

# DE VOLTA AS COMPRAS

Setembro, 2020

## Caro investidor,

Esta é a nossa carta de gestão do Dynamic. Viemos compartilhar parte de nossas discussões e ponderações, refletindo nossa visão, conscientes de que o futuro é incerto e nossas opiniões e investimentos estão em constante evolução. Não é simples resumir nossos pensamentos em algumas páginas, mas estamos sempre ávidos por discussões mais detalhadas com nossos cotistas. Nessa carta vamos comentar um pouco sobre um novo investimento que fizemos no setor de Shopping Centers. Boa leitura.

## Breve comentário sobre o Setor

Hoje o Brasil possui 577 shoppings, totalizando uma área bruta locável (ABL) de 16 milhões de m<sup>2</sup>, com um faturamento em 2019 de R\$ 192,8 bilhões.

A lei do inquilinato (Lei 8245/91) é a principal lei que regula o setor. Em seu texto, o inquilino tem o direito de renovar o contrato igual ou maior a 5 anos (ou vários contratos ininterruptos com soma dos prazos igual ou maior a 5 anos). Para o legislador, 5 anos é o tempo que o comerciante tem para formar sua clientela. Assim sendo, a lei protege esse “bem” do lojista que é o de poder permanecer naquele ponto para sempre, desde que se atente aos requisitos previstos na legislação. Para firmar um contrato de locação com prazo de 5 anos ou mais o lojista paga luvas. Esta é uma prática do setor que não está nem defendida e nem proibida em lei, não se tem regulação quanto ao mérito. Como vantagens para as empresas de Shoppings há a contrapartida financeira pelo direito de o varejista ficar para sempre no espaço locado e a

inibição da vacância repentina e da inadimplência (no caso de shoppings fortes). Pelo lado negativo, a lei dificulta potenciais necessários ajustes no mix do shopping.

O aumento da renda e ascensão das classes foram fundamentais no desempenho da indústria de shoppings centers no Brasil nas últimas décadas. Os shoppings eram caracterizados como centros de compra voltados principalmente às classes A e B, com localização em grandes centros. Com a estabilidade econômica ocorrida desde o plano real e o acesso das classes mais baixas ao crédito, os shoppings cada vez mais foram lançados em mercados antes não atendidos.

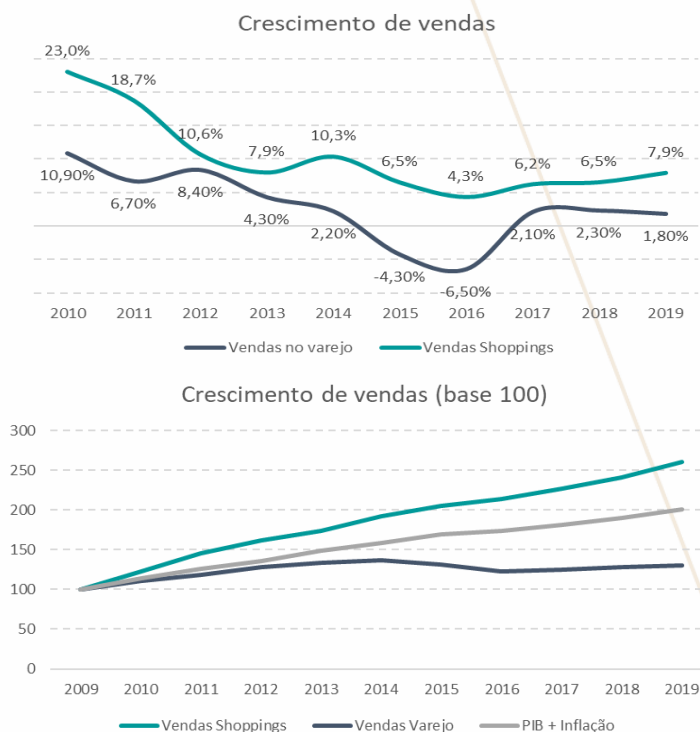
A principal fonte de receita dos shopping centers provém dos aluguéis pagos pelos lojistas. Esses contratos de locação possuem, normalmente, 5 anos, e o valor a ser pago pela locação varia, sendo o maior entre (i) um valor de locação mínimo mensal (aluguel mínimo) estabelecido contratualmente, corrigido pela inflação, e (ii) um percentual sobre as vendas mensais do lojista. Este modelo concede aos shoppings uma espécie de opção, já que permite que se aproveitem de momentos favoráveis quando o aluguel percentual sobre as vendas das lojas supera o valor mínimo de locação. Desse modo, em períodos de crise, ainda que seja um setor que sofra muito influência do consumo, as empresas de shopping não têm suas receitas consideravelmente afetadas pela queda nas vendas das lojas. Na prática, se as receitas dos lojistas caírem, o faturamento do shopping poderá diminuir por conta do aumento da vacância e inadimplência, além dos

