

Buy

Crescimento no longo prazo

Ticker	JHSF3
Preço Mercado em 25/08/2010	R\$ 2,84
Preço Potencial 30/06/2011	R\$ 5,20
Upside	83,1%
Sector	Construção Civil
Free Float	18,7%
Min (52 sem)	R\$ 2,19
Máx (52 sem)	R\$ 4,09
Volume R\$ (21 d)	1.318K

O setor de construção civil vem passando por um momento de acentuado crescimento nos últimos anos, resultado de uma maior estabilidade no ambiente macroeconômico e da melhora da confiança das empresas, consumidores e investidores no desenvolvimento do mercado imobiliário nacional.

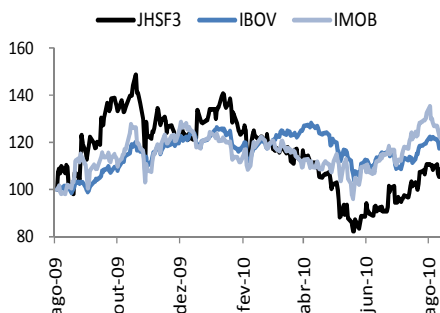
Com déficit habitacional estimado em mais de 6 milhões de unidades, fatores fundamentais neste processo têm sido a contínua evolução do nível de emprego e renda da população, a inflação em níveis controlados, a inadimplência em patamares historicamente reduzidos e a fartura na disponibilidade de crédito direcionado ao setor. Cada vez temos observado um maior número de agentes dispostos a financiar a produção imobiliária e os mutuários finais.

Múltiplos	2010	2011	2012
EV / EBITDA	7,4 x	5,0 x	3,7 x
EPS	0,3	0,4	0,5
P / L	9,5	7,1	5,6
P / BV	1,2	1,0	0,9

Além disso, a evolução da renda e o crescimento do consumo privado têm impulsionado o surgimento de diversos novos centros de compras no país. Segundo dados da Associação Brasileira de Shoppings Centers (Abrasce), somente no ano passado foram inaugurados 16 novos shoppings no Brasil, totalizando atualmente 396 estabelecimentos deste tipo no território nacional.

A JHSF Participações S.A. é uma companhia que está no mercado há quase 40 anos e tem sua atuação voltada à incorporação imobiliária de uso misto e larga escala (residencial e comercial), desenvolvimento e administração de shoppings centers, locações comerciais e hotéis de alto padrão.

Acreditando no crescimento sustentável dos segmentos de atuação da companhia nos próximos anos, em seus fundamentos e expertise no desenvolvimento de empreendimentos de uso misto, iniciamos a cobertura da JHSF com recomendação de compra e preço-alvo de R\$ 5,20 para junho de 2011, o que representa um *upside* potencial de 83,1% em relação à cotação em 25/08/2010.



Fonte: Economática e BB Banco de Investimento

Sumário:

- I. Tese de Investimento
- II. Principais Riscos
- III. Principais Setores de Atuação
- IV. A JHSF - Overview: Histórico e Estratégia
- V. Múltiplos
- VI. Valuation: Principais Premissas
- VII. Análise de Sensibilidade
- VIII. Estimativas / Demonstrativos Projetados

Highlights - Histórico Operacional e Financeiro

R\$ milhões	2007	2008	2009	1S09	1S10
Lançamentos	1.049,8	1.474,7	46,0	0,0	247,5
Vendas Contratadas	509,2	818,3	806,1	291,6	328,0
Receita Líquida	305,5	675,2	496,4	230,8	253,7
EBITDA	127,1	240,1	259,9	40,6	46,8
Mg. EBITDA	41,6%	35,6%	52,4%	17,6%	18,5%
Lucro Líquido	82,9	150,3	149,2	5,8	25,9
Mg. Líquida	27,1%	22,3%	30,1%	2,5%	10,2%

Tese de Investimento

Acreditamos que a JHSF seja uma boa alternativa de investimento para o longo prazo, considerando a experiência e evolução da companhia nos últimos anos, as perspectivas positivas para a economia nacional e para os mercados imobiliário e consumidor.

Expertise na construção de empreendimentos de uso misto: A empresa tem quase 40 anos no mercado imobiliário, tanto residencial quanto comercial, tendo desenvolvido diversos projetos voltados ao público de alta renda, a maioria das vezes em várias fases, com destaque ao Cidade Jardim, complexo que conta com edifícios residenciais, escritórios triple A e shopping center. Tal modelo de negócios acaba otimizando o uso dos terrenos e criando sinergias internas, aumentando o fluxo de pessoas que circulam no shopping, em boa parte proveniente dos escritórios ali localizados, bem como dos moradores do complexo. Além disso, o sucesso e a maturação de uma fase contribui para a valorização dos lançamentos seguintes, como tem sido observado historicamente:

Preços - R\$/m ²	Lançamento	1S10	%
Parque Cidade Jardim	5.164	12.000	132%
Fazenda Boa Vista (Estâncias e Lotes)	160	750	369%
Fazenda Boa Vista (Residências)	2.800	5.780	106%
Fazenda Boa Vista (Villas)	2.451	6.200	153%
Cidade Jardim Corporate Center	9.044	12.221	35%
Horto Bela Vista	2.635	3.785	44%
Praça Vila Nova	8.284	11.500	39%
Benedito Lapin	7.500	10.220	36%

Fonte: JHSF

Nessa mesma linha, a companhia adquiriu em 2007 as atividades do Hotel Fasano, com o intuito de integrar hotéis da marca em alguns de seus empreendimentos. As operações hoteleiras, apesar de gerarem receitas pouco expressivas se comparadas às obtidas com a atividade de incorporação imobiliária e os ativos de renda recorrente, contribuem para incrementar a valorização dos projetos onde estão inseridas.

