

Revisão de Preço

JHSF
Transacionando de shoppings para incorporação

Apresentamos nosso preço-alvo 21e para JHSF3 de R\$ 9,90 com manutenção da recomendação de Compra, após atualizarmos o cenário referentes a custos de capital e premissas de crescimento, além da incorporação dos resultados referentes ao 2T20, cuja performance segue abaixo comentada.

Renda Recorrente. Ao longo do 2T20, observou-se a gradual reabertura dos shoppings, apesar de operarem em horário reduzido e com algumas atividades suspensas. Assim, as vendas dos lojistas no trimestre tiveram queda de 82,4% a/a, com o SSS (vendas mesmas lojas) alcançando -80,3% (-92,1 p.p a/a). O SSR (aluguel mesmas lojas) também apresentou queda de 86,9 p.p. na comparação anual, atingindo -78,1%, enquanto a taxa de ocupação atingiu 96,5% (-0,8 p.p a/a).

Do lado financeiro, a receita líquida caiu 74,6% a/a, devido à paralisação temporária das atividades. Em consequência, a margem EBITDA ajustada (ex-PPI) atingiu 49,1% no 2T20 (ante 59,3% no 2T19), apesar do CPV e das despesas operacionais terem diminuído em função da menor atividade no segmento.

Ainda, a JHSF não contabilizou nenhum efeito de linearização de descontos relativos aos impactos do Covid-19 durante o 2T20. Devido à suspensão temporária das operações dos shoppings, a companhia cancelou a cobrança de aluguel em abril e maio, e para junho, foi cobrado o aluguel variável proporcional aos dias de operação. Além disso, as ações para redução da taxa de condomínio e das taxas do fundo de promoção foram continuadas.

Hotéis e Restaurantes. Assim como visto nos shoppings, os hotéis e restaurantes passaram boa parte do 2T20 com as atividades suspensas. Dessa forma, no trimestre, os indicadores do segmento foram impactados pela evolução do Covid-19: diária média (+0,3% a/a), revpar (-66,0% a/a), taxa de ocupação (-34,9 p.p. a/a), covert médio (-21,7% a/a) e número de couverts (-88,0% a/a). Conseqüentemente, a receita líquida diminuiu 88,2% a/a, enquanto a margem EBITDA ajustada decresceu 236,1 p.p a/a.

Incorporação. A receita líquida atingiu R\$ 231,8 milhões (+389,1% a/a), decorrente principalmente do aumento das vendas da Fazenda Boa Vista. A margem bruta foi de 78,8% (ante 49,6% no 2T19), apesar de maiores custos decorrentes das vendas da Fazenda Boa Vista e do reconhecimento dos custos com obras. Assim, a margem EBITDA ajustada atingiu 75,3% (+33,4 p.p. a/a).

Principais Indicadores

R\$ Milhões	2T20	t/t	a/a	6M20	a/a
Receita Líquida	253,2	51,7%	80,2%	420,4	58%
Lucro Bruto	182,6	130,6%	167,8%	261,8	114%
Margem Bruta (%)	72,1%	0,5 p.p.	23,6 p.p.	59,8%	13,9 p.p.
EBITDA	162,3	472,4%	311,4%	190,7	208%
Margem EBITDA (%)	64,1%	2,8 p.p.	36,0 p.p.	40,6%	17,6 p.p.
Lucro Líquido	77,4	945,8%	236,2%	68,2	75,2%
Margem Líquida (%)	30,6%	36,0 p.p.	71,0 p.p.	25,1%	58,9 p.p.

Endividamento

R\$ Milhão	2T20	t/t	a/a
Dívida Total	1.293,6	-6,7%	-20,3%
Dívida Líquida	733,7	-8,8%	35,7%
DL/ EBITDA	4,5x	1,3x	-3,2x
Dívida CP / Dívida Total	9,5%	-5,4 p.p.	-8,1 p.p.
Dívida Líquida / Patrimônio Líquido	22,4%	0,5 p.p.	-21,2 p.p.