custos de condomínio relativo às lojas vagas que ficam a encargo do shopping.

O setor no Brasil é extremamente sub penetrado. Em relação às vendas totais do varejo, a venda dos shoppings representa somente 21% no Brasil, enquanto países como Canadá, EUA, África do Sul e Austrália representam, em média, 54%. Além disso, a cada 1000 habitantes no Brasil, só possuímos 72 m<sup>2</sup> locáveis, enquanto na África do Sul esse número é de 423 m<sup>2</sup> e nos EUA 2.186 m<sup>2</sup>.

Pelo gráfico 1 notamos a resiliência do setor. Enquanto as vendas no varejo chegaram a cair -6,5% no pior ano da crise recente (2016), as vendas dos shoppings, mesmo desacelerando o crescimento dos anos anteriores, tiveram crescimentos positivos. Além disso, notamos que na mesma base de comparação, o crescimento do setor mais do que superou o crescimento do PIB e inflação no período.

**Gráfico 1 – Crescimento de vendas ano contra ano e na base 100**



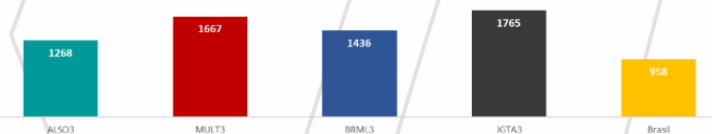
Fonte: Abrasce e Vêneto

O setor de shoppings nos Estados Unidos vem sofrendo com fechamento de lojas e shoppings nos últimos anos e é esperado que isso continue nos próximos. Todavia, temos algumas diferenças muito

claras entre shoppings brasileiros e americanos. Além do excesso de shoppings no país (115.689 contra 575 no Brasil), os shoppings americanos são grandes centros focados em compras enquanto os brasileiros são um centro de lazer e um local seguro para passeio, entretenimento e também compras. Os shoppings no Brasil estão em áreas centrais, enquanto nos EUA em áreas periféricas. Nos EUA, as principais lojas que alugam espaço nos shoppings constituem grandes cadeias de varejo. Estas redes possuem grande poder de barganha na negociação com os proprietários de shoppings, e, na maioria das vezes, exigem o pagamento de taxas dos shoppings para se instalarem no empreendimento (luvas invertidas). Já no Brasil, dada a grande demanda por pequenos lojistas com presença regional e baixo poder de barganha, além da escassez de espaço, as empresas de shopping conseguem cobrar uma taxa para que o lojista possa locar o espaço (luvas), aumentando suas receitas.

Uma das principais variáveis do setor é a produtividade do shopping, ou seja, qual a venda por metro quadrado. Quanto maior a produtividade, maior pode ser o aluguel cobrado pelo m<sup>2</sup>. A produtividade é resultado de duas variáveis: o volume de vendas e o ticket médio do consumidor final do shopping. Assim, quando comparamos a produtividade de shoppings focados em classes mais altas, como Multiplan (MULT3) e Iguatemi (IGTA3) vemos que a Aliansce Sonae (ALSO3) e a Brmalls (BRML3) possuem uma produtividade mais baixa, haja vista o foco desses players em classes de renda menor. Quando olhamos o setor como um todo (gráfico 2), a ALSO possui produtividade 32% acima do shopping médio brasileiro, mostrando a boa localização e o mix adequado do portfólio da empresa.

