

Julho de 2015

O Amazônia FIA teve um desempenho de +1,1% em julho. Acumulamos uma queda de -1,0% em 2015, comparado com o desempenho de +1,7% do Ibovespa.

Neste último mês, adicionamos as ações do Grupo Iguatemi à nossa carteira. Na verdade, é a segunda vez que investimos em Iguatemi - **nas páginas seguintes falamos com mais detalhes sobre este reinvestimento.**

Abaixo estão nossa carteira atualizada e tabela de performance:

Empresas	Valor de Mercado (R\$ mi)	Expectativa Lucro		P/L	ROE	Dividend Yield**	Participação na Carteira
		2015 (R\$ mi)					
Itaú	182.000	22.000		8,3x	23%	3%	34%
Daycoval	2.227	400		5,6x	15%	9%	14%
Guararapes	3.965	500		7,9x	20%	3%	12%
IBM	523.600	53.720		9,7x	72%	5%	10%
Linx	2.343	115		20,4x	40%	2%	9%
Iguatemi	4.160	300		13,9x	20%	2%	5%
Helbor	561	100		5,6x	8%	9%	2%
Somos Educação	3.336	200		16,7x	40%	1%	1%
Outros							2%
Caixa							6%
Hedge							6%
Média - Carteira				8,2x	24%	4%	
Mediana - Bolsa Brasileira*				15,7x	12%	3%	

* universo de 180 companhias abertas com liquidez acima de 300 mil reais/dia

** considerando recompra de ações

		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Acumulado
2012	Fundo*									5,7%	1,8%	9,5%	3,9%	22,3%	22,3%
	Ibovespa									-4,1%	-3,6%	0,7%	6,1%	-1,2%	-1,2%
2013	Fundo*	0,6%	3,5%	6,9%	-4,2%	0,3%	-3,9%	-2,5%	-2,3%	5,8%	0,4%	-0,5%	-6,3%	-3,1%	18,5%
	Ibovespa	-2,0%	-3,9%	-1,9%	-0,8%	-4,3%	-11,3%	1,6%	3,7%	6,3%	2,0%	-3,3%	-1,9%	-15,5%	-16,5%
2014	Fundo	-4,0%	1,1%	7,0%	1,7%	-2,7%	-0,8%	-0,3%	4,5%	-3,9%	0,0%	-1,0%	-5,6%	-4,7%	12,9%
	Ibovespa	-7,5%	-1,1%	7,0%	3,6%	-1,9%	3,8%	5,0%	9,8%	-11,7%	0,9%	0,0%	-8,5%	-3,0%	-19,0%
2015	Fundo	-2,4%	4,4%	1,8%	0,5%	-5,4%	-0,7%	1,1%						-1,0%	11,8%
	Ibovespa	-6,2%	10,0%	-0,8%	9,9%	-6,2%	0,6%	-4,2%						1,7%	-17,6%

