

Resultados trimestrais e Revisão de Preço

JHSF
1T19: positivo; continuando a tendência de alta

Mais uma vez, os resultados da JHSF foram positivos. Todas as divisões de negócios apresentaram melhorias na maioria dos seus indicadores operacionais, refletindo tanto nas receitas quanto nas margens, com destaque para a divisão de Incorporação.

Renda Recorrente. As vendas dos lojistas aumentaram 14,1% a/a no 1T19, com o SSS alcançando 6,9% (+3,9 p.p a/a). Além disso, o SSR atingiu 5,9% (+2,6 p.p. a/a), impactando positivamente a receita de locação. No 1T19, a taxa de ocupação alcançou 96,2% (+0,9 p.p a/a), o maior percentual da empresa se considerados os dados disponíveis desde 2014. Do lado financeiro, a receita líquida aumentou 8,1% a/a e a margem EBITDA ajustada (ex-PPI) atingiu 52,6% neste trimestre (ante 39,7% no 1T18), apesar do aumento nos custos relacionados ao e-commerce e ao fechamento de lojas no segmento de varejo.

Hoteis e Restaurantes. À exceção do couvert médio que apresentou queda de 6,5% a/a, os demais indicadores apresentaram melhora no 1T19: média diária +13,7% a/a, revpar +8,1% a/a e número de couvert +35,1% a/a, impulsionados pela abertura de 3 hotéis no ano passado. Dessa forma, a receita líquida aumentou 9,5% a/a, entretanto a margem EBITDA diminuiu 1,6 p.p a/a devido as despesas administrativas mais altas resultantes do hotel localizado na Fazenda Boa Vista, anteriormente contabilizadas no segmento de incorporação.

Incorporação. A receita líquida atingiu R\$ 41,8 milhões (+533,1% a/a), mantendo a tendência de alta observada no 2S18. A margem bruta foi de 46,2% (ante 12,1% no 1T18), enquanto a margem EBITDA atingiu 23,6% (-51,4 p.p. a/a uma vez que no 1T18, a margem EBITDA foi positivamente impactada por um evento não-recorrente relacionado à recuperação de crédito).

Conclusões. A melhora nos indicadores operacionais permitiu um aumento considerável nos resultados consolidados, resultando na reversão do prejuízo apresentado no 1T18. O EBITDA mais robusto, juntamente com uma menor dívida líquida, levou a alavancagem financeira da JHSF para um nível mais saudável em 3,8x DL/EBITDA. Dessa forma, a fim de incorporar os resultados de 2018 e as perspectivas positivas a partir de 2019, ajustamos nosso TP YE19 para JHSF3 para R\$ 3,30 (de R\$ R\$ 2,90 anteriormente) e mantivemos nossa recomendação em *Outperform*.

Highlights

R\$ Milhões	1T19	t/t	a/a
Receita Líquida	124,1	37,9%	-9,3%
Lucro Bruto	53,2	25,5%	-24,8%
Margem Bruta (%)	42,8%	-4,2 p.p	-8,8 p.p
EBITDA Ajustado (ex-PPI)	27,5	-19,8%	6,2%
Margem EBITDA (%)	22,2%	-16,0 p.p	3,2 p.p.
Lucro Líquida	16,9	-205,0%	-78,9%
Margem Líquida (%)	13,6%	31,5 p.p,	-44,9 p.p

Endividamento

R\$ Milhão	1T19	t/t	a/a
Dívida Total	1,031,4	-23,7%	-13,5%
Dívida Líquida	676,3	-39,5%	-29,3%
DL/ EBITDA ajustado (ex-PPI)	5,0x	-19,2x	-1,7x
Dívida CP / Dívida Total	17,5%	4,3 p.p,	6,2 p.p,
Dívida Líquida / Patrimônio Líquido	30,3%	-22,0 p.p,	-12,7 p.p,

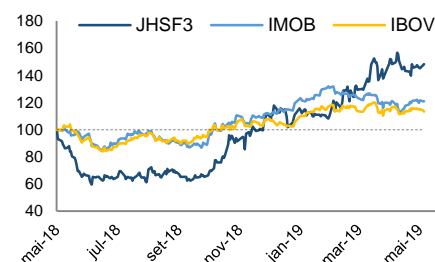
Fonte: JHSF e BB Investimentos

JHSF3

Rating	<i>Outperform</i>
Preço-alvo - 2019E	3,30
Preço da ação - 07/05/2019	2,45
Upside	36,0%

