

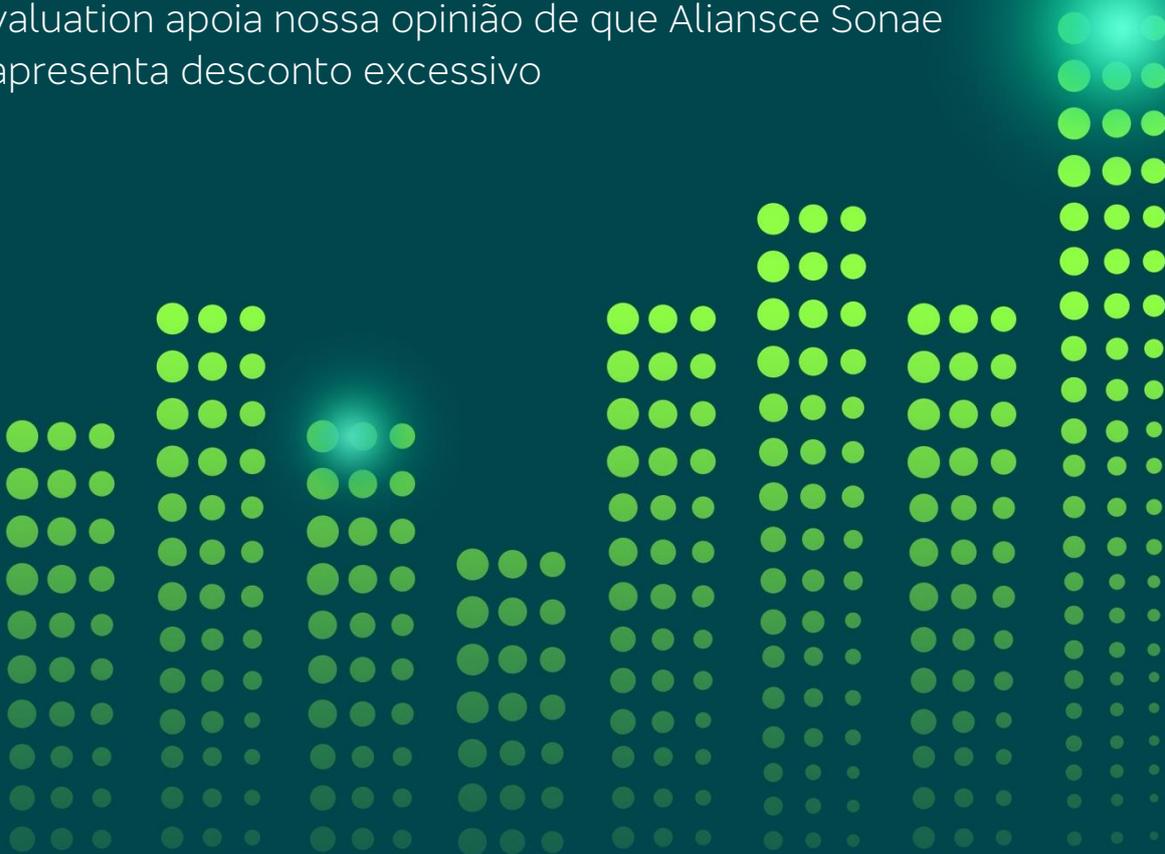
Ágora Insights

Análise setorial

Shoppings

Março, 2023

Qual é o prêmio justo entre os shoppings? A teoria de valuation apoia nossa opinião de que Aliansce Sonae apresenta desconto excessivo



Qual é o prêmio justo entre os shoppings? A teoria de valuation apoia nossa opinião de que Aliansce Sonae apresenta desconto excessivo

