

Shoppings | Revisão de Preço-Alvo

NOI trupica mais não cai

Revisamos as nossas estimativas para o segmento de shoppings centers e atualizamos os nossos modelos de fluxo de caixa descontado, de forma a incorporar a deterioração das nossas premissas macroeconômicas junto com incorporação dos resultados do ano de 2022. Como consequência:

A desaceleração da economia brasileira exigiria um controle fiscal que não deve acontecer. O mercado reflete essas incertezas nas curvas de juros e revisões nas projeções de inflação, PIB, câmbio e confiança do consumidor. Como esses drivers macroeconômicos são fundamentais para o setor, suas deteriorações nos deixam com uma visão mais cautelosa para os próximos meses.

Apesar de um cenário macroeconômico mais adverso, o segmento já demonstrou certa resiliência em períodos mais adversos, como a pandemia, que obrigou o fechamento dos shoppings junto com a quebra da mobilidade urbana. Mesmo assim, as companhias conseguiram superar o momento e fecharam o ano de 2022 com recordes em diversas linhas do operacional, apesar da copa do mundo e eleições. Com isso, vemos que as administradoras continuaram entregando bons resultado no ano de 2023, principalmente com a i) a diversificação do mix de lojas do portfólio, ii) retomada do segmento de serviços e alimentação, iii) qualidade do portfólio e iv) público-alvo voltado para o alta renda.

Compra

IGTI11

Preço atual (07/03/23) R\$ 18,73
Preço-alvo (dez/23) R\$ 25,00
 Upside (%) 33%

Compra

MULT3

Preço atual (07/03/23) R\$ 24,72
Preço-alvo (dez/23) R\$ 28,00
 Upside (%) 13%

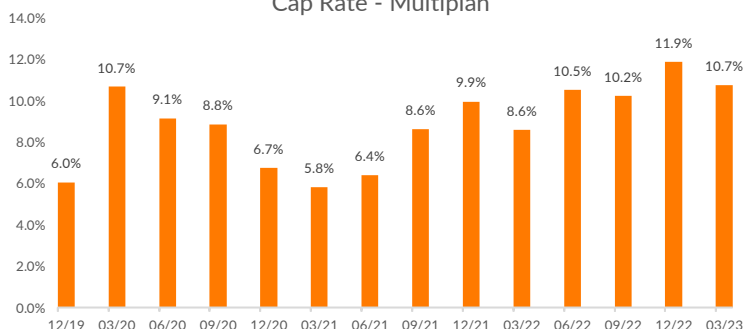
Rafael Quick, CNPI
 rafael.pimentel@inter.co

Companhia	Antigo preço-alvo YE23	Novo preço-alvo YE23	Recomendação
Iguatemi (IGTI11)	R\$ 27,00	R\$ 25,00	Compra ➤
Multiplan (MULT3)	R\$ 31,00	R\$ 28,00	Compra ▲

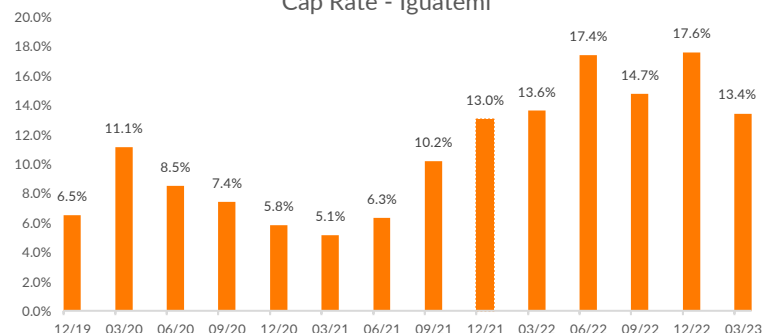
Elevação de recomendação: Apesar da redução do preço alvo, elevamos a Multiplan para compra. Essa decisão foi embasada devido ao robusto resultado entregue pela companhia no ano de 2022 concomitante as expectativas voltadas para o operacional no ano de 2023. Além disso, a companhia realizou uma forte recompra de ações, bem como um significativo nível de distribuição de JCP durante o ano passado.

Por fim, deixamos o gráfico do cap rate histórico das duas companhias, reforçando nossa tese de oportunidade de entrada no segmento.