Trading data

em 07/05/2019		
Valor de Mercado	R\$ milhões	1.292
Varição 1 mês	%	0,0%
Varição UDM	%	61,2%
Varição 2018	%	33,5%
Min. 52 sem.	R\$	0,93
Máx. 52 sem.	R\$	2,65


Multiplos

	2019e	2020e	2021e
EV/EBITDA	12,3	11,2	10,0
P/FFO	22,1	21,4	12,6
LPA	R\$ 0,11	0,11	0,19

Georgia Jorge
Analista Sênior
georgiadaj@bb.com.br

Kamila Oliveira
Analista
kamila@bb.com.br

Valuation. Nosso preço alvo deriva de um método de fluxo de caixa descontado em termos nominais, com uma taxa de crescimento na perpetuidade (g) de 3,5% e um WACC de 11,20%.

Incorporamos os resultados de 2018 ao nosso modelo e alteramos algumas premissas referentes à receita, dentre as quais destacamos (i) redução da participação da JHSF na ABL total do Catarina Fashion Outlet, em decorrência da ampliação da participação do FII XP Malls para 49,99%; (ii) incremento de ABL total em 2020 com a entrega do Cidade Jardim Shops aos lojistas (quando a arrecadação de aluguel inicia) e da inauguração de expansões nos shoppings Ponta Negra e Bela Vista; (iii) postergação da inauguração das expansões III e IV do Catarina Fashion Outlet para 2021 (ante 2020), juntamente com o aumento do aluguel/m² devido a maior taxa de ocupação e as renovações de aluguel no CFO.

Em relação à divisão de Incorporação, projetamos a venda do estoque remanescente em até 5 anos.

Além disso, apesar de não termos incorporado ainda qualquer resultado vindo da divisão de aeroportos, continuamos otimistas de que a companhia deverá inaugurar o aeroporto ainda este ano, no decorrer do 2º semestre. O cronograma inclui a entrega da pista e pátio até o final deste mês, para que o órgão regulador possa homologar o aeroporto, o que deverá levar entre 90-120 dias. O aeroporto deverá entrar em operação com 2 hangares de 3 mil m² cada, um pátio de 18 mil m² e um FBO, e deverá levar cerca de 5 anos para maturar seu potencial de receitas (dentre as quais destacamos também a proveniente da estação de combustível) e margens.

Por fim, consideramos em nossas projeções que a companhia irá trabalhar nos próximos anos com uma alavancagem financeira em torno de 3,5x Dívida Líquida/EBITDA, bem como com um *payout* mínimo de 25% do lucro líquido.

Riscos à nossa tese de investimento. Os riscos para a tese de investimentos incluem (i) aumento menor do que o esperado na taxa de ocupação e do aluguel/m² na divisão de renda recorrente; (ii) vendas abaixo do esperado do estoque da divisão de incorporação; (iii) atraso na inauguração de expansões de ABL, de novos hotéis e do aeroporto.

Estimativas		Premissas	
Valor Total para a Empresa (R\$ milhões)	2.686		
VP do FCFF	1.215	Beta	0,95
VP da Perpetuidade	1.471	WACC	11,2%
Número de Ações (mi)	526,3	D/(D+E)	35%
Dívida Líquida	(932)	Taxa Livre de Risco	4,8%
Valor de Mercado	1.754	Prêmio de Mercado	4,7%
Preço-alvo (R\$)	3,30	Crescimento Perpetuidade	3,5%

Indicadores Operacionais

R\$ milhões	2017a	2018a	2019e	2020e	2021e
ABL (JHSF) (m ²)	98,45	69,77	70,87	76,42	103,32
Taxa de Ocupação (%)	95,2%	95,0%	96,5%	97,7%	98,0%
Número de Couverts (unidades)	717	803	879	914	951
Couvert médio (R\$)	201,00	210,00	219,62	228,54	237,82
Revpar (R\$)	984,00	1117,00	1305,42	1520,29	1582,44

Indicadores de Endividamento

R\$ milhões	2017a	2018a	2019e	2020e	2021e
Dívida Líquida	1,305,4	957,1	932,5	849,8	734,7
DL / EBITDA	27,28	6,72	5,17	4,28	3,33
Capex	(28,8)	121,9	73,7	97,2	91,1
Depreciação	(13,9)	(20,0)	(12,8)	(19,0)	(24,8)

