



SHOPPING CENTERS: TRANSFORMANDO DESAFIOS EM OPORTUNIDADES

"Eu vi ao longo da vida que a diferença, todo mundo vê, mas o detalhe a gente sente, o sucesso está nos detalhes"

José Isaac Peres

ESTRUTURA

O objetivo desta carta é analisar o atual cenário do mercado de shopping centers no Brasil, apresentando nossa visão das oportunidades e desafios que moldarão o futuro desse mercado e como nos posicionamos para capturar o valor dessas tendências. Ao longo desta análise, vamos explorar o contexto histórico e estratégico que nos trouxe ao cenário atual, refletir sobre as mudanças que ocorreram neste período, identificar o impacto sobre o valor dos ativos e das empresas, e apontar o caminho de geração de valor que entendemos existir neste setor.

Ao longo dos 18 anos de história da Argucia Capital Management, o investimento em empresas de propriedades comerciais, sejam shopping centers ou lajes corporativas, foi recorrente. Investimos em empresas com perfis variados, desde Multiplan e Allos até General Shopping, em holdings como Jereissati e empresas de propriedades comerciais como São Carlos e, mais recentemente, Syn e HBR Realty. Em comum a todas elas, ativos reais geradores de renda e uma dispersão relevante entre o valor intrínseco dos seus ativos e o valor de mercado das empresas, em momentos diferentes do tempo. Essa experiência, que inclui acompanhar diversas operações e atuar como gestor de Fil de andares comerciais anexados a um shopping, nos proporcionou um conhecimento vasto e, em certa medida, privilegiado sobre o setor. Isso porque não existem muitos investidores que transitam entre Fils e companhias abertas.

De forma geral, o setor de shopping centers no Brasil tem grande relevância na economia, impulsionando o varejo e gerando milhares de empregos. Em 2023, os shoppings movimentaram mais de R\$ 194,7 bilhões em vendas, representando cerca de um quinto de todo faturamento do varejo no Brasil e empregando diretamente mais de 1 milhão de pessoas, segundo a Abrasce¹. O recorde de vendas no último ano superou os R\$ 192,8 bilhões de 2019, demonstrando não só a importância e a

potência do segmento na economia brasileira, mas também a capacidade de recuperação dos shoppings após a crise gerada pela pandemia.

Atualmente, o Brasil possui 639 shoppings em operação, sendo um dos países com maior número de shoppings, mas bem distante de países europeus, dos Estados Unidos e mesmo de países latino-americanos como Chile e México quando consideramos a Área Bruta Locável (ABL) per capita. A região Sudeste concentra a maior parte dos empreendimentos, com 53% do total, seguida pelas regiões Nordeste, com 18%, e Sul, com 15%. A região Centro-Oeste conta com 9% dos shoppings, enquanto a região Norte tem 5%.

O segmento de shopping centers no Brasil conta com mais de 30 empresas responsáveis pela administração desses empreendimentos, além de diversos centros comerciais que possuem administração própria. A Allos, Multiplan e Iguatemi são as três maiores administradoras listadas em bolsa. Juntas, somam cerca de 3,2 milhões de m² sob administração, representando aproximadamente 18% da ABL total dos shoppings no Brasil, sendo responsáveis por R\$ 80,6 bilhões em vendas, 41% das vendas totais do setor.

Desde o advento do Novo Mercado, criado no início dos anos 2000, empresas com foco em investimentos imobiliários e administração de shopping centers optaram por abrir capital na bolsa de valores, buscando recursos para expansão e aumento da competitividade. Esse foi o caso da Multiplan, Iguatemi e Allos, essa última resultante de duas combinações de negócios entre empresas de capital aberto: a primeira entre a Aliansce Shopping Centers e a Sonae Sierra Brasil, que resultou na formação da Aliansce Sonae Shopping Centers, e mais recentemente entre a Aliansce Sonae e a brMalls Participações.

A Iguatemi, em fevereiro de 2007, foi a primeira empresa de shopping centers a realizar uma oferta pública inicial (IPO) na bolsa brasileira,

¹ Fonte: Perfil do Setor de Shopping Center 2023/2024 – Abrasce
https://abrasce.com.br/wp-content/uploads/2024/02/Perfil-do-Sector-de-Shopping-Centers_-2023-2024.pdf

Este documento tem caráter meramente informativo e não se deve ser utilizado para auxiliar ou influenciar investidores no processo de tomada de decisão de investimento, nem deve ser considerado como uma oferta de aquisição de cotas de fundo de investimento. • A Argucia Capital Management não comercializa nem distribui cotas de fundos de investimento ou qualquer outro ativo financeiro. • Para avaliação de performance de fundos de investimento, é recomendável uma análise de períodos de, no mínimo, 12 (doze) meses. • Os fundos utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. • Fundos de investimento não contam com a garantia da administradora, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos - FGC. • A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura.

captando cerca de R\$ 550 milhões, o que permitiu impulsionar seu desenvolvimento e expansão, principalmente via fusões e aquisições (M&As). Com isso, a empresa conseguiu adquirir dois novos ativos e aumentar a participação em quatro shoppings do seu portfólio. Neste momento, essa decisão dos controladores representou uma importante vantagem competitiva. Capitalizada e com a moeda de troca bem precificada, a companhia tinha a oportunidade de investir e crescer mais que seus concorrentes, gerando valor para os acionistas e reforçando seu posicionamento estratégico junto ao mercado. A reação dos concorrentes veio na mesma linha.

No mesmo ano, a Multiplan trilhou um caminho similar e abriu seu capital na bolsa com um IPO que movimentou aproximadamente um bilhão de reais. Antes disso, a companhia já havia iniciado uma série de processos de reestruturações societárias no grupo, a fim de se preparar para o futuro processo de abertura de capital. Em 2006, a Multiplan realizou operações societárias em que comprou as participações da Bozano Simonsen Centros Comerciais S.A. e Realejo Participações S.A. nos shoppings, e encontrou um parceiro estratégico, o Ontario Teachers Pension Plan (OTPP), fundo de pensão canadense que se tornou membro do grupo de controle da companhia. Esses movimentos societários trouxeram novos sócios ao acionista controlador José Isaac Peres na Multiplan, mas, por outro lado, permitiram que a companhia alcançasse participação majoritária em mais shoppings e elevasse sua participação na ABL da sua rede.

Assim, a abertura de capital foi uma estratégia adotada pelas empresas de shopping centers no Brasil para expandirem e se consolidarem em um mercado fragmentado e com alta expectativa de crescimento. Por meio dos recursos captados nos IPOs, as empresas puderam construir novos empreendimentos (*greenfields*), expandir ativos maduros já operacionais (*browfields*) e adquirir participações em shoppings já existentes, aumentando sua presença geográfica e diversificando seu portfólio. Com isso, as empresas ganharam escala, eficiência e competitividade no setor.

Ademais, a força comercial gerada com grupos maiores e mais diversificados regionalmente não pode ser ignorada. Administradoras com um amplo portfólio e de alta qualidade em todo o Brasil possuem uma vantagem estratégica e comercial

significativa com os varejistas. Com uma infraestrutura já estabelecida e shoppings em diversas regiões, essas empresas oferecem múltiplas localidades para uma expansão rápida e eficiente pelo país aos lojistas, aumentando seu poder de barganha e a capacidade de negociar locações que julgam ser estratégicas para o mix dos seus ativos e de reduzir seu risco de vacância.

