

SHOPPINGS: HORA DO *RETROFIT*

Pelos últimos vários anos, possivelmente desde a criação da Athena, podemos dizer que vivemos no país um mercado de desconto no segmento de renda variável. De forma geral, os múltiplos das empresas eram, sob as mais diversas óticas de *valuation*, precificados abaixo do justo, mesmo considerando os resultados do período de recessão da economia. Sim, a expressão "múltiplo justo" abre espaço para uma ampla discussão acerca de interpretações práticas e acadêmicas. Nesse caso, no entanto, seja olhando o múltiplo justo matemático, isto é, aquele no qual consideramos *ROIC/ROE*, crescimento e taxa de desconto, seja olhando o múltiplo histórico das empresas em diversos momentos do ciclo econômico, é possível constatar que o desconto estava lá, existia e era elevado.

Houve diversas razões para que esse desconto existisse: as constantes reviravoltas/incertezas políticas, a chance de derrocada institucional do país e os juros elevados, que se traduziram em péssimo carregamento para *equity*, estão entre os mais relevantes. Não temos aqui o objetivo de julgar, portanto, a justiça de tal janela, apenas constatar que ela existiu.

Esse cenário mudou e não podemos mais falar em um mercado de desconto de forma ampla. Claro, sempre existem exceções: empresas de *commodities*, em que se discute múltiplos baixos *versus* estágio do ciclo, as empresas expostas a eventos que podem mudar completamente o múltiplo atual, as empresas de 2ª linha de liquidez, que ainda não fecharam o *gap* de *valuation* como as *large caps*, e há também os ativos mais complexos, que o mercado mal olha. O próprio **setor de Shoppings, que abordaremos com profundidade nesta carta, é um exemplo onde encontramos empresas ainda precificadas abaixo do valor considerado justo, embora apresentem, atualmente, um bom crescimento de resultados. No entanto, de forma geral, podemos dizer que estamos agora em um mercado de carregamento, não mais em um mercado de desconto.**

Uma tese que vem sendo muito repetida é a de que, com a nova realidade de custo de oportunidade no Brasil, teremos um novo patamar de *valuation* das empresas, algo que já vem, inclusive, ocorrendo em alguns casos. Ainda que seja uma tese válida e um tema interessante para uma futura carta, esse é um tipo de aposta que preferimos levar como opcionalidade e não como necessidade. Por não dependermos dessa tese, a maior parte do retorno que projetamos nos ativos atualmente deriva do crescimento de resultados das empresas e não mais da normalização/reprecificação de múltiplos. Isso não é um problema, mas apenas uma mudança relevante de dinâmica que deve ser levada em consideração no processo de investimento. A relevância dos resultados futuros aumentou, o que faz com que a necessidade de conforto com o lado microeconômico ganhe ainda mais importância no processo.

Antes de entrar no tema principal desta carta, abrimos aqui um breve espaço para destacar nossa surpresa com a evolução do setor de Locação de Veículos, algo que vem nos fazendo revisar números para cima, trazendo cada vez mais conforto em relação ao crescimento dos principais *players* do setor. A Unidas/Locamérica é nosso principal investimento no segmento. As demais empresas investidas, pertencentes a diversos outros setores da economia, têm apresentado dinâmica e números dentro do esperado.