- > Neste relatório, analisamos a teoria por trás dos múltiplos P/FFO (Preço/Fluxo de Caixa Operacional) e os múltiplos justos para os shoppings que cobrimos. A Multiplan estabelece a referência de valuation e nosso estudo mostra um desconto justo para o múltiplo P/FFO estimado para 2024 de 11% para Iguatemi (vs. 18% atualmente) e 22% para Aliansce Sonae (vs. os atuais 41%) para refletir melhor o equilíbrio de riscos e oportunidades das empresas.
- > Vemos potencial altista para o múltiplo justo em todos os nomes, mas o desconto em Aliansce Sonae se destaca como excessivo em termos absolutos e relativos (P/FFO justo para 2024 de 10,8x, vs. 6,1x atualmente; 75% de potencial valorização).
- > Também fizemos análises de sensibilidade das principais variáveis do P/FFO justo: 1) crescimento, 2) beta (por exemplo, risco para estimativas), e 3) conversão de caixa (por exemplo, investimentos para sustentar o crescimento -capex na sigla em inglês- para explicar os descontos justos.
- > Todos os shoppings têm modelos de negócios estáveis, mas usamos o beta para diferenciar o risco de nossas estimativas, com base na qualidade do portfólio. Nossa sensibilidade conclui que os preços das ações atualmente atribuem 20% maior beta (risco) ao Iguatemi vs Multiplan, e 70% maior risco às estimativas para Aliansce Sonae vs Multiplan, o que é significativamente maior que nosso cenário base de 5% e 15%, respectivamente.
- > Assim, estamos ajustando nossas estimativas para incorporar os resultados da Multiplan e Iguatemi do 4T22, e uma taxa SELIC mais alta de 12,25% em 2024 (a partir de 9,25%) para todos os nomes. As recomendações foram inalteradas, mas elevamos o preço-alvo de Multiplan (MULT3) para R\$ 36,00.

Qual é a teoria para definir o múltiplo P/FFO justo de uma ação? Adaptamos o Modelo de Desconto de Dividendos de Gordon para descobrir que o P/FFO justo de uma ação é uma função de: 1) taxas de crescimento, 2) custo do patrimônio (equity), e 3) sua conversão FFO (fluxo de caixa operacional) em caixa (FCFE sobre FFO). Para refletir os diferentes estágios de crescimento das empresas (por exemplo, o cronograma da Multiplan de expansão (brownfield) e o crescimento potencial do FFO da Aliansce Sonae a partir de sinergias com a brMalls), usamos um modelo de crescimento em dois estágios para determinar o P/FFO justo e apresentar análise de sensibilidade a essas variáveis principais.

A Multiplan (MULT3) estabelece a referência de valuation (múltiplo P/FFO justo estimado para 2024 de 13,7x, contra os atuais 10,4x, 35% de potencial valorização). A MULT3 historicamente negocia com um prêmio frente aos pares, como consequência do melhor histórico no setor, portfólio premium e liquidez das ações. Nosso estudo confirma que a MULT3 realmente merece um prêmio aos pares, dada sua maior conversão de caixa esperada (FCFE sobre FFO), beta menor (usando beta como medida de risco para nossas estimativas), e aluguel marginalmente maior e crescimento da ABL. A MULT3 atualmente negocia a 10,4x o múltiplo P/FFO estimado para 2024, enquanto nós estimamos que o P/FFO justo deve ser de 13,7x (32% de potencial valorização).

Bruno Mendonça 

Wellington Lourenço 

ÁGORA tem direito exclusivo de distribuição dos relatórios do Bradesco BBI para pessoas físicas.



Principais indicadores da Multiplan:

Principais Indicadores Multiplan (R\$ milhões)	2023	2024	2025
Receita Líquida	2.120	2.264	2.406
NOI	1.593	1.708	1.821
Margem NOI	75%	75%	76%
FFO Ajustado	1.198	1.318	1.454
Margem AFFO	57%	58%	60%
Ebitda Ajustado	1.531	1.646	1.759
Margem Ebitda Ajustado	72%	73%	73%
ABL Total (mil m ²)	721	736	751
Divida Líquida/ EBITDA	1,1x	1,1x	1,0x
Vacância	3,8%	3,6%	2,5%

Fonte: Bloomberg e Bradesco BBI

NOI= Receita Líquida Operacional; FFO= Fluxo de caixa proveniente das Operações; AFFO: Fluxo de caixa operacional ajustado.

Iguatemi (IGTI11): P/FFO justo estimado para 2024 de 12,2x (vs. atual 8,5x, 43% de potencial valorização) significa um desconto justo de 11% para MULT3 (vs. 18% de desconto atualmente).

