

Resultados trimestrais e Revisão de Preço

brMalls
1T19: levemente positivo

A brMalls divulgou mais um trimestre com resultados levemente positivos. Do lado operacional, os indicadores permaneceram, em sua maioria, estáveis. Como destaque positivo, a inadimplência mostrou um forte recuo enquanto, por outro lado, houve a queda do SSS. Do lado financeiro, observamos uma melhora nas margens e receitas.

Destques operacionais. SSS e SSR atingiram a 1,5% e 5,7%, respectivamente. Enquanto o primeiro indicador caiu (-1,2 p.p. a/a) devido a efeitos sazonais, o segundo saltou (+5,3 p.p. a/a) decorrente do aumento do IGP-M e da redução dos descontos concedidos aos lojistas. As vendas totais (ex-vendas de participações) aumentaram em 6,5% a/a, enquanto a taxa de ocupação diminuiu 0,1 p.p. a/a, para 96,4%. A surpresa positiva foi a redução da taxa de inadimplência (-1,1 p.p. a/a, para 3,7%), confirmando a adoção do *mix* de lojas mais saudável.

Desempenho econômico-financeiro. A receita líquida foi de R\$ 314,1 milhões, 5,6% superior ao ano anterior (ex-vendas de participações), refletindo o aumento dos índices de inflação e a diminuição dos descontos. Embora a receita de aluguel tenha aumentado 4,1% a/a, o aluguel percentual enfraqueceu justificado pelos cinemas que tiveram estreias menos expressivas no período. Dessa forma, esperamos uma reversão de tendência nessa linha para o próximo trimestre, dada a estreia de um filme que atingiu a segunda maior bilheteria de todos os tempos. Destacamos também o crescimento da receita de estacionamento em 4,6% a/a devido ao aumento do fluxo de veículos.

NOI (ex-vendas de participações) cresceu 3,8% a/a, alcançando R\$ 278,0 milhões e margem de 88,0%. Já a margem EBITDA ajustada (ex-vendas de participações) atingiu 74,7% (-3,3 p.p. a/a), impactada negativamente devido ao (i) aumento de despesas de G&A, resultado da readequação do modelo de remuneração da companhia e aos planos de retrofit e (ii) resultado de equivalência patrimonial, decorrente da operação da Delivery Center. Por fim, o lucro líquido atingiu R\$ 154,9 milhões (+22,5% a/a) impulsionado por efeitos tributários.

Highlights

R\$ Milhões	1T19	t/t	a/a
Taxa de Ocupação	96,4%	-0,1 p,p	-0,3 p,p
SSS (Vendas Mesmas Lojas)	1,5%	-1,2 p,p	-2,2 p,p
Receita Líquida	314,1	5,0%	-10,7%
EBITDA Ajustado	234,6	0,5%	-0,2%
Margem EBITDA (%)	74,7%	-3,4 p,p	7,9 p,p
Lucro Líquido	155,0	22,5%	-4,8%
Margem Líquida (%)	49,3%	7,0 p,p	3,0 p,p
FFO Ajustado	176,3	14,0%	5,3%
Margem FFO (%)	56,1%	4,4 p,p	8,5 p,p

Endividamento

R\$ Milhão	1T19	t/t	a/a
Dívida Total	3.127,2	5,5%	11,8%
Dívida Líquida	1.710,5	+21,8%	-8,1%
DL / EBITDA	1,9x	0,2x	-0,2x

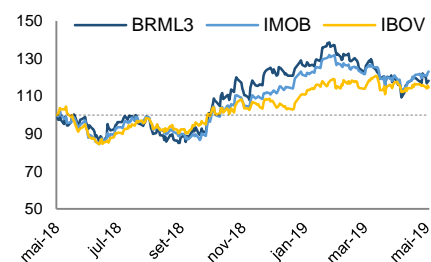
Fonte: brMalls e BB Investimentos

BRML3

Rating	Market Perform
Preço-alvo - 2019E	12,60
Preço da ação - 09/05/2019	12,25
Upside	2,5%

Trading data

em 09/05/2019		
Valor de Mercado	R\$ milhões	10.328
Varição 1 mês	%	1,8%
Varição UDM	%	21,3%
Varição 2018	%	-5,1%
Min. 52 sem.	R\$	8,73
Máx. 52 sem.	R\$	14,43