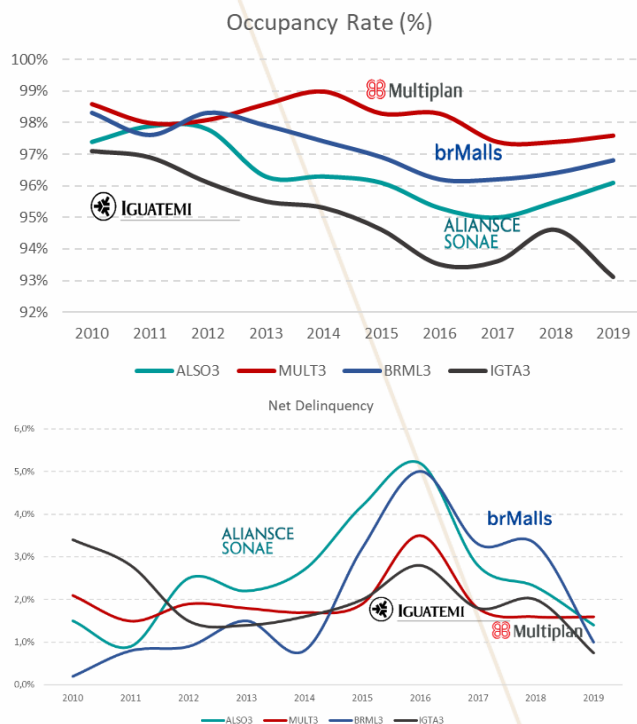
**Gráfico 2 – Vendas por metro quadrado por mês**



Fonte: Abrasce, Vêneto, Aliansce Sonae, Brmalls, Iguatemi, Multiplan.

Mesmo com diversos casos de recuperação judicial e fechamento de livrarias no Brasil entre 2015 e 2016, as taxas de ocupação dos shoppings das empresas listadas caíram no máximo 3% do ponto mais alto ao mais baixo desde 2010 (gráfico 3). Além disso,

Gráfico 3 – Taxa de ocupação e inadimplência líquida



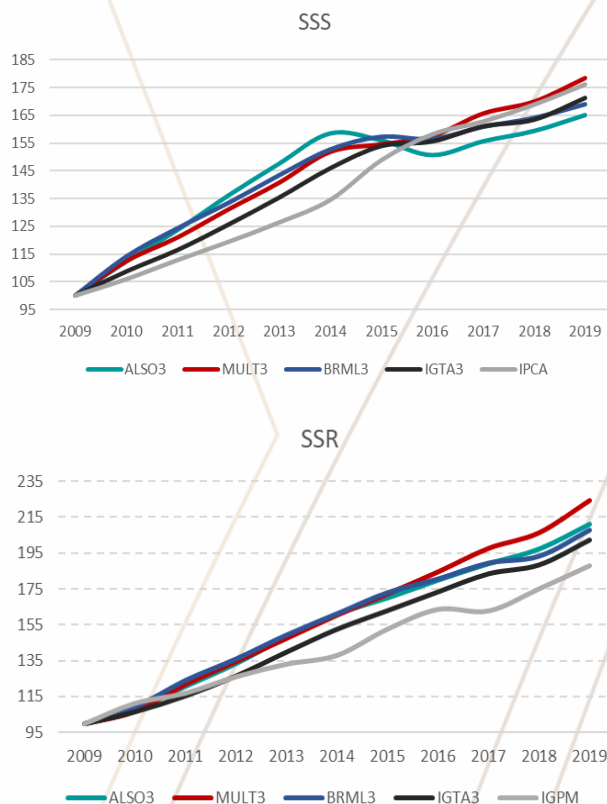
Fonte: Vêneto, Aliansce Sonae, Brmalls, Iguatemi, Multiplan.

a inadimplência teve um pico de 5% para Aliansce Sonae e Brmalls. Isso mostra o poder de barganha que os shoppings listados possuem em relação aos lojistas. O pagamento de luvas desincentiva a vacância e a inadimplência, além da possível perda do ponto que normalmente é o principal meio de vendas para o pequeno lojista.