Diversificação dos novos projetos: A JHSF tem hoje em seu portfólio diversos empreendimentos em desenvolvimento e construção, tanto no segmento de shoppings (Metrô Tucuruvi em São Paulo, Bela Vista em Salvador, Ponta Negra em Manaus), imobiliário residencial (Praça Vila Nova, Benedito Lapin em São Paulo) e comercial, o que tem contribuído para diluir a percepção de risco da empresa. Na época em que abriu seu capital, uma das grandes preocupações dos investidores era quanto ao potencial de desenvolvimento da companhia além do seu carro-chefe, o complexo Cidade Jardim.

Expansão dos empreendimentos de renda recorrente: atualmente a companhia conta com aproximadamente 44,6 mil m² de Área Bruta Locável (ABL), referentes ao Shopping Cidade Jardim e aos edifícios Metropolitan e Platinum. Considerando o acordo firmado entre a JHSF e a Credit Suisse Hedging-Griffo para a constituição do fundo CSHG JHSF Prime Offices, que deverá tirar os dois prédios do portfólio da empresa e a inauguração dos shoppings Metrô Tucuruvi, Bela Vista e Ponta Negra, que deverão ocorrer durante 2012, a parte da empresa na ABL chegará a 111,6 mil m², podendo atingir 150,2 mil m² em 2018, quando as expansões previstas forem concluídas.

Reconhecimento da marca: acreditamos que a experiência no desenvolvimento de projetos para o segmento de alto padrão tenha proporcionado à empresa o fortalecimento de sua marca junto a seu público-alvo, o que acaba indiretamente por contribuir com a valorização dos empreendimentos seguintes. Além disso, tem construído parcerias com clientes, fornecedores, prestadores de serviço (arquitetos renomados, por exemplo) e lojistas, que levam à fidelização e têm se mostrado importantes na expansão da empresa (decisão de compra de outro imóvel, locação de novos espaços em shoppings etc.).

Estrutura financeira conservadora: a JHSF mantém historicamente posição de caixa confortável e baixo nível de endividamento, em parte pela geração própria de caixa e também pelas fontes de recursos utilizadas em seus projetos, como linhas do BNDES para financiamento à construção de shoppings centers. O caixa da JHSF no 2T10 era de R\$ 324,9 milhões (R\$ 396,2 milhões em 2009), para uma dívida bruta de R\$ 400,7 milhões (R\$ 444,7 milhões em 2009).

Principais Riscos

O crescimento do nível das atividades esperado para os próximos anos pode encontrar algumas barreiras inerentes às atividades de incorporação e construção, disponibilidade de recursos no mercado de capitais, entre outras. Listamos as principais preocupações neste sentido, em nossa opinião.

Mudança no cenário macroeconômico: ainda que, diferentemente de boa parte das demais empresas do setor de construção, as vendas da JHSF sejam menos dependentes de crédito, uma alteração na estabilidade econômica pela qual o Brasil vem passando nos últimos tempos poderia influenciar negativamente o mercado imobiliário de um modo geral e o consumo privado, o que geraria redução nas fontes de receitas da companhia, tanto pela menor velocidade na venda de seus empreendimentos residenciais, quanto pela menor circulação de pessoas dispostas a consumir em seus shoppings centers.

Riscos de execução: os projetos em desenvolvimento atualmente pela empresa compreendem diversas fases que devem ser cumpridas antes da construção ser iniciada. Por tratar-se, em sua maioria, de empreendimentos de larga escala, estes dependem de aprovações governamentais, licenças ambientais, entre outros entraves burocráticos, que podem gerar atrasos nas obras. Além disso, qualquer quebra de contrato com fornecedores ou prestadores de serviço pode significar prejuízo expressivo para o andamento das obras, tanto operacional quanto financeiro.

Ainda neste sentido, temos observado uma preocupação cada vez maior quanto à disponibilidade de mão-de-obra qualificada, desde engenheiros até pedreiros, para tocar o grande número de empreendimentos atualmente em projeto e/ou construção pelas incorporadoras, o que pode vir a atrapalhar a velocidade dos planos de expansão da JHSF.

Concentração dos projetos na população de alta renda: ao mesmo tempo em que a estratégia de focar no alto padrão gera especialização e conhecimento de mercado, este público ainda representa uma pequena parcela da população brasileira.

Reduzida liquidez dos papéis da JHSF: o volume médio diário transacionado nos últimos 12 meses foi de R\$ 4,1 milhões, ainda muito inferior às principais empresas do setor de construção civil listadas na Bovespa. Sem perder de vista que o perfil dos investidores da JHSF normalmente é de longo prazo, o volume ainda é muito reduzido.

Lembramos que apesar da companhia estar inserida no Novo Mercado, seu *free float* é inferior ao mínimo exigido pelo regulamento (18,7% x 25,0%). O prazo para adequação é até 20/04/2011.

Principais Setores de Atuação

Os mercados em que a JHSF atua têm experimentado significativo crescimento nos últimos anos, muito em função da maior estabilidade econômica verificada no país, com destaque para o crescimento do nível de renda da população, inflação sob controle, queda no índice de desemprego e evolução do consumo privado.

Mercado Imobiliário Residencial e Comercial

Os fundamentos do setor imobiliário seguem fortes há vários meses, com dados positivos sendo constantemente divulgados em relação à evolução dos preços dos imóveis comercializados, à performance operacional das incorporadoras e à disponibilidade de crédito, tanto à produção quanto aos mutuários.

Segundo dados da Empresa Brasileira de Estudos de Patrimônio (Embraesp), o preço médio dos imóveis residenciais de dois dormitórios lançados na região metropolitana de São Paulo subiu 25% no primeiro semestre de 2010, na comparação com o mesmo período do ano passado (de R\$ 140 mil para R\$ 175 mil). Nos imóveis de três dormitórios a evolução foi de 35% (de R\$ 231 mil para R\$ 312 mil) e chegou a 41% no caso de um dormitório (de R\$ 197 mil para R\$ 278 mil). A única queda, leve, foi verificada nos imóveis de quatro dormitórios, que tiveram seu preço médio reduzido de R\$ 759 mil para R\$ 751 mil (-1%).