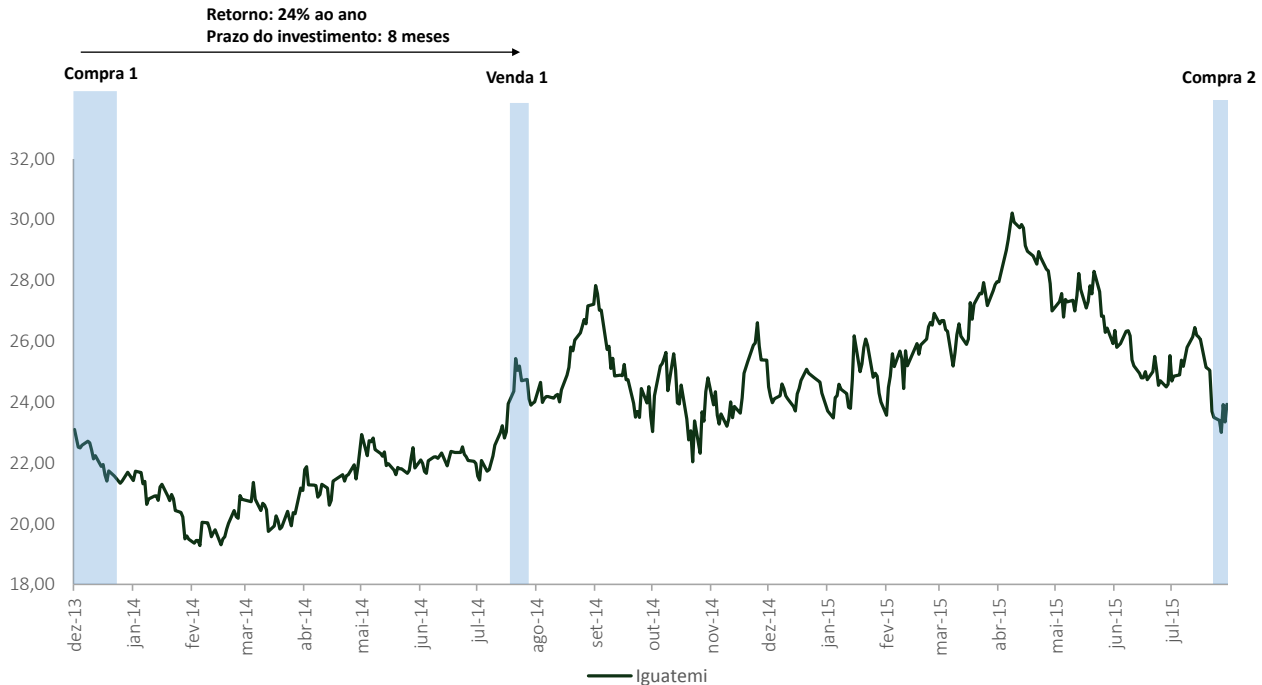
* Em maio de 2013, o fundo Terra Boa FIC FIA foi cindido dando origem ao fundo Amazônia FIC FIA. Os sócios da Amazônia participaram da gestão da estratégia durante todo o período, apesar de que mediante aos órgãos reguladores, são formalmente gestores do Amazônia FIC FIA apenas a partir de novembro de 2013, época em que o fundo foi transferido para Amazônia Capital.

Um grande abraço,

Diogo e Helio

Novamente, um bom ativo a um preço atraente

Entre dezembro de 2013 e agosto de 2014, fomos acionistas do Grupo Iguatemi. Como mencionado em cartas anteriores, acabamos vendendo nossa posição mais rápido do que o usual, porque as ações alcançaram o valor que considerávamos adequado após alta aguda, em um período de tempo curto.



2

No último mês, recomparamos as ações de Iguatemi, praticamente pelo mesmo preço do final de 2013. **O que mudou de lá para cá?**

Operacionalmente. O grupo teve um incremento de 48% em sua receita líquida e de 40% em seu lucro líquido. Neste período, foram inaugurados shoppings em Ribeirão Preto, São José do Rio Preto, Sorocaba e um *outlet* no Rio Grande do Sul. Além disso, o grupo comprou mais 14% de participação no shopping JK e fez expansões nos shoppings de Campinas, São Paulo e São Carlos.

Mercado acionário. O mercado, de forma geral, acompanha dois termômetros ao investir em ações do setor de shoppings: vendas do varejo e curva de juros. Ambos os indicadores pioraram consideravelmente nos últimos 2 anos: i) o varejo brasileiro amarga o seu pior ano desde 2003, resultado da economia patinando, inflação e desemprego em alta e baixa confiança do consumidor, e ii) o Banco Central está tendo que tomar medidas fortes, através de aumento da taxa de juros, para conter a inflação e retomar a sua desgastada credibilidade. Com estes dois termômetros apontando para o “vermelho”, as ações do Grupo Iguatemi cederam 25% desde sua máxima, em abril de 2015 (movimento parecido aconteceu com ações de outras empresas do setor).