Para o setor, outro indicador importante é o SSS (vendas nas mesmas lojas). Pelo gráfico 4, notamos que mesmo em um período que passamos por uma grande crise, as lojas presentes em shoppings ficaram próximas de repassar o crescimento da inflação (IPCA). Mais interessante que isso é notar que em relação ao SSR (aluguéis nas mesmas lojas), mesmo em um cenário difícil, todos os shoppings listados conseguiram repassar o IGP-M com folga, sendo a ALSO a empresa

que mais repassou depois da Multiplan. Isso mostra um pouco do *pricing power*<sup>1</sup> dos players listados do setor, um poder de barganha muito claro em relação aos lojistas.

Gráfico 4 – Vendas nas mesmas lojas (SSS) e alugueis nas mesmas lojas (SSR)



Fonte: Vêneto, Aliansce Sonae, Brmalls, Iguatemi, Multiplan, Bloomberg.

## Aliansce Sonae

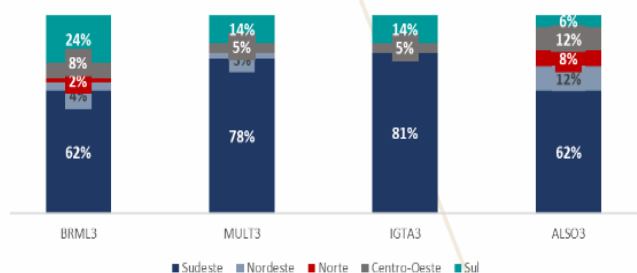
A Aliansce Sonae é resultado da combinação de negócios entre a Aliansce Shopping Centers e a Sonae Sierra Brasil, concluída em 05 de agosto de 2019. A fusão proporcionou à companhia um portfólio diversificado e de maior escala. A ALSO é proprietária e/ou administra shopping centers com localização em todas as regiões do país, o que proporciona exposição diversificada aos principais segmentos de renda. Isso é positivo quando olhamos pelo lado do Coronavírus, já que protege em caso de uma região ter um aumento

<sup>1</sup> Pricing power se refere à capacidade de reajustar o aluguel sem aumentos significantes na vacância.

muito grande de casos, o que poderia ocasionar o fechamento de vários shoppings simultaneamente. No 2T20, a Companhia possuía participação em 27 shoppings em operação totalizando 802,1 mil m<sup>2</sup> de ABL própria e 1.141,9 mil m<sup>2</sup> de ABL total.

Hoje os Shoppings da ALSO estão expostos às classes B (51%) e C (25%), majoritariamente. Em relação a distribuição geográfica, a empresa possui o mix mais diversificado em relação aos players listados, tendo exposição de 32% nas regiões nordeste, norte e centro oeste, como mostrado no gráfico 5.

Gráfico 5 – Divisão da ABL por região das empresas listadas



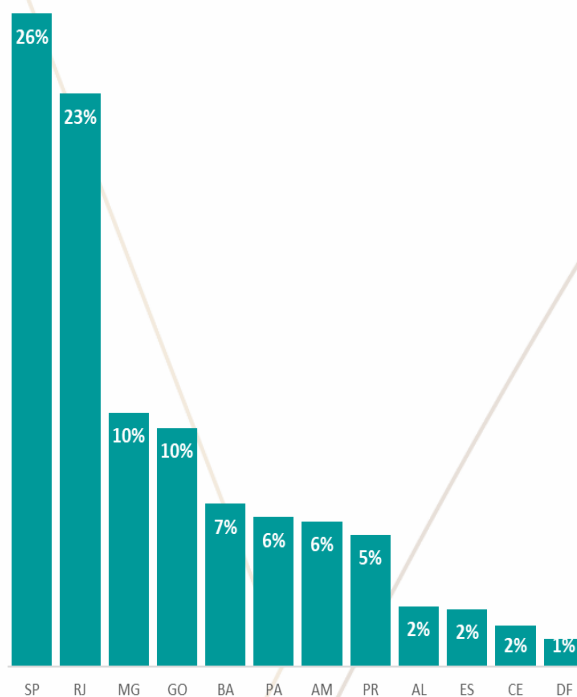
Fonte: Vêneto, Aliansce Sonae, Brmalls, Iguatemi, Multiplan.

