

# BR Malls

16 de março de 2017

## Resultado 4T16: desempenho fraco no trimestre

BR Malls divulgou outro resultado trimestral negativo, em nossa opinião. A maioria dos indicadores operacionais deteriorou-se, indicando que em 2016 a empresa sofreu mais do que seus pares com o cenário macro. Pela primeira vez desde a criação da empresa, o indicador vendas mesmas lojas (SSS) foi negativo em um ano. Quanto ao desempenho econômico-financeiro, observamos uma melhora no resultado financeiro, mas as margens permaneceram comprimidas e a receita diminuiu em uma perspectiva a/a. No geral, os números da empresa no 4T16 foram pouco inspiradores, mas esperamos um cenário melhor para 2017, conforme explicado abaixo.

**Destaques operacionais.** A taxa de ocupação aumentou 70 pb t/t no 4T16, para 96,2%, levando a uma taxa média de 96% em 2016. As vendas mesmas lojas diminuiram 0,6% no 4T16 e -0,5% em 2016, representando o primeiro declínio anual neste indicador na história da empresa. O custo de ocupação aumentou 40 pb, para 10,7% das vendas, influenciado pelas maiores despesas de condomínio (salários e reajuste dos fornecedores crescendo acima das vendas). A inadimplência líquida subiu para 5,5%, revertendo a tendência de baixa em relação aos trimestres anteriores de 2016 (de 5,7%, 4,8% e 3,7%). O cenário desafiador enfrentado durante o ano passado refletiu-se em um crescimento de vendas fraco (+0,6% a/a) e em uma redução no *leasing spread* de novos contratos (-31% a/a), levando a uma diminuição de NOI por m<sup>2</sup> e no aluguel por m<sup>2</sup>, que se reduziram em -4,7% a/a e -1,3% a/a, respectivamente.

**Desempenho econômico e financeiro.** A receita líquida atingiu R\$ 389 milhões no 4T16, uma queda de 3,9% a/a. Em 2016, a receita líquida recuou 5,3%, afetada pela menor taxa de ocupação (-100 pb a/a) e maiores descontos concedidos aos lojistas. Durante o ano passado, as despesas com vendas aumentaram (+160% a/a), impactadas principalmente pela maior provisão para créditos de liquidação duvidosa. O resultado financeiro líquido, por sua vez, melhorou 14,5% a/a, para R\$ -122 milhões, suportado por uma redução de 32% nas despesas com juros (devido a uma redução de 13% na dívida bruta e queda nas taxas de juros). Consequentemente, o FFO ajustado diminuiu 9% no 4T16 e 28% em todo o ano. Consideramos esse desempenho como negativo, uma vez que os dados operacionais limitados, juntamente com a maior inadimplência e os descontos concedidos, tiveram um impacto significativo na DRE em 2016.

**Conclusão.** Apesar dos números fracos, temos razões para acreditar que o pior pode ter ficado para trás, uma vez que a empresa pode vir a se beneficiar de melhorias, como: (i) menor taxa SELIC, o que levará a melhoria nos resultados financeiros; (ii) menor pressão inflacionária, o que deve aumentar o poder de compra dos consumidores e (iii) maiores níveis de confiança e melhores perspectivas de crescimento do PIB e taxa de desemprego a partir do 2S17. No entanto, os resultados da BR Malls devem continuar sendo pressionados no curto prazo, refletindo principalmente: (i) maiores descontos concedidos para manter as taxas de ocupação; (ii) maior inadimplência e provisão para devedores duvidosos, afetando a DRE; e (iii) maior exposição ao segmento de renda média (mais afetado pelo cenário de queda em renda e emprego). Considerando os fatores mencionados, acreditamos que o atual nível de preços da BRML3 deixa pouco espaço para *upsides* adicionais. Assim sendo, revisamos nosso modelo e estabelecemos um novo preço-alvo de R\$ 14,00 por ação para 2017, e mantemos nossa recomendação como Market Perform.