Nossa visão. Continuamos com a mesma opinião positiva com relação à dinâmica de negócios de shoppings, apesar do mau momento do país. Dentre as características deste setor, valorizamos especialmente o fato dos shoppings manterem relacionamentos de longo prazo com seus clientes (os lojistas), através de contratos que geralmente são ajustados anualmente pela inflação – **os “shopeiros” tendem a ter números mais resilientes do que os varejistas.** Também continuamos vendo espaço para crescimento e consolidação deste mercado no médio prazo, principalmente pelo movimento de formalização da economia e tendência de aumento de penetração dos shoppings no varejo em geral.

Entretanto, uma condição é imprescindível para que as afirmações feitas no parágrafo acima sejam verdadeiras: **a qualidade do portfólio**. Como escrevemos na nossa tese de Iguatemi, entendemos que 80% do resultado operacional do Grupo é produzido por shoppings fortes, quais sejam: Iguatemi São Paulo, Iguatemi JK, Iguatemi Porto Alegre, Iguatemi Campinas, Market Place e Iguatemi Brasília. Estes, apesar de não desfrutarem seus momentos mais brilhantes, certamente estão longe da catástrofe, tanto os shoppings como os lojistas que lá estão.

Riscos mais evidentes do investimento (por ordem de importância):

I. A situação da economia brasileira ainda pode piorar de tal forma que mesmo os shoppings que consideramos fortes tenham que renegociar os contratos de aluguel para reter seus lojistas. É possível que isso aconteça, mas improvável. Nossa opinião é que a maioria dos shoppings do Grupo Iguatemi são ativos únicos em suas regiões e microrregiões e que, mesmo em épocas nebulosas, o seu poder de barganha continua maior que o dos lojistas. Ademais, por se concentrarem nas classes A e AA, as vendas nos shoppings Iguatemi historicamente sofrem menos em épocas de retração econômica.

II. Novos projetos podem demorar mais do que o esperado para maturar e/ou gerar retornos abaixo do previsto. Os quatro novos empreendimentos do Grupo Iguatemi (Ribeirão Preto, Sorocaba, São José do Rio Preto e Outlet Novo Hamburgo) iniciaram suas operações neste difícil contexto da economia e é provável que levem mais do que os habituais 5 anos para maturarem e operarem em seus plenos potenciais. Ainda assim, é improvável que algum destes projetos contribuam negativamente para o resultado do Grupo ou, até mesmo, gerem retornos abaixo do custo de capital.

O shopping Ribeirão Preto, aparentemente o mais problemático dos quatro, é um bom exemplo para analisarmos: **No seu primeiro ano, gerou uma taxa de retorno (real e desalavancada) de aproximadamente 6% - retorno medíocre, mas não desastroso**. Atualmente, há um esforço para manter e atrair lojistas de peso, às custas de descontos generosos nos contratos de aluguel. Tais ações têm surtido efeito na atração de público para os corredores do shopping, que já tem um movimento 50% maior no final de seu primeiro ano de vida. Parece-nos questão de tempo que a situação se ajustará no Iguatemi Ribeirão Preto e, mesmo que tenha um retorno abaixo do previsto originalmente, é muito provável que se torne gerador de valor para o Grupo no médio prazo.

III. Caso a curva de juros “empine” ainda mais (talvez com o eventual *downgrade* do país), é possível que as ações de empresas de ativos de renda sofram mais no curto prazo. Consideramos este o “melhor dos riscos”, pois nada tem a ver com o desempenho operacional da companhia – cedo ou tarde, o preço das ações acaba voltando para o seu fundamento. Caso este movimento se confirme, queremos estar preparados para aumentar nossa posição, a preços ainda mais atrativos.

Hedge. Pela alta liquidez de suas ações, conseguimos comprar *puts* (nossos seguros) das próprias ações a preços razoáveis. Em casos de ações menos líquidas não conseguimos fazer esta proteção diretamente no papel e somos obrigados a nos proteger indiretamente, o que diminui a eficácia do *hedge*. Além disso, consideramos esta proteção “subsidiada” porque conseguimos alugar nossas ações de Iguatemi a uma taxa média de 4% ao ano, o que acaba cobrindo parte do custo do seguro.