Fonte: JHSF e BB Investimentos

Indicadores

R\$ milhões	2017a	2018a	2019e	2020e	2021e
Margem Bruta (%)	41,4%	50,2%	51,7%	51,4%	52,3%
Margem EBITDA (%)	13,4%	29,3%	36,8%	37,4%	38,3%
Margem Líquida (%)	-51,5%	-2,3%	11,9%	11,3%	17,8%
Rentabilidade do Patrimônio Líquido (%)	-8,5%	-0,5%	2,5%	2,6%	4,3%
EBITDA	47,9	142,4	180,2	198,4	220,3
Dívida Bruta	1.338,3	1.192,7	1.083,5	1.058,9	1.041,8
Dívida Líquida	1.305,4	957,1	932,5	849,8	734,7
Dívida Líquida/ Patrimônio Líquido (%)	0,6%	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%
EV/EBITDA - Valor de Mercado	46,4	15,6	12,3	11,2	10,1
LPA (R\$)	(0,35)	(0,02)	0,11	0,11	0,19
P/E (x)	(7,0)	(117,2)	22,1	21,4	12,6
Dividend Yield (%)	0,0%	0,0%	4,8%	1,1%	1,0%

DRE

R\$ milhões	2017a	2018a	2019e	2020e	2021e
Receita Líquida	355,9	486,0	490,2	530,7	574,6
Lucro Bruto	147,2	243,8	253,3	273,0	300,3
Despesas operacionais	(42,8)	(84,8)	85,9	93,6	104,7
Vendas	10,7	13,2	13,4	13,8	13,6
Gerais e administrativas	102,8	110,8	59,8	65,6	73,7
Outras despesas (receitas) operacionais	(0,3)	(2,6)	12,7	14,3	17,3
= LAJIR*	(149,6)	(117,4)	(93,0)	(101,7)	(74,1)
(+/-) Resultado Financeiro	(115,6)	5,0	74,5	77,7	121,5
= LAIR*	(67,6)	(16,0)	(16,1)	(17,5)	(18,9)
(-) Impostos	(183,2)	(11,0)	58,4	60,2	102,6
Lucro Líquido*	102,8	110,8	59,8	65,6	73,7

* ex-PPI

Balço Patrimonial

R\$ milhões	2017a	2018a	2019e	2020e	2021e
Ativo total	4.466	4.815	4.690	4.738	4.824
Ativo Circulante	322	657	553	608	705
Ativo Realizável a Longo Prazo	1.966	1.868	1.787	1.778	1.773
Ativo Permanente	3.417	3.428	3.488	3.567	3.633
Passivo total	4.466	4.815	4.690	4.738	4.824
Passivo Circulante	352	680	588	597	609
Passivo Exigível a Longo Prazo	1.966	1.868	1.787	1.778	1.773
Patrimônio líquido	2.148	2.267	2.316	2.363	2.442

Fonte: JHSF e BB Investimentos

Fluxo de Caixa Livre para a Firma

R\$ milhões	2017a	2018a	2019e	2020e	2021e
EBIT	34,0	122,4	167,5	179,4	195,6
(-) IR & CS	(11,2)	(29,4)	(40,2)	(43,1)	(46,9)
NOPLAT	22,8	93,1	127,3	136,4	148,6
(+) D&A	13,9	20,0	12,8	19,0	24,8
(-) Capex	28,8	(121,9)	(73,7)	(97,2)	(91,1)
(-) Variação do Capital de Giro	223,0	192,4	(60,3)	15,6	14,2
(-) Variação Outros Ativos / Passivos	130,6	46,7	97,4	98,4	87,5
FCFF	418,9	230,3	103,5	172,1	184,0

Análise de Sensibilidade

g/WACC	Preço-Alvo 2019				
	10.2%	10.7%	11.2%	11.7%	12.2%
2.5%	3,70	3,30	3,00	2,70	2,50
3.0%	3,90	3,50	3,10	2,80	2,60
3.5%	4,10	3,70	3,30	3,00	2,70
4.0%	4,40	4,00	3,50	3,20	2,90
4.5%	4,80	4,30	3,80	3,40	3,00

Fonte: JHSF e 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 alteradas 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. 22 da ICVM 598, 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.

3 - O Banco do Brasil S.A. detém indiretamente 5% ou mais, por meio de suas subsidiárias, participação acionária no capital da Cielo S.A. (cuja participação é detida pelo BB – Banco de Investimento S.A.) e do IRB Brasil Re, companhias brasileiras listadas na bolsa de valores que podem deter, direta ou indiretamente, participações societárias em outras companhias listadas cobertas pelo BB – Banco de Investimento S.A.