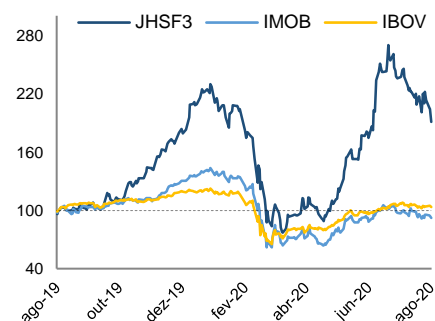
Fonte: JHSF e BB Investimentos

JHSF3

Recomendação	Compra
Preço-alvo - 2021E	9,90
Preço da ação - 26/08/2020	7,36
Potencial de Valorização	34,5%

Dados de Mercado

em 26/08/2020		
Valor de Mercado	R\$ milhões	5.046
Varição 1 mês	%	-19,0%
Varição UDM	%	98,3%
Varição 2020	%	4,2%
Min. 52 sem.	R\$	2,75
Máx. 52 sem.	R\$	10,52



Fonte: Economática

 Kamila Oliveira
kamila@bb.com.br

Aeroporto Executivo. Mesmo durante a pandemia, o aeroporto seguiu funcionando 24 horas por dia. O ritmo de fluxo de pouso e decolagem aumentou, embora afetado por restrições de circulação, enquanto a taxa de ocupação de hangaragem atingiu 100%. Com isso, a receita líquida veio em R\$ 3,9 milhões, enquanto a margem EBITDA foi de 32,3%, devido à redução de custos no comparativo t/t.

Além disso, destacamos, no mês de julho, a assinatura de um memorando entre a JHSF e a XP Inc. para a implementação do empreendimento Villa XP no Parque Catarina, bem como a conclusão do *follow on* da JHSF com a arrecadação de R\$ 433,1 milhões.

Conclusões. Os resultados do 2T20 da JHSF foram positivos, em nossa opinião. Apesar das restrições do trimestre e dos patamares negativos já esperados para os segmentos de renda recorrente e hotéis e restaurantes, o destaque positivo ficou por conta da divisão de incorporação, que, mais uma vez, impulsionou a receita.

Assim, observamos que a empresa continua implementando medidas para aumentar suas receitas e margens. Adicionalmente, estudando a evolução e os movimentos da companhia nos anos recentes, nota-se a transição do segmento principal de renda recorrente para a incorporação.

Dessa forma, revisamos nosso preço alvo para **JHSF3 de 2021 para R\$ 9,90** (de R\$ 5,10 anteriormente), devido ao cenário atual, incorporando os resultados do 2T20 e atualizando as premissas referentes ao custo de capital e receitas. Também, mantemos a recomendação de **Compra**.

Dentre as premissas referentes à receita, destacamos: (i) o desempenho das operações do aeroporto; (ii) o lançamento do Fasano Cidade Jardim e o pré-lançamento do Boa Vista Village, além do desempenho de vendas apresentado pela Fazenda Boa Vista, no segmento de incorporação; (iii) o início das atividades em Trancoso-BA no final deste ano e do Fasano Itaim em São Paulo, previsto para 2022, no segmento de H&R; e (iv) a expansão de ABL devido à inauguração do Shops no segundo semestre de 2020, no segmento de renda recorrente.

Ademais, também incorporamos ao nosso *valuation* os resultados da operação de *follow-on* ocorrida em julho. Como mencionamos acima, a oferta resultou num incremento no caixa de R\$ 433 milhões e a emissão de mais de 44 milhões de novas ações.

Além disso, é importante mencionar que, além dos projetos elencados e já incorporados em nosso modelo, a companhia possui outros no *pipeline* para serem lançados nos próximos anos. Dessa forma, estamos atentos a expansões e lançamentos no entorno do Shopping Cidade Jardim, Catarina Fashion Outlet e da Fazenda Boa Vista, bem como a novos empreendimentos e hotéis e o recebimento da taxa de administração pela gestão do prédio onde está localizado o Fasano Fifth Avenue, além da internacionalização e expansão de hangares no São Paulo Catarina Aeroporto Executivo. Apesar de gerarem valor para a companhia, apenas os incorporaremos ao nosso modelo quando forem efetivamente lançados.