Nos anos seguintes, o mercado de shoppings no Brasil passou por um ciclo de forte expansão de ABL e de inauguração de novos shoppings, especialmente no início da segunda década deste século. Esse movimento foi impulsionado pelo aumento da renda, do crédito e do consumo das classes média e baixa, além da abertura de capital de empresas do setor que captaram recursos para investir em novos projetos. Entre 2007 e 2019, o número de shoppings no país saltou de 363 para 577, segundo a Abrasce. No entanto, esse ritmo de crescimento não se sustentou diante da crise econômica e da maior seletividade dos consumidores. Em 2023, apenas cinco novos shoppings foram inaugurados no Brasil e a nossa expectativa é de uma lenta e gradual recuperação na abertura de novos centros comerciais, uma vez que as principais empresas do setor continuam afirmando que seu foco está na expansão dos seus ativos atuais e não no desenvolvimento de novos empreendimentos².

Mais recentemente, um dos principais desafios para o setor de shoppings no mundo e no Brasil, é a concorrência com o comércio eletrônico, que teve um forte crescimento e ganhou ainda mais força com a pandemia de covid-19. O comércio eletrônico oferece vantagens como praticidade, conveniência, variedade e preços competitivos que atraem os consumidores que buscam facilidade e economia nas suas compras. Sua forte expansão, especialmente nos últimos anos, representou uma ameaça significativa para a sustentabilidade dos shopping centers e seguramente contribuiu para a desvalorização das ações das companhias do setor e compressão dos múltiplos delas para níveis surpreendentes quando comparados com a média histórica do setor.

² Fonte: Grupos dão prioridade à expansão em vez de investir em novos shoppings
<https://valor.globo.com/publicacoes/especiais/shopping-centers/noticia/2024/07/11/grupos-dao-prioridade-a-expansao-em-vez-de-novas-unidades.ghtml>

Este documento tem caráter meramente informativo e não se deve ser utilizado para auxiliar ou influenciar investidores no processo de tomada de decisão de investimento, nem deve ser considerado como uma oferta de aquisição de cotas de fundo de investimento. • A Argucia Capital Management não comercializa nem distribui cotas de fundos de investimento ou qualquer outro ativo financeiro. • Para avaliação de performance de fundos de investimento, é recomendável uma análise de períodos de, no mínimo, 12 (doze) meses. • Os fundos utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. • Fundos de investimento não contam com a garantia da administradora, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos - FGC. • A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura.

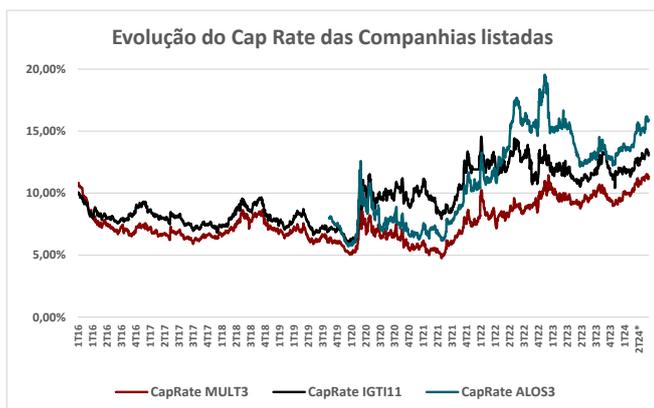
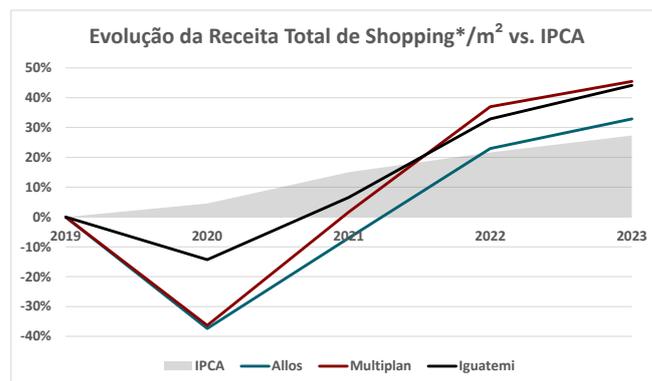


Gráfico 1: Evolução do Cap Rate das Companhias listadas. **Fonte:** Elaboração Própria a partir de dados abertos das Companhias

Diante desse cenário, os shoppings precisaram se reinventar e adequar o mix de lojas às novas demandas e preferências dos consumidores, oferecendo experiências diferenciadas, serviços de qualidade, segurança, lazer e entretenimento. Dessa forma, o desafio das administradoras de shoppings tem sido cada vez mais o de transformar seus ativos em centros de contato onde os consumidores podem resolver suas tarefas e necessidades do dia a dia e, com isso, estar presente na vida das pessoas. Recentemente, Rafael Sales, CEO da Allos, resumiu esse novo desafio das administradoras de shopping na necessidade de capturar o “share of life” dos seus clientes e não só o “share of wallet”³.

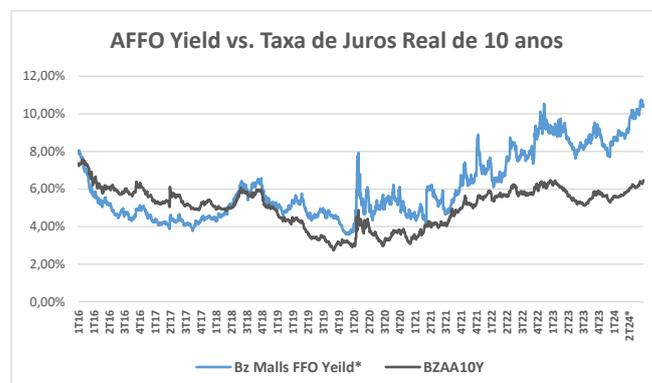
Dito isso, o que se pôde observar nos últimos anos foi que, apesar dos obstáculos impostos pela pandemia, quando os centros comerciais foram obrigados a ficar fechados, e do crescimento do comércio eletrônico, as vendas dos shopping centers apresentaram uma forte recuperação, especialmente naqueles administrados pelas principais empresas listadas em bolsa, demonstrando a resiliência desses ativos e sua importância para os consumidores brasileiros. Do ponto de vista do valor dos ativos, esse é um ponto relevante que pode ser corroborado quando analisamos a evolução da Receita Total de Shopping (Receita de Locação + Receita de Estacionamento) por m² entre 2019 e 2023 para as empresas listadas, com resultados ainda mais robustos. Ou seja, apesar de toda dificuldade enfrentada nos últimos anos, os ativos continuaram crescendo sua capacidade de gerar receita por m² acima da inflação, reforçando seus fundamentos e capacidade de gerar valor.



(*) Receita Total de Shopping: Foram consideradas as receitas de locação e de estacionamentos e a ABL média do ano de uma mesma base de shoppings na elaboração do gráfico

Gráfico 2: Evolução da Receita Total de Shopping/m² vs. IPCA. **Fonte:** Elaboração Própria a partir de dados abertos das Companhias e IBGE

Ainda assim, um fator determinante na precificação desses ativos e, por consequência, dessas companhias é o juro real da economia. De forma simplificada, a ideia é que, por se tratar de ativos teoricamente perpétuos, com baixo risco e que se valorizam ao longo dos anos junto com a inflação, a remuneração recebida pelos shoppings deve ser relacionada com a remuneração real requerida pelo investidor. A proxy mais utilizada para remuneração dos shoppings é o AFFO Yield (AFFO/Preço)⁴ e, para o juro real, é a NTN-B de 10 anos. Com isso, observa-se um movimento correlacionado entre essas duas taxas, de forma que, quando há uma elevação no juro real, é esperado que haja uma redução no preço dos ativos para aumentar o AFFO Yield dessas companhias. Portanto, apesar da receita gerada por esses ativos ter crescido acima da inflação neste período, a elevação no juro real no Brasil a partir de 2021 trouxe uma pressão contrária, atuando na redução do valor justo dos ativos dos shoppings e no valor das suas ações na bolsa.