## Covid e ALSO

Com a deflagração da pandemia COVID-19, quase todos os shoppings da ALSO foram fechados. O lojista é um importante *stakeholder*<sup>2</sup> da empresa, de quem majoritariamente provém sua receita. Então não faz sentido sufocar um dos importantes elos de sua cadeia. Dessa forma, a empresa concedeu descontos de aluguel de 50% em março e 100% em abril e maio para os shoppings fechados. Também concedeu um desconto no condomínio de 20% em abril e 50% em maio. Já em junho, os descontos e reduções foram avaliadas caso a caso para reaberturas durante o mês. O fluxo de pessoas em junho está entre 50-60% em relação a 2019 e aumentando semana a semana.

A Aliansce Sonae possui maior exposição aos estados de SP e RJ, como visto no gráfico 6.

Gráfico 6 – Divisão da ABL da Aliansce Sonae por estado



Fonte: Vêneto, Aliansce Sonae.

É interessante notar que os dois estados parecem estar com mortes por COVID controlados. A média móvel de 7 dias de mortes em SP está constante a quase 4 meses com uma tendência clara de queda, enquanto no RJ vemos uma queda acentuada em relação ao pico de junho, como visto no gráfico 7. Isso dá mais conforto em relação à volta consistente dos shoppings nas principais praças da empresa.

Gráfico 7 - Mortes por Covid em SP e RJ

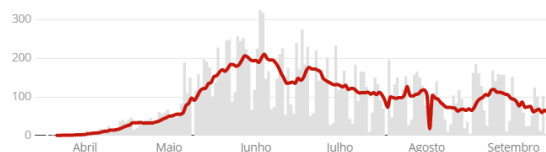
### Mortes por Covid-19 confirmadas por dia em SP

Total de mortes por dia em barras



### Mortes por Covid-19 confirmadas por dia no RJ

Total de mortes por dia em barras



Fonte: Vêneto, Ministério da saúde.

<sup>2</sup> Qualquer indivíduo ou organização que, de alguma forma, é impactado pelas ações de uma determinada empresa.

No final de abril, a empresa criou páginas exclusivas nos sites e nos apps para demonstrar alguns canais de venda de seus lojistas com opções de entrega que incluem recebimento em casa, o *Drive-Thru* com *Pick-Up* no shopping, *lockers* e a entrega expressa, com iFood e o Loggi como os principais parceiros. Tudo isso tem o objetivo de alavancagem de vendas por diferentes canais, além de manter a saúde financeira dos lojistas.

## Futuro (presente) da ALSO

A Aliance Sonae vem desenvolvendo algumas soluções e ferramentas tecnológicas que acreditamos poder ter grande potencial de geração de valor para o acionista no futuro e tornar o shopping uma verdadeira solução *omnichannel*<sup>3</sup>. Algo que nos chamou atenção na empresa foi a busca em melhorar a experiência para seus consumidores, lojistas e colaboradores. A empresa utiliza uma ferramenta de *business intelligence* que ajuda no reconhecimento e execução do mix ideal de cada um de seus shoppings, procurando qualificação de portfólio e consequente melhoria de posicionamento competitivo. As ferramentas analisam e comparam dados como número de lojas, relevância de números de lojas em cada segmento, ABL, além das vendas por metro quadrado. Além do mais, contam com ferramentas de gestão do mix de lojistas que auxiliam na redução do atrito e no reconhecimento do potencial de crescimento de seus ativos ao identificar o posicionamento dos shoppings em comparação com outros concorrentes na mesma região.

Em 2016, a empresa passou a utilizar o Skyfii em seus shoppings. É uma ferramenta que fornece wifi e permite identificar melhor quem são os consumidores do shopping, assim como gerar mapas de calor para entender o fluxo dos corredores e cobrar um aluguel mais adequado de acordo com o fluxo.