Riscos para a nossa tese de investimento. Os riscos para a JHSF incluem (i) aumento menor do que o esperado na taxa de ocupação e do aluguel/m² na divisão de renda recorrente; (ii) vendas abaixo do esperado da divisão de incorporação; (iii) atraso na inauguração de expansões de ABL e de novos hotéis; (iv) volatilidade cambial, afetando o pagamento da taxa de administração pela gestão do prédio onde está localizado o Fasano Fifth Avenue, em Nova Iorque, cuja cotação é em dólar; (v) novas ondas de aumento de casos de Covid-19 que desencadeiem medidas de isolamento social e fechamento do comércio físico em Estados e municípios; (vi) a ineficácia do aprimoramento de seus controles internos e políticas corporativas para sanar os apontamentos elencados na avaliação de auditores independentes.

Valuation. Nosso preço-alvo deriva de um método de fluxo de caixa descontado em termos nominais, com uma taxa de crescimento na perpetuidade (g) de 3,3% e um WACC de 11,9%.

Estimativas		Premissas	
Valor Total para a Empresa (R\$ milhões)	6.440		
VP do FCFF	1.314	Beta	1,39
VP da Perpetuidade	5.125	WACC	11,9%
Número de Ações (mi)	685,5	D/(D+E)	25%
Dívida Líquida	317	Taxa Livre de Risco	2,3%
Valor de Mercado	6.757	Prêmio de Mercado	5,4%
Preço-alvo (R\$)	9,90	Crescimento Perpetuidade	3,3%

Fonte: JHSF e BB Investimentos

Indicadores	2020e					2021e			2022e
	R\$ Milhões	2018a	2019a	Anterior	Atual	% Δ	Anterior	Atual	
Receita Líquida	456,2	636,8	685,7	701,2	2,3%	1.002,3	789,5	-21,2%	809,2
Lucro Bruto	215,7	310,4	326,9	429,3	31,3%	498,7	399,2	-20,0%	408,0
= LAJIR*	93,5	173,8	184,6	300,8	62,9%	307,5	251,7	-18,1%	256,7
= LAIR*	(24,0)	35,4	68,8	197,4	186,9%	207,8	182,0	-12,4%	187,8
Lucro Líquido*	(152,3)	(110,5)	(80,6)	44,5	155,2%	(10,7)	9,9	192,8%	11,4
Margem Bruta (%)	47,3%	48,7%	47,7%	61,2%	13,5 p.p.	49,8%	50,6%	0,8 p.p.	50,4%
Margem EBITDA (%)	24,9%	32,4%	32,9%	48,7%	15,8 p.p.	36,0%	38,7%	2,7 p.p.	39,6%
Margem Líquida (%)	-33,4%	-17,4%	-11,8%	6,3%	18,1 p.p.	-1,1%	1,3%	2,4 p.p.	1,4%

Indicadores Operacionais

R\$ milhões	2018a	2019a	2020e	2021e	2022e
ABL (JHSF) (m²)	69,8	60,3	63,5	63,5	116,9
Taxa de Ocupação (%)	95,0%	97,0%	96,6%	96,6%	96,6%
Número de Couverts (unidades)	808	1.042	573	745	775
Couvert médio (R\$)	203,00	207,00	211,08	215,24	219,48
Revpar (R\$)	1128,00	1299,00	649,50	676,05	709,45

Indicadores de Endividamento

R\$ milhões	2018a	2019a	2020e	2021e	2022e
Dívida Líquida	957	669	631	(317)	(399)
DL / EBITDA	8,4	4,7	1,8	(1,0)	(1,2)
Capex	121,9	109,3	76,7	267,4	187,2
Depreciação	(20,0)	32,7	(40,7)	(54,1)	(63,5)