(*) Bz Malls FFO Yield: Média ponderada do FFO Yield de MULT3, IGT11 e ALOS3 pelo valor de mercado dessas companhias

Gráfico 3: AFFO Yield vs. Taxa de Juros Real de 10 anos. **Fonte:** Elaboração Própria a partir de dados abertos das Companhias e Bloomberg

³ Fonte: Na Allos, a próxima onda é o “share of life” dos consumidores <https://neofeed.com.br/negocios/na-allos-a-proxima-onda-e-o-share-of-life-dos-consumidores/>

Este documento tem caráter meramente informativo e não se deve ser utilizado para auxiliar ou influenciar investidores no processo de tomada de decisão de investimento, nem deve ser considerado como uma oferta de aquisição de cotas de fundo de investimento. • A Argucia Capital Management não comercializa nem distribui cotas de fundos de investimento ou qualquer outro ativo financeiro. • Para avaliação de performance de fundos de investimento, é recomendável uma análise de períodos de, no mínimo, 12 (doze) meses. • Os fundos utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. • Fundos de investimento não contam com a garantia da administradora, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos - FGC. • A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura.

⁴ AFFO Yield é uma métrica utilizada para avaliar a rentabilidade de investimentos imobiliários calculado dividindo o AFFO de um ativo ou empresa pelo seu preço de mercado. O termo AFFO refere-se ao “Adjusted Funds From Operations”, que é uma medida utilizada como proxy para a capacidade de geração de fluxo de caixa operacional. No contexto de shoppings centers, o AFFO é particularmente relevante para investidores, pois reflete a capacidade dos ativos de gerar renda e a eficiência da gestão em maximizar essa renda.

Neste sentido, um outro ponto chama atenção. Nos últimos dois anos, vivenciamos uma abertura do spread entre essas duas taxas, mostrando que os investidores estão exigindo um prêmio maior para investir nas ações das empresas de shopping. Dentre as principais razões para isso podemos citar (i) os novos riscos e incertezas quanto à perpetuidade e estabilidade no lucro dos shoppings, ameaçados pelo crescimento do comércio eletrônico; (ii) as dificuldades enfrentadas por essa indústria no mercado americano e europeu que afastam o investidor estrangeiro apesar das diferenças estruturais existentes em comparação com o mercado de shopping brasileiro; e (iii) as altas taxas de juros no Brasil e no mundo, aumentando a aversão a um risco do investidor.

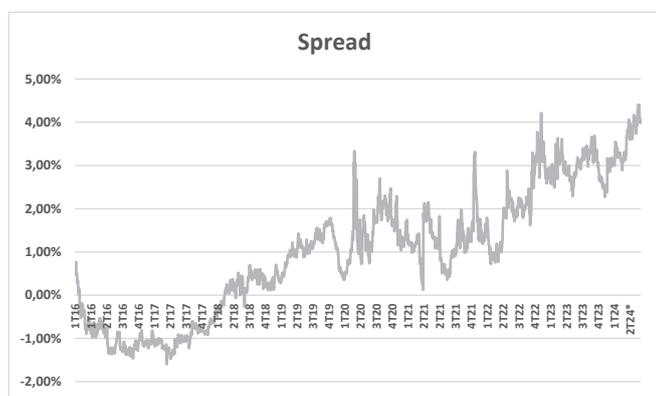


Gráfico 4: Spread (Bz Malls FFO Yield vs. BZAA10Y). **Fonte:** Elaboração Própria a partir de dados abertos das Companhias e Bloomberg

	AFFO Yield	NTN-B 2035	Spread (bps)
MULT3	10,15%	6,29%	386
IGTI11	10,06%	6,29%	377
ALOS3	11,14%	6,29%	485
Bz Malls (média)	10,50%	6,29%	421

Tabela 1: Spread (AFFO Yield vs. NTN-B 2035) das Companhias abertas. **Fonte:** Elaboração Própria a partir de dados abertos das Companhias e site do Tesouro Direto⁵

Mas ainda que esses argumentos sejam válidos, entendemos que eles não explicam por completo esse movimento. Em primeiro lugar, porque, no nível dos shoppings, os bons ativos continuam performando muito bem e com aluguéis crescendo acima da inflação do período. Em segundo lugar, porque, quando observamos os *valuations* obtidos em transações privadas dos ativos de shopping, vemos que a expansão no *cap rate* exigido foi inferior ao aumento no AFFO *yield* observado no preço das ações das empresas de shopping.

Um shopping, quando analisado isoladamente, tem basicamente dois drivers de valor: (i) sua capacidade de gerar aluguel em linha ou acima da inflação e (ii) o risco embutido nesse fluxo e o retorno exigido pelo investidor (*cap rate*). Já uma

companhia listada de shoppings possui outros elementos que são levados em consideração, como sua perspectiva de crescimento, sua capacidade de reinvestir, sua qualidade na alocação do capital, sua estrutura de custos e de capital, e sua governança corporativa, entre outros. Nossa visão é que o mercado aqui parece passar uma mensagem de que atribui menos valor do que no passado ao crescimento futuro das companhias ou de que questiona mais a qualidade da alocação de capital que elas exercem, fazendo com que, nesse cenário, a estrutura de companhia de capital aberto passe a ser pouco eficiente para se investir nos shoppings, em especial quando se compara com as opções atualmente disponíveis.

ARBITRAGEM

De outro lado, uma indústria que tem crescido muito nos últimos anos são os fundos imobiliários (FIIs). No Brasil, os FIIs foram idealizados no início dos anos 1990 como uma nova estrutura de financiamento imobiliário, que facilitou o deslocamento de capital de um credor para um novo proprietário ou sócio do empreendimento, ao possibilitar a captação de recursos de investidores via mercado de capitais e destiná-los à produção imobiliária. Já para os investidores, esse novo instrumento financeiro possibilitou uma nova forma de investir em imóveis comerciais como shoppings, escritórios, galpões e hotéis, por meio da compra de cotas que representam frações ideais desses imóveis.

Apesar de já existirem desde 1993, os FIIs começaram a crescer a partir de 2005 com a isenção de imposto de renda sobre rendimentos⁶. Via de regra, os FIIs são obrigados a distribuir no mínimo 95% de seus lucros aos cotistas, que são isentos de imposto de renda sobre os rendimentos, desde que o fundo seja listado em bolsa, tenha no mínimo 100 cotistas e que o cotista detenha quantidade inferior a 10% do montante total de cotas do fundo. Com isso, os FIIs permitem que os investidores tenham acesso a rendimentos provenientes da exploração dos imóveis, como aluguéis e receitas de estacionamento, além da valorização das cotas no mercado, funcionando como um *hedge* contra a inflação, uma vez que os contratos de aluguéis são normalmente indexados à inflação.