Os últimos dados divulgados pela Caixa Econômica Federal, maior financiadora do setor, registram que nos sete primeiros meses de 2010 foi disponibilizado o recorde de R\$ 40,1 bilhões em empréstimos habitacionais, crescimento de 104% frente ao mesmo período de 2009. Para efeito de comparação, o total destinado aos mutuários em 2009 foi de R\$ 47,0 bilhões (R\$ 23,3 bilhões em 2008). O índice de inadimplência da carteira da CEF está em 1,7%, abaixo da média no mercado (2,3%).

De acordo com a pesquisa trimestral realizada pela FGV e pelo Sinduscon (Sindicato das Indústrias da Construção Civil), o otimismo das empresas retornou ao nível de 2008, momento em que o mercado estava bastante aquecido. A sondagem com cerca de 200 companhias resultou no índice de 59,95 pts, crescimento de 30,5% em comparação com maio do ano passado. Valores acima de 50 pontos significam expectativa positiva.

A performance de vendas também segue acelerada, ainda que no último mês alguma estagnação tenha sido observada. Acreditamos tratar-se de um movimento natural, uma vez que os preços têm subido muito nos últimos anos, porém ainda esperamos novas altas. O mercado imobiliário residencial segue aquecido e a expectativa é de que assim continue por algum tempo, o que deverá manter os fundamentos do setor fortalecidos, aumentando a confiança dos investidores nas companhias.

Ressaltamos apenas alguns fatores importantes que devem ser acompanhados, uma vez que podem oferecer limitações às atividades das incorporadoras mais pra frente, como a escassez de mão de obra qualificada para dar conta do crescente número de empreendimentos em construção e a necessidade de diversificação das fontes de financiamento ao setor.

O segmento de imóveis comerciais passa por um momento similar. As grandes capitais, como São Paulo e Rio de Janeiro, têm experimentado valorização expressiva no preço dos aluguéis nos últimos anos. Nas áreas mais disputadas e com escassez de novos terrenos como o centro do Rio e a região da Av. Faria Lima em São Paulo, por exemplo, chega-se a observar aluguéis perto de R\$ 200 o metro quadrado.

Ainda não se fala em redução dos preços, uma vez que a demanda por edifícios comerciais, especialmente com características "triple A", segue bastante forte e a taxa de vacância desses prédios encontra-se em níveis historicamente baixos. Espera-se que aconteça no Brasil o mesmo que é observado no mercado internacional, onde os valores dos escritórios movem-se de forma cíclica, acompanhando os altos e baixos da economia. A dúvida é quando tal movimento irá ocorrer, o que pode ser em breve ou demorar mais alguns anos.

Além disso, assim como a renda serve como um limitador de até quanto as pessoas podem desembolsar por um imóvel residencial, há um limite no valor de aluguel que as empresas estão dispostas a pagar por um escritório, o que em algum momento pode criar um movimento de migração para regiões onde os preços sejam menores.

De qualquer forma, a expectativa é que o mercado imobiliário comercial mantenha-se fortalecido pelos próximos anos e que os preços dos aluguéis ainda se sustentem em patamares elevados por algum tempo. Para efeito comparativo, segue um quadro com o valor médio do aluguel em parte das principais cidades do mundo no final do ano passado.

Preço do aluguel comercial por m² - Dez 2009

Cidade	Valor (US\$/mês)
Hong Kong	161,1
Londres - West End	139,4
Tóquio	101,2
Londres - City	99,5
Rio de Janeiro	95,6
Paris	83,2
Moscou	77,6
Dubai	75,8
São Paulo	73,3
Milão	66,6
Nova York - Midtown	62,4
Frankfurt	60,7

Fonte: Colliers International

Shoppings Centers

Em franca expansão, a indústria nacional de shopping centers terminou o ano de 2009 com um faturamento de cerca de R\$ 71 bilhões, aumento de 9,9% frente aos R\$ 64,6 bilhões verificados em 2008, conforme dados da Abrasce (Associação Brasileira de Shopping Centers).

No ano passado foram inaugurados 16 empreendimentos, totalizando atualmente 396 estabelecimentos deste tipo no território nacional. A área bruta locável (ABL) ultrapassou os 9 milhões de m², com taxa de vacância em 2,3% (dez/2009).

A Abrasce espera que as vendas cresçam em torno de 12% e que o faturamento ultrapasse R\$ 79 bilhões em 2010. Estão previstas pelo menos novas 14 inaugurações, que devem acrescentar cerca de 540 mil m² de ABL e gerar aproximadamente 53 mil novos empregos.

O mercado de shopping centers é responsável por 18,3% do varejo nacional e por 2% do PIB, números que comprovam a expressividade do setor, que apresentou crescimento de 28% entre 2006 e 2008. Também merece destaque a entrada de grupos internacionais no mercado, além da abertura de capital dos principais *players* em atuação no Brasil (BR Malls, Aliansce, Iguatemi, Multiplan), o que injetou recursos importantes no setor.

Os shoppings no Brasil vêm se desenvolvendo constantemente desde o final dos anos 90, para se adequar às novas demandas e desejos do consumidor. Podemos citar como destaque os novos conceitos empregados, como o dos *open malls*, que dispõem de luz natural e lojas abertas para ruas e jardins. Assim, a indústria tem ajudado a impulsionar o comércio varejista, contribuindo com a valorização imobiliária e na geração de empregos.