Indicadores

R\$ milhões	2018a	2019a	2020e	2021e	2022e
Margem Bruta (%)	47,3%	48,7%	61,2%	50,6%	50,4%
Margem EBITDA (%)	24,9%	22,1%	48,7%	38,7%	39,6%
Margem Líquida (%)	-33,4%	-17,4%	6,3%	1,3%	1,4%
Rentabilidade do Patrimônio Líquido (%)	-6,9%	-4,2%	1,3%	0,3%	0,3%
EBITDA	113,5	141,0	341,5	305,8	320,2
Dívida Bruta	1.192,7	1.206,3	1.208,7	1.304,3	1.361,9
Dívida Líquida	957,1	669,2	630,5	(317,2)	(398,9)
Dívida Líquida/ Patrimônio Líquido (%)	0,4	0,2	0,2	(0,1)	(0,1)
EV/EBITDA - Valor de Mercado	31,7	25,5	13,8	15,5	14,8
LPA (R\$)	(0,29)	(0,17)	0,06	0,01	0,02
P/E (x)	(18,3)	(25,1)	113,4	507,9	442,8
Dividend Yield (%)	0,0%	1,9%	0,0%	1,4%	0,1%

Fonte: JHSF e BB Investimentos | *ex-PPI

DRE

R\$ milhões	2018a	2019a	2020e	2021e	2022e
Receita Líquida	456	637	701	789	809
Lucro Bruto	216	310	429	399	408
Despesas operacionais	(122)	(137)	(129)	(147)	(151)
Vendas	(13)	(28)	(40)	(43)	(44)
Gerais e administrativas	(115)	(115)	(79)	(95)	(98)
Outras despesas (receitas) operacionais	6	6	(9)	(9)	(9)
= LAJIR*	93	174	301	252	257
(+/-) Resultado Financeiro	(117)	(138)	(103)	(70)	(69)
= LAIR*	(24)	35	197	182	188
(-) Impostos	(128)	(146)	(153)	(172)	(176)
Lucro Líquido*	(152)	(111)	44	10	11

Balço Patrimonial

R\$ milhões	2018a	2019a	2020e	2021e	2022e
Ativo total	4.815	5.838	6.483	6.653	6.781
Ativo Circulante	657	930	1.111	1.927	1.924
Ativo Realizável a Longo Prazo	1.868	2.351	2.432	2.569	2.672
Ativo Permanente	3.428	4.222	4.258	4.471	4.595
Passivo total	4.815	5.838	6.483	6.653	6.781
Passivo Circulante	680	430	445	472	488
Passivo Exigível a Longo Prazo	1.868	2.351	2.432	2.569	2.672
Patrimônio líquido	2.267	3.057	3.606	3.613	3.621

Fluxo de Caixa Livre para a Firma

R\$ milhões	2018a	2019a	2020e	2021e	2022e
EBIT	93	174	301	252	257
(-) IR & CS	(22)	(42)	(72)	(60)	(62)
NOPLAT	71	132	229	191	195
(+) D&A	20	(33)	41	54	63
(-) Capex	(122)	(109)	(77)	(267)	(187)
(-) Variação do Capital de Giro	192	(267)	(125)	240	150
(-) Variação Outros Ativos / Passivos	47	559	(350)	914	47
FCFF	208	283	(282)	1,132	269

Análise de Sensibilidade

g/WACC	Preço-Alvo 2021E				
	10,9%	11,4%	11,9%	12,4%	12,9%
2,3%	10,60	9,80	9,00	8,40	7,80
2,8%	11,10	10,20	9,40	8,70	8,10
3,3%	11,70	10,70	9,90	9,10	8,40
3,8%	12,40	11,30	10,40	9,50	8,80
4,3%	13,20	12,00	10,90	10,00	9,20