R\$ Milhões	4T16	A/A	T/T	1S16	A/A
Taxa de ocupação	96.2%	-0.7 p.p.	0.7 p.p.	96.0%	-1.0 p.p.
SSS (vendas mesmas lojas)	5.3%	4.4 p.p.	5.9 p.p.	4.4%	1.4 p.p.
Receita Líquida	388.6	-3.9%	18.3%	1,370.3	-5.3%
EBTIDA	296.5	-10.4%	21.8%	1,016.2	-11.9%
Margem EBITDA (%)	76.3%	-5.5 p.p.	2.2 p.p.	74.2%	-5.5 p.p.
Lucro Líquido	-147.7	-464.1%	-515.7%	171.3	815.7%
Margem Líquida (%)	-38.0%	-48.0 p.p.	-48.8 p.p.	12.5%	11.2 p.p.
Adj. FFO (Funds From Operation)	117.6	-9.2%	47%	299.3	-27.6%
Margem FFO (%)	30.3%	-2 p.p.	6 p.p.	21.8%	-6.7 p.p.

Endividamento (R\$ Milhões)	4T16	A/A	T/T
Dívida total	4,779.9	-13.0%	-2.2%
Dívida Líquida	4,405.3	-9.8%	-1.8%
Dívida Líquida / EBITDA	4.3x	+0.1x	+0.1x
Dívida CP / Dívida Total	12.2%	-3.4 p.p.	+4.3 p.p.
Dívida Líquida / Patrimônio Líquido	32.1%	-5.7 p.p.	-0.0 p.p.

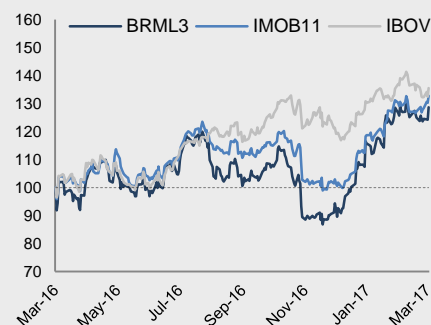
Fonte: BR Malls e BB Investimentos

## Shoppings

Daniel Cobucci, CNPI  
Analista Sênior  
cobucci@bb.com.br

Georgia Jorge  
Senior Analyst  
georgiadaj@bb.com.br

BRML3	Market Perform
Preço em 15/03/2016 (R\$)	15.34
Preço para 12/2017 (R\$)	14.00
Upside	-9.6%
Market Cap (R\$ milhões)	9,359
Varição 1 mês	-0.4%
Varição 12 meses	40.1%
Varição 2016	28.4%
Mín. 52 sem.	10.05
Máx. 52 sem.	15.85



Fonte: Economática e BB Investimentos

**Valuation.** Nós atualizamos nossas estimativas e preço-alvo para BRML3 para R\$ 14,00 por ação para o final de 2017 (antes em R\$ 11,30). O preço deriva de um modelo de fluxo de caixa descontado, em termos nominais, com uma taxa de crescimento na perpetuidade (g) de 4,1% e WACC de 13,2%.

Valor Total para a Firma (R\$ milhões)		Premissas	
VP do FCFF	13,218	Beta	1.08
VP da Perpetuidade	7,774	WACC	13.2%
Número de ações (mi)	5,444	D/(D+E)	30%
Dívida Líquida	605.8	Taxa livre de risco	4.9%
Valor para os acionistas	-4,750	Prêmio de Mercado	4.6%
Valor justo por ação ordinária (R\$)	8,468	Crescimento perpetuidade	4.1%
	14.0		

Source: BB Investimentos

DRE	2015	2016e	2017e	2018e
Receita Líquida	1,447	1,376	1,481	1,636
Lucro Bruto	1,318	1,236	1,346	1,489
Despesas operacionais	-179	-207	-225	-201
Vendas	-45	-107	-86	-51
Gerais e administrativas	-120	-109	-124	-134
Outras despesas (receitas) operacionais	-14	9	-14	-16
EBIT	1,138	1,029	1,121	1,288
Resultado financeiro	-967	-314	-314	-284
Receitas financeiras	1,549	1,845	1,466	1,400
Despesas financeiras	-2,546	-2,159	-1,780	-1,684
EBITDA	1,149	1,039	1,135	1,305
Resultado Líquido	426	363	387	522

