da Iguatemi em relação aos patamares do 3T19), ao passo o setor de serviços continuou a apresentar resultados fracos, em decorrência do limite de utilização das suas instalações. A eliminação desses limites poderá desencadear uma recuperação consistente para os inquilinos do seguimento de serviços (conforme o que é observado na economia global), contribuindo assim para a sustentabilidade das suas vendas no 4T21 e em 2022, ao nosso ver. O setor dos serviços representa, em média, 35% do GLA dos *shoppings*.

Revisando Estimativas: Maior Crescimento de Receita Compensando a Alta da Selic

A volta à vida normal deve continuar impulsionando o consumo doméstico, pelo menos durante 2022, ao nosso ver. Embora consideremos que uma inflação mais elevada tende a afetar negativamente a população com um poder de compra mais ameno em 2021-22, a criação de empregos (principalmente no setor dos serviços) deveria compensar

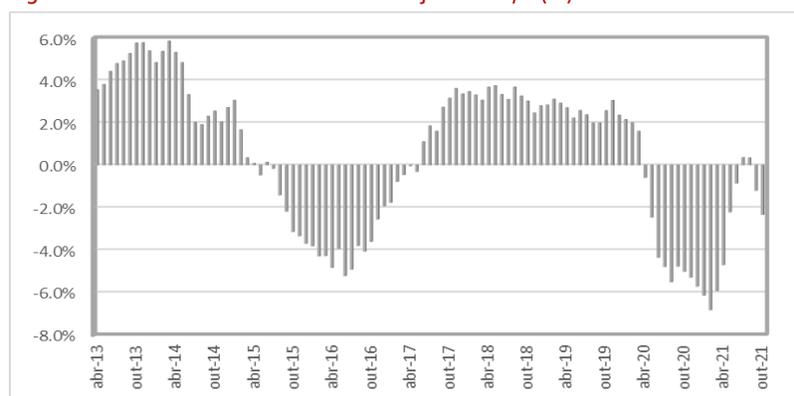
parcialmente esse impacto. A equipe macroeconômica do Santander estima que as taxas de desemprego permanecerão abaixo do pico de 14,9%, atingido em 2020, e se estabilizarão em 14,0% nos anos de 2022 e 2023. Ao mesmo tempo, prevê-se que a massa salarial ajustada cresça 3,5%, afetada positivamente pelos estímulos fiscais.

Figura 5. Massa Salarial Ajustada Brasileira em Linha com os Níveis de 2017



Fontes: IBGE, Bloomberg e Santander.

Figura 6. Crescimento da Massa Salarial Ajustada A/A (%)



Fontes: IBGE, Bloomberg e Santander.

Revisamos as nossas estimativas em termos de crescimento de receita dos *shoppings*, na média, para 10% em 2022 e 10-15% em 2023, com base no que fora acima mencionado, em conjunto: (i) às métricas de Aluguéis em Mesmas Lojas (SSR) e de Vendas em Mesmas Lojas (SSS) mais fortes do que o esperado no 3T21 para a maioria dos *players*; e (ii) às melhores perspectivas em relação às taxas de ocupação de UTIs (a maioria dos estados brasileiros se encontram abaixo dos 50%, de acordo com FioCruz) e às mortes relacionadas com a COVID-19, dado que as taxas de imunização atingiram 67,4% da população brasileira (77,9% com pelo menos uma dose e 12,8% tendo também recebido a dose de reforço).

Agora, passamos a considerar que as empresas serão capazes de repassar parte dos seus reajustes de inflação e aumentar os seus aluguéis por m² em 2022 (ante os níveis de 2019) em 15%, na média, seguido de um aumento de 5-6% em 2023 (vs. 2022). Dessa

forma, vemos as nossas estimativas como razoáveis, dado que estamos projetando um *pass-through* consideravelmente mais fraco ao que havia sido informado pelos *players* de *shoppings*, já que o índice de preços total aumentou quase 40% desde janeiro de 2020.

Figura 7. Estimativas de Receita Líquida Atuais vs. Anteriores (R\$ em milhões)

| Company | Net Revenues 2021E | | | Net Revenues 2022E | | | Net Revenues 2023E | | |
|----------------|--------------------|----------|-------|--------------------|----------|-------|--------------------|----------|-------|
| | Currently | Previous | Δ | Currently | Previous | Δ | Currently | Previous | Δ |
| brMalls | 1,225.9 | 1,151.6 | 6.4% | 1,487.0 | 1,275.4 | 16.6% | 1,656.6 | 1,398.3 | 18.5% |
| Multiplan | 1,298.7 | 1,230.6 | 5.5% | 1,601.9 | 1,407.5 | 13.8% | 1,830.6 | 1,437.4 | 27.4% |
| Iguatemi | 715.1 | 685.0 | 4.4% | 882.3 | 809.1 | 9.0% | 1,030.3 | 846.9 | 21.7% |
| Aliansce Sonae | 839.5 | 875.8 | -4.1% | 1,043.0 | 970.8 | 7.4% | 1,152.1 | 1,017.1 | 13.3% |

Fontes: Relatórios da Empresa e Santander.

Por outro lado, revisamos para baixo as nossas estimativas de AFFO para 2021 e 2022 em 24% e 7,3%, na média, a fim de refletir as projeções mais elevadas referentes à taxa Selic em comparação à nossa última atualização (março de 2021) – de uma Selic média em torno de 2,9% para 4,6% em 2021 e em 4,0% para 11,8% em 2022. A taxa Selic mais baixa nos últimos anos levou as empresas a trocarem as suas dívidas mais custosas para as que estão atreladas a *benchmarks* menos voláteis, tais como a TR (a taxa referencial, que varia de acordo com o CDI numa percentagem muito pequena) e o TJLP (determinado pelo Conselho Monetário Nacional) para dívidas ligadas ao CDI. Consequentemente, as dívidas vinculadas ao CDI nos balanços dos shoppings aumentaram, em média, de 50% das dívidas totais para 80%.

Figura 8. Estimativas de AFFO Atuais vs. Anteriores (R\$ em milhões)

| Company | AFFO 2021E | | | AFFO 2022E | | | AFFO 2023E | | |
|----------------|------------|----------|--------|------------|----------|--------|------------|----------|-------|
| | Currently | Previous | Δ | Currently | Previous | Δ | Currently | Previous | Δ |
| brMalls | 407.1 | 512.5 | -20.6% | 504.0 | 551.0 | -8.5% | 692.2 | 682.8 | 1.4% |
| Multiplan | 719.4 | 709.0 | 1.5% | 798.1 | 839.2 | -4.9% | 973.5 | 870.0 | 11.9% |
| Iguatemi | 139.2 | 304.0 | -54.2% | 377.9 | 382.1 | -1.1% | 494.5 | 399.1 | 23.9% |
| Aliansce Sonae | 380.0 | 484.4 | -21.5% | 506.1 | 596.8 | -15.2% | 608.5 | 659.5 | -7.7% |

Fontes: Relatórios da Empresa e Santander.