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
Georgia Jorge			
Kamila Oliveira			

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.

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

Av. Paulista, 1.230 - 9º andar

São Paulo (SP) - Brasil

+55 (11) 4298 7000

Diretor	Gerente Executivo
Fernando Campos	Denisio Augusto Liberato
Gerentes da Equipe de Pesquisa	
Estratégia - Wesley Bernabé, CFA wesley.bernabe@bb.com.br	Análise de Empresas - Victor Penna victor.penna@bb.com.br
Renda Variável	
Açúcar e Etanol	Imobiliário
Daniel Cobucci cobucci@bb.com.br	Georgia Jorge georgiadaj@bb.com.br
Agronegócios	Kamila Oliveira kamila@bb.com.br
Luciana Carvalho luciana_cvl@bb.com.br	Óleo e Gás
Catherine Kiselar ckiselar@bb.com.br	Daniel Cobucci cobucci@bb.com.br
Alimentos e Bebidas	Papel e Celulose
Luciana Carvalho luciana_cvl@bb.com.br	Gabriela E. Cortez gabrielaecortez@bb.com.br
Bancos e Serviços Financeiros	Siderurgia e Mineração
Wesley Bernabé, CFA wesley.bernabe@bb.com.br	Gabriela E. Cortez gabrielaecortez@bb.com.br
Vinícius Soares vinicius.soares@bb.com.br	Transporte e Logística
Bens de Capital	Renato Hallgren renatoh@bb.com.br
Gabriela E. Cortez gabrielaecortez@bb.com.br	Utilities
Catherine Kiselar ckiselar@bb.com.br	Rafael Dias rafaeldias@bb.com.br
Macroeconomia e Estratégia de Mercado	Varejo
Hamilton Moreira Alves hmoreira@bb.com.br	Georgia Jorge georgiadaj@bb.com.br
Henrique Tomaz htomaz@bb.com.br	Renda Fixa
Ricardo Vieites ricardovieites@bb.com.br	Renato Odo renato.odo@bb.com.br
Richardi Ferreira richardi@bb.com.br	José Roberto dos Anjos robertodosanjos@bb.com.br
Equipe de Vendas	
Investidor Institucional	
bb.distribuicao@bb.com.br	
Varejo	
aco@bb.com.br	
Head - Antonio Emilio Ruiz	Henrique Reis
Antonio de Lima Junior	Marcela Andressa Pereira
Bruno Finotello	Pedro Gonçalves
Daniel Frazatti Gallina	Rafael Reis
Denise Rédua de Oliveira	Renata Simões
Fábio Caponi Bertoluci	Sandra Regina Saran
Fernando Leite	

BB Securities - London

4th Floor, Pinners Hall – 105-108 Old Broad St.

EC2N 1ER – London – UK

+44 (20) 7367 5800

Managing Director

Admilson Monteiro Garcia +44 (20) 7367 5801

Deputy Managing Director

João Domingos Cicarini Junior +44 (20) 7367 5802

Director of Sales Trading

Boris Skulczuk +44 (20) 7367 5831

Head of Sales

Nick Demopoulos +44 (20) 7367 5832

Institutional Sales

Annabela Garcia +44 (20) 7367 5853

Melton Plummer +44 (20) 7367 5843

Trading

Bruno Fantasia +44 (20) 7367 5852

Gianpaolo Rivas +44 (20) 7367 5842

Banco do Brasil Securities LLC - New York

535 Madison Avenue, 33th Floor

New York City, NY 10022 - USA

(Member: FINRA/SIPC/NFA)

Deputy Managing Director

Gabriel Cambui Mesquita Santos +1 (646) 845 3710

Institutional Sales - Equity

Charles Langalis +1 (646) 845 3714

Institutional Sales - Fixed Income

Fabio Frazão +1 (646) 845 3716

Fernando Ocana +1 (646) 845 3718

Helio Hashimoto +1 (646) 845 3713

Michelle Malvezzi +1 (646) 845 3715

DCM

João Kloster +1 (646) 845 3717

Syndicate

Shinichiro Fukui +1 (646) 845 3865

BB Securities Asia Pte Ltd - Singapore

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

Zhao Hao, CFA +65 6420 6582

Li Jing Ting +65 6420 6578