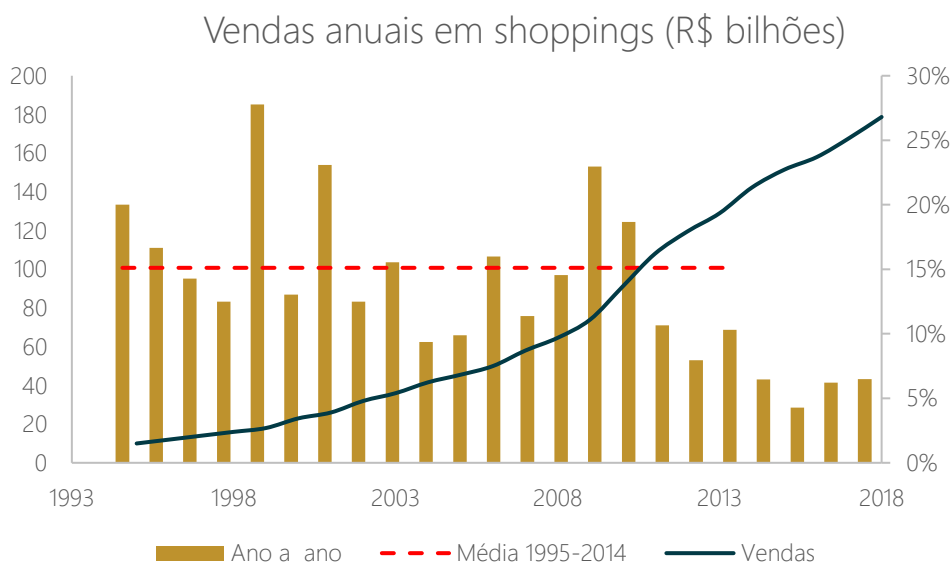
SETOR DE SHOPPINGS NO BRASIL

Investir em negócios resilientes, com taxa interna de retorno acima de custo de capital, considerando apenas o seu *status quo*, e com opcionalidades de geração de valor, é quase um clichê no mundo de *value investing*. Estas oportunidades geralmente ocorrem por receios da perspectiva político-econômica brasileira, por resultados de curto prazo aquém do esperado e/ou por um *de-rating* setorial global. No caso do setor de Shoppings no Brasil, a soma desses fatores gerou a oportunidade de aumentarmos nossa exposição ao segmento ao longo do primeiro semestre de 2019. Nesta carta explicaremos porque acreditamos que tais receios são exagerados e as mudanças de dinâmica das empresas e do setor desde a última recessão. Por fim, mostraremos como o atual *valuation* dos ativos deixa implícito um tímido crescimento, abrindo espaço para uma assimetria bastante interessante.

Desempenho durante a crise

Hoje no Brasil existem 563 shoppings acima de 5 mil m² de ABL¹, cujo faturamento anual de vendas totaliza R\$178,7 bilhões. Nos últimos 5 anos o crescimento de vendas nos shoppings foi de 6% ao ano, versus um histórico acima de 10% ao ano desde a década de 90. Apesar de apresentarem uma resiliência maior em relação a outros setores, podemos afirmar que shoppings não foram imunes à crise.

Gráfico 1: Vendas anuais em shoppings (R\$ bilhões)



Fonte: ABRASCE. Elaborado por Athena Capital

Apesar da desaceleração nas vendas, observamos uma elevada adição de ABL concentrada nos anos de 2011-2016 e, em alguns casos, em regiões cujo adensamento não favorecia a entrada de um novo shopping. O resultado foi um desbalanceamento da oferta e demanda do setor, reduzindo a taxa de ocupação entre 2 e 3 pontos percentuais, segundo dados da ABRASCE. Com intuito de conter o aumento da vacância, alguns shoppings começaram, inclusive, a oferecer luvas invertidas² para atrair lojistas novos ou descontos para manter sua base de lojistas durante a crise. Esse efeito foi concentrado principalmente em shoppings de regiões secundárias e recém-inaugurados.

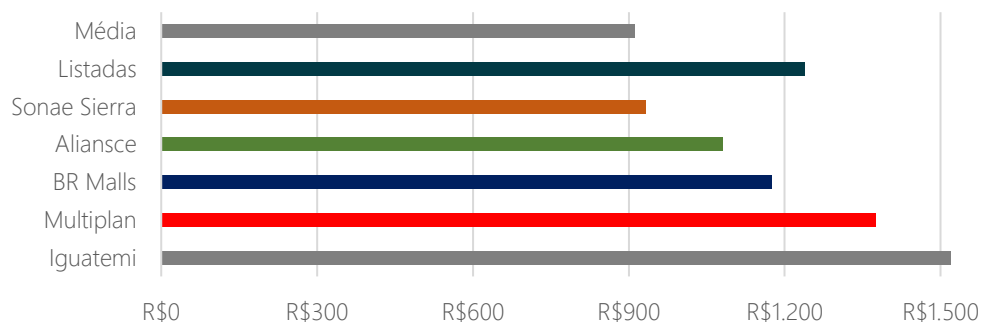
¹ ABL: Área Bruta Locável

² Luvas invertidas: aporte de recursos dado pelo empreendedor ao lojista a título de incentivo para sua entrada

Gráfico 2: Adição de ABL (m²x 1.000)


Fonte: ABRASCE. Elaborado por Athena Capital

Outro ponto relevante é a dinâmica do aluguel, cujo custo para o lojista sempre tem que ser avaliado junto com as vendas, por conta da alavancagem operacional natural do varejo. Shoppings com diferenciais como maior fluxo e localização privilegiada geram maior volume de vendas, permitindo operações mais rentáveis e, conseqüentemente, aluguéis por m² mais elevados. Essa discrepância se torna ainda mais acentuada em um ambiente de queda de vendas, pois as operações menos rentáveis serão as primeiras a se tornarem deficitárias, eventualmente resultando em aumento de vacância no shopping ou, ao menos, na necessidade de concessão de descontos. Apesar de não ser possível calcular a rentabilidade das lojas dentro dos shoppings, é possível analisar que a venda/m² das empresas listadas é 35% superior à média do setor. Essa diferenciação torna os shoppings das empresas listadas mais rentáveis e permitiu que demonstrassem maior resiliência que a média do setor durante a crise. Conforme iremos detalhar adiante, acreditamos que esse *gap* das operações mais dominantes tende a se ampliar e ter um papel ainda mais relevante no futuro.