Seguem alguns dados gerais sobre a indústria nacional de shoppings:

Evolução da Indústria no Brasil

Ano	Nº Shoppings	ABL (milhões m ²)	Faturamento (R\$ bilhões)
2005	338	6,5	45,5
2006	351	7,5	50,0
2007	365	8,3	58,0
2008	376	8,6	64,6
2009	396	9,3	71,0
2010 (E)	410	9,6	79,5

Fonte: Abrasce

Principais Números - Dez/2009

Total de Shoppings	396
A Inaugurar em 2010	14
ABL (milhões de m ²)	9,3
Área Construída (milhões de m ²)	20,4
Total de Lojas (mil)	70,4
Faturamento em 2009 (R\$ bilhões)	71,0
Vendas (% frente ao varejo nacional)	18,3%

Fonte: Abrasce

Participação por Região (2009)

Região	Nº Shoppings	%	ABL (milhões m ²)
Sudeste	214	54%	5,4
Sul	77	19%	1,6
Nordeste	58	15%	1,3
Centro-Oeste	36	9%	0,8
Norte	11	3%	0,3
Total	396	100%	9,3

Fonte: Abrasce

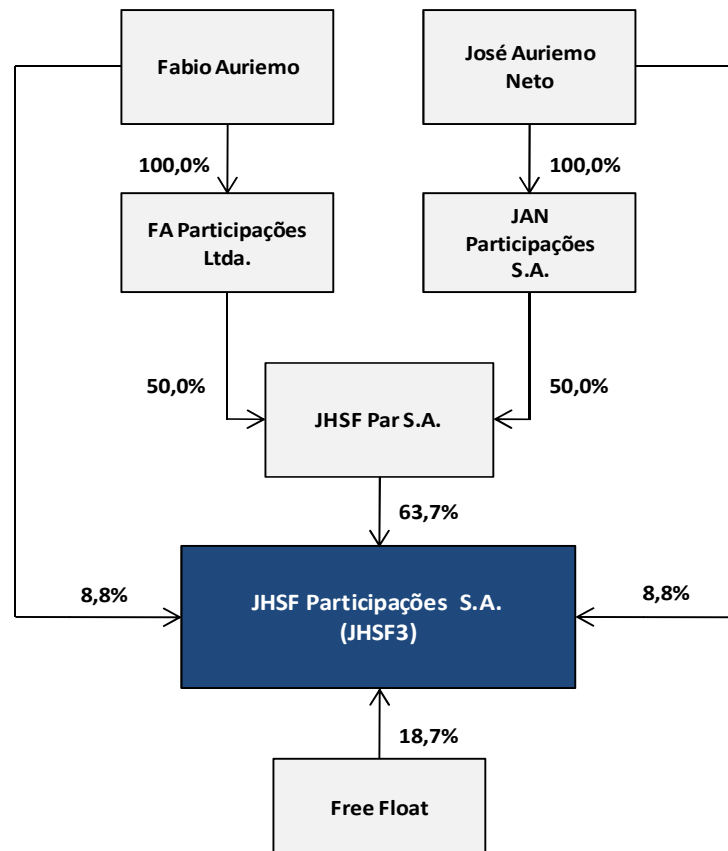
A JHSF - Overview: Histórico e Estratégia

Histórico

A JHSF atua no setor de construção civil desde 1972, ainda sob a denominação JHS Construção e Planejamento. Iniciou suas atividades com a construção de agências bancárias e assim permaneceu até 1980, quando passou a incorporar edifícios residenciais. Até 1990 foi responsável por algumas grandes obras, como por exemplo o Hotel Transamérica Ilha de Comandatuba na Bahia e a ampliação do Shopping Iguatemi em São Paulo.

A área de propriedades foi criada em 1999 para incorporar e explorar edifícios comerciais de alto padrão em São Paulo e em 2001 ingressou no segmento de shoppings centers com a inauguração do Shopping Metrô Santa Cruz, o primeiro no Brasil a ser integrado a uma estação de metrô.

Desde seu início a companhia tem sido controlada direta ou indiretamente pela família Auriemo. A sua atual configuração societária, entretanto, tomou forma apenas em 2006, ano do lançamento da primeira fase do Parque Cidade Jardim.



Em 2007 a JHSF adquiriu participação no Hotel Fasano, lançou mais duas fases do Parque Cidade Jardim e a primeira fase do empreendimento Fazenda Boa Vista (SP). Em abril do mesmo ano a empresa abriu seu capital através de uma oferta pública inicial de ações na qual levantou cerca de R\$ 430 milhões.

No ano seguinte foram lançados o Cidade Jardim Corporate Center (SP), Horto Bela Vista (BA), Praça Vila Nova (SP), Las Piedras (Uruguai) e a segunda fase do Fazenda Boa Vista (SP).

Em 2009 a companhia realizou a venda do Shopping Metrô Santa Cruz por cerca de R\$ 200 milhões e do Edifício J.M. Pinheiro Neto por R\$ 60 milhões e iniciou as obras dos empreendimentos Horto Bela Vista (BA), Shopping Bela Vista (BA), Cidade Jardim Corporate Center (SP), Praça Vila Nova (SP), Shopping Metrô Tucuruvi (SP) e Las Piedras (Hotel - Uruguai).

Atualmente a JHSF conta com os seguintes empreendimentos em fase de comercialização. Do total lançado, cerca de 79% já foram vendidos:

	Parque Cidade Jardim	Fazenda Boa Vista Fases 1 e 2	Cid. Jardim Corporate Center	Horto Bela Vista Fases 1 e 2	Praça Villa Nova	Benedito Lapin	Total
VGV atualizado	911,0	708,0	750,2	451,8	249,4	71,5	3.141,9
Vendas acumuladas	890,2	525,2	537,3	303,4	183,9	47,1	2.487,1
% vendido	97,7%	74,2%	71,6%	67,2%	73,7%	65,9%	79,2%

Fonte: JHSF

Ainda constam no *pipeline* da empresa as fases subseqüentes dos atuais projetos em andamento, além de:

- Las Piedras Villas e Hotel Fasano: empreendimento de praia e campo localizado em Punta Del Este (Uruguai).

- Total Ville Porto Velho (RO): lançamento no segmento econômico com VGV de R\$ 45 milhões na primeira fase (41% JHSF) - único empreendimento direcionado a outro público-alvo, com intuito de maximizar valor do banco de terrenos através de parcerias com empresas especializadas.