Cap Rate - Multiplan



Cap Rate - Iguatemi



Iguatemi

Em nosso modelo, utilizamos o método do fluxo de caixa descontado de dez anos, com crescimento na perpetuidade de 4,5% e um WACC de 12,3%. Estamos considerando um CAGR de receita nominal de 6,8% entre 2023-2033, justificado por um crescimento da ABL via aumento de participações societárias, evolução no segmento de I-Retail e Iguatemi 360, bem como o retorno da taxa de ocupação à sua média histórica.

DRE (R\$ Milhões)	2020	2021	2022	2023 P	2024 P	2025 P
Receita Líquida	522	767	1.073	1.191	1.292	1.391
Custos de Aluguéis e Serviços	(67)	(68)	(237)	(246)	(256)	(266)
(=) Lucro Bruto	301	457	784	886	973	1.059
Despesas G&A	(57)	(83)	(114)	(101)	(110)	(119)
Outros	41	43	25	26	29	32
(=) EBITDA	367	498	708	827	910	992
(-) D&A	(149)	(155)	(159)	(176)	(162)	(164)
(=) EBIT	218	343	550	651	749	828
Resultado Financeiro	(93)	97	(188)	(298)	(309)	(286)
(=) EBT	126	439	238	352	439	542
(-) Impostos	(70)	(176)	(15)	(53)	(74)	(102)
*Resultado Líquido	55	263	252	299	365	440

Balanco Patrimonial (mm)	2020	2021	2022 P	2023 P	2024 P	2025 P
Ativo Total	6.865	7.138	8.062	7.752	8.121	8.472
Ativo Circulante	1.815	2.126	2.139	1.823	2.171	2.504
Ativo Realizável a Longo Prazo	473	487	675	315	315	315
Ativo Permanente	4.474	4.475	5.133	5.140	5.161	5.178
Passivo Total	6.865	7.138	8.062	7.752	8.121	8.472
Passivo Circulante	1.446	654	2.632	765	317	659
Passível Exigível a Longo Prazo	2.932	3.310	2.247	2.605	3.117	2.793
Patrimônio Líquido	3.149	3.411	4.108	4.382	4.688	5.020

Dívida	2020	2021	2022 P	2023 P	2024 P	2025 P
Dívida Bruta	3.455	3.254	3.100	3.182	3.240	3.252
Dívida Líquida	1.847	1.464	1.271	1.807	1.537	1.251
Dívida Líquida/EBITDA	5,0x	2,9x	1,8x	2,2x	1,7x	1,3x
D/D+E	30%	30%	24%	29%	25%	20%

Fonte: Companhia e Inter Research

FCF	2020	2021	2022 P	2023 P	2024 P	2025 P
EBIT	218	343	550	651	749	828
(-) Impostos	(70)	(176)	(15)	(53)	(74)	(102)
(+) D&A	149	155	159	176	162	164
(-) Capex	(383)	(167)	(843)	(182)	(182)	(182)
(-/+) Capital de Giro	(77)	(147)	44	(138)	(14)	(27)
(=) Total	(163)	8	(105)	454	639	681

Múltiplos	2020	2021	2022 P	2023 P	2024 P	2025 P
EV/EBITDA	14,2x	13,0x	8,9x	8,2x	7,2x	6,3x
P/FFO	16,4x	12,0x	12,2x	10,5x	9,5x	8,3x
LPA	0,31	1,00	0,96	1,13	1,38	1,67
ROE	1,8%	7,7%	6,1%	6,8%	7,8%	8,8%
ROA	3,2%	4,8%	6,8%	8,4%	9,2%	9,8%
Dividend Yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,5%	1,2%	2,2%
Margem EBITDA	70%	65%	66%	69%	70%	71%
Margem FFO	39%	55%	38%	40%	41%	43%
Margem Líquida	11%	34%	24%	25%	28%	32%

Fonte: Companhia e Inter Research

Taxa de crescimento de longo prazo (g)

	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%	5,5%
13,35%	R\$ 21	R\$ 21	R\$ 22	R\$ 22	R\$ 23
12,85%	R\$ 22	R\$ 23	R\$ 23	R\$ 24	R\$ 25
12,35%	R\$ 24	R\$ 24	R\$ 25	R\$ 26	R\$ 27
11,85%	R\$ 25	R\$ 26	R\$ 27	R\$ 28	R\$ 29
11,35%	R\$ 27	R\$ 28	R\$ 29	R\$ 30	R\$ 31

WACC

Taxa de crescimento de longo prazo (g)