Gráfico 3: Venda mensal média dos lojistas/m² (R\$) em 2016


Fonte: ABRASCE, Multiplan, Iguatemi, BrMalls, Aliansce e Sonae Sierra. Elaborado por Athena Capital

A existência de uma oferta e demanda menos balanceada durante a crise, que motivou *leasing spread*³ negativo em shoppings mais frágeis, fez com que o mercado ficasse mais reticente com o quanto este setor de fato é resiliente, possivelmente exigindo maior retorno para o investimento.

Acreditamos que esse receio irá diminuir, tanto por atualmente sermos construtivos com o cenário de oferta para os próximos anos (baixa disponibilidade de *real estate* ao redor dos principais shoppings das empresas listadas), como por acharmos que os shoppings são ativos de melhor qualidade, algo que será explicado de forma mais detalhada adiante.

³ *Leasing spread*: Comparação entre o aluguel médio do novo contrato em relação ao anterior para o mesmo espaço.

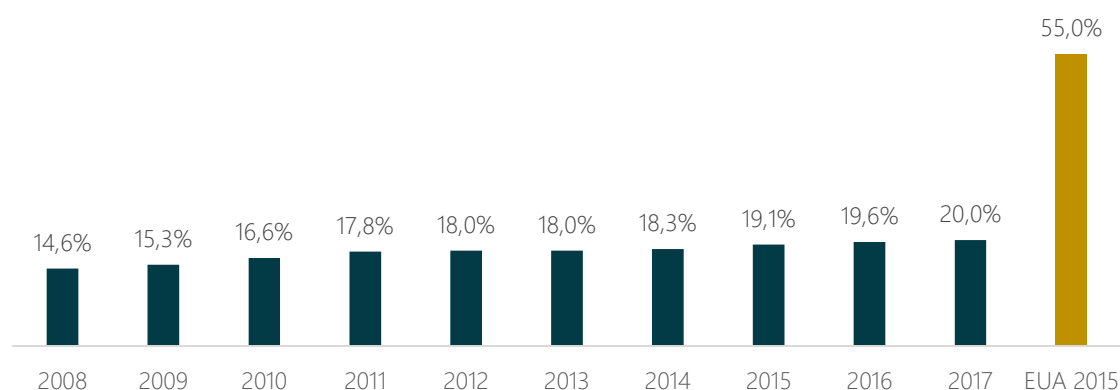
E-commerce e diferenças EUA-Brasil

Um tema sempre muito discutido no setor de Varejo é o *e-commerce*, algo que pode ser encarado como uma ameaça para as lojas físicas ou uma oportunidade graças à possibilidade de omnicanalidade⁴. Nos EUA é possível observar um relevante índice de fechamento de lojas físicas conforme a penetração do *e-commerce* cresce, o que vem gerando expectativa de fechamento de shoppings naquela região. Por isso, antes de comentar mais sobre as oportunidades que enxergamos nos shoppings brasileiros, achamos válido detalhar algumas diferenças em relação aos Estados Unidos que acreditamos mitigarem esses receios.

No Brasil, os shoppings pioneiros foram inaugurados na década de 60, como por exemplo o Iguatemi SP em 1966. O setor cresceu lentamente nestes anos iniciais, sendo que na década de 70 foram inaugurados apenas 8 novos shoppings no país, enquanto nos EUA ocorria um *boom* de inaugurações. Em 1990, como referência, o ABL nos EUA já ultrapassava 400 milhões de m², enquanto localmente este número era inferior a 2 milhões de m². Devido à alta necessidade de capital para construção de um novo shopping, ao ambiente de juros domésticos elevados e ao baixo poder de consumo da população na época, houve bastante dificuldade para uma expansão mais expressiva. Apesar das mudanças no país, em 2016 **a quantidade de ABL por habitante nos EUA ainda era 30 vezes superior a do Brasil**⁵.

Nos Estados Unidos muitos shoppings foram construídos para atender cidades menores em regiões de casas e baixo adensamento. Em nosso país, até hoje, os principais shoppings estão localizados dentro das cidades densas e verticais. **A expansão foi tão grande nos EUA, que hoje as vendas de shoppings representam cerca de 55% das vendas do varejo, segundo ICSC⁶, sendo que este número no Brasil, que vem experimentando aumento de penetração, é de 20%, segundo ABRASCE.** É natural que, quanto maior o percentual, mais desafiadora seja a sua resiliência à dinâmica do varejo.