- Parque Catarina: projeto de primeira moradia a 30 minutos de São Paulo com VGV potencial de R\$ 7,9 bilhões e constante de diversas fases. Constará com infraestrutura como centro comercial, shopping *outlet*, hospital, entre outros.

- Manaus: além do Shopping Ponta Negra, constará com 9 prédios residenciais (60% da JSHF).

- Horácio Lafer: terreno adquirido no 1T10 na região do Itaim Bibi (São Paulo), onde deverá ser desenvolvido projeto residencial de alto padrão. O VGV potencial está estimado em R\$ 100 milhões e deverá ser lançado no início de 2011.

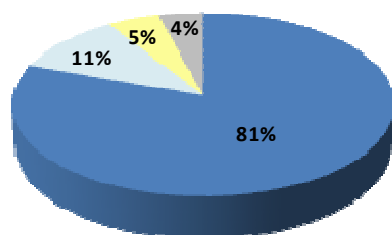
No segmento de shoppings centers, a ABL atual da empresa é de 33,2 mil m² referentes ao Shopping Cidade Jardim. Considerando a inauguração dos shoppings já em construção e as expansões programadas pela JHSF, a ABL pode chegar a 150,2 mil m² em 2018.

	Inauguração	ABL Total (mil m ²)	% JHSF	ABL JHSF (mil m ²)	Expansão Total (mil m ²)	Data Prevista	Nova ABL (% JHSF)
Shopping Cidade Jardim	2008	33,2	100%	33,2	-	-	33,2
Shopping Metrô Tucuruvi	2011	27,5	100%	27,5	24,0	2013 e 2018	51,5
Shopping Bela Vista	2012	48,3	51%	24,6	24,0	2015 e 2018	36,9
Shopping Ponta Negra	2012	32,8	80%	26,2	3,0	2013	28,6
Total		141,8		111,6	51,0		150,2

Fonte: JHSF e BB-BI

Representatividade de cada segmento nas receitas da companhia:

Receita por segmento (1S10)



- Incorporação Imobiliária
- Shoppings e Locações Comerciais
- Hotéis
- Outros

Estratégia

Incorporação imobiliária: a empresa pretende continuar desenvolvendo produtos destinados ao segmento de alto padrão, através da criação de parcerias que possam oferecer diferenciação e agregar valor aos empreendimentos.

Shopping centers e locações comerciais: no segmento de renda recorrente, a JHSF busca o fluxo de caixa e os resultados obtidos com a locação dos imóveis, além da valorização desses empreendimentos, que é capturada quando da venda destes ativos. A companhia monitora o mercado para identificar o momento de maturação dos imóveis em carteira e os negocia, o que geralmente rende lucros expressivos. Um exemplo recente é a venda do Shopping Metrô Santa Cruz pelo valor bruto de R\$ 251,2 milhões no ano passado (R\$ 205,9 milhões deduzindo as dívidas, o que representou *cap rate* implícito acima de 7%).

Administração hoteleira: a JHSF pretende expandir suas atividades, através do lançamento de novos hotéis e resorts com a marca Fasano, tanto no Brasil quanto internacionalmente, além de agregá-los a alguns de seus empreendimentos de uso misto, a exemplo do que ocorre na Fazenda Boa Vista e em Punta Del Este. O foco deve ser em regiões onde a venda dos produtos imobiliários e as receita dos hotéis se beneficiem do crescimento do turismo estrangeiro no Brasil.

Otimização dos ativos e disciplina financeira: realização de análises mercadológicas e orçamentárias criteriosas antes dos investimentos, de forma a agregar valor à companhia, além de manter a disciplina financeira e estrutura de financiamento de longo prazo, condizente com a maturação dos projetos.

Múltiplos

No caso da JHSF, tendo em vista sua atividade voltada a empreendimentos de uso misto, a análise de múltiplos fica um pouco prejudicada quanto à comparabilidade com outras incorporadoras e empresas de shopping center. Ainda assim, acreditamos proporcionar uma visão da posição da companhia em relação aos mercados em que atua.

Segmento	Empresa	Ticker	Mkt Cap (R\$ bi)	P/BV	P/E 2010	P/E 2011	P/E 2012	EV/EBITDA 2010	EV/EBITDA 2011	EV/EBITDA 2012	ROA	ROE
Uso Misto	JHSF	JHSF3	1,2	1,2	9,5	7,1	5,6	7,4	5,0	3,7	9,2	17,1
Incorporação Imobiliária	PDG	PDGR3	10,1	1,8	12,8	9,2	7,7	14,5	10,5	9,0	6,6	14,7
Residencial e/ou Comercial	Cyrela	CYRE3	9,4	2,2	11,5	9,4	8,0	11,5	9,0	7,4	8,5	24,6
	MRV	MRVE3	7,2	2,7	12,6	9,2	8,2	11,2	7,6	6,9	10,6	20,2
	Gafisa	GFGA3	5,2	1,4	12,0	9,2	7,5	9,0	7,0	5,9	3,6	10,7
	Rossi	RSID3	4,1	1,7	11,5	8,6	7,1	10,3	7,2	5,8	7,2	16,5
	Brookfield	BISA3	4,0	1,5	11,2	8,0	6,4	10,1	7,4	6,4	5,4	13,2
	Even	EVEN3	1,9	1,4	8,5	7,4	6,0	8,0	7,2	6,5	8,2	18,5
	EZ TEC	EZTC3	1,5	1,5	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	16,8	20,0
	Tecnisa	TCSA3	1,4	1,5	8,7	6,9	6,9	7,8	6,4	6,5	6,5	14,9
	Helbor	HBOR3	1,0	1,9	7,9	5,4	4,0	6,4	4,7	3,7	8,9	22,1
	Inpar	INPR3	0,9	0,8	11,1	8,1	6,1	10,5	9,6	10,7	2,7	6,0
	Rodobens	RDN3	0,7	1,2	8,2	5,5	4,9	9,3	5,9	6,7	1,7	3,5
	CCDI	CCIM3	0,7	0,9	6,7	7,8	4,4	6,2	5,3	3,3	5,5	16,4
	Trisul	TRIS3	0,5	1,0	7,9	6,8	4,5	6,8	5,8	5,0	6,4	16,5
	Média		3,5	1,5	10,1	7,8	6,3	9,4	7,2	6,4	7,0	15,5
Commercial Properties	BR Prop.	BRPR3	2,0	1,2	28,3	18,5	14,5	12,4	7,3	6,5	1,9	3,6
	CCP	CCPR3	1,1	2,5	16,2	15,4	12,0	11,6	10,9	8,1	7,5	17,3
	Média		1,5	1,9	22,2	17,0	13,2	12,0	9,1	7,3	4,7	10,5
Shoppings Centers	Multiplan	MULT3	5,9	2,0	23,7	20,6	15,7	14,9	13,0	10,1	5,5	7,3
	BR Malls	BRML3	5,6	1,1	23,9	20,0	14,7	16,4	13,2	10,2	18,1	31,8
	Iguatemi	IGTA3	2,7	1,9	22,6	18,6	14,1	14,1	10,9	8,6	6,1	8,9
	Aliansce	ALSC3	1,6	1,6	30,4	19,5	13,7	11,9	8,3	6,7	2,8	5,4
	General Sh.	GSH3	0,5	1,2	19,7	14,4	11,6	6,0	5,0	3,9	2,0	4,2
	Média		3,3	1,5	24,1	18,6	14,0	12,7	10,1	7,9	6,9	11,5