Fonte: JHSF e BB Investimentos | *ex-PPI

INFORMAÇÕES RELEVANTES

Este é um relatório público e foi produzido pelo BB-Banco de Investimento S.A. ("BB-BI"). As informações e opiniões aqui contidas foram consolidadas ou elaboradas com base em informações obtidas de fontes, em princípio, fidedignas e de boa-fé. Embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não sejam incertas ou equivocadas, no momento de sua publicação, o BB-BI não garante que tais dados sejam totalmente isentos de distorções e não se compromete com a veracidade dessas informações. Todas as opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e derivam do julgamento de nossos analistas de valores mobiliários ("analistas"), podendo ser alteradas a qualquer momento sem aviso prévio, em função de mudanças que possam afetar as projeções da empresa, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança. Quaisquer divergências de dados neste relatório podem ser resultado de diferentes formas de cálculo e/ou ajustes.

Este material tem por finalidade apenas informar e servir como instrumento que auxilie a tomada de decisão de investimento. Não é, e não deve ser interpretado como material promocional, recomendação, oferta ou solicitação de oferta para comprar ou vender quaisquer títulos e valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. É recomendada a leitura dos prospectos, regulamentos, editais e demais documentos descritivos dos ativos antes de investir, com especial atenção ao detalhamento do risco do investimento. Investimentos nos mercados financeiros e de capitais estão sujeitos a riscos de perda superior ao capital investido. A rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura. O BB-BI não garante o lucro e não se responsabiliza por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações divulgadas nesse material. É vedada a reprodução, distribuição ou publicação deste material, integral ou parcialmente, para qualquer finalidade.

Nos termos do art. 22 da ICVM 598, o BB-Banco de Investimento S.A declara que:

1 - A instituição pode ser remunerada por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s); o Conglomerado Banco do Brasil S.A ("Grupo") pode ser remunerado por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório, ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s).

2 - A instituição pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), mas poderá adquirir, alienar ou intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado; o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), e poderá adquirir, alienar e intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado.

3 - O Banco do Brasil S.A. detém indiretamente 5% ou mais, por meio de suas subsidiárias, de participação acionária no capital da Cielo S.A, companhia brasileira listada na bolsa de valores e que pode deter, direta ou indiretamente, participações societárias em outras companhias listadas cobertas pelo BB-Banco de Investimento S.A.

Declarações dos Analistas

O(s) analista(s) envolvido(s) na elaboração deste relatório declara(m) que:

1 - As recomendações contidas neste relatório refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao BB-Banco de Investimento S.A e demais empresas do Grupo.

2 - Sua remuneração é integralmente vinculada às políticas salariais do Banco do Brasil S.A. e não recebem remuneração adicional por serviços prestados para a(s) companhia(s) emissora(s) objeto do relatório de análise ou pessoas a ela(s) ligadas.

O(s) analista(s) declara(m), ainda, em relação à(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório:

Analistas	Itens			
	3	4	5	6
Kamila Oliveira	-	-	-	-
	-	-	-	-

3 - O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, detêm, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, ações e/ou outros valores mobiliários de emissão da(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

4 - O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, possuem, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação à(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

5 - O(s) analista(s) tem vínculo com pessoa natural que trabalha para a(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

6 - O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, estão, direta ou indiretamente envolvidos na aquisição, alienação ou intermediação de valores mobiliários da(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

RATING

"RATING" é uma opinião sobre os fundamentos econômico-financeiros e diversos riscos a que uma empresa, instituição financeira ou captação de recursos de terceiros, possa estar sujeita dentro de um contexto específico, que pode ser modificada conforme estes riscos se alterem. "O investidor não deve considerar em hipótese alguma o "RATING" como recomendação de Investimento.