Gráfico 4: Evolução das vendas nos shoppings brasileiros em percentual do varejo e comparação com EUA



Fonte: ABRASCE e ICSC. Elaborado por Athena Capital

O sucesso no passado das grandes lojas de departamento nos EUA também ajudou na expansão dos shoppings, que, em alguns casos, eram donos do *real estate* da loja. Com isso, a dependência dessas lojas de departamento passou a aumentar ao longo do tempo, chegando a representar cerca de metade da ABL dos shoppings. As opções para os shoppings americanos tem sido investir em entretenimento, serviços e restaurantes de luxo, ou *food hall*⁷, uma realidade já presente nos shoppings brasileiros. Nesse contexto, o *breakdown*⁸ da ABL dos shoppings locais mostra menor representatividade de lojas de departamento e moda. **Pesquisas da ABRASCE de 2016 apontam que 72% dos brasileiros frequentam um shopping por lazer/entretenimento, enquanto nos EUA mais da metade tem interesse em consumo.**

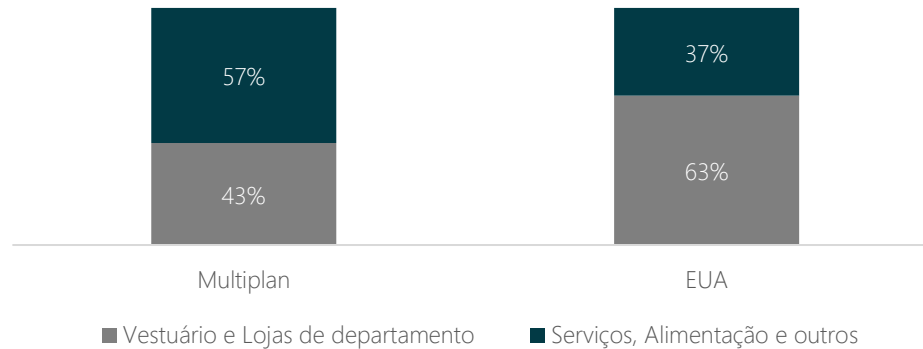
⁴ Omnicanalidade: comunicação e vendas entre diversos canais.

⁵ Market Positioning Retail Brasil, desenvolvido pelo Departamento de Pesquisa da Cushman & Wakefield, em parceria com a ABRASCE.

⁶ ICSC: Conselho Internacional de Shopping Centers

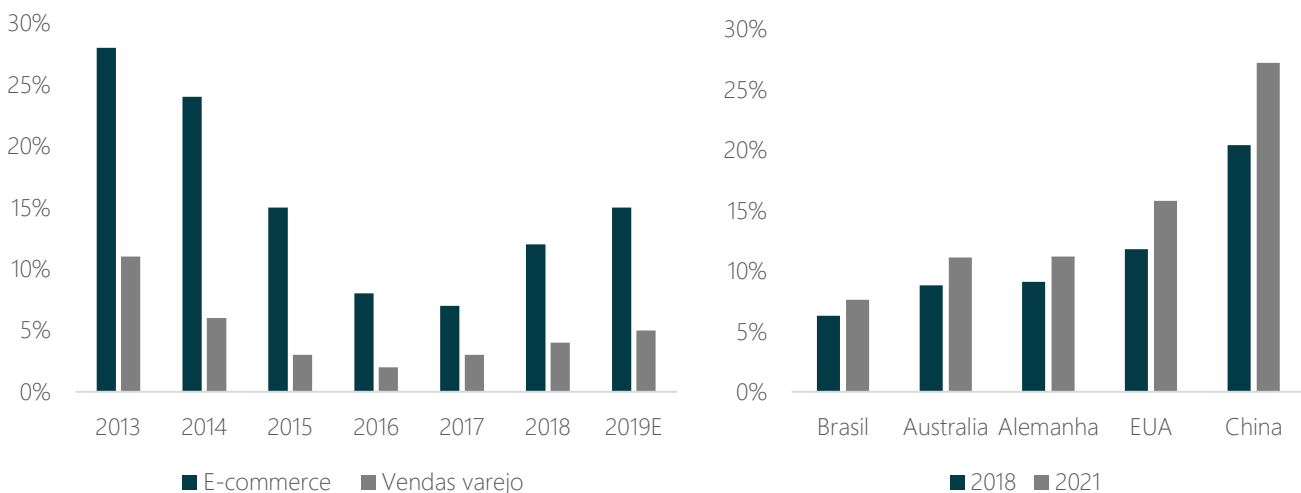
⁷ *Food Hall*: operações diversas de alimentos, numa proposta mais orientada para boutiques de alimentação

⁸ *Breakdown*: divisão

Gráfico 5: Diferença no *mix* entre média EUA e Multiplan


Fonte: Multiplan e ICSC. Elaborado por Athena Capital

Por ser baixa a representatividade do *e-commerce* no Brasil - apenas 1 dígito médio percentualmente das vendas do varejo - graças aos desafios logísticos e, possivelmente, questões culturais do país e, considerando uma expectativa de crescimento do *e-commerce* de cerca de 15% em 2019 segundo *Ebit*, essa modalidade de comércio não deve apresentar evolução muito diferente do que temos observado nos últimos anos, seguindo em ritmo mais lento do que vem ocorrendo nos EUA, de forma a não causar tanto impacto na dinâmica operacional do setor.