Fonte: BB-BI e Bloomberg

Valuation: Principais Premissas

Nossa avaliação foi baseada no método do fluxo de caixa descontado em termos nominais. Projetamos o desempenho da empresa para os próximos 10 anos com um crescimento nominal na perpetuidade de 4%, um WACC médio de 12,3% e beta desalavancado de 1,0.

Lembramos que as atividades da JHSF compreendem diferentes tipos de negócios, cada um com riscos distintos. A incorporação imobiliária, especialmente a de larga escala, proporciona à companhia um número comparativamente reduzido de projetos frente aos demais *players* do setor, modelo que traz boa rentabilidade, porém com maior risco. Por outro lado, o segmento de renda recorrente gera para a empresa um fluxo de caixa mais previsível.

VGW Lançado e Vendas Contratadas (indicadores relativos exclusivamente à área de incorporação imobiliária): Consideramos lançamentos de R\$ 1 bilhão para o ano de 2010, de acordo com o *guidance* fornecido pela JHSF. Para os quatro anos seguintes projetamos crescimento nominal de 10% a.a. e correção pela inflação a partir de então.

No caso das vendas contratadas, levamos em conta um ciclo operacional médio de 30 meses para os novos empreendimentos da empresa, matriz que também é utilizada para a contabilização das receitas operacionais referentes aos lançamentos:

Ciclo Operacional (JHSF)	6M	12M	18M	24M	30M
Vendas Acumuladas	25%	45%	65%	85%	100%
Custos Acumulados	5%	35%	65%	90%	95%
Recebimento Acumulado	10%	20%	30%	40%	100%
Receitas Acumuladas	1%	16%	42%	77%	95%

Fonte: BB-BI

Há ainda os empreendimentos já lançados, porém ainda não totalmente vendidos, para os quais utilizamos um cronograma de comercialização até 2012.

Receita Líquida: As principais fontes de receita da companhia vêm da (i) venda de imóveis, (ii) receitas com shopping center (iii) locações comerciais, e (iv) exploração do segmento de hotéis.

Na incorporação imobiliária, as receitas são apropriadas somente à medida da evolução dos custos de cada empreendimento. A venda de unidades e imóveis de seu estoque é apropriada integralmente ao resultado quando se trata de bem concluído e disponível para venda.

Para os lançamentos, contabilizamos as receitas de acordo com o ciclo operacional médio estimado para a JHSF, de acordo com o quadro acima. Há ainda o *backlog*, para o qual assumimos um cronograma de vendas e receitas até 2014. Ele é composto pelos empreendimentos já lançados e ainda não vendidos, além dos já vendidos e ainda não recebidos (quando o custo não foi totalmente incorrido).

Backlog - Vendido e não recebido	2T10	2009
Receitas a apropriar	880,5	784,0
Custos a apropriar	522,6	438,7
Lucro Bruto a apropriar	357,9	345,3
Margem Bruta a apropriar	40,6%	44,0%

Fonte: JHSF

No negócio de shopping centers, as receitas advêm da (i) locação de lojas e espaços; (ii) cessão de direitos (utilização do ponto); (iii) transferência de ponto entre lojistas e (iv) merchandising.

Com relação à prestação de serviços nos shopping, as receitas são provenientes dos serviços de administração, que compreendem: (i) administração dos empreendimentos e de seus condomínios; (ii) comercialização dos espaços; (iii) planejamento, desenvolvimento e marketing na fase de desenvolvimento; e (iv) a exploração de estacionamento.

Assumimos correção anual dos valores de ROB mensal / ABL média em cada período e acrescentamos, no decorrer dos anos, os novos empreendimentos a serem inaugurados, bem como suas expansões previstas.

No segmento de hotéis, as receitas têm origem nas diárias cobradas pelo uso dos quartos e por outros serviços prestados associados aos hóspedes, além de percentual das receitas e resultados, no caso dos hotéis em que realiza apenas o gerenciamento. Consideramos crescimento marginal para estas receitas, tendo em vista sua menor representatividade frente ao total consolidado.

Margem Bruta: Os principais custos de incorporação imobiliária da JHSF são o terreno e o custo de construção dos imóveis.

O terreno pode ser adquirido em dinheiro ou através de permuta física (por unidades do futuro empreendimento) ou financeira (percentual de faturamento). O custo de construção é formado principalmente pela contratação de grandes construtoras para a execução das obras. Nenhuma das matérias-primas isoladamente tem participação significativa nos custos totais, sendo que a área de serviços de engenharia da companhia supervisiona o andamento/qualidade da obra.

Os principais custos operacionais com shopping centers são a depreciação, arrendamento, salários e encargos sociais. No caso dos hotéis, aluguel, mão de obra, lavanderia, água, luz e esgoto.

Devido ao modelo de negócio da companhia, com projetos de larga escala e uso misto, cada empreendimento é bastante representativo na consolidação das receitas. Assim, pode ocorrer que em algum período haja projetos em fase de entrega e outros na fase inicial, situação em que o reconhecimento de receitas é significativamente menor, influenciando as margens operacionais, conforme observado em 2009, ano em que os resultados do segundo semestre foram muito superiores aos do primeiro.

Além disso, no ano passado houve a venda do Shopping Metrô Santa Cruz, que trouxe ganhos extraordinários para a companhia. Não consideramos em nosso modelo a venda de nenhum outro ativo de renda recorrente.

Assim, esperamos que as margens sigam evoluindo, ainda que possam não repetir o elevado nível obtido em 2009. O crescimento deverá ocorrer por conta do crescimento da JHSF, além da diluição dos custos com a maturação das fases subseqüentes dos projetos em seu *pipeline*. Destacamos que as vendas do empreendimento Fazenda Boa Vista, que correspondem principalmente a lotes, embutem margens acima da média e deverão proporcionar ganhos para a empresa nos próximos trimestres.

Despesas Operacionais: Considerando que as despesas comerciais devem acompanhar a evolução do ritmo de lançamentos e vendas, assumimos que as mesmas devem representar cerca de 8,2% da receita líquida em 2010, mantendo ritmo decrescente até estabilizar em 7,5%.

Para as despesas gerais e administrativas, consideramos crescimento anual de 20% para os próximos quatro exercícios, estabilizando a partir de então em torno de 8,5% da ROL.

Endividamento: Esperamos que o nível de endividamento aumente um pouco nos próximos trimestres, em função do crescimento do número de empreendimentos em construção. Assumimos que a relação $D / (D+E)$ deva se estabilizar por volta de 40%.

Análise de Sensibilidade

Comportamento do preço potencial em função de variações de 50 bps no WACC e no crescimento nominal na perpetuidade:

		WACC				
		11,3%	11,8%	12,3%	12,8%	13,3%
Perpetuidade	3,0%	5,2	5,0	4,8	4,7	4,5
	3,5%	5,4	5,2	5,0	4,8	4,7
	4,0%	5,7	5,4	5,2	5,0	4,9
	4,5%	5,9	5,7	5,4	5,2	4,5
	5,0%	6,3	6,0	5,7	5,4	5,2

Estimativas / Demonstrativos Projetados

Valor Total para a Firma (R\$ mi)	2.330,7	PREMISSAS PARA VALOR DA EMPRESA	
VP do FCFF	935,8	Beta setorial (unlevered)	1,00
VP do Valor Terminal	1.394,9	D/(D+E) na data base	32%
Dívida Líquida	111,9	WACC médio	12,3%
Valor para os acionistas	2.218,8	Taxa livre de risco média	6,8%
Número de ações (mi)	426,4	Prêmio de Mercado	5,2%
Valor justo por ação ordinária	5,2	Crescimento perpetuidade	4,0%
		Número de ações (mi)	426,4
		Valor de Mercado	1.193,9

Índices Econômicos (R\$ mi)	2008	2009	1S10	2010 (E)	2011 (E)	2012 (E)	2013 (E)
VGW Lançado	1.518,3	46,0	247,5	1.000,0	1.100,0	1.210,0	1.331,0
Vendas Contratadas	818,3	806,1	328,0	900,0	1.095,0	1.207,5	1.248,0
Receita Líquida	675,2	496,4	253,8	800,6	1.095,2	1.410,4	1.556,8
EBIT	187,2	177,9	32,4	153,4	226,3	313,3	341,0
EBITDA	212,1	254,1	46,8	177,4	259,4	350,0	378,6
Dívida Bruta	385,6	444,7	400,7	410,7	510,7	710,7	930,7
Dívida Líquida	212,8	48,6	75,8	111,9	295,1	281,4	171,8
Margem Bruta (%)	48,3%	32,8%	35,5%	38,3%	38,5%	39,3%	39,3%
Margem EBITDA (%)	31,4%	51,2%	18,4%	22,2%	23,7%	24,8%	24,3%
Margem Líquida (%)	22,3%	28,4%	10,2%	15,7%	15,4%	15,2%	15,4%
Rentabilidade do PL (%)	17,3%	15,6%	13,3%	12,8%	15,4%	17,4%	17,3%
EV/EBITDA - Valor de Mercado				7,4	5,0	3,7	3,4
EV/EBITDA - Valor Potencial				13,1	9,0	6,7	6,2

Índices de Estrutura	2008	2009	1S10	2010 (E)	2011 (E)	2012 (E)	2013 (E)
Dívida Curto Prazo/Dívida (%)	13,3%	21,5%	27,7%	29,5%	29,6%	28,3%	23,8%
Dívida/Dívida + PL (%)	30,7%	32,3%	29,4%	28,5%	30,6%	35,1%	38,9%
Participação Capital de Terceiros (%)	46,1%	49,3%	44,7%	45,7%	47,2%	49,3%	51,0%
Dívida Líquida/EBITDA	1,0	0,2	0,4	0,6	1,1	0,8	0,5

DRE PROJETADO	2008	2009	1S10	2010 (E)	2011 (E)	2012 (E)	2013 (E)
Receita Operacional Líquida	675,2	496,4	253,8	800,6	1.095,2	1.410,4	1.556,8
CPV	349,4	333,5	163,6	494,3	673,6	855,9	944,4
Lucro Bruto	325,8	162,9	90,2	306,4	421,6	554,5	612,3
Despesas operacionais	138,6	(15,0)	57,8	153,0	195,2	241,1	271,3
EBIT	187,2	177,9	32,4	153,4	226,3	313,3	341,0
Resultado Financeiro Líquido	3,7	9,6	3,0	1,6	22,5	54,5	51,3
EBITDA	212,1	254,1	46,8	177,4	259,4	350,0	378,6
EBT	183,5	168,3	29,4	151,8	203,8	258,8	289,7
Resultado Líquido	150,3	141,0	25,9	125,8	168,9	214,5	240,1