Índices	2015e	2016e	2017e	2018e
Margem Bruta (%)	91.1%	89.8%	90.9%	91.0%
Margem EBITDA (%)	79.4%	75.5%	76.6%	79.8%
Margem Líquida (%)	1.3%	26.4%	26.2%	31.9%
Rentabilidade do Patrimônio Líquido (%)	4.5%	3.6%	3.7%	4.9%
EBITDA	1,148.6	1,039.2	1,134.9	1,305.2
Dívida Bruta	5,535.4	5,447.4	5,336.2	5,210.2
Dívida Líquida	4,919.2	4,951.1	4,749.7	4,277.2
Dívida Líquida/ Patrimônio Líquido (%)	49.6%	48.5%	45.2%	39.7%
EV/EBITDA - Valor de Mercado	10.87	12.01	11.00	9.57
EV/EBITDA - Valor Potencial	15.64	17.29	15.83	13.77
LPA (R\$)	0.71	0.60	0.64	0.86
P/E (x)	17.5	21.3	20.0	14.8
P/E (x) target	19.9	23.3	21.9	16.2
P/BV (x)	0.81	0.77	0.75	0.73
P/BV target (x)	0.89	0.84	0.82	0.80

Balanco Patrimonial Sintético	2015	2016e	2017e	2018e
Ativo total	20,970	21,160	21,444	22,083
Ativo Circulante	1,481	1,303	1,379	1,760
Ativo não circulante	9,676	9,652	9,651	10,026
Ativo Permanente	18,684	18,972	19,159	19,391
Passivo total	20,970	21,160	21,444	22,083
Passivo Circulante	1,367	1,305	1,294	1,284
Passivo não circulante	9,676	9,652	9,651	10,026
Patrimônio líquido	9,927	10,204	10,499	10,773

Fonte: BR Malls e BB Investimentos

### Analise de sensibilidade

	Target Price				
	12.7%	13.2%	13.7%	14.2%	14.7%
3.1%	15.1	14.0	13.0	12.1	11.3
3.6%	15.7	14.5	13.5	12.5	11.7
4.1%	16.4	15.1	<b>14.0</b>	13.0	12.1
4.6%	17.1	15.8	14.5	13.5	12.5
5.1%	18.0	16.5	15.2	14.0	13.0

	P/BV				
	12.7%	13.2%	13.7%	14.2%	14.7%
3.1%	0.91x	0.84x	0.78x	0.73x	0.68x
3.6%	0.94x	0.87x	0.81x	0.75x	0.70x
4.1%	0.99x	0.91x	<b>0.84x</b>	0.78x	0.73x
4.6%	1.03x	0.95x	0.88x	0.81x	0.75x
5.1%	1.08x	0.99x	0.91x	0.84x	0.78x

Source: BB Investimentos

## INFORMAÇÕES RELEVANTES

Este relatório foi produzido pelo BB-Banco de Investimento S.A. As informações e opiniões aqui contidas foram consolidadas ou elaboradas com base em informações obtidas de fontes, em princípio, fidedignas e de boa-fé. Entretanto, o BB-BI não declara nem garante, expressa ou tacitamente, que essas informações sejam imparciais, precisas, completas ou corretas. Todas as recomendações e estimativas apresentadas derivam do julgamento de nossos analistas e podem ser alternadas a qualquer momento sem aviso prévio, em função de mudanças que possam afetar as projeções da empresa. 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 uma oferta ou solicitação de oferta para comprar ou vender quaisquer títulos e valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. É vedada a reprodução, distribuição ou publicação deste material, integral ou parcialmente, para qualquer finalidade.

Nos termos do art. 18 da ICVM 483, 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 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 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.

### Informações Relevantes – Analistas

O(s) analista(s) de investimento, ou de valores mobiliários, envolvido(s) na elaboração deste relatório (“Analistas de investimento”), declara(m) que:

1 - As recomendações contidas neste 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 o emissor objeto do relatório de análise ou pessoas a ele ligadas.

Analistas	Itens		
	3	4	5
Daniel Cobucci			
Mário Bernardes Júnior			

3 – O(s) analista(s) de investimentos, seus cônjuges ou companheiros, detêm, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, ações e/ou outros valores mobiliários de emissão das companhias objeto de sua análise.

4 – Os analistas de investimento, seus cônjuges ou companheiros, possuem, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação à companhia emissora dos valores mobiliários analisados neste relatório.

5 – O(s) analista(s) de investimento tem vínculo com pessoa natural que trabalha para o emissor objeto do relatório de análise.

6 - As informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas à mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança.