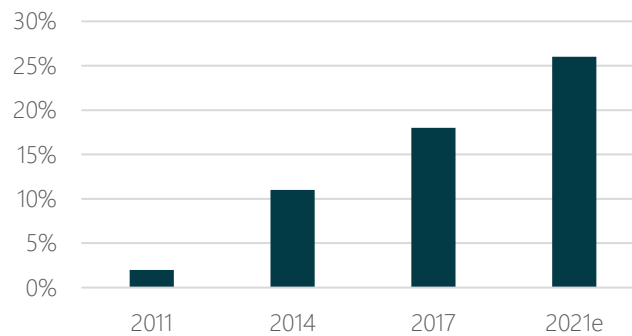
Gráfico 6 e 7: Crescimento de vendas (esquerda) e evolução da penetração do *e-commerce* no varejo (direita)


Fonte: Ebit e IBGE. Elaborado por Athena Capital

Ainda com todas essas diferenças, o *de-rating* setorial nos EUA, na nossa opinião, tem afetado outros mercados pelo fato de muitos investidores estrangeiros terem uma visão mais superficial, o que para nós é sinônimo de oportunidade. **Conversando com as áreas de relações com investidores tivemos o *feedback* que investidores estrangeiros reduziram sua exposição ao setor de Shoppings no Brasil nos últimos dois anos de aproximadamente 2/3 para, até recentemente, 1/3 do *free-float*⁹ das empresas.** Ainda que sejam números de referência, tal dado demonstra como o investidor estrangeiro vem sendo afetado pela dinâmica setorial americana. É importante destacar que, mesmo nos EUA, as empresas que possuem mais shoppings dominantes têm tido uma performance melhor, algo que também ocorre no Brasil. Para exemplificar o porquê, vamos detalhar o que uma boa gestão fez nos últimos anos nos shoppings brasileiros e o que enxergamos de oportunidades.

⁹ *Free-float*: porcentagem de ações que estão em circulação no mercado

Gráfico 8: Diferença de crescimento de receita/m² entre shoppings dominantes e outros shoppings nos EUA



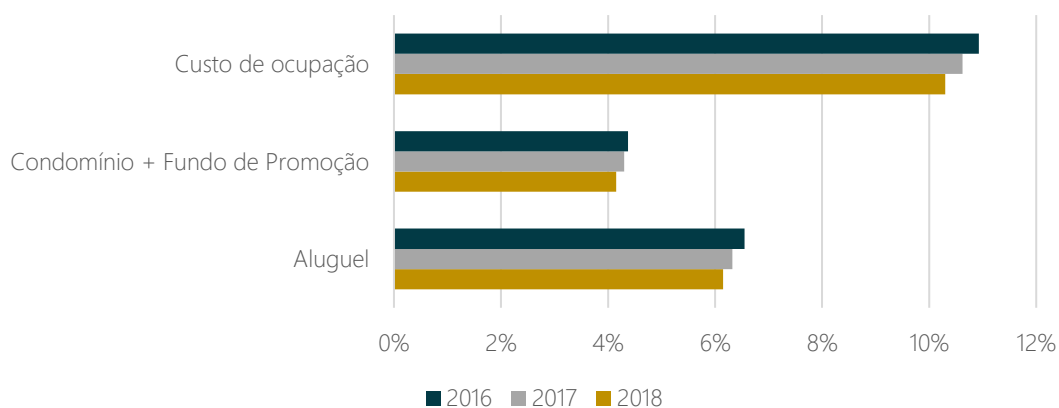
Fonte: Taubman. Elaborado por Athena Capital

Mudança dos Shoppings no Brasil desde a crise

Maximizar o valor do aluguel olhando cada loja nem sempre é o ideal. Dependendo da força do lojista, existe uma influência no fluxo do shopping e, por consequência, na venda de outros lojistas. O efeito pode ser negativo, como por exemplo um aumento desenfreado de restaurantes, tornando o ambiente competitivo mais desafiador dentro do shopping e piorando as vendas de cada lojista. Nota-se que, no passado, empresas com viés mais financeiro não foram bem-sucedidas na gestão de shoppings, justamente pela dificuldade de uma gestão eficiente de *mix*, exagerando na quantidade de lojas *mom & pop*¹⁰, visando a maximizar o aluguel de forma individual e prejudicando o agregado. Mesmo já possuindo um *mix* mais saudável do que os EUA, nos últimos anos os shoppings brasileiros seguiram a tendência de diversificação, adicionando mais restaurantes de luxo, academias, centros médicos e serviços. A BR Malls, por exemplo, aumentou o peso de serviços e entretenimento na sua ABL em 3 pontos percentuais e reduziu em 2,5 pontos percentuais o peso de vestuário e lojas de departamento nos últimos 4 anos.