Dessa forma, os FIIs se tornaram bem populares no Brasil, atraindo tanto investidores

⁵ Fonte: [Rentabilidade dos Títulos Públicos – Tesouro Direto](https://www.tesourodireto.com.br/titulos/precos-e-taxas.htm)
<https://www.tesourodireto.com.br/titulos/precos-e-taxas.htm>

Este documento tem caráter meramente informativo e não se deve ser utilizado para auxiliar ou influenciar investidores no processo de tomada de decisão de investimento, nem deve ser considerado como uma oferta de aquisição de cotas de fundo de investimento. • A Argucia Capital Management não comercializa nem distribui cotas de fundos de investimento ou qualquer outro ativo financeiro. • Para avaliação de performance de fundos de investimento, é recomendável uma análise de períodos de, no mínimo, 12 (doze) meses. • Os fundos utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. • Fundos de investimento não contam com a garantia da administradora, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos - FGC. • A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura.

⁶ A lei nº 11.196, de 2005, incluiu a isenção dos rendimentos distribuídos pelos Fundos de Investimento Imobiliários cujas quotas sejam admitidas à negociação exclusivamente em bolsa

peças físicas quanto institucionais, atraídos pela diversificação oferecida pelo instrumento, pelo benefício fiscal sobre os rendimentos e pela possibilidade de obter retornos superiores à taxa Selic. Segundo dados da B3⁷, o número de investidores com posição de FIs em custódia saltou de 121 mil em dezembro de 2017 para cerca de 2,7 milhões em junho de 2024, um aumento de mais de 2100%. No mesmo período, o patrimônio líquido dos FIs cresceu de R\$ 40 bilhões para R\$ 248 bilhões, um avanço de 520%.

Os quatro maiores fundos de shopping do Brasil em 28 de junho de 2024 eram:

Ticker	PL (milhões)	Nº de Cotistas (mil)	Volume médio diário (mil)	DY (%)	P/VP
XPML11	6.131	516,6	17.294	9,39	1,02
VISC11	3.668	355,2	8.954	9,92	0,91
HGBS11	2.905	120,4	4.287	10,27	0,93
HSML11	1.956	195,6	4.561	9,41	1,02

Tabela 2: FIs de Shoppings. **Fonte:** Elaboração Própria a partir de dados abertos dos Fundos Imobiliários e Econômica



Gráfico 5: Evolução do Market Cap dos FIs de Shopping. **Fonte:** Elaboração Própria a partir de dados abertos dos Fundos Imobiliários e Econômica

Esses fundos investem em diversos shoppings de diferentes regiões, tamanhos e perfis de público, buscando capturar as oportunidades e os desafios do setor de varejo no Brasil. Desde a sua origem, os FIs viraram grandes parceiros das empresas de shopping centers ao se tornarem sócios nesses empreendimentos administrados por essas companhias. Com isso, os FIs se beneficiam do know-how e da relação já estabelecida dessas empresas com os lojistas, ao mesmo tempo que as administradoras podem aliviar sua estrutura de capital ao vender uma fatia dos shoppings para esses fundos e aumentar sua receita de serviços oriunda da administração dos empreendimentos para terceiros.

Nesse sentido, vale destacar que, por se tratar de instrumentos financeiros que são obrigados a distribuir 95% de seus lucros aos cotistas, os FIs são normalmente precificados de maneira diferente das empresas de shoppings centers listadas em bolsa, que muitas vezes possuem estrutura de capital mais alavancada em dívidas e utilizam parte de seus lucros para desenvolver novos empreendimentos imobiliários.

Quando um investidor investe diretamente em um imóvel, tem sua avaliação muito focada no potencial ganho de capital que pode obter com a valorização do ativo e com a renda de aluguel que espera obter em relação ao capital investido. A mesma lógica se aplica aos FIs, em especial quando sua base de cotistas é fortemente amparada por pessoas físicas que encontram nessa estrutura um veículo com maior diversificação de risco e eficiência tributária. Dessa forma, duas métricas muito utilizadas para avaliar o preço desses fundos são o Preço/Valor Patrimonial (P/VP) e o Dividend Yield (DY).

A fim de mensurar a diferença entre a precificação utilizada para os FIs e as empresas listadas em bolsa, podemos comparar suas Taxas de Capitalização (*Cap Rates*)⁸, isto é, Receita Operacional Líquida dos últimos doze meses dos seus shoppings (NOI⁹ LTM) sobre o valor desses empreendimentos (EV). Nesse sentido, constata-se que os FIs, apesar de contarem com uma venda própria mensal média inferior às empresas de shopping listadas e, portanto, possuírem um portfólio em teoria de menor qualidade, estão sendo negociados com múltiplos superiores (*Cap Rates* mais baixos) a essas empresas em bolsa.

Fundos	NOI Anualizado (milhões)	EV (milhões)	Cap Rate	Empresa	NOI LTM (milhões)	EV (milhões)	Cap Rate
XPML11*	455,2	6.539	6,96%	MULT3	1.768,9	15.584	11,35%
HSML11	234,9	2.294	10,24%	IGTI11	1.017,0	7.767	13,09%
VISC11	297,9	3.560	8,37%	ALOS3	2.380,5	14.988	15,88%
HGBS11	237,3	2.646	8,97%				

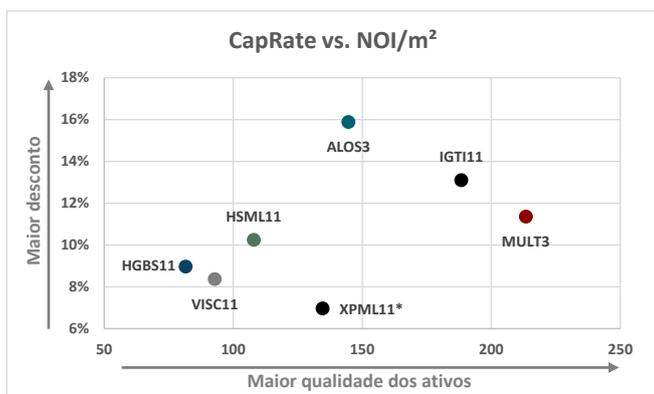
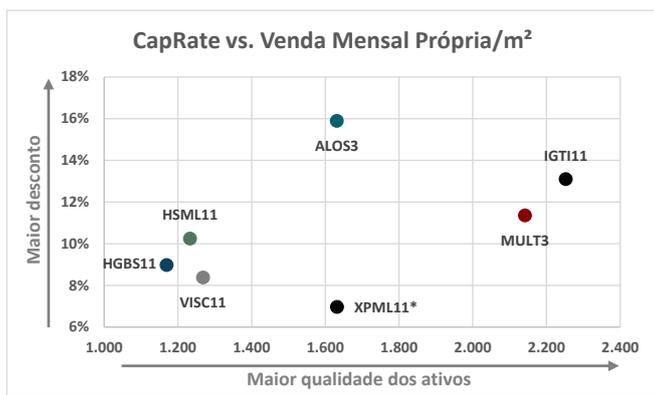
Tabela 3: Cap Rate estimado dos Fundos Imobiliários e Companhias de Shopping. **Fonte:** Elaboração Própria a partir de dados abertos das Companhias e Fundos Imobiliários

⁷ Fonte: *Boletim Mensal Fundos Imobiliários (FIs) de Junho – B3* <https://www.b3.com.br/data/files/BC/F0/29/07/D7E909105FE89209AC094EA8/Boletim%20FII%20-%2006M24.pdf>
⁸ O termo "*Cap Rate*" refere-se à Taxa de Capitalização, que é uma medida usada para avaliar a rentabilidade e o valor de investimentos imobiliários. É calculado dividindo o Resultado Operacional Líquido de uma

propriedade pelo seu valor ou preço de compra. O *Cap Rate* é uma métrica comumente utilizada na indústria imobiliária para comparar o valor relativo de diferentes propriedades.