A empresa estabeleceu também múltiplas parcerias estratégicas focadas na união entre o online e o offline, como a parceria com a iFood e o Rappi para delivery de comida. Há, também, a parceria com a Fábrica de startups, uma aceleradora de startups, na qual a ALSO representa o setor de shopping centers. O

trabalho é desenvolvido em conjunto com a Aliance Sonae e envolve a identificação de desafios e de soluções, a partir de ideias inovadoras para a empresa e seu portfólio de shoppings.

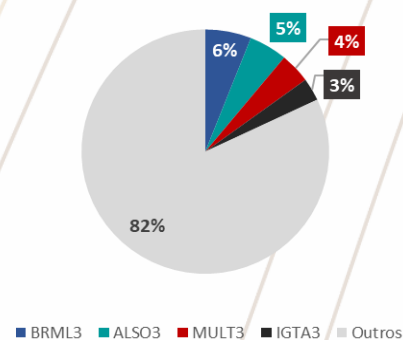
Em 2019, a empresa concluiu o lançamento do shopping digital do Parque D. Pedro, uma plataforma digital cujo objetivo é estimular a venda dos lojistas pelo canal online. Esse é um projeto piloto que deve ser expandido para outros shoppings da empresa.

Essas estratégias de inovação seguem o conceito *customer centric*<sup>4</sup>, em que todas iniciativas e ações visam satisfazer os clientes, identificando suas necessidades e oferecendo a melhor experiência de compra possível.

## Oportunidades não precificadas

- i. Possibilidade de consolidação do setor: as quatro maiores empresas possuem apenas 18% de *market share* de ABL. É possível ter geração de valor mesmo em uma aquisição a precificação justa, por sinergias da atividade de comercialização ou uma gestão mais eficaz do condomínio.

Gráfico 8 – Market Share do setor



Fonte: Vêneto, Abrasce.

- ii. Antes do Covid, a ALSO possuía expansões mapeadas que representariam uma adição de cerca de ~3% de ABL. Uma expansão de metro quadrado atrai mais lojistas, caso exista demanda, o que transforma o retorno, na

<sup>3</sup> Estratégia que integra lojas físicas e virtuais. Dessa maneira, pode-se explorar todas as possibilidades de interação com o consumidor.

<sup>4</sup> Estratégia que visa proporcionar a melhor experiência para o cliente.



média, mais atrativo do que um novo shopping. Ademais, há a possibilidade de redução no custo de condomínio por lojista, como resultado do ganho de escala.

- iii. Mudança na regulamentação das prefeituras que atualmente exigem um mínimo de vagas de estacionamento para determinada área bruta locável, possibilitando expansão de m<sup>2</sup>. Na ALSO o valor do aluguel mínimo por m<sup>2</sup> em média é muito superior ao valor de estacionamento por m<sup>2</sup>;
- iv. Em geral, as empresas de shopping costumam adquirir terrenos nos entornos de seus novos shoppings. Isso faz muito sentido já que o shopping valoriza toda a região do seu entorno. Assim, quando isso é feito, há geração de valor pela valorização imobiliária e atração de fluxo para o shopping. No Parque D. Pedro já existe um *Masterplan* para construção de um projeto multiuso, com valor total geral de venda de R\$ 2,1 bilhões. O plano completo envolve os mais diversos tipos de empreendimentos imobiliários, como torres corporativas, hotéis, clínicas médicas, centros educacionais etc.
- v. *Marketplace* de toda a empresa. Isso seria a integração total do online com digital tornando o shopping verdadeiramente *omnichannel*. O projeto piloto já está rodando no Parque D. Pedro. O objetivo é ampliar, de fato, a relevância do lojista como um player *omnichannel*, conseguindo maximizar vendas e utilização de estoques a partir do shopping e, dessa forma, cobrar do lojista um *take rate*<sup>5</sup> da venda feita online por meio da plataforma. O D. Pedro tem sido o foco de maior investimento nessa frente, mas o COVID acelerou a migração do consumidor para o online e a ALSO consegue ver mais claramente quais são os mercados que têm maior atração para priorizar o esforço de lançamento do *marketplace* de outros shoppings da companhia. O objetivo não é ter um

*marketplace* nacional que concorrerá no Brasil todo, o objetivo é cada shopping ter o seu próprio e chegar até regiões próximas, tendo alcance nas regiões de influência de cada shopping.