Da mesma forma que é necessário se preocupar com a venda dos lojistas como um todo, é necessário também manter o seu custo de ocupação¹¹ alinhado ao seu patamar de vendas. Com as vendas mais desafiadoras, vimos uma busca constante nos últimos anos para redução no custo do condomínio, o que ajudou na resiliência do aluguel mesmo em um cenário de vendas piores. Podemos citar como algumas das medidas observadas a criação de centros de serviços compartilhados, migração da energia para contratos livres e revisões de contratos com fornecedor, algo que normalmente é mais fácil quando se tem escala.

Gráfico 9: Composição e evolução dos componentes do custo de ocupação da Aliansce



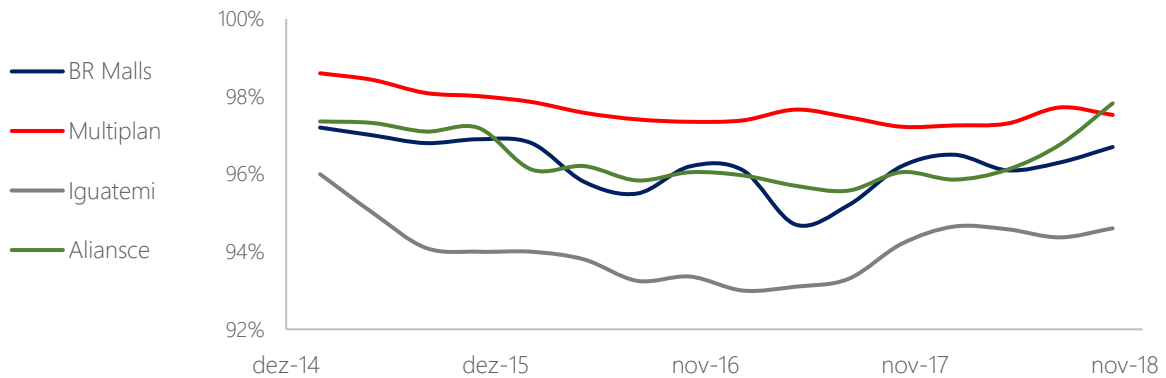
Fonte: Aliansce. Elaborado por Athena Capital

¹⁰ Lojas *mom & pop*: negócio familiar de pequeno porte, sem escala ou poder de negociação, normalmente

¹¹ Custo de ocupação: soma do aluguel, condomínio e fundo de promoção, dividido pelas vendas de cada lojista.

Mesmo com diversos casos de recuperação judicial, fechamento de livrarias e das lojas da FNAC no Brasil, nos últimos trimestres as taxas de ocupação dos shoppings das empresas listadas melhoraram. Pela baixa adição de ABL que observamos nos últimos trimestres, a competição para locar novos lojistas tem diminuído, algo que esperamos que continue nos próximos anos. **A expectativa de adição de ABL é de apenas 1,5-2% ao ano (últimos 10 anos cresceu em média 5,9%), o que deveria se traduzir em um cenário mais favorável para a dinâmica de receita de aluguel com o poder de barganha do shopping aumentando.** Recentemente, tivemos *feedback* de alguns casos de lojistas pagando luvas no Morumbi Shopping e no Shopping Bangu, algo que não ocorria há anos.

Gráfico 10: Taxa de ocupação



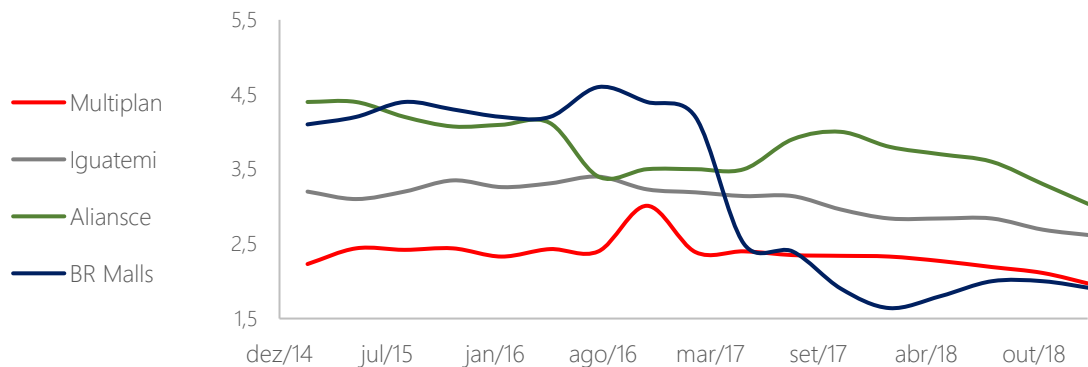
Fonte: Multiplan, Iguatemi, BrMalls, Aliansce. Elaborado por Athena Capital.

