

Resultado favorecido pelo *fair value* dos imóveis de renda

A partir do 4T13, a JHSF optou por adotar a contabilização de determinados ativos de renda a valor justo, o que gerou um ganho não recorrente de R\$ 390 milhões ao resultado da companhia antes dos impostos. Houve também, em decorrência do novo modelo de avaliação, estorno da depreciação desses imóveis, com impacto positivo sobre os custos. Ajustado por estes efeitos, o EBITDA teve uma queda de 33% T/T, ainda influenciada pela forte desaceleração do segmento de incorporação imobiliária, não compensada pelo bom desempenho da divisão de shoppings.

Renda recorrente: desempenho crescente. A divisão de renda recorrente segue em ritmo de forte crescimento, de certa forma já esperado por conta dos novos ativos em operação e em processo de *ramp up*. No trimestre, as receitas do segmento ficaram concentradas no *Shopping Cidade Jardim* (38%), cujo desempenho de vendas nas mesmas lojas (SSS) e aluguel mesmas lojas (SSR) foram 8% e 29% superiores A/A. A taxa de locação dos ativos em operação segue acima de 95%.

Incorporação imobiliária: desaceleração ainda pesa. O segmento de incorporação continuou apresentando um resultado fraco no 4T13, principalmente em função do efeito dos distratos e custos excedentes do *Horto Bela Vista*. O *top line* da divisão foi prejudicado pelo menor volume de lançamentos e vendas e seu reflexo no fluxo de reconhecimento de receitas. Além da queda de 86% T/T no EBITDA, a divisão saiu de um lucro de R\$ 16 milhões no 3T13 para um prejuízo de R\$ 12 milhões no último trimestre.

Alto endividamento: ainda não preocupa. A JHSF segue aumentando as captações para financiar seus projetos de expansão no segmento de rendas. No 4T13, foram emitidas debêntures, alongando o perfil da dívida da companhia. O cronograma de recebimentos está concentrado em 2014, com R\$ 552 milhões (62% do total), o que favorecerá o fluxo de caixa.

Perspectivas. Avaliamos o resultado da JHSF como fraco, com perspectiva estável para o curto prazo. Sustenta nossa tese a pouca visibilidade em relação a uma recuperação mais consistente do segmento de incorporação imobiliária. Importantes projetos foram lançados ao longo do ano, mas o desempenho de vendas e o ritmo de reconhecimento de receitas serão refletidos em maior proporção ao final do primeiro semestre. No entanto, seguimos otimistas em relação à divisão de renda recorrente, principalmente os shoppings, que apresentaram um desempenho superior ao mercado, possuem baixa vacância e ainda devem crescer em ritmo forte, com possível elevação das margens decorrentes de ganhos de eficiência.

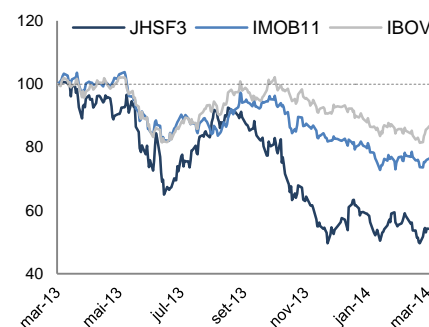
Imobiliário

26 de março de 2014

 Wesley Bernabé, CNPI
 wesley.bernabe@bb.com.br

JHSF3

Preço em 25/03/2014 (R\$)	3,94
Preço para 12/2014 (R\$)	Em revisão
Upside	-
Market Cap (R\$ milhões)	1.702
Variação 1 mês	-6,6%
Variação 12 meses	-47,4%
Variação 2014	-7,5%
Mín. 52 sem.	3,52
Máx. 52 sem.	7,66



Fonte: Economática e BB Investimentos

R\$ Milhões	4T13	A/A	T/T	2013	A/A
Receita Líquida	125,4	-43,8%	-33,6%	671,0	-25,3%
Lucro Bruto	72,9	-42,8%	3,1%	313,8	-30,9%
Margem Bruta (%)	58,1%	1,0 p.p.	20,7 p.p.	46,8%	-3,8 p.p.
EBITDA Ajustado	33,6	-58,1%	-33,3%	218,6	-28,5%
Margem EBITDA Aj. (%)	26,8%	-9,1 p.p.	0,1 p.p.	32,6%	-1,4 p.p.
Lucro Líquido	271,6	105,4%	3672%	319,9	13,3%
Margem Líquida (%)	216,6%	157 p.p.	213 p.p.	47,7%	16,3 p.p.

R\$ Milhões	4T13	A/A	T/T
Dívida Bruta	2.167,1	30,9%	9,1%
Dívida Líquida	1.556,2	45,6%	4,9%
Dívida Líquida / EBITDA	7,1x	3,6x	0,8x
Dívida CP / Dívida Bruta	13,5%	5,5 p.p.	-14,1 p.p.
Dívida Bruta / (Div. Bruta + PL)	49,4%	3,2 p.p.	-10,6 p.p.

Fonte: JHSF e BB Investimentos

Informações Relevantes

Este relatório foi produzido pelo BB-Banco de Investimento S.A. As informações e opiniões aqui contidas foram consolidadas ou elaboradas com base em informações obtidas de fontes, em princípio, fidedignas e de boa-fé. Entretanto, o BB-BI não declara nem garante, expressa ou tacitamente, que essas informações sejam imparciais, precisas, completas ou corretas. Todas as recomendações e estimativas apresentadas derivam do julgamento de nossos analistas e podem ser alternadas a qualquer momento sem aviso prévio, em função de mudanças que possam afetar as projeções da empresa. Este material tem por finalidade apenas informar e servir com instrumento que auxilie a tomada de decisão de investimento. Não é, e não deve ser interpretado como uma oferta ou solicitação de oferta para comprar ou vender quaisquer títulos e valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. É vedada a reprodução, distribuição ou publicação deste material, integral ou parcialmente, para qualquer finalidade.