⁹ O Resultado Operacional Líquido (NOI) é uma métrica financeira que representa a receita operacional líquida gerada por um imóvel, como um shopping center, após a dedução de todas as despesas operacionais necessárias para manter e operar o imóvel. O NOI é um indicador importante da capacidade de um ativo imobiliário de gerar fluxo de caixa e é frequentemente utilizado para avaliar a performance operacional de propriedades comerciais.

Este documento tem caráter meramente informativo e não se deve ser utilizado para auxiliar ou influenciar investidores no processo de tomada de decisão de investimento, nem deve ser considerado como uma oferta de aquisição de cotas de fundo de investimento. • A Argucia Capital Management não comercializa nem distribui cotas de fundos de investimento ou qualquer outro ativo financeiro. • Para avaliação de performance de fundos de investimento, é recomendável uma análise de períodos de, no mínimo, 12 (doze) meses. • Os fundos utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. • Fundos de investimento não contam com a garantia da administradora, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos - FGC. • A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura.



(*) XPML11: Recentemente o XP Mall FII comunicou aquisições de shoppings no valor total de R\$ 2,54 bilhões (Uberlândia Shopping, Participações Syn e Participações JHSF). Essas últimas transações foram consideradas nos cálculos dos indicadores do fundo utilizando o resultado operacional estimado pela gestora.

Gráfico 6: Cap Rate vs. Venda Mensal Própria/m² e Cap Rate vs. NOI/m². **Fonte:** Elaboração Própria a partir de dados abertos das Companhias e Fundos Imobiliários

Entretanto, a diferença de precificação entre as duas estruturas atualmente é algo que nos chama atenção. Tomando como exemplo, se os ativos da Multiplan, Iguatemi e Allos fossem precificados pelo mercado (ou vendidos) ao *cap rate* médio dos principais FIIs hoje listados, isso representaria um ganho de 84,6% frente à soma dos seus respectivos valores de mercado atuais. É importante notar que essa métrica é puramente quantitativa, não contemplando todas as complexidades, como os riscos, o crescimento e a qualidade de cada empresa.

Empresa	NOI LTM (milhões)	EV (milhões)	Cap Rate médio dos FIIs	EV estimado (milhões)	Valorização Potencial das ações
MULT3	1.769	15.584	8,00%	22.112	48,21%
IGTI11	1.017	7.767	8,00%	12.713	82,00%
ALOS3	2.380	14.988	8,00%	29.756	128,85%

Tabela 4: Valor dos Empreendimentos estimado das Companhias abertas considerando um Cap Rate de 8%. **Fonte:** Elaboração Própria a partir de dados abertos das Companhias

Ademais, vale ressaltar que fatores de mercado, como o ainda incipiente mercado de aluguel e "short" de FIIs e o benefício tributário voltado para pessoas físicas, criam uma condição de precificação de mercado muito diferente quando comparado com as empresas listadas em bolsa. Esse fato dificulta (ou praticamente impede) que agentes de mercado mais sofisticados façam algum

tipo de arbitragem de precificação entre os FIIs e as empresas de shopping listadas.

Diante dessa diferença de precificação e da recente facilidade dos FIIs em captar recursos via mercado de capitais, os FIIs se tornaram um oportuno comprador de shoppings detidos por essas companhias, que geram caixa para investir em novos projetos, reduzir dívidas ou retornar o capital investido aos acionistas (dividendos e/ou recompra de ações).

Esse movimento tem dado origem a uma transformação estrutural que, em nossa opinião, vai refletir na futura composição societária dos shopping centers no Brasil e, por consequência, das empresas administradoras e FIIs. Em outras palavras, entendemos que as companhias estão descendo sua alavancagem de controle do nível da controladora (recomprando ações) para os shoppings (reduzindo participação), diferentemente do que observamos no início do século XXI, quando algumas dessas empresas realizaram seus IPOs e/ou importantes reorganizações societárias que subiram a alavancagem de controle para o nível da controladora (trouxeram novos sócios) que, por sua vez, utilizaram os recursos captados para aumentar suas participações em shoppings.

Isso ocorre porque o mercado no início do século XXI pagava um prêmio para as empresas de shopping centers por uma maior expectativa de crescimento no varejo, onde essas empresas se beneficiariam com uma expansão de ABL. Atualmente, diante de um cenário de contração de crédito e de consumo, de altas taxas de juros que elevam o custo de capital, e de incertezas relacionadas à perpetuidade e resiliência dos shoppings, os investidores estão dando mais valor às estruturas mais simples que priorizam o retorno atual do investimento sobre a expectativa de crescimento futuro.

Nesse sentido, compreendemos que os FIIs são um instrumento financeiro de estrutura mais simples que as empresas de capital aberto e capaz de suprir esse atual anseio dos investidores, oferecendo retornos que muitas vezes superam a Selic, enquanto as companhias de shoppings passaram por alguns anos oferecendo baixos retornos aos acionistas via proventos e recompra de ações.

Entretanto, entendemos que essa atual conjuntura se deve a um movimento cíclico do mercado e que no futuro os investidores voltarão a pagar um prêmio pela expectativa de crescimento

dessas empresas. Além disso, acreditamos que a incerteza quanto ao futuro dos shoppings não se justifica no Brasil pela baixa oferta de ABL per capita em comparação com a Europa e EUA, e por questões culturais e estruturais, como clima e segurança.

Além disso, enxergamos que a atual estrutura de capital das empresas listadas permite que elas intensifiquem o retorno ao acionista via proventos e recompra de ações e, considerando o preço atual das companhias listadas, seu *total share return* pode se aproximar ou até mesmo ultrapassar o DY dos FIIs. Nesse sentido, entendemos que as empresas deveriam aproveitar essa nova dinâmica do mercado com vendas de shoppings em transações privadas, que oferecem prêmios no valor dos shoppings frente à precificação dessas companhias em bolsa, para assim poderem aumentar ainda mais o retorno aos seus acionistas.

Aqui iremos exemplificar dois casos de destravamento de valor com venda de ativos para FIIs que ocorreram no último ano: a Syn Propriedades Comerciais (SYNE3) e a Allos (ALOS3).

A SYN é resultado do spin-off realizado em 2007 das atividades relacionadas a imóveis comerciais da Cyrela Brazil Realty. Ao longo do tempo, investiu e desinvestiu de diversos ativos e tem como objetivo a aquisição, locação, venda, desenvolvimento e operação de imóveis comerciais no Brasil. Atualmente, a Companhia foca nos segmentos de shopping centers e edifícios corporativos de alto padrão, com investimentos concentrados no estado de São Paulo.

No dia 26/02/2024, as ações da SYN estavam, em nossa avaliação, negociando a cerca de 40% do valor justo dos seus ativos. Com um portfólio diversificado e estrutura alavancada, a SYN tinha o valor dos seus ativos mal precificado pelo mercado e nenhum valor atribuído a sua capacidade de gerar valor para os acionistas através da sua alocação de capital.