A seguir está o documento que escrevemos sobre Iguatemi na data de nosso primeiro investimento.

São Paulo, dezembro de 2013.

Um bom ativo a um preço atraente

Como **investidores de valor**, nosso ideal é comprar ações de boas empresas e setores que estejam a preços convidativos. Por isso, geralmente, passamos ao largo das empresas “queridinhas” do mercado, pois são sempre encaradas com muito otimismo e os preços das ações costumam refletir isso. Bons exemplos deste grupo são: bebidas (AMBEV), alimentos (M.Dias Branco), varejo de vestuário (Lojas Renner), consumo (Natura), shoppings (Multiplan e Iguatemi) etc.

Com a piora da economia brasileira em quase todas as frentes, ficou difícil continuar traçando um céu de brigadeiro, mesmo tratando-se do grupo supramencionado. O humor e preferências do mercado mudaram rapidamente. Algumas dessas empresas perderam mais de um terço de seus valores de mercado no último ano. Mas, felizmente, sabemos que ao mesmo tempo, momentos como este frequentemente nos apresentam boas oportunidades.

Foi neste contexto que analisamos mais de perto o mercado de shopping centers no Brasil. O setor possui características muito positivas, tais como: crescimento constantemente acima da economia, resiliência em épocas difíceis, boa rentabilidade e alguns dos melhores gestores e empresas do país. Abaixo está uma tabela com as opções de investimento do setor na Bolsa:

	ROE*	P/E	Dividend yield
Sonae Sierra	11%	9,4x	1,9%
Aliansce	10%	14,0x	1,9%
BR Malls	12%	15,8x	2,6%
Iguatemi	11%	17,1x	1,6%
Multiplan	14%	18,4x	2,9%
Média	12%	14,9x	2,2%
Bovespa**	12%	16,5x	2,3%

* ROE ajustado do setor de shopping é em torno de 20%

**180 empresas do nosso universo de análise

TABELA 1 (números de dezembro/13)

O setor, de forma geral, está precificado em linha com a média das 180 empresas brasileiras listadas, que compõem nosso universo de possibilidades de investimentos. Apesar de não ser uma barganha, sabemos das qualidades do setor capazes de explicar um prêmio de precificação. Por tal razão, decidimos aprofundar nossos conhecimentos sobre este mercado.

A seguir, um resumo do que aprendemos.

Análise do setor

Descrevendo de forma bem simplificada, shopping centers são investimentos imobiliários a que se agregam serviços e inteligência de varejo. Os lojistas, clientes do shopping, buscam estabelecer suas lojas em um ponto em que haja bom fluxo de seu público alvo, a um custo de aluguel que se encaixe em seu orçamento.

Os gestores de shoppings, por sua vez, se preocupam em encontrar bons terrenos em regiões de grande fluxo de pessoas ou vetores de crescimento de cidades, desenvolver projetos de acordo com as características do respectivo público, além de promover constantemente o interesse, o acesso e o trânsito de pessoas em seus shoppings, através de promoções, ajustes de mix de lojas, reformas, expansões etc.

Inaugurado em 1966, o Shopping Iguatemi de São Paulo é considerado o primeiro shopping do Brasil. Deste então, a indústria passou por altos e baixos, mas mantendo sempre uma tendência positiva. Tal tendência foi confirmada a partir de meados da década de 90, quando em meio ao ambiente de maior estabilidade na economia do país, o setor deslançou. Para se ter uma ideia, a quantidade de shoppings no Brasil cresceu 63% desde o ano 2000.

Esta evolução se deu, em um primeiro momento, nas capitais. Entretanto, com o crescimento de cidades do interior e aumento de renda da população, tornou-se viável o desenvolvimento de shoppings em outras regiões. Atualmente, metade dos shoppings brasileiros está fora das capitais.

As empresas do setor que conseguiram acessar o mercado de capitais nos últimos anos atingiram um crescimento ainda maior, expandindo suas participações de mercado. As empresas listadas na tabela 1, por exemplo, captaram cerca de R\$8 bilhões em ações desde 2007 e o lucro consolidado deste grupo mais do que triplicou nos últimos 5 anos.