	7,2x	7,7x	8,2x	8,7x	9,2x
13,35%	R\$ 21	R\$ 21	R\$ 22	R\$ 22	R\$ 22
12,85%	R\$ 23	R\$ 23	R\$ 23	R\$ 23	R\$ 24
12,35%	R\$ 24	R\$ 25	R\$ 25	R\$ 25	R\$ 25
11,85%	R\$ 26	R\$ 26	R\$ 27	R\$ 27	R\$ 27
11,35%	R\$ 28	R\$ 28	R\$ 29	R\$ 29	R\$ 30

WACC

Em nosso modelo, utilizamos o método do fluxo de caixa descontado de dez anos, com crescimento na perpetuidade de 4,5% e um WACC de 11,59%. Estamos considerando um CAGR de receita nominal de 8,2% entre 2023-2033, justificado por um crescimento da ABL em linha com seu histórico de execução, evolução robusta nas receitas de locação, vendas no Golden Lake e indicadores operacionais em níveis saudáveis, bem como a boa capilaridade dos shoppings no varejo.

DRE (R\$ Milhões)	2020	2021	2022	2023 P	2024 P	2025 P
Receita Líquida	873	1.355	1.891	2.080	2.417	2.396
Custos de Aluguéis e Serviços	(139)	(157)	(174)	(229)	(263)	(259)
(=) Lucro Bruto	(155)	(184)	(214)	(250)	(288)	(283)
Despesas G&A	(38)	(43)	(77)	(149)	(269)	(62)
Outros	22	(76)	(42)	(19)	(20)	(18)
(=) EBITDA	563	894	1.385	1.434	1.577	1.775
(-) D&A	(226)	(203)	(209)	(334)	(251)	(279)
(=) EBIT	338	692	1.177	1.100	1.326	1.496
Resultado Financeiro	(78)	(114)	(242)	(236)	(164)	(137)
(=) EBT	259	578	935	864	1.162	1.359
(-) Impostos	(109)	(41)	(61)	(155)	(224)	(281)
*Resultado Líquido	150	537	874	710	939	1.079

Balanco Patrimonial (mm)	2020	2021	2022	2023 P	2024 P	2025 P
Ativo Total	10.576	10.666	10.879	11.390	12.641	13.570
Ativo Circulante	1.859	1.550	1.791	2.139	2.978	3.538
Ativo Realizável a Longo Prazo	683	851	835	835	835	835
Ativo Permanente	8.034	8.265	8.254	8.416	8.829	9.197
Passivo Total	10.576	10.666	10.879	11.390	12.641	13.570
Passivo Circulante	999	1.060	1.296	1.150	1.347	1.372
Passível Exigível a Longo Prazo	3.344	3.243	3.000	3.302	3.652	3.800
Patrimônio Líquido	6.233	6.363	6.583	6.938	7.642	8.397

Dívida	2020	2021	2022	2023 P	2024 P	2025 P
Dívida Bruta	3.378	3.267	3.110	3.215	3.617	3.867
Dívida Líquida	2.143	2.484	2.082	1.889	1.568	1.222
Dívida Líquida/EBITDA	3,8x	2,8x	1,5x	1,3x	1,0x	0,7x
D/D+E	26%	28%	24%	39%	40%	38%

Fonte: Companhia e Inter Research

FCF	2020	2021	2022	2023 P	2024 P	2025 P
EBIT	338	692	1.177	1.100	1.326	1.496
(-) Impostos	(48)	(48)	(130)	(196)	(255)	(327)
(+) D&A	226	203	209	334	251	279
(-) Capex	(769)	(412)	(496)	(663)	(648)	(627)
(-/+) Capital de Giro	(244)	(34)	(0)	29	(41)	(25)
(=) Total	(498)	400	759	603	633	795

Múltiplos	2020	2021	2022 P	2023 P	2024 P	2025 P
EV/EBITDA	29,5x	18,9x	11,7x	10,9x	9,7x	8,5x
P/FFO	32,1x	19,6x	13,3x	12,9x	11,3x	10,0x
LPA	0,25	0,91	1,48	1,20	1,59	1,82
ROE	2,4%	8,4%	13,3%	10,2%	12,3%	12,8%
ROA	1,4%	5,0%	8,0%	6,2%	7,4%	8,0%
Dividend Yield	1,9%	2,1%	2,1%	2,5%	1,7%	2,3%
Margem EBITDA	65%	66%	73%	69%	65%	74%
Margem FFO	52%	54%	56%	51%	50%	58%
Margem Líquida	17%	40%	46%	34%	39%	45%

Taxa de crescimento de longo prazo (g)

	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%	5,5%
12,59%	R\$ 24	R\$ 24	R\$ 25	R\$ 25	R\$ 26
12,09%	R\$ 25	R\$ 26	R\$ 27	R\$ 27	R\$ 28
11,59%	R\$ 27	R\$ 28	R\$ 28	R\$ 29	R\$ 30
11,09%	R\$ 29	R\$ 30	R\$ 31	R\$ 32	R\$ 33
10,59%	R\$ 31	R\$ 32	R\$ 33	R\$ 34	R\$ 36

Múltiplo de EBITDA na saída

	10,1x	10,6x	11,1x	11,6x	12,1x
12,59%	R\$ 24	R\$ 24	R\$ 25	R\$ 25	R\$ 25
12,09%	R\$ 26	R\$ 26	R\$ 26	R\$ 27	R\$ 27
11,59%	R\$ 28	R\$ 28	R\$ 28	R\$ 29	R\$ 29
11,09%	R\$ 30	R\$ 30	R\$ 31	R\$ 31	R\$ 31
10,59%	R\$ 32	R\$ 33	R\$ 33	R\$ 33	R\$ 34

Disclaimer

Este material foi preparado pelo Banco Inter S.A. e destina-se à informação de investidores, não constituindo oferta de compra ou venda de títulos ou valores mobiliários. Os ativos discutidos neste relatório podem não ser adequados para todos os investidores.

Este material não leva em consideração os objetivos de investimento, a situação financeira e as necessidades específicas de qualquer investidor em particular. Aqueles que desejem adquirir ou negociar os ativos objeto de análise neste material devem obter as informações pertinentes para formarem sua própria convicção sobre o investimento.

As decisões de investimento devem ser realizadas pelo próprio investidor. 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 obtida no passado não representa garantia de resultados futuros.

As informações, opiniões e estimativas contidas no presente material foram obtidas de fontes consideradas confiáveis pelo Banco Inter S.A. e este relatório foi preparado de maneira independente.

Em que pese tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar a veracidade das informações aqui contidas, nenhuma garantia é firmada pelo Banco Inter S.A. ou pelos analistas responsáveis quanto à correção, precisão e integridade de tais informações, ou quanto ao fato de serem completas. As informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data em que o presente material foi disponibilizado e estão sujeitas a mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação, atualização ou revisão do presente material.

O analista de valores mobiliários responsável por este relatório declara que as recomendações e análises refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais e que foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à pessoa jurídica à qual está vinculado, podendo, inclusive, divergir com a de outros analistas do Banco Inter S.A., ou ainda com a de opinião de seus acionistas, instituições controladas, coligadas e sob controle comum (em conjunto, "Inter").

Nos termos da regulamentação em vigor, a área de research do Inter é segregada fisicamente de outras atividades que podem ensejar potenciais conflitos de interesses.

O Banco Inter S.A. e as demais empresas do Inter poderão, respeitadas as previsões regulamentares, vender e comprar em nome próprio, de clientes e/ou via fundos de investimentos sob gestão, valores mobiliários objeto do presente relatório, bem como poderão recomendá-los aos seus clientes, distribuí-los, prestar serviços ao emissor do valor mobiliário objeto do relatório que enseje em pagamento de remuneração ao Banco Inter S.A. ou a empresas do Inter, ou, ainda, na hipótese do presente relatório ter como objeto fundo de investimento, originar ativos que serão adquiridos pelo veículo objeto do presente relatório.

O Banco Inter S.A. e outras empresas do Inter podem ter interesse financeiro e/ou comercial em relação ao emissor ou aos valores mobiliários objeto do relatório de análise, ou até mesmo participação societária em emissores objeto do presente relatório, suas controladas, controladores, coligadas e/ou sociedades sob controle comum.

Ademais, o analista responsável pelo presente relatório declara que:

(i) a sua remuneração e dos analistas de valores mobiliários envolvidos na elaboração do presente relatório é direta ou indiretamente, influenciada pelas receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pelo Banco Inter.

Por sua vez, ante a ativo objeto de análise, o Inter declara que:

(i) possui interesses financeiros e comerciais relevantes em relação ao emissor ou aos valores mobiliários objeto do relatório de análise;

Para maiores informações, é recomendável que os destinatários consultem a Resolução CVM/20, de 25 de fevereiro de 2021, e, também, o Código de Conduta da Apimec para o Analista de Valores Mobiliários.

Este material não pode ser reproduzido, distribuído ou publicado por qualquer pessoa, para quaisquer fins sem autorização.