No dia 27/02/2024, as ações da SYN subiram 70%. Neste dia, a companhia comunicou¹⁰ a transferência de participações em seis shoppings avaliados em R\$ 1,85 bilhões para o FII XP Malls (XPML11) em uma estrutura em que a SYN continuaria como administradora dos shoppings, recebendo uma taxa de prestação de serviços sobre a administração dos ativos. O *Cap Rate* médio estimado da transação foi cerca de 7,5%, considerando o NOI 2024 dos ativos, valor

consideravelmente inferior ao *cap rate* implícito no preço da ação. Nossos cálculos apontam que essa transação fez com que virtualmente a SYN deixasse de ter uma dívida líquida proforma de R\$ 768,4 milhões e passasse a ter um caixa líquido de R\$ 1.084,6 milhões (desconsiderando as taxas e impostos da transação), ou seja, um caixa líquido 51% superior ao seu valor de mercado no dia anterior. Apesar de não definir o que fará com o dinheiro da transação, em teoria essa venda permite que a companhia reduza o seu endividamento e ainda realize uma distribuição de dividendos, assim melhorando sua estrutura de capital e gerando valor para seus acionistas. Com isso a SYN consolidou sua estratégia de desinvestimento iniciada em 2017 e conseguiu uma melhor precificação em bolsa.

Já a Allos, desde a concretização da combinação de negócios entre a Aliansce Sonae e a brMalls, adotou uma estratégia de focar nos seus ativos considerados estratégicos e, portanto, tem vendido fatias ou a totalidade desses ativos “não-core”. Dessa forma, os desinvestimentos realizados pela companhia desde o segundo semestre superaram o valor de R\$ 1,8 bilhões (~15% do atual valor de mercado da companhia) e os FIIs foram os principais compradores desses ativos, sendo responsáveis por cerca de R\$ 1,25 bilhões. Segundo a Allos¹¹, o *Cap Rate* médio dessas transações considerando o NOI 2023 desses shoppings e a eficiência fiscal gerada com essas vendas, foi de 8,2%, enquanto o *Cap Rate* implícito no preço da ação é de 15,88%. Essa diferença é ainda mais gritante se considerarmos que os ativos vendidos são, em teoria, de qualidade inferior à média do portfólio da companhia.

Shopping	Comprador	Share	Preço (milhões)	Cap Rate (NOI 2024)
Plaza Sul Shopping	XPML11	5,00%	30,0	8,50%
	VISC11	5,00%	30,0	
Boulevard Shopping Bauru	HGBS11	65,00%	152,1	9,00%
	MALL11	35,00%	81,9	
Shopping Estação Curitiba	VISC11	35,00%	156,3	10,30%
	XPML11	35,00%	156,3	
Shopping Jardim Sul	MALL11	30,00%	133,9	8,90%
	HGBS11	50,00%	292,3	
Carioca Shopping	VISC11	15,00%	80,3	9,80%
Shopping Villagio Caxias	VISC11	8,20%	44,2	8,00%
Bangu Shopping	VISC11	10,00%	91,8	7,90%
São Luis Shopping	VISC11	6,20%	21,2	10,10%

Tabela 5: Transações da Allos com FIIs. Fonte: Site de IR da Allos

Em ambos os casos, constatamos que as empresas foram capazes de vender ativos por múltiplos mais caros do que elas estão sendo negociadas em bolsas. Dessa forma, entende-se que as transações privadas de shoppings, a despeito do desconto frente ao valor patrimonial e histórico de

¹⁰ Fonte: Documentos Entregues à CVM divulgados no site de RI da Syn <https://ri.syn.com.br/informacoes-financieras/documentos-entregues-a-cvm/>

Este documento tem caráter meramente informativo e não se deve ser utilizado para auxiliar ou influenciar investidores no processo de tomada de decisão de investimento, nem deve ser considerado como uma oferta de aquisição de cotas de fundo de investimento. • A Argucia Capital Management não comercializa nem distribui cotas de fundos de investimento ou qualquer outro ativo financeiro. • Para avaliação de performance de fundos de investimento, é recomendável uma análise de períodos de, no mínimo, 12 (doze) meses. • Os fundos utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. • Fundos de investimento não contam com a garantia da administradora, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos - FGC. • A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura.

¹¹ Fonte: Comunicados ao Mercado e Fatos Relevantes divulgados no site de RI da Allos <https://ri.allos.co/servicos-aos-investidores/comunicados-e-fatos-relevantes/>

negociações nessa indústria, estão abrindo uma oportunidade de destravamento de valor para essas companhias uma vez que a “soma das partes” (no caso, dos shoppings) está sendo sobreavaliada em relação ao seu valor de mercado em bolsa. Ademais, essas transações reforçam o caixa dessas companhias e abrem a possibilidade de aumentar o retorno ao acionista via dividendos e recompras de ações. A Allos, por exemplo, após adotar essa estratégia de desinvestimento, aprovou a distribuição de R\$ 612 milhões via dividendo e recomprou R\$ 520 milhões em ações da companhia, o que resultou em um *total share return* de aproximadamente 10% (valor superior ao DY dos principais FIIs de shopping). Vale ressaltar que o conselho da companhia já aprovou um novo programa de recompra de ações de até 3,9% do seu capital frente ao novo plano de desinvestimentos de até R\$ 1 bilhão, indicando assim uma continuidade dessa estratégia.

Para efeito de comparação, ainda que não vejamos o *Cap Rate* como melhor métrica para avaliar o preço-alvo dessas empresas, montamos a tabela abaixo para demonstrar qual deveria ser o preço de cada ação no caso hipotético delas se desfazerem de seus todos shoppings dado um *cap rate* médio.

Target Cap Rate	ALOS3 - R\$21,12		IGTI11 - R\$20,58		MULT3 - R\$22,54	
5,0%	81,19	284%	63,62	209%	55,49	146%
6,0%	66,58	215%	52,03	153%	45,67	103%
7,0%	56,14	166%	43,75	113%	38,66	72%
8,0%	48,31	129%	37,54	82%	33,41	48%
9,0%	42,22	100%	32,71	59%	29,32	30%
10,0%	37,35	77%	28,84	40%	26,04	16%
11,0%	33,36	58%	25,68	25%	23,37	4%
12,0%	30,04	42%	23,05	12%	21,14	-6%
13,0%	27,23	29%	20,82	1%	19,25	-15%
14,0%	24,82	18%	18,91	-8%	17,63	-22%
15,0%	22,73	8%	17,25	-16%	16,23	-28%
Trading Cap Rate	15,88%		13,09%		11,35%	

Tabela 6: Preço da ação estimado das Companhias de shopping dado um Cap Rate. **Fonte:** Elaboração Própria a partir de dados abertos das Companhias

Vale destacar que observamos teses de investimento diferentes para as três principais empresas administradoras de shopping listadas, mas, de forma geral, todas elas apresentam um excessivo desconto frente aos FIIs e as recentes transações privadas de shoppings no Brasil. Ao longo desta carta, abordamos as razões pelas quais acreditamos que exista esse desconto, mas, no fim, a verdade é que esse desconto reflete a realidade do mercado atual, que não é um quadro perpétuo. Ele reflete os ciclos de mercado e, diante de alterações nas atuais condições econômicas e expectativas do mercado, podemos ver o mercado pagando prêmios para as empresas de shoppings listadas em bolsa, assim como já aconteceu no passado.