Ativo de renda ou de crescimento?

A maior parte destas ofertas de ações foi absorvida por investidores institucionais estrangeiros. Em seus países de origem, o setor de shoppings já passou por sua fase de crescimento e consolidação, transformando-se basicamente em um mercado de renda. De forma geral, os ativos de renda são arbitrados com a taxa básica de juros do país e, quando há um aumento da taxa de juros, os ativos de renda tendem a se desvalorizar. Percebemos que é desta forma que os estrangeiros enxergam o setor aqui no Brasil, o que nos parece incoerente.

Isso porque o setor de shoppings brasileiro ainda está na parte ascendente da curva de crescimento, talvez no final desta etapa, mas ainda crescendo. As empresas do setor vêm pagando o mínimo em dividendos e preferindo reinvestir seus lucros em novos projetos, expansões e aquisições. Como podem empresas que pagam pouco dividendos e apresentam altas taxas de crescimento serem consideradas ativos de renda?

Claro que a desaceleração do consumo impactará o desempenho do setor, mas nos parece que é uma questão de crescer a taxas menores, o que é muito diferente de não crescer. A maioria das empresas listadas possuem shoppings em fase de maturação, novos projetos e expansões programadas para os próximos 5 anos. Além disso, estamos começando a ver o início de um movimento de consolidação, que deve outra vez beneficiar as empresas mais capitalizadas.

Qual é o retorno de um shopping?

Os balanços financeiros das empresas de shopping indicam um baixo nível de rentabilidade, com uma média de ROE (*Return on Equity* - em português, retorno sobre o patrimônio líquido) próxima de 12%. Claro que não esperávamos retornos altíssimos, pois mesmo considerando que um shopping agrega considerável valor a um desenvolvimento imobiliário, não deixa de ser um imóvel. Entretanto, um retorno de 12% real para este grupo de empresas ainda nos parece baixo.

Dessa forma, alguns pontos devem ser levados em consideração:

- 1- As empresas ainda estão em fase de forte crescimento; portanto, há muito capital empregado em expansões ou novos projetos a serem inaugurados. Quando estes projetos entrarem em operação, deverão trazer o lucro e rentabilidade do balanço para patamares mais elevados.
- 2- Boa parte dos shoppings destas empresas foram inaugurados recentemente. Um shopping novo leva em torno de 5 anos para maturar e operar em seu pleno potencial de lucro e rentabilidade.

A medida da TIR alavancada (Taxa Interna de Retorno) dos novos projetos é uma boa aproximação para determinar o ROE marginal destas empresas. Os últimos projetos do Iguatemi e Multiplan indicam uma TIR alavancada próxima de 20%, mesmo após terem passado por revisões para baixo. Sem dúvida, é um excelente nível de retorno, principalmente se considerarmos a característica imobiliária da atividade. À medida que o setor for entrando em sua fase de consolidação e maturação, os balanços destas companhias deverão representar este nível de retorno citado, que é 70% superior ao atual.

O que faz a diferença no setor

Qualidade do portfólio de shoppings. Os principais fatores que determinam a qualidade de um shopping são sua localização e mix de lojas. Essas características, além de permitirem a cobrança de aluguéis altos, fazem com que o operador do shopping tenha um poder de barganha maior junto aos lojistas, que não querem correr o risco de perder seu ponto.

Em alguns casos, estar em um determinado ponto pode ter um valor mais estratégico do que comercial para o varejista, principalmente no que se refere ao posicionamento de uma marca. Esta característica é ainda mais importante em épocas de baixo crescimento econômico.

A **escala comercial** afeta diretamente a relação entre o shopping e seu cliente, o lojista. O operador do shopping acaba tendo mais força nas negociações de contratos quando possui um portfólio de shoppings coeso e de qualidade. É comum que o lojista seja menos agressivo em negociações de contratos de aluguel em uma determinada localidade, esperando uma contrapartida em outra localidade, por exemplo. Esta contrapartida pode ser um espaço melhor em um shopping de altíssima qualidade ou um ponto privilegiado em um lançamento novo.