- vi. Ganho de margens via sinergias da fusão entre Aliansce e Sonae. A estimativa da companhia é de sinergias na casa de R\$70-80 milhões. Sendo conservadores, consideramos ~R\$50 milhões nas nossas estimativas, que consideramos sinergias mais óbvias.
- vii. Um crescimento econômico mais duradouro do Brasil beneficia a ALSO mais que o setor. Sua exposição a regiões de renda mais baixa a torna mais cíclica, devido a maior expansão de renda em lugares que a empresa possui exposição.

## Riscos

No case enxergamos alguns riscos e algumas incertezas. Com relação aos principais riscos temos:

- i. Um dos maiores riscos é uma recuperação de vendas mais lenta do que o esperado após o Covid. Um possível cenário macroeconômico em deterioração representa um risco para a atividade do shopping. Pode aumentar a vacância e inadimplência da ALSO.
- ii. O portfólio é menos defensivo, já que Aliansce Sonae está presente em regiões com rendas menores. Dessa forma, estão mais expostos às oscilações econômicas, devido aos menores rendimentos disponíveis e maior dependência da disponibilidade de crédito.
- iii. Mudança potencial na forma como os aluguéis são cobrados pelos operadores de shopping centers. O poder de barganha dos operadores de shopping, em relação aos seus lojistas, se reflete em como os contratos de aluguel são projetados: os operadores do shopping cobram um aluguel mínimo até um determinado nível de vendas do locatário, do qual se torna uma porcentagem das vendas. Em outras palavras, os shoppings são protegidos durante períodos de baixas nas

<sup>5</sup> Porcentagem ganha sobre cada venda online do lojista.

- vendas, bem como são capazes de surfar o crescimento das vendas dos inquilinos. O choque exógeno nas vendas trazidas pelo surto da Covid pode fortalecer a pressão para uma mudança nos contratos para um modelo cujos aluguéis são totalmente atrelados às vendas, reduzindo os riscos de margem para os lojistas.
- iv. As sinergias dependerão da execução: existe um grau de risco de execução relacionado às sinergias e à integração das empresas.

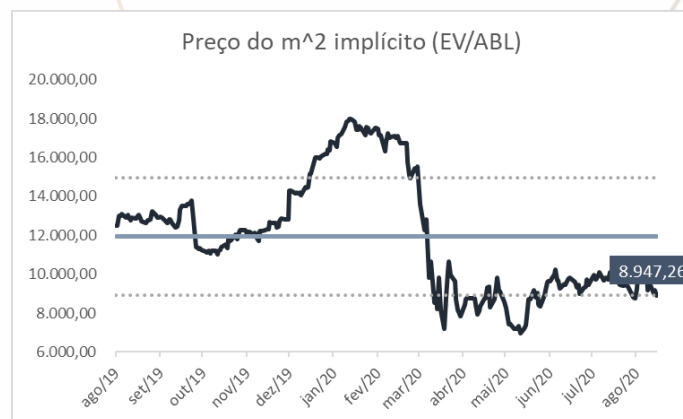
## Precificação e valuation

A queda nas vendas da ALSO ocasiona uma desalavancagem operacional para empresa, já que 65% dos custos caixa são fixos. Assim, a queda de 10% na receita da empresa gera uma queda na última linha de ~18%. Contudo, quando investimos em uma empresa estamos poucos preocupados com o curto prazo. O que realmente importa é o crescimento/retorno que a empresa terá no longo prazo. Consideramos este ano perdido para o setor. Mesmo considerando uma queda de 80% na receita do ano (bem acima do que vemos acontecendo atualmente), o valor da empresa só varia de 5 a 10% dependendo do cenário, um indicativo de que grande parte do valor da empresa se encontra na perpetuidade do negócio.