Em um cenário onde o mercado precifica eficientemente o valor dos ativos de um instrumento e oferece grande desconto para outro com o mesmo tipo de ativo, a oportunidade de arbitragem aparece. Neste ambiente de grande assimetria, mudanças podem gerar retornos consideráveis aos investidores.

RETORNO

Dado o ambiente atual onde o mercado enfrenta dificuldade de arbitrar eficientemente o mercado de FIIs e os investidores precificam de forma muito diferente esses instrumentos por conseguirem repassar seus lucros operacionais em forma de rendimentos isentos, as empresas de shopping centers se beneficiariam em avaliar a possibilidade de criar valor para seus acionistas com alternativas que envolvam a venda ou a transferência de seus ativos para FIIs próprios ou de terceiros, que poderiam ser melhor precificados pelo mercado, com a possibilidade de distribuição dos resultados para seus cotistas em forma de dividendos.

A General Shopping adotou essa estratégia em uma operação recheada de polêmica em 2019, quando criou o General Shopping e Outlets do Brasil FII (GSFI11). Polêmicas à parte, o exemplo é relevante neste debate, pois, neste caso específico, os acionistas da General Shopping receberam cotas do GSFI11 proporcionalmente à sua participação na companhia na forma de dividendos, sendo que esses foram precificados pelo mercado acima do valor de mercado da própria General Shopping no dia anterior.

Com isso, observamos que operações de reestruturação societária lideradas pelo acionista controlador ou pelo acionista de referência se tornam uma poderosa maneira de induzir o mercado a precificar mais corretamente os ativos de uma companhia e corrigir suas ineficiências.

Dado este ambiente, as empresas de shopping centers devem avaliar a possibilidade de se beneficiarem ao usar a captação de recursos por meio de FIIs diretamente no nível dos shoppings. Isso permitiria manter uma estrutura de controle e administração adequada através de acordos específicos, garantindo a eficiência operacional e a preservação da qualidade dos serviços oferecidos. Essa abordagem pode proporcionar uma maior flexibilidade financeira e uma alavancagem mais eficiente, alinhando os interesses dos investidores e das empresas gestoras, além de potencializar a

criação de valor e a competitividade no mercado. Evidentemente, a migração para essa estrutura proposta deverá levar em consideração outras questões que possam criar custos, como os impostos a serem recolhidos numa venda para possibilitar a mudança de estrutura, e demais impactos na margem dessas empresas.

Podemos citar como exemplo o AJ Malls Fundo de Investimento Imobiliário (AJFI11), que conta com participações minoritárias em 6 ativos da administradora de shoppings Almeida Junior. A empresa, que em 2020 protocolou o registro de IPO na CVM e vem adiando a oferta em busca de uma melhor precificação, encontrou nesse veículo a oportunidade de reciclar capital de maneira mais eficiente e financiar expansões no seu portfólio¹².

Neste ponto, é importante esclarecer que não consideramos os FIs de shopping como substitutos perfeitos das empresas abertas do setor. Vemos os FIs como um veículo oportuno para otimizar a estrutura dessas empresas uma vez que estão sendo precificados com prêmio frente as empresas listadas em bolsa.

As propostas de aquisição do Shopping Rio Sul pela Allos e Iguatemi são outros exemplos interessante que ilustra a tendência atual de empresas de shopping centers utilizarem os FIs como parceiros para a aquisição de ativos (neste caso de terceiros, mas lógica parecida poderia ser empregada para venda de ativos próprios) e a obtenção de receita de serviço pela administração dos shoppings. Vale destacar que a participação pretendida no shopping é pequena, pois o preço pago, por si só, não aparenta justificar a transação proposta, considerando o preço atual das ações em bolsa. O retorno do investimento só se tornaria interessante, em uma primeira análise, quando consideramos a receita gerada pela administração do shopping e fatores estratégicos da companhia, como por exemplo a entrada da Iguatemi na cidade do Rio de Janeiro com um “*trophy mall*”.

Recentemente, um evento societário no controle da Multiplan desencadeou, em nossa opinião, uma oportunidade com potencial significativo de destravamento de valor para os acionistas. Em abril de 2024, o Ontario Teachers

Pension Plan (OTPP) vendeu 8,85% do capital da Multiplan, o que corresponde a cerca de 53,15 milhões de ações, movimentando R\$ 1,2 bilhão¹³. A venda foi realizada a R\$ 22,75 por ação. Essa venda representa um terço da posição total do OTPP na Multiplan, que passou a deter apenas 18,52% das ações, que estão vinculadas a um acordo de acionistas. Na sequência, a OTPP exerceu a faculdade prevista na cláusula 7 do referido acordo de acionistas¹⁴ e começou o processo de uma possível venda de sua participação dentro do acordo de acionistas, que segue como ilustrado abaixo:

- Primeira Fase: MPAR tem 90 dias para aceitar ou não a oferta inicial.
- Segunda Fase: Caso aceite, a MPAR tem mais 60 dias para concluir a compra.
- Busca de Comprador Externo: Se a MPAR não aceitar, a OTPP pode buscar compradores externos seguindo as mesmas condições.
- Nova Oferta à MPAR: O comprador externo precisa ser aprovado pela MPAR, que terá 30 dias para decidir se exerce o direito de preferência.

A operação com potencial de maximizar o retorno para todos os acionistas seria a recompra da participação da OTPP pela própria companhia. Entretanto, o artigo 8º da Resolução CVM 77, ao impedir a empresa de comprar ações de seu controlador¹⁵, ou o próprio direito da MPAR de usar a oportunidade para criar o maior valor para si, seriam possíveis barreiras para seguir este caminho.

Mas, mesmo em um cenário onde a MPAR decidisse comprar a participação restante da OTPP a um preço próximo ao da recente transação, um valor relevante poderia ser gerado para todos os acionistas diante da diferença de precificação de shoppings no mercado privado e o valor atribuído às empresas em bolsa. Como exemplo, a Multiplan poderia vender totalidade ou parte das participações em seus shoppings para FIs e pagar um dividendo relevante, permitindo à MPAR gerar valor arbitrando entre as ações da Multiplan e os shoppings vendidos, passando a deter uma participação indireta maior em R\$805 milhões sem nenhuma necessidade de desembolso financeiro.

¹² Fonte: [Capitânia monta FII para investir na Almeida Júnior](https://braziljournal.com/capitania-monta-fii-para-investir-na-almeida-junior/)
<https://braziljournal.com/capitania-monta-fii-para-investir-na-almeida-junior/>

¹³ Em 18 de janeiro de 2024 o CEO da OTPP, Jo Taylor, destaca a falta de liquidez como um desafio para os atuais investimentos do fundo de pensão. Ele observa que algumas classes de ativos estão desacelerando seu crescimento o que compromete a taxa de retorno desses investimentos. Com cerca de metade dos membros aposentados, o fundo de pensão precisa garantir a sustentabilidade a longo prazo, entretanto Taylor entende que encontrar saídas neste momento envolve o risco de vender ativos com desconto.