BR Malls (BRML3)

Introduzindo o Preço-Alvo de R\$ 11,00 (2022E);
Substituindo o Preço-Alvo de R\$ 14,10 (2021E)

Fanny Orenge

Tese de Investimento: Mantemos a nossa recomendação de "Compra" para a brMalls devido à recuperação dos aluguéis mais acelerada do que o previsto e ao seu *valuation* atraente. Pelo nosso preço-alvo, as ações da brMalls seriam negociadas a 19x P/AFFO, o que está aproximadamente em linha com a média de 12 meses à frente do seu múltiplo P/AFFO observada durante a recessão de 2014-16.

Perspectiva para 2022. Atualizamos as nossas estimativas para refletir os números fortes referentes às receitas esperadas de aluguéis associadas, parcialmente, ao repasse da inflação do IGP-M para os contratos de aluguéis, refletindo a recuperação em curso das vendas após a reabertura – liderada não só pelos volumes, mas também por uma inflação mais elevada aos consumidores e pelo setor de serviços. Além disso, aumentamos as nossas estimativas de receitas para os *shoppings* e para as suas mídias a fim de refletir os investimentos da companhia na sua transformação digital. Por outro lado, um aumento superior ao previsto nas estimativas da taxa Selic (de 4,0% para 11,8% em 2022 e de 6,0% para 11,0% em 2023) e nas nossas projeções conservadoras acerca das taxas de inadimplência nos levaram a reduzir as nossas estimativas de AFFO para 2021 e 2022 em 14%, na média.

O cenário de pessimismo simboliza um suporte para revisões negativas quanto aos seus lucros: No nosso cenário mais pessimista, as ações da brMalls seriam negociadas a um P/AFFO para 2022E e 2023E de 19,4x e 17,2x, respectivamente, o que aparenta estar em linha com a média histórica do múltiplo P/AFFO de 12 meses à frente em 20,2x. O *valuation* da brMalls se encontra atualmente descontado em um cenário no qual (i) os aluguéis voltariam aos níveis de 2019 até 2022 e (ii) os futuros aumentos dos aluguéis estariam limitados aos reajustes com o IPCA (sem mais ganhos reais nas receitas de aluguéis).

Principais riscos para o nosso preço-alvo: Além de uma deterioração superior à que fora prevista nas vendas dos *shoppings* em decorrências das perspectivas econômicas mais fracas, um outro risco importante para as nossas estimativas da brMalls é uma taxa Selic superior à esperada - o que poderia levar a um múltiplo de Dívida Líquida/EBITDA de 2,7x (2022E), dado que 80% da sua dívida está atrelada à taxa Selic e 10% ao IPCA. Sendo assim, de acordo com as nossas estimativas, cada aumento de 100-bp na taxa Selic reduz o FFO ajustado da brMalls em 5%.

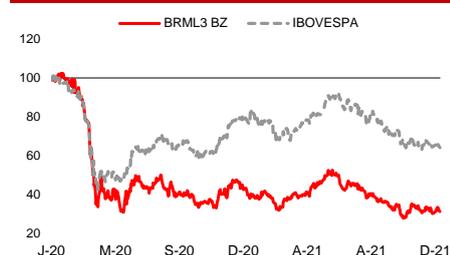
Santander Equity Research

Shoppings e Propriedades
Imobiliárias
09 de fevereiro de 2022

Compra

Preço-Alvo: R\$ 11,00

Desempenho de Preços (R\$)



BR Malls

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2020–23E em Milhões

| | R\$ | | | |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| P&L ACCOUNT | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| Total Revenue | 952 | 1,246 | 1,487 | 1,657 |
| YoY change (%) | (27.8) | 30.9 | 19.4 | 11.4 |
| Gross Profit | 829 | 1,125 | 1,343 | 1,506 |
| YoY change (%) | (29.0) | 35.6 | 19.4 | 12.1 |
| EBITDA | 581 | 826 | 1,055 | 1,220 |
| YoY change (%) | (40.6) | 42.2 | 27.7 | 15.6 |
| As % of Revenue | 61.1 | 66.3 | 71.0 | 73.7 |
| Operating Income | (489) | 154 | 545 | 764 |
| YoY change (%) | (127.5) | n/m | 253.2 | 40.4 |
| As % of Revenue | (51.4) | 12.4 | 36.6 | 46.1 |
| Financial Results | (209) | (296) | (452) | (391) |
| Taxes | 153 | (29) | (93) | (130) |
| Net Profit | (294) | 129 | 445 | 626 |
| YoY change (%) | (123.6) | n/m | 244.3 | 40.8 |
| As % of Revenue | (30.9) | 10.4 | 29.9 | 37.8 |
| CASH FLOW | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| Depreciation & Amortization | (34) | (51) | (59) | (66) |
| Other Noncash Items | (489) | (180) | 98 | (4) |
| Changes in Working Capital | (106) | (110) | 74 | (3) |
| Operating Cash Flow | (259) | 180 | 504 | 692 |
| Capital Expenditures | (235) | (318) | (340) | (248) |
| Free Cash Flow | 196 | 330 | 696 | 838 |
| Other Invest./Divestments | (50) | (166) | 0 | 0 |
| Change in Debt | 1,168 | 92 | (349) | (12) |
| Dividends | 0 | (18) | (111) | (157) |
| Capital Increases/Other | (521) | 21 | 24 | (0) |
| BALANCE SHEET | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| Cash and Equivalents | 1,446 | 1,416 | 1,218 | 1,490 |
| Current Assets | 1,851 | 1,898 | 1,704 | 1,979 |
| Fixed Assets | 17,007 | 17,123 | 17,403 | 17,586 |
| Total Assets | 19,165 | 19,398 | 19,383 | 19,848 |
| Current Liabilities | 462 | 528 | 691 | 847 |
| Long-Term Liabilities | 7,458 | 7,577 | 7,065 | 6,905 |
| Shareholders' Equity | 10,746 | 10,828 | 11,161 | 11,631 |
| Total Financial Debt | 3,888 | 3,980 | 3,631 | 3,619 |
| ST Debt | 284 | 349 | 512 | 660 |
| LT Debt | 3,603 | 3,631 | 3,119 | 2,959 |
| FINANCIAL RATIOS | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| Net Debt | 2,782 | 3,030 | 2,879 | 2,596 |
| Capital Employed | 13,527 | 13,858 | 14,041 | 14,227 |
| Net Debt/EBITDA | 4.8 | 3.7 | 2.7 | 2.1 |
| Net Debt/Equity | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.2 |
| Capex/Revenue (%) | 24.7 | 25.5 | 22.9 | 15.0 |
| Int Cover (%) | 2.3 | 2.1 | 1.7 | 2.3 |
| Dividend Payout (%) | 0.0 | (6.2) | 86.1 | 35.2 |
| ROCE (%) | - | - | - | - |
| ROE (%) | (2.7) | 1.2 | 4.0 | 5.5 |
| MARKET RATIOS | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| P/E | - | n/m | 16.3 | 11.6 |
| P/CE | - | 40.3 | 14.4 | 10.5 |
| FV/EBITDA | 20.3 | 12.8 | 9.9 | 8.3 |
| FV/EBIT | 21.6 | 13.7 | 10.5 | 8.8 |
| FV/Revenue | 12.4 | 8.5 | 7.0 | 6.1 |
| P/BV | 0.8 | 0.7 | 0.7 | 0.6 |
| FCF Yield (%) | 2.3 | 4.5 | 9.6 | 11.6 |
| Div Yield (%) | (0.0) | 0.3 | 1.5 | 2.2 |
| PER SHARE DATA | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| EPS | 0.31 | 0.47 | 0.58 | 0.79 |
| DPS | 0 | (0.02) | (0.13) | (0.18) |
| BVPS | 12.31 | 12.40 | 12.78 | 13.32 |