A ALSO possui implicitamente o preço de R\$8.947 por m<sup>2</sup>. A média da empresa após a fusão foi de ~R\$12.000 por m<sup>2</sup>. Analisando o gráfico 9 vemos que a empresa está um desvio padrão abaixo da média, sendo mais um indicativo da empresa estar abaixo do valor intrínseco. Quando olhamos uma empresa com mix de portfólio mais parecido com o da ALSO, a BRMALLS, vemos que ela possui um preço de m<sup>2</sup> médio de ~R\$14.000. Para construir o portfólio da ALSO nos mesmos locais e do mesmo tamanho, estimamos que seria necessário um investimento em média de R\$10.000 por m<sup>2</sup>. Nessa conta não estamos levando em consideração todo o efeito de rede estabelecido com os lojistas, a maturidade dos shoppings que já atraem um fluxo de pessoas constante e consistente, e a expertise da administração da empresa em gerir esses ativos. Outrossim, os terrenos em várias dessas regiões

são escassos, o que torna o portfólio da empresa irreplicável.

Gráfico 9 – Preço do metro quadrado implícito da Aliansce Sonae



Fonte: Vêneto, Aliansce Sonae.

Como comentado, os shoppings possuem a características de repassar para o aluguel a inflação do período. Assim funcionam quase como um título atrelado a inflação. São ativos que denominamos de bond-likes<sup>6</sup>. Podemos comparar a rentabilidade proveniente da geração de caixa do shopping com o título do governo atrelado à inflação, NTN-35 (a *duration* do *equity* da ALSO é de aproximadamente 15 anos). Notamos, pelo gráfico 10, que atualmente a ALSO possui um dos maiores spreads em relação a B-35, chegando a 3%, enquanto a média histórica da empresa é de 1,7%. Pelo nosso cálculo interno, mesmo com um aumento de inadimplência e vacância, o ativo gera uma TIR real (taxa interna de retorno acima da inflação) de 12,4%, comparado com a B-35 de 3,4%, o que consideramos remunerar bem o risco que estamos tomando. No pior caso simulado, teríamos uma TIR real de 9%, o que consideramos ainda remunerar bem o risco. Ademais, a ALSO é negociada a 60% do valor de seus shoppings descontadas a sua dívida.

<sup>6</sup> Ativos que se assemelham a títulos de renda fixa, pelo repasse da inflação e constância dos fluxos recebidos.

Gráfico 10 – FFO yield versus NTN-B 35



Fonte: Vêneto, Bloomberg.

Por último, também fizemos um DCF<sup>7</sup> e encontramos um potencial de valorização de ~60% para a empresa. O mais importante que consideramos no DCF são os cenários. Mesmo colocando uma diminuição da vacância de longo prazo e uma inadimplência maior que o pior cenário do passado nos próximos 2 anos, ainda vemos a empresa sendo negociada abaixo do valor intrínseco.

Pelo lado das incertezas, não está claro se ainda esse ano, ou no ano que vem as vendas vão estar normalizadas, haja vista possíveis segundas ondas do COVID e protocolos sanitários que podem atrapalhar a volta ao normal até uma vacina. Porém, a ALSO possui um caixa de R\$1,33 bilhão com uma dívida a amortizar em 2020 e 2021 de ~R\$250 milhões e despesas caixa ao ano totalizando R\$ 140 milhões (pré sinergias), o que nos dá conforto mesmo com essa incerteza. Tendo em conta o desconto apresentado em relação ao valor justo, os riscos e incertezas do case, resolvemos investir na ALSO a esse nível de preço.

<sup>7</sup> Modelo de análise utilizado pelos analistas financeiros para estimarem o valor de uma empresa.

Esta carta é publicada somente com o propósito de divulgação de informações e não deve ser considerada como uma oferta de venda do Fundo Vêneto Dynamic, nem tampouco como uma recomendação de investimento em nenhum dos valores mobiliários aqui citados. Todos os julgamentos e estimativas aqui contidos são apenas exposições de opiniões até a presente data e podem mudar, sem prévio aviso, a qualquer momento. Performance passada não é necessariamente garantia de performance futura. Os investidores em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou ainda, pelo fundo garantidor de crédito.