BALANÇO PATRIMONIAL SINTÉTICO	2008	2009	1S10	2010 (E)	2011 (E)	2012 (E)	2013 (E)
ATIVO	1.614,7	1.841,6	1.735,2	1.897,1	2.193,8	2.589,8	2.979,2
Circulante	662,9	908,9	793,0	854,9	883,8	1.163,1	1.517,8
Realizável a longo prazo	188,1	286,6	280,4	271,5	322,4	352,7	365,1
Permanente	763,7	646,2	661,8	770,7	987,6	1.073,9	1.096,3
PASSIVO	1.614,7	1.841,6	1.735,2	1.897,0	2.193,7	2.589,8	2.979,2
Circulante	311,4	458,6	383,4	476,7	556,3	638,2	674,5
Exigível a longo prazo	423,1	440,3	381,2	382,9	471,2	631,9	836,2
Patrimônio líquido	869,9	932,8	960,2	1.030,2	1.159,0	1.312,4	1.461,2

Múltiplos	2010 (E)	2011 (E)	2012 (E)	2013 (E)
EV / Ebitda (Vr. Mercado)	7,4	5,0	3,7	3,4
EPS	0,3	0,4	0,5	0,6
P / E	9,5	7,1	5,6	5,0
P / BV	1,2	1,0	0,9	0,8

Administração

Diretor-Gerente

José Maurício Pereira Coelho acoes@bb.com.br

Equipe de Pesquisa

Gerente - Marianna Waltz marianna@bb.com.br

Renda Variável

Agronegócios

Mariana Marcolin Peringer marianaperinger@bb.com.br
Jane Lima janelima@bb.com.br

Bancos

Nataniel Cezimbra nataniel.cezimbra@bb.com.br

Bens de Capital

Victor Penna victor.penna@bb.com.br

Construção Civil e Materiais de Construção

Henrique Koch hkoch@bb.com.br

Consumo e Serviços Financeiros

Marianna Waltz marianna@bb.com.br
Mário Bernardes Junior mariobj@bb.com.br

Logística e Transportes

Leonardo Nitta leonardo.nitta@bb.com.br

Petróleo, Gás e Petroquímico

Nelson Rodrigues de Matos nelsonrodriguesmatos@bb.com.br

Saneamento e Sucroalcooleiro

Leticia Soares Campos leticia-soares@bb.com.br

Siderurgia, Mineração, Papel e Celulose

Antonio Emilio B. Ruiz antonioemilio@bb.com.br

Telecom

Leonardo Nitta leonardo.nitta@bb.com.br

Renda Fixa e Estratégia de Mercado

Hamilton Moreira Alves hmoreira@bb.com.br
Ney Fukuy Katayama neykatayama@bb.com.br

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 de nosso julgamento e podem ser alteradas a qualquer momento sem aviso prévio, em função de mudanças que possam afetar as projeções da empresa. Este material tem por finalidade apenas 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. O(s) responsável(is) pela elaboração deste relatório declara(m) que:

- As análises refletem única e exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a(s) empresa(s) em questão e foram realizadas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao BB-Banco de Investimento S.A, instituição a qual o analista está vinculado;
 - Não é remunerado por serviços prestados ou possui relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório ou pessoa natural ou jurídica, fundo ou universidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s);
 - Sua remuneração é fixa e não está, direta ou indiretamente, relacionada a recomendações específicas ou atrelada à precificação de quaisquer dos valores mobiliários emitidos pela empresa(s) analisada(s), ou às receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pelo BB-Banco de Investimento S.A;
 - Não é titular, direta ou indiretamente, de valores mobiliários de emissão da(s) empresa(s) analisada(s) que representem 5% ou mais de seu patrimônio pessoal, (nem) está envolvido na aquisição, alienação e intermediação de tais valores no mercado;
 - Não mantém vínculo com pessoa natural que atue na(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório;
 - De acordo com o BB-Banco de Investimento S.A.:
- 1 - A instituição não é remunerada por serviços prestados nem possui relações 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 não possui 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.

Equipe de Vendas

Atacado bb.distribuicao@bb.com.br

Gerente - Cleber Aguiar
João Carlos Floriano
Kate O. Mastroianni Dela Corte
Maurício Oliveira Guimarães
Pedro Mendes Rauber
Thiago Cogo Pires
Wagner Silveira Neustaedter

Varejo acoes@bb.com.br

Gerente - Marconi Maciel

Distribuição e varejo
Mário Francisco D'Amico
Márcio Carvalho José

BB Securities

7th Floor, 16 St. Martin's Le Grand
London EC1A4NA - UK
+44 207 7960836 (facsimile)

Managing Director

Eduardo Nascimento +44 (207) 3675801

Deputy Managing Director

Leonardo Loyola +44 (207) 3675802

Head of Capital Markets

Boris Skulczuk +44 (207) 3675831

Sales

João Paulo Loyola +44 (207) 3675833/32
Jorge Bento
Renata Kreuzig

Trading

Bruno Fantasia +44 (207) 3675852
Alex Freitas +44 (207) 3675842

Research

Paul Hollingworth +44 (207) 3675851

Private Clients

Newton Tanaka +44 (207) 3675807
Marina Castro

Banco do Brasil Securities LLC

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

Managing Director

Gustavo Sousa +1 (646) 8453710

Institutional Sales

Charles Langalis +1 (646) 8453714

Sales Trader

Daniela Valle +1 (646) 8453712
Cassandra Voss +1 (646) 8453713

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