O desconto justo da IGTI11 deriva de um crescimento ligeiramente menor (FFO com taxa de crescimento médio ponderado anual – CAGR – entre o período de 2024-2026 de 8%, vs. MULT3 de 10%) e liquidez das ações (traduzindo-se em beta 5% maior que a MULT3, em nossas estimativas). É importante observar que os múltiplos históricos relativos da IGTI11/MULT3 estabelecem uma âncora de 15-20% de desconto que nosso estudo e a avaliação teórica não refletem, sugerindo que o mercado exige um beta mais alto do que nossas estimativas (os preços de mercado implicam um beta da IGTI11 20% maior do que o da MULT3, de acordo com nossa sensibilidade do beta).

Principais indicadores da Iguatemi:

Principais Indicadores Iguatemi (R\$ milhões)	2023	2024	2025
Receita Líquida	1.194	1.311	1.384
NOI	833	906	938
Margem NOI	70%	69%	68%
FFO Ajustado	536	634	707
Margem AFFO	45%	48%	51%
Ebitda Ajustado	802	911	955
Margem Ebitda Ajustado	67%	69%	69%
ABL Total (mil m ²)	489	489	489
Divida Líquida/ EBITDA	1,9x	1,2x	0,9x
Vacância	5,9%	4,7%	4,7%

Fonte: Bloomberg e Bradesco BBI

NOI= Receita Líquida Operacional; FFO= Fluxo de caixa proveniente das Operações; AFFO: Fluxo de caixa operacional ajustado.

Aliansce Sonae (ALSO3): P/FFO justo estimado para 2024 de 10,8x (vs. atual 6,1x, 68% de potencial valorização) significa um desconto justo de 22% para MULT3 (vs. 41% de desconto atualmente).

Nossas principais conclusões neste relatório são baseadas em múltiplos estimados para 2024, mas também mostramos que o múltiplo P/FFO justo estimado para 2023 de 14,9x da ALSO3 deveria, em teoria, merecer um prêmio para a MULT3 de 13,7x (ALSO3 atualmente negocia com um desconto de 21% estimado para 2023). Isto porque esperamos que o FFO estimado para 2023 da ALSO3 também seja impactado pelos custos não recorrentes de integração de M&A. À medida que passamos para as estimativas de 2024 e deixamos para trás esses desembolsos pontuais (levando a um crescimento significativo do FFO em base anual), o prêmio justo estimado para 2023 da ALSO3 se torna um desconto justo de 22% frente ao P/FFO estimado para 2024 da MULT3 (atualmente negociando com um desconto excessivo de 41%). A diferença é explicada principalmente pelo beta mais alto da ALSO3 (estimativas mais arriscadas de sinergias e portfólio para perfil baixa renda, em média) e pela menor conversão de caixa a longo prazo em nossas estimativas. Se, no futuro, entendermos que a administração da Aliansce Sonae será capaz de reduzir o capex (investimentos) /receita de manutenção historicamente mais alto

da brMalls (o principal detrator da conversão de caixa da companhia em nosso estudo), poderíamos ver o desconto teórico justo para MULT3 reduzir significativamente (o desconto justo seria de 11% se assumíssemos que a conversão de caixa da Aliansce Sonae fosse a mesma que a da Multiplan).

Principais indicadores da Aliansce Sonae:

Principais Indicadores Aliansce Sonae (R\$ milhões)	2023	2024	2025
Receita Líquida	2.717	2.916	3.059
Sinergias M&A	(250)	80	200
NOI	2.299	2.435	2.535
Margem NOI	85%	83%	83%
Ebitda Ajustado	1.737	2.240	2.462
Margem Ebitda Ajustado	64%	77%	80%
FFO Ajustado	1.031	1.529	1.764
Margem AFFO	38%	52%	58%
ABL Total (mil m ²)	1.514	1.529	1.544
Dívida Líquida/ EBITDA	2,4x	1,9x	1,6x
Vacância	2,5%	2,5%	2,5%

Fonte: Bloomberg e Bradesco BBI

NOI= Receita Líquida Operacional; FFO= Fluxo de caixa proveniente das Operações; AFFO: Fluxo de caixa operacional ajustado.