### 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.

## Administração

### Gerente Executiva

Fernanda Peres Arraes

### Equipe de Pesquisa

**Gerente - Wesley Bernabé** wesley.bernabe@bb.com.br

### Renda Variável

#### Equity I

Analista-Chefe – Mário Bernardes Junior

### Educação e Vestuário

Mariana Ruza Paulon  
mariana.rp@bb.com.br

### Infraestrutura e Concessões

Renato Hallgren  
renatoh@bb.com.br

### Imobiliário

Daniel Cobucci  
cobucci@bb.com.br

### Indústrias e Transportes

Mário Bernardes Junior  
mariobj@bb.com.br  
Fabio Cardoso  
fcardoso@bb.com.br

#### Equity II

Analista-Chefe – Victor Penna

### Agronegócios

Márcio de Carvalho Montes  
mcmontes@bb.com.br

### Alimentos & Bebidas

Luciana Carvalho  
luciana\_cvl@bb.com.br

### Materiais Básicos

Victor Penna  
victor.penna@bb.com.br  
Gabriela Cortez  
gabrielaecortez@bb.com.br

### Varejo

Maria Paula Cantusio  
paulacantusio@bb.com.br

#### Equity III

Analista-Chefe – Wesley Bernabé

### Petróleo & Gás

Wesley Bernabé  
wesley.bernabe@bb.com.br

### Utilities

Wesley Bernabé  
wesley.bernabe@bb.com.br  
Viviane Silva  
viviane.silva@bb.com.br

### Renda Fixa

Renato Odo  
renato.odo@bb.com.br  
José Roberto dos Anjos  
robertodosanjos@bb.com.br

### Bancos e Serviços Financeiros

Wesley Bernabé  
wesley.bernabe@bb.com.br  
Carlos Daltozo  
daltozo@bb.com.br  
Kamila dos Santos de Oliveira  
kamila@bb.com.br

### Estratégia de Mercado

Hamilton Moreira Alves  
hmoreira@bb.com.br  
Rafael Reis  
rafael.reis@bb.com.br

### Equipe de Vendas

**Investidores Institucionais:** bb.distribuicao@bb.com.br

**Varejo:** acoes@bb.com.br

### Gerente - Antonio Emilio Ruiz

Bianca Onuki Nakazato  
Bruno Finotello  
Denise Rédua de Oliveira  
Edger Euber Rodrigues  
Elisangela Pires Chaves  
Fábio Caponi Bertoluci  
Henrique Reis  
Marcela Andressa Pereira

### Gerente - Mario D'Amico

Bruno Henrique de Oliveira  
Fabiana Regina de Oliveira  
Rodrigo Ataíde Roxo

## BB Securities

4th Floor, Pinners Hall – 105-108 Old Broad St.  
London EC2N 1ER - UK  
+44 207 7960836 (facsimile)

### Managing Director

Admilson Monteiro Garcia +44 (207) 3675801

### Deputy Managing Director

Selma Cristina da Silva +44 (207) 3675802

### Director of Sales Trading

Boris Skulczuk +44 (207) 3675831

### Head of Sales

Nick Demopoulos +44 (207) 3675832

### Institutional Sales

Annabela Garcia +44 (207) 3675853  
Melton Plummer +44 (207) 3675843  
Renata Kreuzig +44 (207) 3675833

### Trading

Bruno Fantasia +44 (207) 3675852  
Gianpaolo Rivas +44 (207) 3675842

### Head of M&A

Paul Hollingworth +44 (207) 3675851

## Banco do Brasil Securities LLC

535 Madison Avenue 34th Floor  
New York City, NY 10022 - USA  
(Member: FINRA/SIPC/NFA)

### Managing Director

Daniel Alves Maria +1 (646) 845-3710

### Deputy Managing Director

Carla Sarkis Teixeira +1 (646) 845-3710

### Institutional Sales - Equity

Charles Langalis +1 (646) 845-3714

### Institutional Sales - Fixed Income

Cassandra Voss +1 (646) 845-3713

### DCM

Richard Dubbs +1 (646) 845-3719

### Syndicate

Kristen Tredwell +1 (646) 845-3717

### Sales

Michelle Malvezzi +1 (646) 845-3715  
Myung Jin Baldini +1 (646) 845-3718

## BB Securities Asia Pte Ltd

6 Battery Road #11-02  
Singapore, 049909

### Managing Director

Marcelo Sobreira +65 6420-6577

### Director, Head of Sales

José Carlos Reis +65 6420-6570

### Institutional Sales

Paco Zayco +65 6420-6571

## BB-Banco de Investimento S.A. • BB-BI

Rua Senador Dantas, 105 - 36º andar, Rio de Janeiro - RJ  
Tel. (+55 21) 38083625 Fax (+55 21) 38083355