Multiplos

	2019e	2020e	2021e
EV/EBITDA	13,1	12,5	11,8
P/FFO	18,0	17,9	17,0
LPA	R\$ 0,66	0,66	0,70

Georgia Jorge
Analista Sênior
georgiadaj@bb.com.br

Kamila Oliveira
Analista
kamila@bb.com.br

Conclusões. Novamente, a brMalls apresentou resultados marginalmente positivos. Apesar do aumento das vendas líquidas e da gradual redução na inadimplência, tanto os descontos quanto os *leasing spreads* mais baixos concedidos pela companhia nos últimos anos ainda pesam na receita de aluguel. No entanto, consideramos que a recuperação da economia doméstica esperada no 2S19, aliada a uma crescente demanda por ABL, deverá impactar positivamente a linha de receitas nos próximos trimestres. Finalmente, a fim de incorporar os resultados de 2018 e as perspectivas positivas a partir de 2019, ajustamos nosso modelo de avaliação, e nosso preço atual de BRML3 para R\$ 12,60 (de R\$ 12,80 anteriormente). E, mantemos a recomendação em *Market Perform*.

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 12,53%.

Fizemos alguns ajustes em nossas premissas de forma a incluir os resultados de 2018. Quanto às premissas referentes à receita, (i) mantivemos a ABL de 2018 e (ii) melhoramos a projeção de taxa de ocupação e de vendas/m². Em relação a ABL, embora a companhia pretenda vender mais 9 shoppings de *tier* menor, não há um *pipeline* concreto de quando acontecerá, bem como para aquisições, assim, faremos mudanças eventuais de acordo com os anúncios da empresa. Quanto à taxa de ocupação e vendas/m², algumas melhorias do cenário econômico doméstico foram consideradas, juntamente com o sucesso da empresa na renegociação dos contratos de aluguel, conseguindo repassar a inflação além de não conceder novos descontos aos lojistas.

No que se refere aos custos e despesas, aumentamos um pouco as despesas com custos condominiais e com pessoal, devido ao crescimento de equipe, custos com inovação e de retrofit. Destacamos que o *taste lab* implementado no Shopping Cuiabá está sendo estudado para expandir dentro do retrofit nos shoppings que apresentam essa possibilidade, além de áreas de estacionamento mais modernas e novas áreas infantis. Já sobre o Delivery Center, existe um plano de expansão para 60 shoppings ainda neste ano, impulsionado pelo fato de que houve aumento de 17% nas vendas dos lojistas situados nos shoppings em que já estão atuando.

Por fim, consideramos em nossas projeções que a companhia irá trabalhar nos próximos anos com uma alavancagem financeira entre 2,0 a 2,5x Dívida Líquida/Ebitda, bem como com um *payout* entre 60-70% do lucro líquido.

Riscos à nossa tese de investimento. Os riscos para a tese de investimentos da brMalls incluem (i) recuperação da economia doméstica mais lenta que o esperado e (ii) dificuldade em manter o *mix* de lojas e, conseqüentemente, a queda da taxa de ocupação.

Estimativas		Premissas	
Valor Total para a Empresa (R\$ milhões)	12.709		
VP do FCFF	6.425	Beta	0,98
VP da Perpetuidade	6.284	WACC	12,5%
Número de Ações (mi)	842,3	D/(D+E)	20%
Dívida Líquida	(2.137)	Taxa Livre de Risco	4,8%
Valor de Mercado	10.572	Prêmio de Mercado	4,7%
Preço-alvo (R\$)	12,60	Crescimento Perpetuidade	3,5%

Indicadores Operacionais

R\$ milhões	2017a	2018a	2019e	2020e	2021e
ABL (BR Malls) (m ²)	877,11	949,64	949,64	949,64	949,64
Taxa de Ocupação	95,5%	96,4%	97,0%	97,4%	97,8%

Indicadores de Endividamento

R\$ milhões	2017a	2018a	2019e	2020e	2021e
Dívida Líquida	1.637,4	1.906,4	2.137,1	2.038,5	1.946,6
DL / EBITDA	(1,78)	1,13	2,25	2,04	1,85
Capex	205,9	346,8	194,8	245,5	252,5
Depreciação	(16,8)	(17,4)	(19,4)	(17,2)	(15,2)