Tratamos da qualidade do portfólio através do beta (risco a estimativas) e conversão de caixa (reinvestimento necessário para sustentar o crescimento da receita). Definimos a qualidade de uma carteira como a capacidade do ativo para sustentar o crescimento da receita em qualquer cenário macroeconômico. Em outras palavras, uma carteira de alta qualidade torna as estimativas mais previsíveis e menos arriscadas, por isso quantificamos a qualidade da carteira usando um beta menor como premissa para nosso custo de capital próprio (equity). Além disso, algumas carteiras poderiam exigir maior capex de manutenção (por exemplo, retrofits, investimentos tecnológicos, ou mesmo esforços comerciais na forma de investimentos) a fim de proporcionar um crescimento sustentado do aluguel acima da inflação. Um maior capex reduz a conversão de FFO em dinheiro, levando a um múltiplo P/FFO justo mais baixo. Nosso cenário base considera a Multiplan como o portfólio de alta qualidade (beta de 0,9 e conversão de caixa a longo prazo de 85% do FFO), seguido de perto pela Iguatemi (beta 5% maior e conversão de caixa a longo prazo de 83% do FFO) e com um colchão maior para Aliansce Sonae (beta 15% superior vs. Multiplan e conversão em dinheiro a longo prazo de 74% do FFO), o que significa que consideramos que a Aliansce Sonae pode exigir um maior esforço financeiro para entregar o crescimento de longo prazo do cenário base (que é um crescimento ligeiramente menor do que o da Multiplan e Iguatemi, e também descontado a uma taxa mais alta). Mesmo incluindo estas diferenças em nossos números, o desconto de valuation da Aliansce Sonae parece excessivo. Olhando estritamente para o beta, nossa análise de sensibilidade mostra que o atual desconto ALS03/MULT3 de 41% (P/FFO estimado para 2024) implica que o mercado está atualmente exigindo um beta 70% maior para ALS03 (custo de equity +3,2pp vs. Multiplan), o que consideramos excessivo, principalmente em termos relativos.

Sensibilidade do custo do capital próprio (Ke). Nossa avaliação do cenário base e o potencial positivo utiliza Ke entre 13% (Multiplan) e 14% (Aliansce Sonae). Em um momento de incertezas macroeconômicas, principalmente relacionadas às taxas de juros, mostramos em nossa sensibilidade que um Ke de 15-16% (+2,0pp vs. cenário base) reduz o múltiplo P/FFO estimado para 2024 da MULT3 e limita significativamente o da IGT11. Para ALS03 a diferença permanece a mais atraente, em nosso ponto de vista, sendo o único nome com relevante potencial adicional para os múltiplos neste cenário extremo de altas taxas de desconto por um período de tempo indefinido.



Tabelas de comparação:

Shoppings		Aliansce Sonae	Iguatemi	Multiplan
Ticker		ALSO3	IGTI11	MULT3
Recomendação	Novo	Compra	Compra	Compra
	Anterior	Compra	Compra	Compra
Preço-alvo (R\$)	Novo	30,00	30,00	36,00
	Anterior	30,00	30,00	34,00
Múltiplos				
FFO				
2023E		9,1x	10,1x	11,5x
2024E		6,1x	8,5x	10,4x
Cap rate (EBITDA)				
2023E		12,8%	11,6%	9,9%
2024E		16,5%	14,1%	10,6%
EV/EBITDA				
2023E		7,8x	8,6x	10,1x
2024E		6,1x	7,1x	9,4x
Taxa de Crescimento Médio Ponderada (2022-2024)				
NOI		1,9%	11,7%	10,7%
FFO		23,7%	22,9%	11,0%
Principais Indicadores				
Receita Líquida				
2023E	Novo	2.717	1.194	2.120
	<i>Novo vs Antigo (%)</i>	0%	0%	0%
	<i>BBI vs Consenso (%)</i>	15%	-8%	-4%
2024E	Novo	2.916	1.311	2.264
	<i>Novo vs Antigo (%)</i>	0%	-1%	-1%
	<i>BBI vs Consenso (%)</i>	17%	-7%	-4%
EBITDA (ajustado)				
2023E	Novo	1.737	802	1.531
	<i>Novo vs Antigo (%)</i>	0%	0%	0%
	<i>BBI vs Consenso (%)</i>	5%	-11%	-6%
2024E	Novo	2.240	911	1.646
	<i>Novo vs Antigo (%)</i>	0%	1%	-1%
	<i>BBI vs Consenso (%)</i>	23%	-8%	-5%
AFFO				
2023E	Novo	1.031	536	1.198
	<i>Novo vs Antigo (%)</i>	0%	0%	13%
	<i>BBI vs Consenso (%)</i>	-4%	-5%	8%
2024E	Novo	1.529	634	1.318
	<i>Novo vs Antigo (%)</i>	-1%	-2%	11%
	<i>BBI vs Consenso (%)</i>	17%	-9%	4%