BB Banco de Investimento S.A. - BB-BI
e-mail: pesquisa@bb.com.br

+55 (11) 4298 7000

Diretor	Gerente Executivo
Francisco Augusto Lassalvia	Mário Perrone

Gerentes da Equipe de Pesquisa

Estratégia - Wesley Bernabé, CFA	Análise de Empresas - Victor Penna
wesley.bernabe@bb.com.br	victor.penna@bb.com.br

Renda Variável

Açúcar e Etanol	Óleo e Gás
Daniel Cobucci cobucci@bb.com.br	Daniel Cobucci cobucci@bb.com.br

Agronegócios	Papel e Celulose
Luciana Carvalho luciana_cvl@bb.com.br	Victor Penna victor.penna@bb.com.br

Alimentos e Bebidas	Siderurgia e Mineração
Luciana Carvalho luciana_cvl@bb.com.br	Victor Penna victor.penna@bb.com.br

Bancos e Serviços Financeiros	Transporte e Logística
Wesley Bernabé, CFA wesley.bernabe@bb.com.br	Renato Hallgren renatoh@bb.com.br

	Utilities
Rafael Reis rafael.reis@bb.com.br	Rafael Dias rafaeldias@bb.com.br

Bens de Capital	Varejo
Catherine Kiselar ckiselar@bb.com.br	Georgia Jorge georgiadaj@bb.com.br

Educação	
Melina Constantino mconstantino@bb.com.br	

Imobiliário	
Kamila Oliveira kamila@bb.com.br	

Macroeconomia e Estratégia de Mercado	Renda Fixa
Hamilton Moreira Alves hmoreira@bb.com.br	Renato Odo renato.odo@bb.com.br
Henrique Tomaz, CFA htomaz@bb.com.br	José Roberto dos Anjos robertodosanjos@bb.com.br
Richardí Ferreira richardi@bb.com.br	

Equipe de Vendas	
Investidor Institucional	bb.distribuicao@bb.com.br
Varejo	acoes@bb.com.br
Head - João Carlos Floriano	Fernando Leite
Antonio de Lima Junior	Higor Benedetti
Bruno Finotello	Henrique Reis
Cleber Yamasaki	Marcela Andressa Pereira
Daniel Frazatti Gallina	Paulo Arruda
Denise Rédua de Oliveira	Pedro Gonçalves
Fabiana Regina	Renata Simões
Fábio Caponi Bertoluci	Sandra Regina Saran

BB Securities - London

4th Floor, Pinners Hall – 105-108 Old Broad St.

EC2N 1ER – London – UK

+44 (20) 7367 5800

Managing Director

Juliano Marcatto de Abreu +44 (20) 7367 5801

Deputy Managing Director

João Domingos Cicarini Junior +44 (20) 7367 5802

Head of Sales and Trading

Henrique Catarino +44 (20) 7367 5832

Institutional Sales

Annabela Garcia +44 (20) 7367 5853

Melton Plummer +44 (20) 7367 5843

Tharcia Cassiano +44 (20) 7367 5851

Syndicate

Daniel Bridges +44 (20) 7367 5806

Trading

Bruno Fantasia +44 (20) 7367 5852

Gianpaolo Rivas +44 (20) 7367 5842

Banco do Brasil Securities LLC - New York

535 Madison Avenue, 33th Floor

New York City, NY 10022 - USA

(Member: FINRA/SIPC/NFA)

Deputy Managing Director

Gabriel Cambui Mesquita Santos +1 (407) 608 1778

ECM

Charles Langalis +1 (646) 845 3714

Nilton Jeronimo +1 (646) 845 3880

DCM

João Kloster +1 (646) 845 3717

Luciana Batista +1 (646) 845 3864

Head of Syndicate

Shinichiro Fukui +1 (646) 845 3865

Institutional Sales

Michelle Malvezzi +1 (646) 845 3715

Fabio Frazão +1 (646) 845 3716

BB Securities Asia Pte Ltd - Singapore

6 Battery Road #11-02

Singapore, 049909

Managing Director

Marcelo Sobreira +65 6420 6577

Director, Head of Sales

José Carlos Reis, CFA +65 6420 6570

Institutional Sales

Zhao Hao, CFA +65 6420 6582