Alavancagem financeira

Um ponto adicional que demonstra evolução satisfatória dos shoppings e reforça o conforto no investimento nesses ativos foi a desalavancagem financeira, a qual somada a um ótimo trabalho de *liability management*¹² para redução do custo da dívida, deixou os balanços substancialmente mais saudáveis. Além de reduzir a influência do resultado financeiro no fluxo de caixa final, a atual situação de balanço torna mais viável a busca por boas alocações de capital, como expansões ou oportunidades de *M&A*.

Como a perspectiva atual de mercado é de juros baixos por muito tempo, é bem possível que os investidores não deem muita atenção a tal fato. Para nós, investidores de médio/longo prazo em um país com as características do Brasil, o quadro financeiro corrente das empresas é, sempre, determinante para o investimento.

Gráfico 11: Dívida Líquida/EBITDA



Fonte: Multiplan, Iguatemi, BrMalls, Aliansce. Elaborado por Athena Capital.

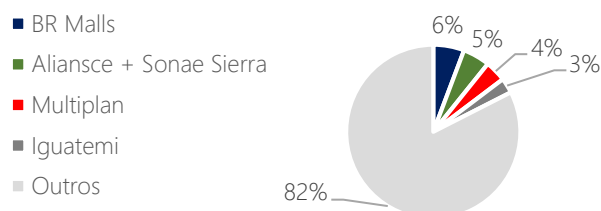
¹² *Liability management*: gestão do passivo

Oportunidades não precificadas e ótica de valor dos ativos

Além de acreditarmos que os Shoppings brasileiros atualmente são ativos bem melhores do que na crise, pelas razões mostradas ao longo desta carta, vislumbramos também algumas opções de geração adicional de valor, hoje pouco consideradas nos preços de mercado, até por conta do comportamento do setor no último ciclo econômico.

- I. Uma importante fonte de valor que enxergamos reside na possibilidade de consolidação do setor. As quatro maiores empresas possuem apenas 18% de *market share* de ABL. Muitas vezes é possível gerar valor mesmo em uma aquisição a preço justo, por sinergias oriundas de uma melhor atividade de comercialização ou através de uma gestão mais eficiente do condomínio. Neste último semestre a fusão da Aliansce e Sonae adicionou mais 10% de *FFO*/ação apenas por sinergias de custos, com potencial de gerar outros 10% em um prazo mais longo por sinergias de receita, em nossas estimativas. Alguns exemplos de aquisições minoritárias que ocorreram no semestre: Multiplan no BH Shopping, Aliansce no Santana Shopping e Sonae Sierra no Plaza Sul.

Gráfico 12: Market share de ABL Brasil



Fonte: ABRASCE. Elaborado por Athena Capital.

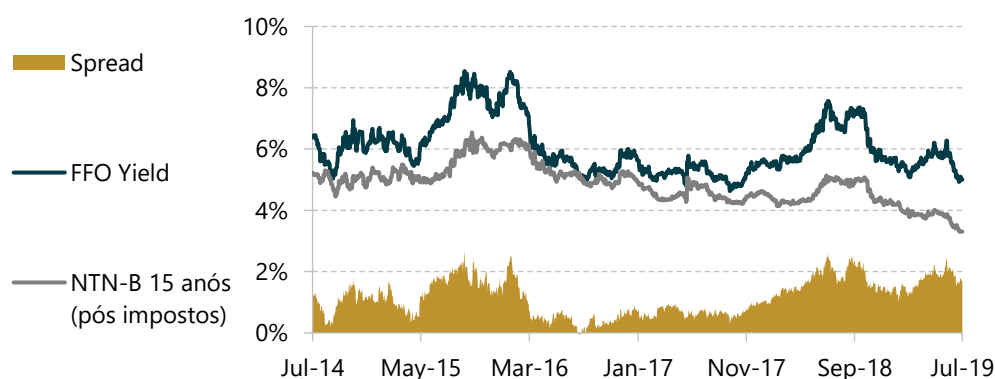
- II. Os shoppings listados têm expansões mapeadas que representariam uma adição de cerca de 15-30% de ABL, isso sem considerar mudanças de regras de estacionamento. Uma expansão de metro quadrado em um shopping gera uma oportunidade para atrair mais lojistas satélites caso exista demanda, o que torna o retorno, na média, mais atrativo do que um novo shopping. Além disso, há a possibilidade de redução no custo de condomínio por lojista, pela escala. Simulando que estas expansões saiam do papel nos próximos 10 anos com uma TIR nominal alavancada de 20% (número similar ao de investimentos históricos quando ocorre uma expansão com aproximadamente 2/3 do ABL sendo satélite), **vemos um valor adicionado de 5-10%**.
- III. Existe um receio em relação à receita de estacionamento dado ao aumento da mobilidade urbana, também por conta do Uber e 99taxi. Apesar de concordarmos com este receio, acreditamos que existe a possibilidade de mudança na regulação de cada prefeitura que hoje obriga um número mínimo de vagas para determinado ABL. Ou seja, **é possível que shoppings em grandes centros tenham mais oportunidade de expansão de m²**, caso ocorra alteração na regulação e/ou menor necessidade de vagas, o que criaria um aumento nas receitas, dado que o aluguel para lojas é mais rentável do que o uso do espaço como estacionamento.
- IV. Existe a possibilidade de incorporação residencial ou comercial nos terrenos ao redor dos shoppings, não só gerando valor no *real estate*, mas também mais fluxo nos mesmos. **Estimando apenas o potencial deste real estate, chegamos a 8-15% de valor adicionado**, dependendo da empresa.
- V. Poluir visualmente o shopping com muita propaganda e/ou adicionar muitos quiosques prejudicando o fluxo seria algo positivo para receita, mas que traria uma experiência ruim para o consumidor. Hoje em dia as mídias digitais proporcionam uma experiência visual mais agradável e que pode ser moldada em função do horário. Outra tendência que gera valor pela experiência do consumidor e pelo fluxo são eventos com locações temporárias, seja para desfiles, artesanato, feiras de vinho/gastronômicas ou alguma exposição de marca.