Este relatório é uma versão resumida, em português, do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 05/01/2022. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

Multiplan (MULT3)

Introduzindo o Preço-Alvo de R\$ 27,00 (2022E);
Substituindo o Preço-Alvo de R\$ 31,80 (2021E)

Fanny Oreng

Tese de Investimento: A Multiplan continua sendo a nossa *Top Pick* do setor Imobiliário no Brasil, refletindo a forte resiliência do seu portfólio durante os períodos de baixa. No nosso preço-alvo, a MULT3 está negociando a um múltiplo P/AFFO para 2022E de 21,3x, 15% acima da média desse múltiplo de 12 meses à frente durante a recessão de 2014-16.

Perspectivas para 2022: Estamos aumentando as nossas estimativas referentes aos aluguéis por m² para 2022, de estável (vs. 2019) para um aumento de 15% a fim de refletir a remoção mais rápida do que o esperado dos descontos relacionados ao IGP-DI para os inquilinos, uma vez que (i) os aluguéis continuam aumentando a sua participação nos custos totais de ocupação por meio dos custos comuns mais baixos e das lojas satélite, as quais contêm um *share* elevado quanto ao seu *mix* de inquilinos; e (ii) projetamos uma recuperação mais rápida do que fora inicialmente projetado nas vendas dos inquilinos. Também incluímos nas nossas estimativas ~10% do volume de produtos de vendas (PSV) do projeto Golden Lake (um PSV total por volta de R\$ 4 bilhões). Como consequência, estamos reduzindo as nossas estimativas de margem EBITDA para 2022 em 185 bps e para 2023 em 337 bps. Por último, ao considerarmos as projeções a respeito de uma taxa Selic mais elevada, estamos reduzindo as nossas estimativas de AFFO em 4,9% para 2022 e em 11,9% para 2023.

Um suporte confortável no caso de revisões negativas de lucros: No nosso cenário mais pessimista, as ações da Multiplan seriam negociadas a um P/AFFO de 15,7x para 2022E e 12,8x para 2023E, comparado à sua média histórica de 12 meses à frente de 18,2x. Além disso, o *valuation* atual está desconsiderando um cenário em que (i) os aluguéis voltariam aos níveis de 2019 já em 2022 e (ii) os próximos aumentos nos aluguéis seriam limitados a apenas os reajustes quanto ao IPCA (sem ganhos reais nas receitas de aluguéis).

Principais riscos para o nosso preço-alvo: Potenciais reformas tributárias em discussão poderiam afetar os resultados da empresa, dado que propõem: (i) o fim dos juros sobre capital próprio; e (ii) uma diminuição de 9,0% para 8,0% na contribuição social das empresas e de 25,0% para 18,0% na taxa de imposto relativo aos lucros. Acreditamos ser pouco provável que essas reformas se concretizem no curto prazo (dadas as próximas eleições presidenciais), mas, se forem promulgadas, poderão afetar negativamente o preço-alvo da Multiplan e o AFFO para 2022 em 9,9% e 9,4%, respectivamente.

Santander Equity Research

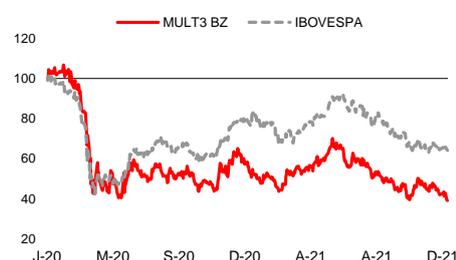
Shoppings e Propriedades
Imobiliárias

09 de fevereiro de 2022

Compra

Preço-Alvo: R\$ 27,00

Desempenho de Preços (R\$)



Multiplan

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2020–23E em Milhões

| | R\$ | | | |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| P&L ACCOUNT | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| Total Revenue | 1,690 | 1,312 | 1,602 | 1,831 |
| YoY change (%) | 27.2 | (22.3) | 22.1 | 14.3 |
| Gross Profit | 1,284 | 1,097 | 1,337 | 1,480 |
| YoY change (%) | 10.6 | (14.6) | 21.9 | 10.7 |
| EBITDA | 1,160 | 843 | 1,158 | 1,293 |
| YoY change (%) | 24.5 | (27.3) | 37.4 | 11.6 |
| As % of Revenue | 68.7 | 64.2 | 72.3 | 70.6 |
| Operating Income | 935 | 651 | 963 | 1,097 |
| YoY change (%) | 31.8 | (30.4) | 48.0 | 13.9 |
| As % of Revenue | 55.3 | 49.6 | 60.1 | 59.9 |
| Financial Results | (78) | (106) | (300) | (196) |
| Taxes | (35) | (44) | (85) | (153) |
| Net Profit | 964 | 479 | 579 | 750 |
| YoY change (%) | 104.7 | (50.3) | 20.9 | 29.6 |
| As % of Revenue | 57.0 | 36.5 | 36.1 | 41.0 |
| CASH FLOW | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| Depreciation & Amortization | (226) | (192) | (195) | (196) |
| Other Noncash Items | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Changes in Working Capital | (291) | (122) | 176 | 44 |
| Operating Cash Flow | 1,048 | 618 | 949 | 995 |
| Capital Expenditures | (827) | (431) | (213) | (224) |
| Free Cash Flow | (67) | 223 | 1,037 | 961 |
| Other Invest./Divestments | 150 | 69 | (1) | 5 |
| Change in Debt | 234 | (66) | (619) | (621) |
| Dividends | (290) | (290) | (378) | (393) |
| Capital Increases/Other | 11 | 13 | 0 | 0 |
| BALANCE SHEET | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| Cash and Equivalents | 1,235 | 776 | 514 | 270 |
| Current Assets | 1,859 | 1,569 | 1,154 | 961 |
| Fixed Assets | 8,049 | 8,259 | 8,276 | 8,304 |
| Total Assets | 10,576 | 10,740 | 10,347 | 10,199 |
| Current Liabilities | 999 | 1,094 | 1,126 | 1,112 |
| Long-Term Liabilities | 3,344 | 3,231 | 2,607 | 2,115 |
| Shareholders' Equity | 6,230 | 6,412 | 6,612 | 6,970 |
| Total Financial Debt | 3,121 | 3,154 | 2,659 | 2,030 |
| ST Debt | 397 | 495 | 629 | 513 |
| LT Debt | 2,725 | 2,659 | 2,030 | 1,517 |
| FINANCIAL RATIOS | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| Net Debt | 1,886 | 2,378 | 2,145 | 1,760 |
| Capital Employed | 8,116 | 8,790 | 8,757 | 8,729 |
| Net Debt/EBITDA | 1.6 | 2.8 | 1.9 | 1.4 |
| Net Debt/Equity | 0.3 | 0.4 | 0.3 | 0.3 |
| Capex/Revenue (%) | 49.0 | 32.8 | 13.3 | 12.2 |
| Int Cover (%) | 7.5 | 4.5 | 3.0 | 4.5 |
| Dividend Payout (%) | 61.5 | 30.1 | 79.0 | 67.9 |
| ROCE (%) | - | - | - | - |
| ROE (%) | 16.3 | 7.6 | 8.9 | 11.0 |
| MARKET RATIOS | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| P/E | 14.5 | 23.5 | 19.4 | 15.0 |
| P/CE | 11.7 | 16.8 | 14.5 | 11.9 |
| FV/EBITDA | 13.7 | 16.2 | 11.6 | 10.1 |
| FV/EBIT | 17.0 | 20.9 | 13.9 | 11.9 |
| FV/Revenue | 9.4 | 10.4 | 8.4 | 7.1 |
| P/BV | 2.2 | 1.8 | 1.7 | 1.6 |
| FCF Yield (%) | (0.5) | 2.0 | 9.2 | 8.5 |
| Div Yield (%) | 2.1 | 2.6 | 3.4 | 3.5 |
| PER SHARE DATA | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| EPS | 1.75 | 1.20 | 1.33 | 1.62 |
| DPS | 0.48 | 0.48 | 0.63 | 0.65 |
| BVPS | 10.37 | 10.67 | 11.01 | 11.60 |

Este relatório é uma versão resumida, em português, do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 05/01/2022. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

Iguatemi (IGTI11)

Introduzindo o Preço-Alvo de R\$ 27,00 (2022E);
Substituindo o Preço-Alvo de R\$ 44,50 (2021E)

Fanny Oreng

Tese de Investimento: Reiteramos a nossa recomendação de “Compra” para Iguatemi (IGTI11) com base: (i) nas vendas sólidas dos inquilinos e na recuperação dos aluguéis; (ii) no seu *valuation* atrativo quando comparado aos seus níveis históricos (24%) e aos seus pares (7%); (iii) na sua anticiclicidade dada a sua exposição substancial ao seu lucro líquido operacional (NOI) em clientes AAA. No nosso preço-alvo de R\$ 27,00 (2022E), a IGTI estaria negociando 11% acima do seu múltiplo P/AFFO histórico de 12 meses à frente. Os principais riscos para o nosso preço-alvo são: (i) custos de aquisição de clientes maiores do que o esperado para a Iguatemi 365 e (ii) uma taxa Selic acima do que o esperado – 86% da dívida da IGTI está atrelada ao CDI.

As ações da Iguatemi têm performado muito abaixo dos seus pares (-12%) desde que a sua nova estrutura empresarial foi implementada, ignorando as vendas acima da média dos seus inquilinos. Além disso, destacamos que se, por um lado, a nova estrutura empresarial deu maior poder de voto ao grupo controlador, por outro, concedeu às minorias poder de veto em temas importantes como: (i) transações com partes relacionadas ao grupo controlador; (ii) alterações de estatutos relacionadas aos direitos das ações preferenciais; e (iii) M&As e *spin-offs*. A empresa também está criando quatro comitês empresariais, entre os quais nós destacamos os que tratam a respeito de auditorias/partes relacionadas, que serão compostos exclusivamente por membros independentes.

Desbloqueando novas frentes de crescimento: As transações dão à Iguatemi um novo perfil de crescimento, dado o seu potencial de emitir ~R\$ 4 bilhões de novas ações (quando voltar a um *valuation* mais razoável) a fim de financiar aquisições de novos *shoppings* e/ou aumentar o capital dos seus ativos já existentes. A Iguatemi detém uma participação média de 66% no seu portfólio.

Um suporte razoável para revisões negativas de lucros: No nosso cenário mais pessimista, as ações da Iguatemi seriam negociadas a um P/AFFO para 2022E e 2023E de 15,5x e 11,9x, respectivamente, ainda abaixo da média histórica de 17,3x do seu P/AFFO de 12 meses à frente. Além disso, as ações Iguatemi estão atualmente se perpetuando (i) próximos aos aluguéis de 2019 por m² e (ii) em taxas e custos associados à ocupação próximos aos patamares do 3T21.

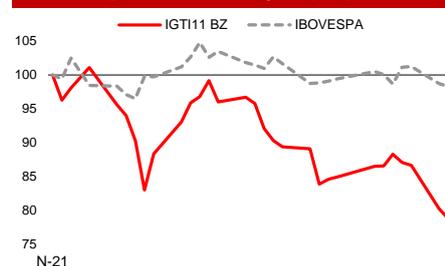
Santander Equity Research

Shoppings e Propriedades
Imobiliárias
09 de fevereiro de 2022

Compra

Preço-Alvo: R\$ 27,00

Desempenho de Preços (R\$)



Iguatemi

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2020–23E em Milhões

| | R\$ | | | |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| P&L ACCOUNT | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| Total Revenue | 676 | 763 | 882 | 1,030 |
| YoY change (%) | (10.4) | 12.9 | 15.6 | 16.8 |
| Gross Profit | 372 | 378 | 523 | 658 |
| YoY change (%) | (22.1) | 1.6 | 38.3 | 25.8 |
| EBITDA | 506 | 513 | 630 | 746 |
| YoY change (%) | (20.3) | 1.5 | 22.8 | 18.4 |
| As % of Revenue | 74.8 | 67.2 | 71.4 | 72.4 |
| Operating Income | 357 | 362 | 496 | 614 |
| YoY change (%) | (29.6) | 1.4 | 37.1 | 23.9 |
| As % of Revenue | 52.8 | 47.4 | 56.2 | 59.6 |
| Financial Results | (87) | 109 | (186) | (154) |
| Taxes | (67) | (150) | (66) | (98) |
| Net Profit | 202 | 321 | 243 | 363 |
| YoY change (%) | (35.6) | 58.5 | (24.1) | 49.0 |
| As % of Revenue | 29.9 | 42.0 | 27.6 | 35.2 |
| CASH FLOW | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| Depreciation & Amortization | (149) | (152) | (135) | (132) |
| Other Noncash Items | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Changes in Working Capital | (63) | (40) | 33 | (9) |
| Operating Cash Flow | 148 | 463 | 407 | 505 |
| Capital Expenditures | (495) | (135) | (44) | (52) |
| Free Cash Flow | (120) | 187 | 553 | 588 |
| Other Invest./(Divestments) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Change in Debt | 504 | (357) | (206) | 76 |
| Dividends | (74) | (323) | (194) | (199) |
| Capital Increases/Other | (140) | 31 | (3) | 20 |
| BALANCE SHEET | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| Cash and Equivalents | 1,571 | 1,109 | 1,072 | 1,403 |
| Current Assets | 1,815 | 1,397 | 1,325 | 1,673 |
| Fixed Assets | 4,637 | 4,618 | 4,528 | 4,447 |
| Total Assets | 6,865 | 6,696 | 6,538 | 6,779 |
| Current Liabilities | 784 | 263 | 480 | 689 |
| Long-Term Liabilities | 2,932 | 3,139 | 2,715 | 2,583 |
| Shareholders' Equity | 3,139 | 3,282 | 3,332 | 3,495 |
| Total Financial Debt | 3,352 | 2,743 | 2,893 | 2,969 |
| ST Debt | 662 | 206 | 424 | 632 |
| LT Debt | 2,793 | 2,893 | 2,469 | 2,337 |
| FINANCIAL RATIOS | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| Net Debt | 1,780 | 1,634 | 1,821 | 1,566 |
| Capital Employed | 4,919 | 4,916 | 5,153 | 5,061 |
| Net Debt/EBITDA | 3.5 | 3.2 | 2.9 | 2.1 |
| Net Debt/Equity | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 0.4 |
| Capex/Revenue (%) | 73.3 | 17.7 | 5.0 | 5.0 |
| Int Cover (%) | 3.3 | 2.0 | 1.7 | 2.2 |
| Dividend Payout (%) | 23.5 | 159.7 | 60.5 | 81.8 |
| ROCE (%) | 8.6 | 10.4 | 10.9 | 14.1 |
| ROE (%) | 6.6 | 10.0 | 7.4 | 10.6 |
| MARKET RATIOS | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| P/E | 4.8 | 14.9 | 19.6 | 13.2 |
| P/CE | 2.7 | 10.1 | 12.6 | 9.7 |
| FV/EBITDA | 5.4 | 12.5 | 10.5 | 8.5 |
| FV/EBIT | 7.7 | 17.8 | 13.3 | 10.3 |
| FV/Revenue | 4.1 | 8.4 | 7.5 | 6.2 |
| P/BV | 0.3 | 1.5 | 1.4 | 1.4 |
| FCF Yield (%) | (12.4) | 3.9 | 11.6 | 12.3 |
| Div Yield (%) | 7.6 | 6.8 | 4.1 | 4.2 |
| PER SHARE DATA | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| EPS | 1.07 | 0.53 | 1.43 | 1.87 |
| DPS | 0.42 | 1.22 | 0.73 | 0.75 |
| BVPS | 17.77 | 12.43 | 12.62 | 13.23 |

Este relatório é uma versão resumida, em português, do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 05/01/2022. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

Aliansce Sonae (ALSO3)

Introduzindo o Preço-Alvo de R\$ 27,00 (2022E);
Substituindo o Preço-Alvo de R\$ 34,20 (2021E)

Fanny Oreng

Tese de Investimento: Mantemos a nossa recomendação "Compra" na Aliansce Sonae com base no seu *valuation* atrativo e no seu balanço sólido (Dívida Líquida/EBITDA de apenas 1,0x - 2022E). Introduzimos o preço-alvo de R\$ 27,00 (2022E), dado que um WACC mais elevado (12,5% vs. 10,3%) se sobressai ante ao seu crescimento de receita superior ao esperado. Embora a performance de vendas dos inquilinos da Aliansce tenha se provado como a menos resistente durante a última recessão econômica quando comparada aos outros *players* de *shoppings* sob a nossa cobertura, a fusão com a Sonae fortaleceu o portfólio geral da empresa e, como consequência, acreditamos que ela tende a evitar uma dificuldade semelhante à observada caso a economia brasileira se deteriore ainda mais.

Perspectiva para 2022. Acreditamos que a companhia espera que os seus inquilinos relatem números financeiros mais saudáveis, de modo que ela possa aumentar os aluguéis a fim de evitar taxas mais elevadas de vacância e de delinquência no curto prazo. Assim, revisamos as nossas estimativas de receitas líquidas para 7,4% em 2022 e para 13,3% em 2023. Além disso, estimamos uma ligeira redução de inadimplência devido a melhores números de vendas dos inquilinos. Dessa forma, alteramos as nossas estimativas de EBITDA para +5,3% em 2022 e para +13,2% em 2023. Por fim, estamos considerando a projeção de uma taxa Selic mais elevada nos nossos números. Como consequência, acreditamos que o seu AFFO atingirá R\$ 506,1 milhões em 2022 e R\$ 608,5 milhões em 2023, 15,2% e 8,4% abaixo das nossas estimativas anteriores, respectivamente.

A Aliansce Sonae está atualmente descontada no nosso cenário mais pessimista: Vemos que as ações da Aliansce Sonae oferecem atualmente um bom suporte para caso de haver revisões de lucros, dado que suas ações estão negociando 34% abaixo do seu múltiplo P/AFFO histórico de 12 meses à frente.

Principais riscos para o nosso preço-alvo: Aliansce Sonae detém um portfólio mais exposto a ciclos econômicos quando comparada a outras companhias sob a nossa cobertura. Como consequência, uma maior deterioração das tendências macroeconômicas poderia levar a uma menor produtividade de vendas comparada às estimativas anteriores e poderia também afetar negativamente a sua capacidade de repassar a inflação para os aluguéis.

Santander Equity Research

Shoppings e Propriedades
Imobiliárias

09 de fevereiro de 2022

Compra

Preço-Alvo: R\$ 27,00

Desempenho de Preços (R\$)



Aliancec Sonae

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2020–23E em Milhões

| P&L ACCOUNT | R\$ | | | |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| Total Revenue | 767 | 905 | 1,043 | 1,152 |
| YoY change (%) | (17.9) | 17.9 | 15.3 | 10.5 |
| Gross Profit | 459 | 568 | 772 | 861 |
| YoY change (%) | (33.8) | 23.9 | 35.8 | 11.5 |
| EBITDA | 508 | 613 | 758 | 864 |
| YoY change (%) | (25.1) | 20.8 | 23.6 | 14.0 |
| As % of Revenue | 66.2 | 67.8 | 72.7 | 75.0 |
| Operating Income | 290 | 420 | 597 | 650 |
| YoY change (%) | (18.3) | 44.7 | 42.1 | 9.0 |
| As % of Revenue | 37.8 | 46.4 | 57.2 | 56.4 |
| Financial Results | (56) | (108) | (181) | (178) |
| Taxes | (65) | (47) | (71) | (78) |
| Net Profit | 169 | 265 | 344 | 394 |
| YoY change (%) | 100.2 | 56.5 | 30.2 | 14.5 |
| As % of Revenue | 22.0 | 29.3 | 33.0 | 34.2 |
| CASH FLOW | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| Depreciation & Amortization | (20) | (25) | (45) | (70) |
| Other Noncash Items | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Changes in Working Capital | (148) | (181) | (4) | 15 |
| Operating Cash Flow | 197 | 267 | 502 | 623 |
| Capital Expenditures | (51) | (475) | (241) | (254) |
| Free Cash Flow | 422 | (108) | 441 | 546 |
| Other Invest./Divestments | 27 | 77 | (7) | 2 |
| Change in Debt | 0 | 0 | (79) | (103) |
| Dividends | 0 | 0 | (79) | (103) |
| Capital Increases/Other | (32) | (168) | (24) | (15) |
| BALANCE SHEET | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| Cash and Equivalents | 1,446 | 1,279 | 1,796 | 1,946 |
| Current Assets | 1,807 | 1,783 | 2,313 | 2,458 |
| Fixed Assets | 7,859 | 8,197 | 8,373 | 8,516 |
| Total Assets | 9,855 | 10,101 | 10,863 | 11,165 |
| Current Liabilities | 417 | 521 | 582 | 592 |
| Long-Term Liabilities | 2,893 | 2,899 | 3,358 | 3,374 |
| Shareholders' Equity | 6,545 | 6,681 | 6,922 | 7,198 |
| Total Financial Debt | 2,086 | 2,238 | 2,738 | 2,738 |
| ST Debt | 251 | 397 | 486 | 486 |
| LT Debt | 1,836 | 1,842 | 2,253 | 2,253 |
| FINANCIAL RATIOS | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| Net Debt | 641 | 959 | 943 | 793 |
| Capital Employed | 7,185 | 7,641 | 7,865 | 7,991 |
| Net Debt/EBITDA | 1.3 | 1.6 | 1.2 | 0.9 |
| Net Debt/Equity | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| Capex/Revenue (%) | 6.6 | 52.5 | 23.2 | 22.1 |
| Int Cover (%) | 5.3 | 3.6 | 2.0 | 2.3 |
| Dividend Payout (%) | 0.0 | 0.0 | 30.0 | 30.0 |
| ROCE (%) | 4.9 | 6.1 | 8.5 | 9.1 |
| ROE (%) | 2.6 | 4.0 | 5.1 | 5.6 |
| MARKET RATIOS | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| P/E | 45.9 | 21.8 | 16.7 | 14.6 |
| P/CE | 41.1 | 19.9 | 14.8 | 12.4 |
| FV/EBITDA | 16.5 | 10.9 | 8.8 | 7.6 |
| FV/EBIT | 28.9 | 16.0 | 11.2 | 10.1 |
| FV/Revenue | 10.9 | 7.4 | 6.4 | 5.7 |
| P/BV | 1.2 | 0.9 | 0.8 | 0.8 |
| FCF Yield (%) | 5.4 | (1.9) | 7.7 | 9.5 |
| Div Yield (%) | (0.0) | (0.0) | 1.4 | 1.8 |
| PER SHARE DATA | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| EPS | 0.91 | 1.43 | 1.90 | 2.29 |
| DPS | 0 | 0 | 0.30 | 0.39 |
| BVPS | 24.63 | 25.14 | 26.05 | 27.09 |

Este relatório é uma versão resumida, em português, do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 05/01/2022. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

BR Properties (BRPR3)

**Reduzindo a Recomendação de “Compra” para “Manutenção”
Introduzindo o Preço-Alvo de R\$ 9,00 (2022E);
Substituindo o Preço-Alvo de R\$ 12,80 (2021E)**

Fanny Oreng

Tese de Investimento: Estamos reduzindo a recomendação da BR Properties para “Manutenção” dado o seu *momentum* de lucros mais fraco associado a uma desaceleração esperada no ritmo de novos aluguéis de escritórios tanto em São Paulo como no Rio de Janeiro, refletindo o declínio observado na confiança empresarial. Além disso, o nosso preço-alvo mais baixo, baseado numa metodologia de fluxo de caixa descontado (FCD), de R\$ 12,80 (2021E) vs. os atuais R\$ 9,00 (2022E) reflete: (i) um custo de capital mais elevado - aumentamos o nosso WACC de 10% para 11% a fim de refletir a deterioração das projeções macroeconômicas; (ii) estimativas mais baixas nos reajustes de aluguéis e nas taxas de ocupação no curto prazo; e (iii) estimativas mais elevadas a respeito da taxa Selic (de 4,0% para 11,8% em 2022, e de 6,0% para 11,0% para 2023). No nosso preço-alvo, as ações da BR Properties seriam negociadas a um P/AFFO de 52,5x para 2022E e 19,8x para 2023E.

Perspectiva para 2022. Atualmente, estamos projetando que as taxas de ocupação atingirão os patamares de 84% em 2022E e de 88% em 2023E (em comparação com 87% e 91% das nossas estimativas anteriores) e antecipamos os níveis mais baixos dos seus aluguéis, refletindo as perspectivas de maiores taxas de ocupação para os próximos dois anos. Estimamos que os aluguéis por m² para os escritórios aumentarão 3,4% e 9,0% durante 2022 e 2023, respectivamente (vs. os 16,5% e 11,5% anteriormente). Também reduzimos as nossas estimativas de margem EBITDA para refletir os custos de vacância mais elevados. Assim, projetamos que as suas margens EBITDA irão diminuir 354 bps e 70 bps em 2022 e 2023, respectivamente. Por fim, após incorporarmos uma taxa Selic mais elevada nas nossas projeções, estimamos um declínio no seu AFFO de 66,4% e 41,5% ante aos nossos números anteriores.

Os principais riscos para a nossa visão conservadora: As vendas de ativos acima do seu valor patrimonial líquido (NAV) e a melhoria mais acelerada do que previsto da sua confiança empresarial – dependendo do resultado das eleições presidenciais – podem alterar rapidamente a relação de oferta e demanda de locações de escritórios dada a falta de novas ofertas tanto no Rio de Janeiro (sem novas ofertas) quanto em São Paulo (80% abaixo da média da última década).

Santander Equity Research

Shoppings e Propriedades
Imobiliárias

09 de fevereiro de 2022

Manutenção

Preço-Alvo: R\$ 9,00

Desempenho de Preços (R\$)



BR Properties

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2020–23E em Milhões

| | R\$ | | | |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| P&L ACCOUNT | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| Total Revenue | 314 | 334 | 398 | 492 |
| YoY change (%) | (17.3) | 6.4 | 19.5 | 23.5 |
| Gross Profit | 314 | 334 | 398 | 492 |
| YoY change (%) | (17.3) | 6.4 | 19.5 | 23.5 |
| EBITDA | 217 | 229 | 295 | 398 |
| YoY change (%) | (13.9) | 5.6 | 28.4 | 35.1 |
| As % of Revenue | 69.2 | 68.7 | 73.9 | 80.9 |
| Operating Income | 357 | 259 | 291 | 395 |
| YoY change (%) | (53.9) | (27.5) | 12.5 | 35.5 |
| As % of Revenue | 113.9 | 77.6 | 73.1 | 80.2 |
| Financial Results | (36) | (137) | (215) | (187) |
| Taxes | (114) | (35) | (11) | (42) |
| Net Profit | 206 | 87 | 65 | 166 |
| YoY change (%) | (33.8) | (57.8) | (24.8) | 152.9 |
| As % of Revenue | 65.8 | 26.1 | 16.4 | 33.7 |
| CASH FLOW | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| Depreciation & Amortization | (1) | (2) | (3) | (3) |
| Other Noncash Items | (16) | 11 | 0 | 0 |
| Changes in Working Capital | (28) | 13 | (6) | (6) |
| Operating Cash Flow | 164 | 113 | 62 | 163 |
| Capital Expenditures | (975) | 190 | 717 | (10) |
| Free Cash Flow | - | - | - | - |
| Other Invest./(Divestments) | 388 | 305 | (4) | (4) |
| Change in Debt | 469 | 799 | (101) | (170) |
| Dividends | 0 | (97) | (64) | (245) |
| Capital Increases/Other | (115) | (215) | 0 | 0 |
| BALANCE SHEET | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| Cash and Equivalents | 1,196 | 1,137 | 1,746 | 1,481 |
| Current Assets | 1,406 | 1,240 | 1,870 | 1,624 |
| Fixed Assets | 8,679 | 9,619 | 8,899 | 8,905 |
| Total Assets | 10,654 | 11,473 | 11,383 | 11,144 |
| Current Liabilities | 393 | 684 | 858 | 703 |
| Long-Term Liabilities | 2,981 | 3,746 | 3,482 | 3,477 |
| Shareholders' Equity | 7,280 | 7,042 | 7,043 | 6,964 |
| Total Financial Debt | 2,283 | 3,082 | 2,981 | 2,811 |
| ST Debt | 286 | 401 | 564 | 399 |
| LT Debt | 1,997 | 2,681 | 2,417 | 2,412 |
| FINANCIAL RATIOS | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| Net Debt | 1,087 | 1,945 | 1,235 | 1,330 |
| Capital Employed | 8,367 | 8,987 | 8,277 | 8,294 |
| Net Debt/EBITDA | 5.0 | 8.5 | 4.2 | 3.3 |
| Net Debt/Equity | 0.1 | 0.3 | 0.2 | 0.2 |
| Capex/Revenue (%) | 310.8 | (56.8) | (179.9) | 2.0 |
| Int Cover (%) | 2.0 | 1.1 | 0.7 | 1.1 |
| Dividend Payout (%) | 0.0 | 46.8 | 74.1 | 373.4 |
| ROCE (%) | - | - | - | - |
| ROE (%) | 2.8 | 1.2 | 0.9 | 2.4 |
| MARKET RATIOS | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| P/E | 23.8 | 41.3 | n/m | 21.7 |
| P/CE | 23.7 | 40.3 | n/m | 21.3 |
| FV/EBITDA | 27.7 | 24.2 | 16.4 | 12.4 |
| FV/EBIT | 16.8 | 21.4 | 16.6 | 12.5 |
| FV/Revenue | 19.1 | 16.6 | 12.1 | 10.0 |
| P/BV | 0.7 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| FCF Yield (%) | - | - | - | - |
| Div Yield (%) | (0.0) | 2.7 | 1.8 | 6.8 |
| PER SHARE DATA | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| EPS | 0.42 | 0.18 | 0.13 | 0.34 |
| DPS | 0 | (0.20) | (0.13) | (0.50) |
| BVPS | 14.81 | 14.33 | 14.33 | 14.17 |

Este relatório é uma versão resumida, em português, do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 05/01/2022. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

LOG Commercial Properties (LOGG3)

Introduzindo o Preço-Alvo de R\$ 31,00 (2022E);

Substituindo o Preço-Alvo de R\$ 37,10 (2021E)

Fanny Oreng

Tese de Investimento: Mantemos a nossa recomendação de “Compra” para Log CP e introduzimos o nosso preço-alvo de R\$ 31,00 (2022E), dado que: (i) aumentamos o nosso WACC de 10,2% para 10,5%, refletindo a deterioração do cenário macroeconômico; e (ii) atualizamos a taxa média estimada da Selic. No nosso preço-alvo, as ações da Log CP seriam negociadas a um P/AFFO de 34,4x para 2022E. O seu prêmio ante aos outros *players* do setor imobiliário reflete o seu perfil de crescimento mais forte – um CAGR de AFFO em 28% vs. 14%, na média, para os seus pares.

Perspectivas para 2022. Esperamos que a Log CP continue se beneficiando da expansão do *e-commerce* em todo o Brasil e do movimento de fuga em direção à qualidade para centros de distribuição AAA - o que leva as empresas a aumentarem a sua eficiência logística. Ainda assim, reduzimos as nossas estimativas de receitas líquidas em 9,9% e em 10,9% para 2022 e 2023, respectivamente, ao passo que incorporamos vendas de ativos de 150 mil áreas brutas locáveis (GLA)/ano até 2025. Também reduzimos as nossas estimativas de AFFO para refletir as projeções mais elevadas da taxa Selic.