Nos termos do art. 18 da ICVM 483, o BB - Banco de Investimento S.A declara que:

1 - A instituição pode ser remunerada por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s); o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode ser remunerado por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório, ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s).

2 - A instituição pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), mas poderá adquirir, alienar ou intermediar valores mobiliários da empresa(s) no mercado; o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), e poderá adquirir, alienar e intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado.

Informações Relevantes – Analistas

O(s) analista(s) de investimento, ou de valores mobiliários, envolvido(s) na elaboração deste relatório (“Analistas de investimento”), declara(m) que:

1 - As recomendações contidas neste refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao BB-Banco de Investimento S.A e demais empresas do Grupo.

2 – Sua remuneração é integralmente vinculada às políticas salariais do Banco do Brasil S.A. e não recebem remuneração adicional por serviços prestados para o emissor objeto do relatório de análise ou pessoas a ele ligadas.

Analistas	Itens		
	3	4	5
Wesley Bernabé			

3 – O(s) analista(s) de investimentos, seus cônjuges ou companheiros, detêm, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, ações e/ou outros valores mobiliários de emissão das companhias objeto de sua análise.

4 – Os analistas de investimento, seus cônjuges ou companheiros, possuem, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação à companhia emissora dos valores mobiliários analisados neste relatório.

5 – O(s) analista(s) de investimento tem vínculo com pessoa natural que trabalha para o emissor objeto do relatório de análise.

Administração

Diretor

Sandro Kohler Marcondes

Gerente-Executivo

Eduardo César do Nascimento

Equipe de Pesquisa

Gerente - Nataniel Cezimbra nataniel.cezimbra@bb.com.br

Renda Variável

Bancos e Serviços Financeiros

Nataniel Cezimbra nataniel.cezimbra@bb.com.br
Carlos Daltozo daltozo@bb.com.br

Commodities

Nataniel Cezimbra nataniel.cezimbra@bb.com.br
Victor Penna victor.penna@bb.com.br
Luciana de Carvalho luciana_cvl@bb.com.br
Márcio de Carvalho Montes mcmontes@bb.com.br

Consumo

Maria Paula Cantusio paulacantusio@bb.com.br

Imobiliário

Wesley Bernabé wesley.bernabe@bb.com.br

Indústrias, Transportes e Small Caps

Mário Bernardes Junior mariobj@bb.com.br
Gabriela Cortez gabrielaecortez@bb.com.br

Infraestrutura e Concessões

Renato Hallgren renatoh@bb.com.br

Renda Fixa e Estratégia de Mercado

Hamilton Moreira Alves hmoreira@bb.com.br
Andre Ferreira andre.ferreira@bb.com.br
Renato Odo renato.odo@bb.com.br
Fabio Cardoso fcardoso@bb.com.br

Equipe de Vendas

Atacado: bb.distribuicao@bb.com.br **Varejo:** acoes@bb.com.br

Gerente – Antonio Emilio Ruiz **Gerente - Marconi Maciel**

Antonio Lima **Distribuição e varejo**
Bruno Finotello Ana Lucia Caruso da Silva
João Carlos Floriano Henrique Reis
Marcela Andressa Pereira Márcio Carvalho José
Paulo Arruda
Thiago Cogo Pires
Viviane Ferro Candelária
Wagner Silveira Neustaedter

BB-Banco de Investimento S.A. • BB-BI

Rua Senador Dantas, 105 - 36º andar
Rio de Janeiro RJ - Brasil
Tel. (21) 38083625 Fax (21) 38083355

BB Securities

4th Floor, Pinners Hall – 105-108 Old Broad St.
London EC2N 1ER - UK
+44 207 7960836 (facsimile)

Managing Director

Vinicius Balbino Bouhid +44 (207) 3675801

Deputy Managing Director

Selma da Silva +44 (207) 3675802

Director of Sales Trading

Boris Skulczuk +44 (207) 3675831

Head of Sales

Nick Demopoulos +44 (207) 3675832

Institutional Sales

Annabela Garcia +44 (207) 3675853

Melton Plumber +44 (207) 3675843

Renata Kreuzig +44 (207) 3675833

Trading

Bruno Fantasia +44 (207) 3675852

Gianpaolo Rivas +44 (207) 3675842

Head of Research

Paul Hollingworth +44 (207) 3675851

Structured Products

Hernan Lobert +44 (207) 3675807

Banco do Brasil Securities LLC

535 Madison Avenue 34th Floor
New York City, NY 10022 - USA
(Member: FINRA/SIPC/NFA)

Managing Director

Rubens Cardoso +1 (646) 845-3710

Institutional Sales - Equity

Charles Langalis +1 (646) 845-3714

Institutional Sales - Fixed Income

Cassandra Voss +1 (646) 845-3713

DCM

Richard Dubbs +1 (646) 845-3719

Syndicate

Kristen Tredwell +1 (646) 845-3717

Sales

Michelle Malvezzi +1 (646) 845-3715

Myung Jin Baldini +1 (646) 845-3718

BB Securities Asia Pte Ltd

6 Battery Road #11-02
Singapore, 049909

Managing Director

Rodrigo Afonso +65 6420-6570

Institutional Sales

José Carlos Reis +65 6420-6570

Paco Zayco +65 6420-6572