*Geofencing*¹³ é algo também a ser explorado, com o shopping cada vez mais tendo interação com o seu cliente final após entender melhor as suas necessidades, tanto que diversos shoppings estão relançando os seus programas de fidelidades. Hoje em dia existem diversos métodos para medir constantemente o fluxo dos clientes em diversas localidades dos shoppings. Isto traz oportunidades para reavaliar o *racetrack*¹⁴ e/ou precificar melhor dado os fluxos distintos em um mesmo shopping.

- VI. Os aplicativos de *delivery*, que hoje em dia são mais representativos na parte de alimentação, tendem a trazer venda marginal. Existe uma ociosidade grande, principalmente nos restaurantes de praça de alimentação, no período da noite durante a semana. Apesar de em muitos casos estes aplicativos cobrarem taxas relevantes, enxergamos que a alavancagem operacional tende a trazer um lucro adicional para a operação.
- VII. Ainda é cedo para avaliar as iniciativas das empresas no *e-commerce/omnichannel*, mas estudando o case da Farfetch¹⁵, nota-se que o mercado de luxo ainda é pouco explorado no Brasil. Ainda não encontramos uma empresa que hoje seja capaz de melhor se relacionar com marcas de luxo do que os shoppings. A Iguatemi 365 parece ser a mais bem posicionada para ser um competidor da Farfetch (**estimamos que, caso bem-sucedido na execução, possa gerar 35% de valor**). Existem diversos estudos mostrando que o *BOPIS*¹⁶ (*buy online pick up in store*) geram a opcionalidade de maior aumento de vendas deste cliente ao entrar na loja, além de trazer um maior benefício de gestão de estoque para a rede.

Mesmo com tais oportunidades, nossas contas indicavam que, durante o semestre, as empresas estavam precificando apenas o seu portfólio atual crescendo inflação ou marginalmente acima (dependendo do shopping). Para exemplificar isso, o melhor gráfico é o lucro caixa, que em shoppings é mais conhecido como *FFO*¹⁷, versus o *yield* da NTN-B. Em outras palavras, podemos dizer que mesmo que não ocorra um *re-rating* de múltiplo ou boas alocações de capital, o retorno será superior a NTN-B caso a dinâmica operacional seja pelo menos igual a inflação.

Gráfico 13: FFO Yield das empresas listadas, juros reais NTN-B 15 anos após impostos, e spread entre eles



Fonte: Bloomberg. Elaborado por Athena Capital.

Por muitos anos não investimos, ou tivemos participação tímida, no setor por não enxergar muito valor versus o custo de oportunidade. Recentemente vimos esta diferença de retorno aumentar apesar de um cenário mais favorável para o resultado futuro (mesmo levando os riscos, alguns justos e que merecem ser monitorados de perto, em consideração), o que fez com que o setor de Shopping passasse a ser um dos principais investimentos da nossa carteira. Nossos investimentos no setor hoje são divididos em Aliansce, Jereissati Participações (*holding* da Iguatemi) e Multiplan.

¹³ *Geofencing*: é a localização, em um mapa digital, da posição para provocar uma ação baseada nesta posição

¹⁴ *Racetrack*: jargão para o fluxo dos clientes no shoppings

¹⁵ *Farfetch*: Empresa de e-commerce de moda de luxo, fundada em 2008. Possui presença em mais de 170 países, 1,7 milhões de consumidores ativos e com perspectiva de venda na sua plataforma de US\$ 1,9 bilhões em 2019. Listada na NYSE em 2018 e tem valor de mercado de US\$ 6,1 bilhões.

¹⁶ *BOPIS*: conceito que integra lojas físicas, virtuais e compradores por possibilitar que a compra virtual tenha retirada na loja física

¹⁷ *FFO*: soma do lucro líquido com a depreciação/amortização