Os investidores institucionais tendem a compensar o menor interesse no setor pelo dos investidores pessoa física: Embora reconheçamos que a taxa Selic mais elevada diminui a atratividade dos fundos de investimento imobiliários (FII) do Brasil para as pessoas físicas, estamos observando um aumento da atenção dos investidores institucionais por este setor. Como consequência, acreditamos que a Log CP continuará executando esta parte importante da sua estratégia como meio de financiar o seu crescimento. A maioria dos projetos da Log CP estão sendo entregues já altamente previamente alugados (~85%).

Principais riscos para o nosso preço-alvo: (i) um PIB mais fraco do que o esperado, o que poderia adiar a expansão dos varejistas e reduzir a tendência de fuga em direção à qualidade no curto prazo; e (iii) uma inflação contínua no preço dos materiais de construção, o que poderia afetar negativamente a TIR (taxa interna de retorno) dos seus projetos, uma vez que os preços do aço representam ~60% dos custos de construção da Log CP.

Santander Equity Research

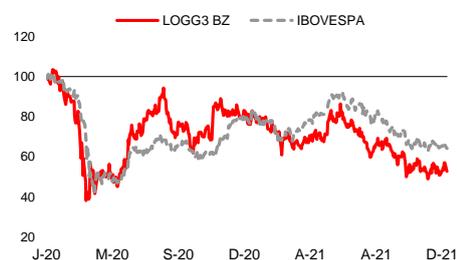
Shoppings e Propriedades
Imobiliárias

09 de fevereiro de 2022

Compra

Preço-Alvo: R\$ 31,00

Desempenho de Preços (R\$)



LOG Commercial Properties

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2020–23E em Milhões

| | R\$ | | | |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| P&L ACCOUNT | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| Total Revenue | 142 | 154 | 203 | 290 |
| YoY change (%) | 10.5 | 8.8 | 31.6 | 43.2 |
| Gross Profit | 140 | 152 | 200 | 286 |
| YoY change (%) | 11.1 | 8.7 | 31.6 | 43.2 |
| EBITDA | 251 | 350 | 163 | 241 |
| YoY change (%) | 39.0 | 39.2 | (53.6) | 48.5 |
| As % of Revenue | 177.7 | 227.2 | 80.2 | 83.1 |
| Operating Income | 251 | 349 | 162 | 240 |
| YoY change (%) | 39.2 | 39.2 | (53.7) | 48.8 |
| As % of Revenue | 177.2 | 226.6 | 79.7 | 82.8 |
| Financial Results | (15) | (2) | (63) | (67) |
| Taxes | (93) | (27) | (7) | (13) |
| Net Profit | 143 | 321 | 92 | 160 |
| YoY change (%) | 52.8 | 125.0 | (71.5) | 75.0 |
| As % of Revenue | 100.7 | 208.3 | 45.2 | 55.2 |
| CASH FLOW | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| Depreciation & Amortization | (1) | (1) | (1) | (1) |
| Other Noncash Items | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Changes in Working Capital | 24 | (3) | (8) | (10) |
| Operating Cash Flow | 119 | 325 | 101 | 171 |
| Capital Expenditures | (442) | (635) | (566) | (296) |
| Free Cash Flow | 0 | 0 | (394) | (54) |
| Other Invest./Divestments | 303 | (56) | 4 | 4 |
| Change in Debt | (93) | 542 | 259 | 467 |
| Dividends | (10) | (33) | (18) | (31) |
| Capital Increases/Other | 5 | (33) | 0 | 0 |
| BALANCE SHEET | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| Cash and Equivalents | 742 | 845 | 609 | 906 |
| Current Assets | 783 | 897 | 680 | 1,000 |
| Fixed Assets | 3,328 | 3,962 | 4,527 | 4,822 |
| Total Assets | 4,212 | 5,157 | 5,505 | 6,119 |
| Current Liabilities | 331 | 428 | 442 | 459 |
| Long-Term Liabilities | 802 | 1,361 | 1,620 | 2,089 |
| Shareholders' Equity | 3,060 | 3,340 | 3,414 | 3,543 |
| Total Financial Debt | 801 | 1,342 | 1,602 | 2,069 |
| ST Debt | 203 | 199 | 199 | 199 |
| LT Debt | 597 | 1,143 | 1,402 | 1,870 |
| FINANCIAL RATIOS | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| Net Debt | 59 | 497 | 993 | 1,163 |
| Capital Employed | 3,119 | 3,837 | 4,406 | 4,706 |
| Net Debt/EBITDA | 0.2 | 1.4 | 6.1 | 4.8 |
| Net Debt/Equity | 0.0 | 0.1 | 0.3 | 0.3 |
| Capex/Revenue (%) | 312.0 | 412.0 | 279.1 | 101.8 |
| Int Cover (%) | (16.4) | (7.1) | (1.8) | (3.2) |
| Dividend Payout (%) | 10.3 | 23.3 | 5.5 | 33.4 |
| ROCE (%) | - | - | - | - |
| ROE (%) | 4.8 | 10.0 | 2.7 | 4.6 |
| MARKET RATIOS | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| P/E | 24.5 | 8.1 | 28.2 | 16.1 |
| P/CE | 24.4 | 8.0 | 27.9 | 16.0 |
| FV/EBITDA | 14.2 | 8.9 | 22.1 | 15.6 |
| FV/EBIT | 14.3 | 8.9 | 22.3 | 15.7 |
| FV/Revenue | 25.3 | 20.1 | 17.7 | 13.0 |
| P/BV | 1.1 | 0.8 | 0.8 | 0.7 |
| FCF Yield (%) | 0.0 | 0.0 | (15.3) | (2.1) |
| Div Yield (%) | 0.3 | 1.3 | 0.7 | 1.2 |
| PER SHARE DATA | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| EPS | 1.40 | 3.14 | 0.90 | 1.57 |
| DPS | 0.09 | 0.33 | 0.17 | 0.30 |
| BVPS | 29.95 | 32.69 | 33.41 | 34.68 |

Este relatório é uma versão resumida, em português, do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 05/01/2022. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

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:

Eu, **Fanny Oreg**, analista de valor mobiliário credenciada nos termos da Resolução CVM 20, de 25 de fevereiro de 2021, subscritora 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 vinculada, 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;

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

Este relatório é uma versão resumida, em português, do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 05/01/2022. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

 **Santander**
Corporate & Investment Banking