6

Balanço sólido. Trata-se de uma atividade intensiva em capital e de oportunidades pontuais. Estar capitalizado e ter acesso rápido ao mercado de capitais é muito importante. É provável que, com uma desaceleração da economia, o setor passe por uma fase ainda mais intensa de consolidação. Boas oportunidades podem surgir. Portanto, é importante estar preparado para aproveitá-las.

É possível shopping dar prejuízo?

Esta foi uma pergunta recorrente no nosso processo de análise e **a resposta é SIM, embora seja muito difícil de acontecer.** Pelas nossas contas, para um projeto operar no vermelho, o shopping deve estar com uma taxa de vacância próxima de 60%.

Para dar um exemplo, o nível de vacância médio dos shoppings do Grupo Iguatemi é de 3,4%, sendo o pior nível menor do que 10%. É improvável ver um shopping operado pelas empresas tradicionais apresentar prejuízo no curto e médio prazo. Isso não quer dizer, contudo, que todos serão bons investimentos.

É certo que existem operadores que possuem bons portfólios de shoppings, balanços sólidos e são mais conservadores no lançamento de novos projetos. Acreditamos, no entanto, que veremos casos de fracassos oriundos de projetos capitaneados por empresas que não são do ramo, como incorporadoras imobiliárias e fundos de *private equity*. Alguns destes projetos inaugurados em 2012 e 2013 estão com um nível de ocupação abaixo de 50%. A pujança do setor na última década fez com que esses investidores subestimassem a importância dos pontos mencionados nos parágrafos anteriores e se aventurassem em projetos que são natimortos ou terão uma vida breve e agonizante.

A preocupação com o varejo

O desempenho dos shoppings é obviamente ligado ao desempenho dos lojistas. Para avaliar o que será do setor objeto desta análise daqui para frente, é preciso entender como está a saúde dos varejistas. Há dois tipos de lojistas em um shopping, os quais têm papéis e tratamento muito diferentes: o lojista âncora e o satélite.

Uma loja âncora, como o próprio nome sugere, é aquela que garante uma estabilidade ao shopping, atraindo um maior fluxo de pessoas. Lojas âncoras são geralmente grandes redes varejistas e de serviços, tais como Lojas Renner, Fast Shop, Livraria da Vila, Ráscal, Cinemark etc. As âncoras, via de regra, pagam um aluguel por m² baixo e o custo de ocupação gira em torno de 5% da receita, uma vez que sua presença é fundamental para o dia-a-dia do shopping. Mesmo com a desaceleração do varejo, olhamos para este grupo com menos preocupação, uma vez que sua escala e estrutura de custos oferecem uma boa margem de manobra.

As lojas satélites são redes varejistas menores ou lojas individuais. Essas lojas ocupam a maior parte da área e representam 80% da receita de um shopping típico. As satélites se beneficiam do fluxo existente no shopping e pagam mais por isso, desembolsando um aluguel médio próximo de 15% de sua receita. Este custo de ocupação é alto e está próximo do limite que um pequeno lojista pode pagar. O cenário sugere que os shoppings terão dificuldades para praticar aumentos (em termos reais) nos aluguéis e, em alguns casos, podem ter que praticar descontos para conseguir reter estes lojistas.

Mais uma vez vale mencionar que bons shoppings têm um maior poder de barganha nas negociações e, como observado recentemente nos números divulgados pela Multiplan e Iguatemi, continuam crescendo suas taxas de aluguel acima da inflação.

Uma defesa contra inflação

Os contratos de aluguel nos shoppings, via de regra, têm correção anual pela inflação e periodicamente, o valor contratado passa por uma revisão, podendo ser majorado ou reduzido. Na última década, estas revisões foram sempre positivas, mas acreditamos que no futuro isso deixará de ser uma constante.

7

Empresas que possuem bons shoppings em seu portfólio não devem ter problemas para repassar inflação em seus contratos. Essas empresas que continuam crescendo a taxas altas, devem ainda se beneficiar do ganho em economia de escala e, provavelmente, terão seus custos crescendo abaixo da inflação, apontando para ganhos de margem no futuro.

Análise da Empresa

O Grupo Iguatemi é a empresa do Grupo Jereissati para o segmento de shopping centers no Brasil. O Grupo iniciou sua atividade neste ramo em 1979, quando comprou participação no Iguatemi São Paulo, o primeiro shopping do Brasil. Atualmente, o Grupo possui 57,7% de participação no Iguatemi São Paulo, além de participações em mais outros 13 shoppings e 2 torres comerciais.

Após seu IPO em 2007 e de ofertas de ações primárias subsequentes, quando captou um total de R\$ 1,4 bilhão no mercado de ações, o Grupo investiu em 5 novos shoppings e realizou diversas aquisições de participação e expansões em seus shoppings mais antigos. Neste período de 6 anos, seu lucro por ação cresceu a 20% ao ano.

O fundador do Grupo, Carlos Francisco Jereissati, é presidente do Conselho de Administração e seu filho Carlos Jereissati atua como presidente do Grupo Iguatemi. A família tem, portanto, décadas de experiência no setor e é reconhecida por sua competência de gestão, principalmente no que diz respeito às gestões comercial e da marca. Com relação à governança corporativa, a empresa está listada no Novo Mercado e não identificamos casos de conflito de interesses entre controladores e minoritários.

A **resiliência** e constância nos resultados passados é algo a que damos muito peso em nossos estudos, e o Iguatemi se destaca nestes quesitos. Sua receita e lucro **cresceram em todos os últimos 8 anos**. Em 2009, por exemplo, quando o PIB caiu 0,3%, o lucro do Iguatemi cresceu 15%.

Vantagens competitivas

O Iguatemi é a única empresa de shopping brasileira que tem foco em um público alvo: o de classe A e AA. Provavelmente, é por isso que é a única do setor que conseguiu desenvolver uma marca, reconhecida como a 31ª marca mais valiosa do país.

Dos 15 shoppings do Grupo Iguatemi, 6 são de altíssima qualidade e podem ser considerados polos de atração em suas cidades e regiões. Estes shoppings, que geram **80% do resultado operacional** do Grupo, são o Iguatemi São Paulo, Iguatemi JK, Iguatemi Porto Alegre, Iguatemi Campinas, Market Place e Iguatemi Brasília.

O shopping Iguatemi São Paulo é o melhor exemplo que se pode dar de um shopping *premium*. Está localizado em uma região de grande fluxo de seu público alvo, além de atrair consumidores de todo o país. Sua localização e mix de lojistas são únicos e não por acaso, cobra o maior aluguel por m² da América Latina.

A constatação acima é importante em um cenário de piora brusca no varejo, pois estes shoppings são relativamente blindados no que diz respeito a renegociações de contratos, inadimplência e vacância. Os lojistas fazem de tudo para manter a locação nos pontos de alto valor agregado, uma vez que estes espaços são escassos e disputados. Isso se reflete nos altíssimos valores que as luvas comerciais alcançam nestes shoppings.

Gerindo shoppings de qualidade, o Grupo Iguatemi ganha escala e força comercial com os lojistas. As negociações deixam de ser pontuais e específicas de uma única localização e passam a considerar todo o portfólio. Este ponto é mais forte para lojas âncoras ou redes varejistas menores.

O Grupo Iguatemi tem um balanço sólido e com nível de endividamento líquido saudável, equivalente a menos de 2 vezes sua geração de caixa anual. Além disso, possui R\$1,3 bilhão de caixa, o que o candidata a ser um dos possíveis consolidadores do setor. A notícia recente sobre a possível compra de 50% do Iguatemi JK por valor estimado próximo de R\$500 milhões é um bom exemplo dos benefícios de um balanço desalavancado. É importante entendermos que não há no mercado e, dificilmente haverá outros ativos com as características do JK. Portanto, oportunidades como esta devem ser aproveitadas.

Determinação do valor justo

Earning power e custo de capital. Para determinar a capacidade atual de geração de lucro do Iguatemi, simplesmente consideramos o “lucro caixa” gerado nos últimos 12 meses e somamos com o resultado estimado das inaugurações recentes. Assim, estimamos um lucro caixa de R\$290 milhões para os próximos 12 meses, 10% abaixo da média do *guidance* divulgado pela empresa. Vale mencionar que a empresa vem consistentemente cumprindo suas estimativas.

Entendemos que o Iguatemi é um dos vencedores de um setor com dinâmica muito positiva. Nossa percepção de risco para este investimento é baixa, por isso aceitamos pagar múltiplos um pouco maiores do que usualmente fazemos. Para se ter uma ideia, o Iguatemi está avaliado a 13,5 vezes o lucro estimado dos próximos 12 meses, comparado com a média de 9 vezes dos investimentos que compõem nossa carteira.

Crescimento. Considerando apenas os shoppings atuais e os novos projetos já em construção, estimamos que o lucro do Iguatemi deva crescer a uma taxa real próxima a 10% ao ano pelos próximos 5 anos. Geralmente, não gostamos de fazer previsões tão específicas de crescimento em nossas análises, pois sabemos que as chances de erro são grandes. Entretanto, como este setor é mais previsível e o crescimento está praticamente “encomendado”, acreditamos ser válido o exercício.

Os gatilhos para o crescimento são:

1. **Inaugurações** dos shoppings em Ribeirão Preto, São José do Rio Preto, Sorocaba e um *outlet* em Porto Alegre **adicionarão ao Grupo 46% de área bruta de locação**. É importante observar que mais de 60% destes investimentos já foram feitos e quase todos os pontos de lojas já foram comercializados. Alguns destes shoppings tiveram que oferecer melhores condições comerciais para atrair lojistas, mas provavelmente, a situação deve se equilibrar ao longo do período de maturação dos projetos. Estas inaugurações aconteceram na época em que estávamos analisando a empresa, restando apenas o shopping de São José do Rio Preto, que será inaugurado nos próximos 12 meses.
2. **Expansões** já iniciadas dos shoppings mais maduros são investimentos mais seguros e muitas vezes, mais rentáveis. O Iguatemi já iniciou 3 expansões que devem ser entregues até 2014.
3. **Maturação de lançamentos recentes.** Cerca de 25% dos shoppings do Grupo foram inaugurados recentemente e estão em fase de maturação. Nos próximos 5 anos, as receitas destas áreas tendem a crescer a taxas bem maiores do que os shoppings já maduros.
4. Crescimento dos **shoppings maduros**. Dada a qualidade do portfólio do Grupo, acreditamos que seus projetos mais maduros e consolidados devem crescer no mesmo ritmo da economia, que estimamos em 2% real ao ano.

É claro que um forte desaquecimento da economia e consumo nos próximos anos pode piorar esses números, mas pelos diversos pontos discutidos anteriormente sobre o setor e empresa, sentimo-nos confiantes em um bom desempenho do Iguatemi ainda que em um cenário pior. Os números acima, por exemplo, não levam em consideração novos projetos, como as prováveis inaugurações de novos *outlets* ou compras de participações em projetos que o Grupo já controla.

Ressalte-se como o Iguatemi vem alocando recursos em projetos com retornos saudáveis e risco relativamente baixo. Este é o caso quando o Grupo expande a área de um shopping ou compra participações de sócios em determinados shoppings, como é o caso da possível compra de 50% do Iguatemi JK.

Conclusão

Como dissemos no início deste documento, ativos de qualidade como este geralmente são precificados com muito otimismo e dificilmente nos oferecem boas oportunidades de compra. A errônea correlação com a curva de juros e o pessimismo com a economia doméstica trouxeram as ações do Iguatemi a um preço que nos parece atraente. Desta forma, podemos afirmar que estamos adicionando um ativo seguro e com excelentes perspectivas e potencial de valorização em nossa carteira.