Fonte: Bloomberg e Bradesco BBI

NOI= Receita Líquida Operacional; FFO= Fluxo de caixa proveniente das Operações; AFFO: Fluxo de caixa operacional ajustado.

Companhia	Recomendação	Preço-alvo	Valor de Mercado (R\$ milhões)	P/FFO		FFO Yield		TIR		FFO CAGR 2022 a 2024	EV/m²
				2023	2024	2023	2024	Nominal	Real		
Aliansce Sonae	Compra	R\$ 30,00	9.381	9,1x	6,1x	11,0%	16,3%	16,8%	12,9%	24%	8.214
Iguatemi	Compra	R\$ 30,00	5.403	10,1x	8,5x	9,9%	11,7%	13,9%	10,1%	23%	14.060
Multiplan	Compra	R\$ 36,00	14.094	11,5x	10,4x	8,7%	9,6%	13,5%	9,6%	11%	22.162
Média Shoppings				9,5x	7,9x	10,8%	13,3%	14,7%	10,9%	19,0%	14.812

Fonte: Bloomberg e Bradesco BBI



ÁGORA
INVESTIMENTOS

Região Metropolitana (RJ e SP)

4004 8282

Demais Regiões do Brasil

0800 724 8282

RESEARCH ÁGORA

Dalton Gardimam
Economista-Chefe

José Francisco Cataldo Ferreira
CNPI - Estrategista de Análise -
Pessoas Físicas

Ricardo Faria França
CNPI - Analista de Investimentos

Maurício A. Camargo
CNPI-T - Analista Gráfico

Ernani Teixeira R. Júnior
CNPI-T - Analista Gráfico

Maria Clara W. F. Negrão
CNPI - Analista de Investimentos

Flávia Andrade Meireles
CNPI - Analista de Investimentos

Wellington Antonio Lourenço
CNPI - Analista de Investimentos

Henrique Procopio Colla
CNPI-T - Analista Gráfico

Renato Cesar Chanes
CNPI - Analista de Investimentos

José Ricardo Rosalen Filho
CNPI- P - Analista de Investimentos

Larissa Fidelis Monte
Analista Assistente de Investimentos

DIRETOR GERAL
Luis Claudio de Freitas Coelho Pereira

DIRETOR
Ricardo Barbieri de Andrade

Disclaimer

Este relatório foi preparado pela equipe de análise de investimentos da Ágora Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. (Ágora), sociedade sob controle indireto do Banco Bradesco S.A. O presente relatório se destina ao uso exclusivo do destinatário, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa sem a expressa autorização da Ágora.

A distribuição desse relatório é realizada somente com o objetivo de prover informações e não representa uma oferta ou recomendação de qualquer valor mobiliário. As informações contidas neste relatório são consideradas confiáveis na data de sua publicação, entretanto, não representam por parte da Ágora garantia de exatidão dos dados factuais utilizados. As opiniões, estimativas, projeções e premissas relevantes contidas neste relatório são baseadas no julgamento dos analistas de investimento envolvidos na sua elaboração e são limitadas às companhias e aos ativos objetos de sua análise nos termos da Resolução CVM nº 20, e estão, portanto, sujeitas a modificações sem aviso prévio.

A Ágora esclarece que reproduziu no presente relatório análises realizadas pela Bradesco Corretora de Títulos e Valores Mobiliários, sendo ambas sociedades integrantes do grupo econômico do Banco Bradesco S.A. Os analistas de investimentos declaram que pactuam com as opiniões expressadas nas referidas análises ora reproduzidas.

Declarações dos analistas de investimento envolvidos na elaboração deste relatório nos termos do art. 21 da Resolução CVM nº 20:

Os analistas de investimento declaram que as opiniões contidas neste relatório refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais sobre o comportamento dos valores mobiliários objeto desse relatório, e que foram elaboradas de forma totalmente independente e autônoma, inclusive em relação à Ágora e demais empresas do grupo Bradesco.

A remuneração dos analistas de investimento está, direta ou indiretamente, influenciada pelo resultado proveniente dos negócios e operações financeiras realizadas pela Ágora.

Consulte os riscos da operação e compatibilidade com o seu perfil antes de investir. Rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura.

"Declarações nos termos do Art. 22 da Resolução Nº 20, referentes às empresas cobertas pelos analistas de investimento da Ágora e Bradesco Corretora:

O Bradesco BBI tem participação societária e interesses econômicos relevantes na empresa Cosan Dez Participações S.A, empresa controlada pela Cosan S.A, emissora de relatórios de análise.

Ágora, Bradesco Corretora, Bradesco BBI e demais empresas do grupo Bradesco têm interesses financeiros e comerciais relevantes em relação ao emissor ou aos valores mobiliários objeto de análise.

Nos últimos 12 meses, o Bradesco BBI participou como coordenador nas ofertas públicas de distribuição de títulos e valores mobiliários das companhias e/ou prestou serviços de outra natureza para as seguintes empresas: AES Brasil Energia S.A., Aliance Sonae Shopping Centers S.A., B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão, Banco Pan S.A., BRFS S.A., C&A Modas S.A., CCR S.A., Centrais Elétricas Brasileiras S.A., Companhia Brasileira de Alumínio, CTEEP - Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista, Diagnosticos da América S.A., Dimed S.A., Distribuidora de Medicamentos, Ecorodovias Infraestrutura e Logística S.A., Energisa S.A., Eneva S.A., Guararapes Confeções S.A., Hypera S.A., Iguatemi S.A., Jochpe Maxiôm S.A., JHSF Participacoes S.A., Light Serviços de Eletricidade S.A., Kora Saúde Participações S.A., Localiza Rent A Car S.A., Livetech da Bahia Indústria e Comércio S.A., MPM Corporeos S.A., Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras, Positivo Tecnologia S.A., Qualicorp Consultoria e Corretora de Seguros S.A., Raizen Energia S.A., Randon SA Implementos e Participações, Rede D'or São Luiz S.A., Sendas Distribuidora S.A., Telefônica Brasil S.A., Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A., Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A., Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A. e Yduqs Participacoes S.A.

Nos últimos 12 meses, a Ágora e/ou a Bradesco Corretora participaram, como instituições intermediárias, das ofertas públicas de títulos e valores mobiliários das companhias: AES Brasil Energia S.A., Allied Tecnologia S.A., Aliance Sonae Shopping Centers S.A., B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão, Banco Pan S.A., C&A Modas S.A., CCR S.A., Centrais Elétricas Brasileiras S.A., Companhia Brasileira de Alumínio, CSHG Logística - FIL, CSHG Recebíveis Imobiliários - FIL, CTEEP - Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista, CVC Brasil Operadora e Agência de Viagens S.A., Diagnosticos da América S.A., Dimed S.A., Distribuidora de Medicamentos, Ecorodovias Infraestrutura e Logística S.A., Energisa S.A., Eneva S.A., Guararapes Confeções S.A., Hypera S.A., Iguatemi S.A., Jochpe Maxiôm S.A., JHSF Participacoes S.A., Light Serviços de Eletricidade S.A., Kora Saúde Participações S.A., Livetech da Bahia Indústria e Comércio S.A., Localiza Rent A Car S.A., MPM Corporeos S.A., Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras, Positivo Tecnologia S.A., Qualicorp Consultoria e Corretora de Seguros S.A., Raizen Energia S.A., Randon SA Implementos e Participações, Rede D'or São Luiz S.A., Sendas Distribuidora S.A., Telefônica Brasil S.A., Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A., Três Tentos Agroindustrial S.A., Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A., Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A. e Yduqs Participacoes S.A.

A Bradesco Corretora recebe remuneração por serviços prestados como formador de mercado de ações da AMBIPAR Participações e Empreendimentos S.A. e Fomento Economico Mexicano FEMSA (FMXB34)."