Fonte: brMalls e BB Investimentos

Indicadores Financeiros

R\$ milhões	2017a	2018a	2019e	2020e	2021e
Margem NOI (%)	88,4%	87,6%	87,8%	87,9%	87,9%
Margem EBITDA (%)	66,4%	72,2%	72,4%	72,7%	73,4%
Margem Líquida (%)	41,3%	40,2%	42,3%	40,6%	41,3%
Rentabilidade do Patrimônio Líquido (%)	5,4%	4,7%	5,0%	4,9%	5,1%
NOI	1.200,2	1.125,5	1.167,7	1.225,0	1.277,3
EBITDA ajustado	895,1	914,8	950,2	999,8	1.052,3
Dívida Bruta	3.338,2	2.841,7	2.802,7	2.776,6	2.734,9
Dívida Líquida	1.637,4	1.906,4	2.137,1	2.038,5	1.946,6
Dívida Líquida/ EBITDA ajustado (x)	1,87	1,13	2,25	2,04	1,85
LPA (R\$)	0,64	0,60	0,66	0,66	0,70
P/FFO ajustado (x)	18,01	19,58	17,95	17,92	16,98
EV/EBITDA ajustado (x)	13,91	13,61	13,11	12,46	11,84
Dividend Yield (%)	0,5%	0,7%	1,7%	3,3%	3,4%

DRE

R\$ milhões	2017a	2018a	2019e	2020e	2021e
Receita Líquida	1.348,0	1.266,3	1.311,9	1.374,9	1.433,6
Lucro Bruto	1.198,5	1.110,1	1.150,5	1.205,7	1.257,2
Despesas operacionais	303,3	195,3	200,2	205,9	204,9
Comerciais	207,8	66,9	68,9	72,2	75,3
Gerais e administrativas	97,8	110,9	112,3	113,8	115,3
Outras despesas (receitas) operacionais	-2,3	17,4	19,0	19,9	14,3
= LAJIR*	-934,6	1.669,7	930,9	982,6	1.037,1
(+/-) Resultado Financeiro	-309,8	-211,0	-285,5	-328,9	-344,5
= LAIR*	-1.244,4	1.458,7	645,4	653,7	692,6
(-) Impostos	368,3	-352,9	-40,7	-43,0	-45,3
Lucro Líquido*	-796,3	1.016,2	555,4	558,7	592,4

Balanco Patrimonial Sintético

R\$ milhões	2017a	2018a	2019e	2020e	2021e
Ativo Total	18.165	18.291	18.221	18.537	18.851
Ativo Circulante	2.296	1.325	1.067	1.142	1.207
Ativo Realizável a Longo Prazo	208	196	200	205	210
Ativo Permanente	15.661	16.770	16.954	17.190	17.434
Passivo total	18.165	18.291	18.221	18.537	18.851
Passivo Circulante	843	965	985	998	1.010
Passivo Exigível a Longo Prazo	6.809	6.368	6.016	6.053	6.074
Patrimônio Líquido	10.513	10.958	11.220	11.486	11.767

Fonte: brMalls e BB Investimentos

Fluxo de Caixa Livre para a Firma*

R\$ milhões	2017a	2018a	2019e	2020e	2021e
EBIT	878	897	931	983	1,037
(-) IR & CS	(92)	(87)	(49)	(51)	(54)
NOPLAT	786	810	882	931	983
(+) D&A	17	17	19	17	15
(-) Capex	(206)	(347)	(195)	(245)	(253)
(-) Variação do Capital de Giro	(29)	578	15	15	3
(-) Variação Outros Ativos / Passivos	(115)	(73)	(324)	54	51
FCFF	453	985	398	772	800

*ex-PPI

Análise de Sensibilidade

g/WACC	Preço-Alvo 2019				
	11,5%	12,0%	12,5%	13,0%	13,5%
2,5%	13,5	12,6	11,7	11,0	10,3
3,0%	14,0	13,0	12,1	11,3	10,6
3,5%	14,6	13,5	12,6	11,7	10,9
4,0%	15,3	14,1	13,0	12,1	11,3
4,5%	16,0	14,7	13,6	12,6	11,7

Fonte: brMalls 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 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. 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	
acoes@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