Fonte: [Watch Ontario Teachers' Pension Plan CEO Speaks With Bloomberg in Davos - Bloomberg](https://www.bloomberg.com/news/videos/2024-01-18/0645a-ontario-teachers-pension-plan-ceo-jo-taylor-video)
<https://www.bloomberg.com/news/videos/2024-01-18/0645a-ontario-teachers-pension-plan-ceo-jo-taylor-video>

¹⁴ Fonte: [Acordo de Acionistas Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A.](https://s3.amazonaws.com/mz-filemanager/08dd2899-a019-4531-a90c-f00c9f91b0ff/a10cdb67-5cc4-4bc4-a6c5-7ae207c29ddc_ACORDO-DE-ACIONISTAS.pdf)
https://s3.amazonaws.com/mz-filemanager/08dd2899-a019-4531-a90c-f00c9f91b0ff/a10cdb67-5cc4-4bc4-a6c5-7ae207c29ddc_ACORDO-DE-ACIONISTAS.pdf

¹⁵ Apesar da restrição imposta pelo artigo 8º, o artigo 23º da Resolução CVM nº 77 estabelece que, ressalvadas as exigências da Lei nº 6.404, de 1976, em situações excepcionais e devidamente justificadas, a CVM, desde que previamente consultada, pode aprovar a negociação de ações ou a aquisição de debêntures de própria emissão por companhia aberta em condições diferentes das previstas nesta Resolução. Como a operação seria específica e benéfica para todos os acionistas, acreditamos que a companhia conseguiria realizar a operação de recompra das ações da Multiplan pertencentes a OTPP com aval da CVM.

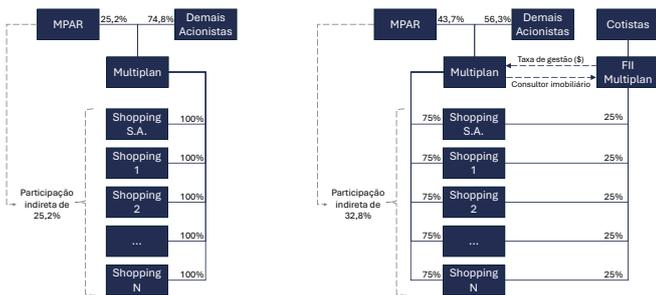


Figura 1: Cenário de participação indireta da MPAR nos shoppings da Companhia. Fonte: Elaboração Própria

	Cenário Atual		Cenário Aquisição MPAR	
	Posição (%)	Financeiro	Posição (%)	Dividendo
MPAR	25,2%	3.418	43,72%	2.512
OTPP	18,5%	2.512	0,0%	0
Tesouraria	3,8%	520	3,8%	0
Free-Float	52,4%	7.114	52,4%	3.014

Tabela 7: Estrutura Corporativa e dividendo necessário no cenário de aquisição da posição da OTPP pela MPAR. Fonte: Elaboração Própria a partir de dados abertos da Companhia

Em grandes números, considerando, por exemplo, um dividendo de R\$ 5,53 bilhões e uma venda de ativos de 25% do seu portfólio a um *cap rate* médio de 8% (assim como tem feito Allos e Iguatemi), nossas simulações indicam que essa arbitragem permitiria gerar R\$1,63 bilhões (~12,1% do valor de mercado atual da companhia) de valor para seus acionistas, dado que atualmente a companhia é negociada a um *cap rate* implícito de 11,35%.

NOI LTM (milhões)	EV estimado dado Cap Rate (milhões)	
	100%	11,35%
1.768,9	22.112	15.584
25%	8%	11,35%
442,2	5.528	3.896

Tabela 8: Potencial de valor gerado aos acionistas no cenário considerando a venda de 25% do portfólio da Companhia a um Cap Rate de 8%. Fonte: Elaboração Própria a partir de dados abertos da Companhia

Cenário Atual	Market Cap estimado dado Cap Rate (milhões)		Cenário Aquisição MPAR	Market Cap estimado dado Cap Rate (milhões)	
	Posição (%)	NOI Proporcional (100% do original)		Posição (%)	NOI Proporcional (75% do original)
MPAR	25,2%	445,8	43,7%	580,0	6.357
OTPP	18,5%	327,6	0,0%	0,0	0
Tesouraria	3,8%	67,8	3,8%	50,9	558
Free-Float	52,4%	927,7	52,4%	695,8	7.626
Total	100,0%	1.768,9	100,0%	1.326,7	14.541

Tabela 9: Market Cap estimado no cenário considerando a venda de 25% do portfólio da Companhia. Fonte: Elaboração Própria a partir de dados abertos da Companhia

No caso da Multiplan, é relevante considerar que a empresa já fez o movimento de troca de alavancagem de controle outras vezes no passado¹⁶ e sabe como gerir este movimento. Também é importante notar que a Multiplan possui shoppings de qualidade superior ao mercado e que um

desinvestimento a um *cap rate* menor aumentaria ainda mais o valor gerado aos acionistas.

Como acionistas, esta carta é um alerta de que, no nosso entendimento, à luz das informações públicas disponíveis, existem oportunidades significativas de arbitragem ainda não exploradas pelas Companhias listadas em bolsa no setor de shopping centers, que parecem demonstrar a possibilidade de destravar valor para estas Companhias.

Acreditamos firmemente que mesmo as empresas que já estão neste caminho certo podem alcançar muito mais. O valor que o mercado atribui atualmente a diferentes estruturas apresenta uma grande oportunidade de geração de valor para os acionistas, que deve ser aproveitada pela administração das empresas enquanto ainda se apresentam, pois, estas janelas podem não durar muito tempo. Enxergamos a conjuntura atual como parte de um movimento cíclico do mercado, onde investidores podem, no futuro, voltar a pagar um prêmio pela expectativa de crescimento dessas empresas. É importante lembrar que fatores aparentemente certos, como os benefícios fiscais dos FIIs, podem mudar repentinamente. Do nosso lado, vemos essa assimetria como uma oportunidade única de retorno¹⁷.

¹⁶ Em 2006, a Multiplan realizou operações societárias em que comprou as participações em shopping da Bozano Simonsen Centros Comerciais S.A., Realejo Participações S.A entre outros

¹⁷ Determinadas premissas da estrutura de negócio e de capital que não são de conhecimento público e fatores de risco políticos, macro e microeconômicos podem dificultar ou mesmo impedir a captura dos benefícios no todo ou na extensão acima indicados. De forma geral, os cenários analisados dependem fortemente das decisões tomadas pelos controladores e pela administração das empresas e de premissas e fatores que podem ou não estar sob o controle deles.

Destacamos que qualquer pessoa com interesse nas empresas e casos ora analisados, para formar sua própria opinião sobre os tópicos abordados nesta carta, deve acessar, dentre outros, os documentos disponibilizados nos websites das respectivas companhias mencionadas, no portal da CVM e nas

fontes citadas. Todas as fontes utilizadas pela Argucia nesta carta estão indicadas e, por serem públicas, podem ser acessadas por qualquer interessado. Ressaltamos que o propósito da presente Carta é exclusivamente informativo, não se destinando a auxiliar ou influenciar investidores no processo de tomada de decisão de investimento, nem tampouco como uma recomendação de investimento ou desinvestimento em nenhum dos valores mobiliários citados, devendo ser lida em conjunto com a advertência que consta do rodapé de todas as páginas.

Este documento tem caráter meramente informativo e não se deve ser utilizado para auxiliar ou influenciar investidores no processo de tomada de decisão de investimento, nem deve ser considerado como uma oferta de aquisição de cotas de fundo de investimento. • A Argucia Capital Management não comercializa nem distribui cotas de fundos de investimento ou qualquer outro ativo financeiro. • Para avaliação de performance de fundos de investimento, é recomendável uma análise de períodos de, no mínimo, 12 (doze) meses. • Os fundos utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. • Fundos de investimento não contam com a garantia da administradora, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos - FGC. • A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura.