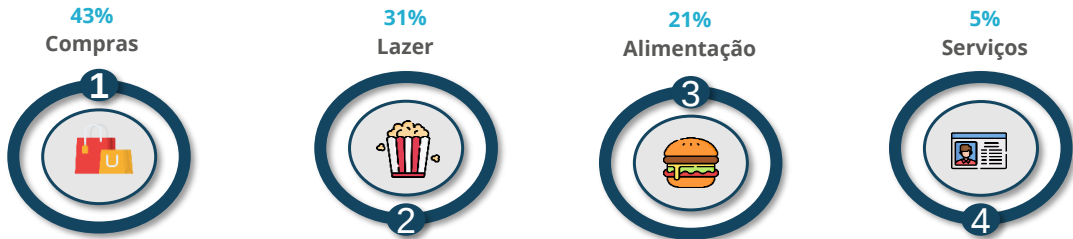


Overview do setor

Os shoppings centers se diferenciam de grande parte dos demais ativos do setor de real estate. Trata-se de ecossistemas altamente adaptáveis ao contexto socioeconômico e às transformações de comportamento do consumidor, sendo moldados pela demanda do público-alvo e refletindo, em sua operação, as mudanças ao seu redor. O próprio conceito de shopping center evoluiu: antes centrado quase exclusivamente em compras de produtos, passou a abranger, de forma crescente, serviços, entretenimento e alimentação. De acordo com pesquisa da ABRASCE (2023), 57% das visitas aos shoppings já são motivadas por essas novas frentes.

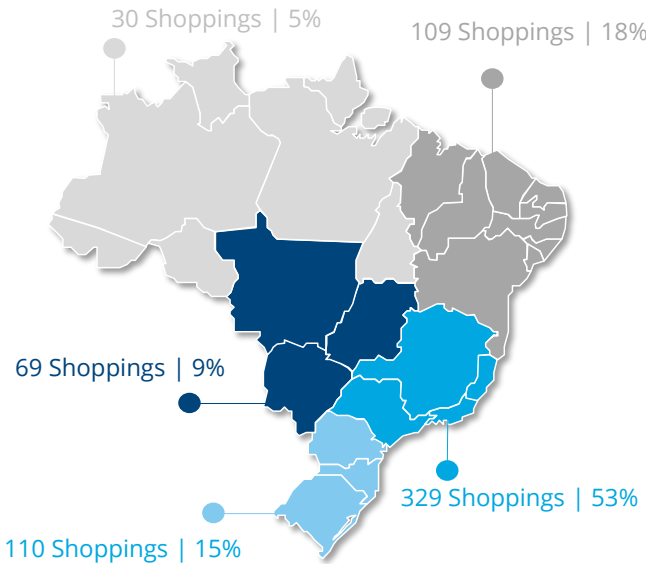


Fonte: ABRASCE, Mar/25

Essa adaptabilidade também se manifesta na crescente presença de empreendimentos multiuso. Em 2024, 35% dos shoppings brasileiros já estavam inseridos em complexos que incluem torres corporativas, residenciais, instituições de ensino, laboratórios ou hotéis. Um exemplo emblemático é o Shopping Eldorado, um dos primeiros do país a incorporar lajes corporativas em seu terreno. O empreendimento conta ainda com hipermercado, conexão integrada a pontos de ônibus e estação de trem, o que impulsiona um fluxo diário orgânico de milhares de pessoas.

Em 2024, o fluxo mensal médio de visitantes nos shoppings brasileiros foi de 476 milhões de pessoas — mais que o dobro da população nacional. Assim como o Eldorado, diversos centros comerciais se tornaram parte do cotidiano da população, como é o caso dos shoppings Metrô Tucuruvi e Metrô Itaquera, ambos em São Paulo.

A combinação entre alto fluxo e capacidade de adaptação tem impulsionado a representatividade do setor na economia nacional. Em 2024, o faturamento dos shoppings alcançou R\$ 198,4 bilhões, com a geração de mais de 1 milhão de empregos formais — o equivalente a 2,3% do total de empregos com carteira assinada no país. Atualmente, são 684 shoppings em operação, totalizando mais de 18 milhões de m² de ABL (Área Bruta Locável), sendo metade localizada na região Sudeste e 88 deles somente na Grande São Paulo. A taxa média de ocupação dos shoppings é resiliente, permanecendo próxima a 95% ao longo dos anos. Naturalmente, os empreendimentos também ajustam seu mix de lojas de acordo com o perfil socioeconômico e comportamental de cada região.



Fonte: ABRASCE, Mar/25

Percentual de Shopping Centers por Região do Brasil (% ABL Total)

Diante dessas dinâmicas, os shoppings são ativos que, em tese, deveriam proporcionar retornos reais — ou seja, acima da inflação — ao longo do tempo. No entanto, ao analisarmos o histórico de crescimento das vendas desde 2015, observamos uma média anual de 3,0%, inferior à inflação média anual do período, de 5,2%. O faturamento total é comumente utilizado como principal termômetro de desempenho, inclusive por ser a base de cálculo do custo de ocupação — índice considerado saudável quando entre 10% e 15% das vendas. Dessa forma, se as vendas não acompanham a inflação, os aluguéis, por consequência, também tendem a não evoluir em termos reais.

Esse cenário, entretanto, contrasta com os resultados dos principais shoppings do país, que reportam crescimento real de vendas entre 2,0% e 3,0% ao ano no mesmo período. A diferença se dá pela especificidade de cada ativo. Para melhor entender e avaliar cada shopping, utilizamos as seguintes variáveis:

1- Localização	Assim como todo ativo de real estate, a localização é primordial na análise do ativo — tanto na visão macro, considerando o crescimento da cidade, quanto na microlocalização, levando em conta a facilidade de acesso, por exemplo. Além disso, também são fatores relevantes o adensamento da região atendida pelo shopping e a sinergia entre seu público-alvo e a classe majoritária do entorno.
2- Maturação e Dominância	A maturação é uma medida do grau de inserção do shopping na rotina das pessoas. Trata-se, em geral, de um processo de tempo e crescimento orgânico de fluxo. Além disso, shoppings que atendem o mesmo público dentro da mesma microlocalização tendem a ser concorrentes diretos entre si. Por isso, também consideramos o nível de dominância e consolidação do ativo na região como fator relevante na análise.
3- Especificações do ativo	As questões específicas do ativo englobam alguns fatores, como: 1) Qualidade do administrador do shopping, que reflete na capacidade de ajustar o mix de lojas, promoção de eventos e ganho de margem; 2) Potencial de expansão; 3) Estrutura física ativo;

Portfólio das Ações de Shoppings

Para compreendermos com mais profundidade as diferenças entre os diversos tipos de shopping centers e o impacto das métricas mencionadas anteriormente, desenvolvemos uma base de dados com o cadastro de todos os shoppings do Brasil. No entanto, para fins de avaliação segundo os critérios da RBR, obtivemos dados completos para 156 empreendimentos. Como era de se esperar, uma parcela significativa dos shoppings do país é composta por operações regionais ou microregionais. Aproximadamente 40% de todos os shoppings possuem menos de 20.000 m² de ABL, sendo considerados de pequeno porte. Esses ativos, geralmente localizados em cidades menores, enfrentam maior dificuldade em repassar a inflação nos contratos de locação ao longo do tempo, o que contribui para que a média nacional de crescimento de vendas e aluguéis fique significativamente abaixo da inflação.

Já os shoppings de maior qualidade — que conseguem repassar entre 2,0% e 3,0% acima da inflação por longos períodos — estão, em sua maioria, nas mãos de investidores institucionais. Entre eles, destacam-se fundações e investidores institucionais, empresas listadas (Multiplan, Iguatemi, Allos e JHSF) e alguns fundos imobiliários. Somados, esses portfólios superam R\$ 100 bilhões em ativos, com grande parte composta por empreendimentos de alto padrão e localização privilegiada.

Para medir a diferença na qualidade desses ativos, analisamos a evolução do aluguel nas mesmas lojas (Same Store Rent) nos últimos dez anos das três maiores companhias listadas do setor: Multiplan, Iguatemi e Allos. Mesmo com momentos econômicos difíceis — como a recessão de 2015-2016, no governo Dilma, e a pandemia da COVID-19, que interrompeu temporariamente as operações — essas empresas entregaram um CAGR de 6,5%. Isso representa mais que o dobro da média nacional de vendas e supera a inflação anual em 0,8 ponto percentual. Como os aluguéis correspondem a cerca de 75% da receita dos shoppings, o NOI/m² (renda operacional líquida por metro quadrado) segue uma trajetória muito próxima. É um reflexo direto da qualidade da operação e da capacidade de formar preço desses ativos.

Para aprofundar a análise dos portfólios das três companhias listadas, utilizamos as métricas mencionadas na página anterior para estimar a categoria de cada ativo. Os shoppings foram classificados nos seguintes grupos: Prime, A+, A, B, C e D, permitindo uma média comparativa entre eles. Os ativos Prime são os chamados "ativos troféu". A Multiplan, por exemplo, detém o Morumbi Shopping; a Iguatemi, o Iguatemi São Paulo — shopping mais antigo do país; e a Allos, o Shopping Leblon. Em nossa análise, os shoppings classificados como Prime e A+ apresentam desempenhos semelhantes em termos de crescimento de vendas, aluguéis e NOI. A principal diferença entre eles está na liquidez, já que os ativos Prime tendem a ser mais disputados por investidores institucionais. As categorias Prime, A+ e A têm maior potencial de gerar crescimento real de NOI. Já os ativos da categoria B tendem a entregar desempenho próximo da inflação. Por fim, os shoppings das categorias C e D enfrentam maior dificuldade para repassar preços de forma integral.

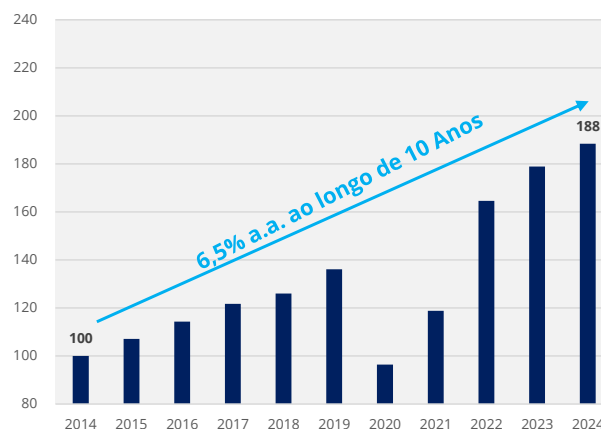
Na avaliação da RBR, estimamos o valor de cada shopping proporcional à participação detida por cada empresa. O gráfico ao lado mostra a distribuição percentual do valuation dos portfólios, segmentado por classe de ativo. A Iguatemi, por exemplo, concentra 44% do valor de seu portfólio em apenas três ativos Prime: Iguatemi São Paulo, JK Iguatemi e Pátio Higienópolis. Com base nessa segmentação, a Multiplan possui 89% de seu portfólio em ativos classificados como Prime, A+ ou A. A Iguatemi, 77%, e a Allos, 67%. Assim, a exposição a ativos B, C e D é pouco representativa, evidenciando a alta qualidade média dos portfólios analisados.

Precificação e Risco

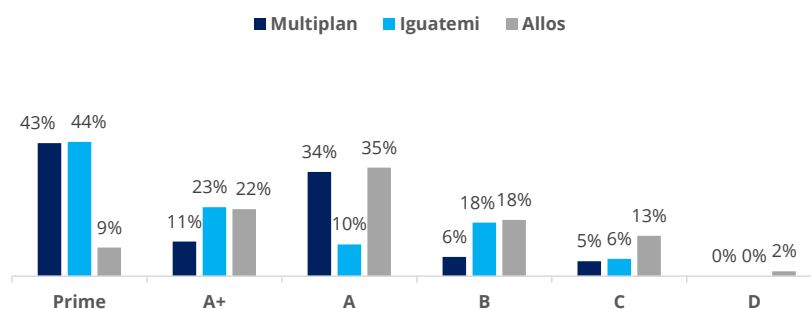
Embora as ações de shoppings tenham foco direto na operação dos empreendimentos, elas ainda estão inseridas em um ambiente macroeconômico volátil. Ativos imobiliários, de forma geral, costumam ser comparados a títulos de renda fixa de longa duração — no caso brasileiro, às NTN-Bs de longo prazo. Isso porque oferecem repasse da inflação nos aluguéis, preservação do capital e geração recorrente de yield.

Dessa forma, é natural que as variações das NTN-Bs sirvam como referência (benchmark) para a precificação do setor de Real Estate. Considerando que a NTN-B longa reflete o cenário macroeconômico e suas incertezas, como ilustrado no gráfico ao lado, é razoável supor que a precificação das ações de shoppings no mercado secundário acompanhe, ao menos em parte, essas variações — desde que outros fatores estruturais das companhias, como despesas administrativas e alavancagem, estejam sob controle.

Same Store Rent (Base 100)

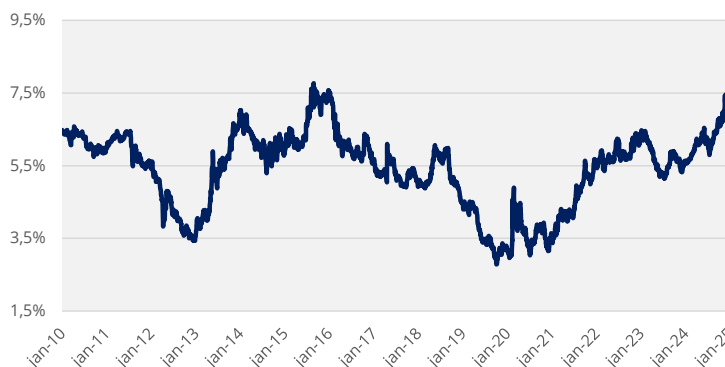


Fonte: RBR, Mar/25



Fonte: RBR, Mar/25

NTN-B Longa



Fonte: B3, Mar/25

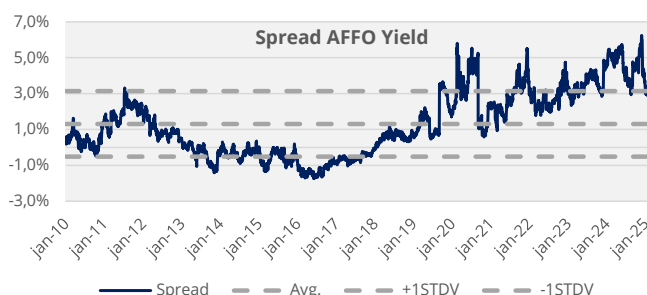
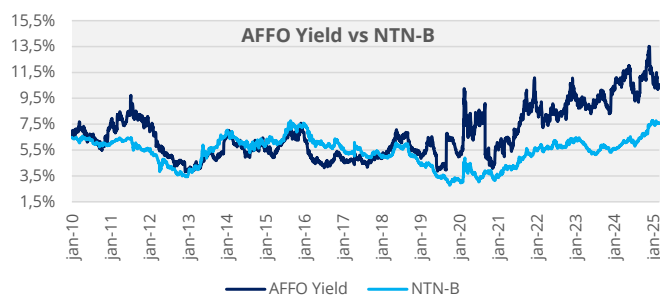
Oportunidade na Bolsa

Como vimos no gráfico acima, a NTN-B longa está no maior patamar dos últimos 15 anos, comparável apenas ao período de estresse macroeconômico vivido durante o governo Dilma, em 2015-2016. Nos últimos cinco anos, além da pandemia de COVID-19, o cenário global enfrentou forte instabilidade, marcada por dois conflitos diretos (Ucrânia-Rússia e Israel-Palestina). Adicionalmente, o processo de desglobalização ganhou força, especialmente após o governo Trump e suas políticas tarifárias, aumentando a percepção de risco global. No plano doméstico, o Brasil também convive com incertezas, em especial no campo fiscal. Nesse contexto, os fundamentos de ativos reais como shopping acabam, por vezes, sendo ofuscados de forma desproporcional.

Conforme mostrado anteriormente nos dados de vendas e aluguéis, uma das principais características dos shoppings de alta qualidade é a resiliência operacional. Isso se reflete especialmente na estabilidade da principal linha de resultado: o NOI (*Net Operating Income*). Nos últimos 10 anos, excluindo o período da pandemia, a volatilidade média do NOI/m² dos portfólios analisados foi de apenas 4,7%. Além disso, as empresas do setor historicamente mantêm níveis conservadores de alavancagem, tendência que se intensificou nos últimos anos. No fechamento de 2024, a Multiplan apresentou endividamento de apenas 2,3%, a Iguatemi de 1,8% e a Allos de 1,9%. Essa combinação de geração de caixa previsível e baixa alavancagem oferece, em nossa visão, um elevado grau de segurança para o investidor.

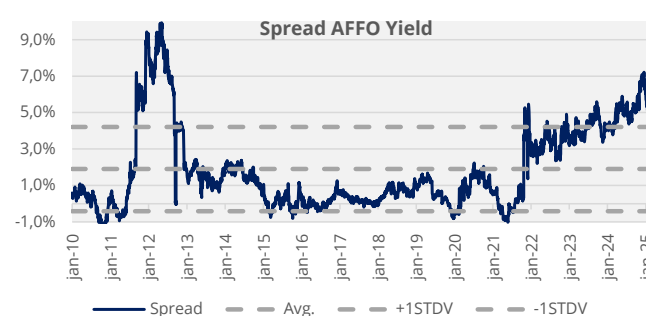
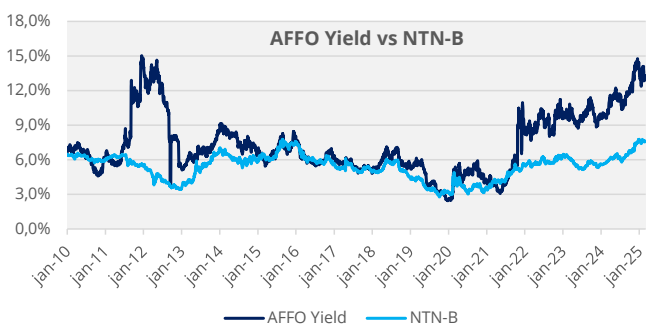
Ainda assim, ao analisarmos os gráficos de AFFO Yield — *Adjusted Funds From Operations*, métrica amplamente utilizada para ativos imobiliários, que representa a geração do caixa operacional dividido pelo preço de mercado — em comparação à taxa da NTN-B longa, observamos uma forte oscilação nos últimos anos e uma desancoragem relevante em relação ao histórico. Isso ocorre mesmo diante de fundamentos sólidos, indicando que o mercado pode estar precificando risco de forma exagerada.

Multiplan



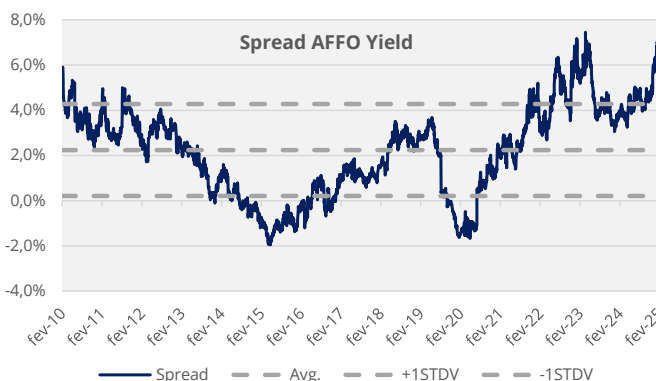
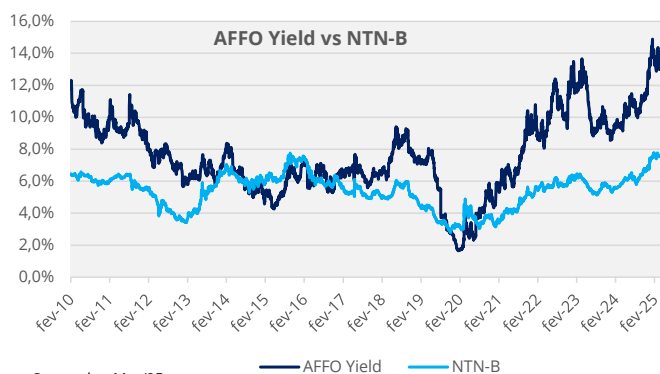
Fonte: Santander, Mar/25

IGUATEMI



Fonte: Santander, Mar/25

ALLOS



Fonte: Santander, Mar/25

Oportunidade em Bolsa

O AFFO já considera despesas administrativas, custo da dívida e demais ajustes operacionais. Para isolar ainda mais a análise do ativo imobiliário em si — o "tijolo" — uma métrica complementar relevante é o Implied Cap Rate, calculado a partir do NOI estimado para os próximos 12 meses dividido pelo Enterprise Value. Com esse resultado, comparamos o implied cap rate com os cap rates justos estimados para cada ativo, definidos com base na mesma metodologia de classificação por qualidade apresentada anteriormente. A partir dessa comparação, chegamos ao Fair Cap Rate consolidado para o portfólio de cada companhia. Essa análise tem como objetivo discutir qual seria o valor de liquidação dos ativos, caso todo o portfólio fosse vendido a mercado. Na avaliação da RBR, com os preços de fechamento de março de 2025, o comparativo entre o mercado público (ações) e o mercado privado (valor justo dos ativos) ficou da seguinte forma:

	 Multiplan	IGUATEMI	ALLOS
Implied Cap rate	12,9%	16,4%	17,7%
Fair Cap rate	7,8%	7,9%	8,5%
UPSIDE	64,8%	107,5%	108,2%

Fonte: RBR, Mar/25

Vale destacar que existem outras camadas a serem consideradas, como impostos sobre ganhos de capital, eventuais multas por pré-pagamento de dívida e outros passivos potenciais. Além disso, esse upside de valor tende a ser capturado ao longo de um horizonte de longo prazo. O objetivo aqui é apenas evidenciar a diferença de precificação entre o mercado secundário (ações) e o mercado primário (transações diretas de ativos). Nessa linha, todas as três companhias — com destaque para a Allos — realizaram desinvestimentos estratégicos nos últimos anos justamente para evidenciar esse desconto. Ainda assim, o mercado seguiu penalizando as ações, em função do ambiente macroeconômico adverso. Existe, de fato, uma discussão válida sobre a liquidez desses ativos e se o Fair Cap Rate é realmente realizável. Para avaliar isso, reunimos as principais transações de shoppings no mercado privado nos últimos três anos. Como demonstrado abaixo, mais de R\$ 10 bilhões foram transacionados, com cap rates entre 7,0% e 8,5% — patamar alinhado à nossa avaliação dos portfólios analisados. Abaixo, alguns destaques dessas transações:



1) Em fase final de liquidação;

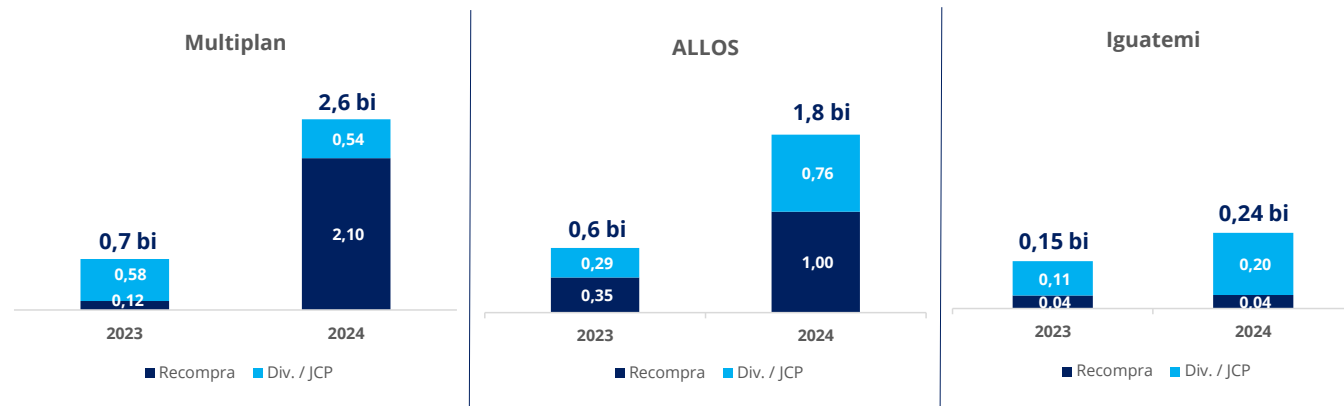
2) IPO do FII GZIT11;

3) Venda de participação em vários ativos da SYN para o XPML11 no 2S24;

Fonte: RBR, Mar/25

Detalhamento dos movimentos

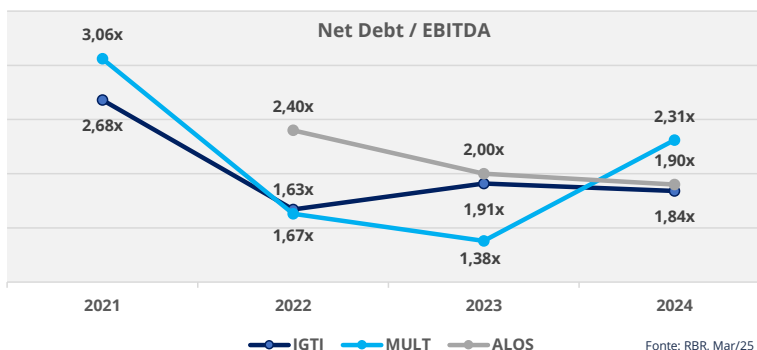
Para demonstrar o impacto das ações mencionadas, destacamos abaixo a intensidade da alocação de capital via recompra de ações e pagamento de dividendos/Juros sobre Capital Próprio (JCP). Essas iniciativas representam alocação direta de recursos com efeito imediato para o investidor. A recompra de ações, ao reduzir a base acionária, amplia o desconto já observado na tese de valuation. No caso dos dividendos e JCP, o efeito é ainda mais direto — trata-se de retorno efetivo de caixa ao acionista. Em 2023 e 2024, mais de R\$ 6 bilhões foram alocados nessas estratégias pelas companhias do setor, justamente em um período de forte penalização de mercado. Considerando os valores de mercado atuais, esse montante equivale a mais de 20% do market cap somado das três empresas. Multiplan e Allos lideraram esse movimento, com a Iguatemi em seguida, ainda que em menor escala.



O segundo movimento relevante foi a desalavancagem gradual ao longo do tempo. A Multiplan, por exemplo, alcançou em 2023 o menor nível de endividamento de sua história, medido pelo indicador Dívida Líquida/EBITDA. Em 2024, a companhia voltou a se capitalizar com o objetivo de intensificar o programa de recompra de ações.

Allos e Iguatemi, que já operavam com níveis de alavancagem confortáveis, também reduziram suas dívidas, encerrando 2024 com indicadores abaixo de 2,0x Dívida Líquida/EBITDA.

Vale destacar que essas são dívidas relativamente baratas, com spreads entre 30 e 80 bps sobre o CDI.



Para reforçar a métrica apresentada de AFFO Yield, podemos considerá-la o equivalente ao Dividend Yield dos FILs, considerando que os fundos são obrigados a distribuir 95% do seu resultado em caixa semestralmente. Como mostrado nos gráficos da página 2, o AFFO Yield das companhias está próximo de 13%, o maior patamar da história do setor. Isso significa que, aos preços atuais, o investidor tem um retorno implícito de IPCA + 13% apenas com os fluxos operacionais — sem depender de qualquer reprecificação em direção ao valor justo.

Mesmo os fundos imobiliários de shoppings, que também estão negociados com desconto, apresentam Dividend Yields médios de 11,7%, apesar de contarem com portfólios significativamente inferiores em qualidade e escala, se comparados às companhias listadas.

Trata-se de uma classe de ativos resiliente, com crescimento real, gestão sólida e alavancagem controlada. Reiteramos nossa visão positiva para as três companhias, com destaque para a consistência dos fundamentos que sustentam essa tese.

Obs.: Essa não é uma recomendação de compra, apenas a visão da gestora sobre o setor e as ações.



Glossário

CARG	Compound Annual Growth Rate: Taxa de crescimento anual composta. Representa a taxa média de crescimento de um indicador (como receita ou lucro) ao longo de um período, assumindo que os resultados crescem de forma constante.
NOI	Net Operating Income: Lucro Operacional Líquido. Corresponde à receita operacional de um ativo imobiliário após deduzidas as despesas operacionais (como custos de condomínio), mas antes dos custos financeiros, depreciação e impostos.
AFFO	Adjusted Funds From Operations: AFFO é uma métrica ajustada de fluxo de caixa operacional utilizada principalmente em ações de Real Estate. Ela parte do FFO (Funds From Operations) — que já ajusta o lucro contábil excluindo depreciações e ganhos/perdas com venda de ativos — e realiza ajustes adicionais para refletir melhor o fluxo de caixa recorrente disponível para distribuição aos investidores.
SSR	Same Store Rent: Métrica que compara o desempenho de aluguel das mesmas propriedades (ou lojas) ao longo do tempo, excluindo novos ativos adquiridos ou vendidos

Disclaimer

As informações aqui contidas refletem as expectativas, opiniões, estimativas e projeções atuais da RBR Asset na data da publicação, as quais estão sujeitas a alterações sem aviso prévio a qualquer momento após a data de emissão. A RBR Asset não garante que qualquer expectativa, opinião, estimativa ou projeção se concretizará. Todas as informações fornecidas são apenas para fins informativos e não devem ser consideradas como aconselhamento de investimento ou recomendação de compra ou venda de qualquer título ou produto específico. Embora as informações aqui apresentadas sejam consideradas confiáveis, não há nenhuma declaração ou garantia quanto à exatidão de quaisquer dados apresentados. Potenciais investidores não devem tratar estes materiais como aconselhamento em relação a questões jurídicas, tributárias ou de investimento."

Nenhuma informação constante deste material constitui aconselhamento de investimento, jurídico, fiscal ou de qualquer natureza, nem deve ser considerado como base para a tomada de uma decisão de investimento. A RBR Asset não oferece nenhuma garantia de resultados ou metas futuras. Esta apresentação não é direcionada a nenhuma pessoa em qualquer jurisdição onde (devido à nacionalidade, residência ou outro motivo) a disponibilidade das informações aqui contidas seja proibida."

O presente material foi elaborado para fins meramente informativos como objetivo exclusivo fornecer informações que possam auxiliar o investidor a tomar sua própria decisão de investimento, sendo assim nenhuma informação aqui presente constitui qualquer tipo de oferta ou solicitação de compra e/ou venda de qualquer produto ou veículo de investimento. As informações constantes deste material tratam, meramente, de análise do setor de shoppings tangente ao setor de real estate, de modo que refletem a visão da gestora diante do panorama geral da interseção entre tais setores. Investidores interessados em produtos com estratégia similar àquelas referidas neste material devem consultar seus assessores de investimento antes de tomar qualquer decisão de investimento.