



## MANTER

**Preço Alvo**  
R\$ 36,60

**Potencial de Valorização**  
15,1%

**Cotação em 27/dez/18**  
R\$ 31,80

**Valor de Mercado**  
R\$ 1.784,0 milhões

**Cotação s/VPA**  
1,3x

**Cotação s/LPA – 2019**  
53,5x

Revisamos nossos números projetados para a São Carlos, considerando as mudanças no seu portfólio nos últimos anos, especialmente as vendas de empreendimentos corporativos e os investimentos nos centros de conveniência (strip malls). Além disso, o mercado de atuação da companhia foi muito afetado pela crise dos últimos anos e começa a mostrar sinais de recuperação, que afetam diretamente a expectativa para a São Carlos.

Hoje, o portfólio da empresa é formado por 77 ativos, sendo 24 torres de escritórios, que somam 312,5 mil m<sup>2</sup> de ABL (área bruta locável), 31 centros de conveniência inaugurados, totalizando mais 64,1 mil m<sup>2</sup> de ABL, além de 22 terrenos para futuros centros de conveniência. Nesses 22 estão alguns centros já pré-operacionais que devem entrar em operação nos próximos meses.

No segmento corporativo, o portfólio é basicamente dividido ao meio quando olhamos sua diversificação geográfica, com metade da ABL em São Paulo e metade no Rio. Os dois mercados têm mostrado dinâmicas muito diferentes. Com uma maior diversificação dos inquilinos, São Paulo sofreu com a crise, mas muito menos do que vimos acontecer no mercado carioca, muito dependente do setor público, além da indústria de óleo e gás. Hoje, a vacância nos dois mercados está elevada, em 22,6% em São Paulo e 36,5% no Rio, segundo a consultoria especializada Jones Lang LaSalle, com dados do final do terceiro trimestre e considerando apenas edifícios padrão A a AAA.

Os valores dos aluguéis, no entanto, segundo dados da mesma consultoria, são bem parecidos, com leve vantagem para o Rio, R\$ 84/m<sup>2</sup> por mês contra R\$ 82/m<sup>2</sup> por mês, mas vale ressaltar que os valores cobrados na zona sul carioca, onde há uma escassez de espaços corporativos é que acabam pesando muito nessa comparação. A tendência que os aluguéis tem mostrado, no entanto, é bem diferente. Há um ano, o preço médio medido pela Jones Lang LaSalle era de R\$ 87/m<sup>2</sup> por mês no Rio e R\$ 81/m<sup>2</sup> por mês em SP, ou seja, o mercado paulista já começou a ter alguma recuperação, ainda que apenas nominal, nos valores dos aluguéis, enquanto no mercado carioca, ainda temos observado uma queda....

# Revisão de Projeção

Trabalhamos com uma dinâmica ainda parecida para o próximo ano em nossas projeções para a companhia, com queda real nos preços no Rio ainda e alguma recuperação real em SP, mas em um ritmo ainda bem lento. Para 2020 em diante, esperamos ganhos reais nos valores dos aluguéis. A vacância deve seguir mostrando uma trajetória negativa nos próximos períodos, beneficiada pela redução drástica na entrega de empreendimentos a partir de agora, já que após alguns anos de lançamentos muito fortes, no meio da crise pouco se lançou, o que já tem ajudado na absorção líquida de ABL.

Vale lembrar que o modelo de negócios da companhia sempre foi comprar edifícios que precisam de uma “repaginada”, conhecida como retrofit no setor, e ganhar com a valorização do imóvel após esses investimentos. No portfólio da companhia, porém, não há grandes projetos desse tipo em andamento há algum tempo. Além disso, o seu principal ativo, que representa cerca de 15% da ABL do segmento corporativo é a torre A do empreendimento EZ Towers, aquisição oportunística feita pela São Carlos quando o edifício estava em sua fase final de construção. Apesar de tudo isso, ainda vemos a companhia como especialista em edifícios bem localizados que necessitam de retrofit, o que acaba a diferenciando das demais empresas do setor listadas e mesmo dos fundos imobiliários focados em lajes corporativas, que costumam olhar para imóveis que gerem receita mais rapidamente.

A alavancagem da São Carlos permite que a companhia volte a fazer aquisições. Nos últimos anos, a São Carlos acabou ficando quase sempre na outra ponta da negociação, vendo mais oportunidades de vendas do que de aquisições durante a crise. Apesar de considerarmos provável que a São Carlos volte às compras nos próximos trimestres, consideramos apenas o seu portfólio atual em nossa projeção, com novos deals sendo um potencial adicional de valor para as suas ações.

Olhando para os centros de conveniência, consideramos a maturação dos centros abertos recentemente, além da inauguração de cerca de 10 mil m<sup>2</sup> de ABL por ano no segmento, que deve seguir sendo o principal foco de investimento da companhia até que haja alguma aquisição relevante no segmento corporativo. Para manter esse ritmo de abertura, a São Carlos deve investir entre R\$ 20 milhões e R\$ 30 milhões por ano, entre aquisição de terrenos e construção dos centros.

Em nossa projeção, como comentamos, optamos por uma abordagem mais conservadora, considerando apenas o portfólio atual da companhia no segmento corporativo, sem aquisições ou vendas (que é onde a São Carlos acaba gerando mais valor ao acionista) e mantendo o ritmo de investimento atual no negócio de centros de conveniência. Os ganhos de margem que vemos nos próximos anos, que podem ser conferidos na próxima página, virão da redução da vacância no portfólio da companhia, hoje em 12,6%, dos ganhos reais nos preços dos aluguéis, que devem recuperar o “tempo perdido” dos últimos anos, além da maturação do negócio de centros de conveniência, que deve ganhar importância no resultado da São Carlos, talvez possibilitando um futuro spin off da divisão. Chegamos a um upside de 15,1%, dessa forma, recomendamos a manutenção dos papéis da companhia em carteiras diversificadas.

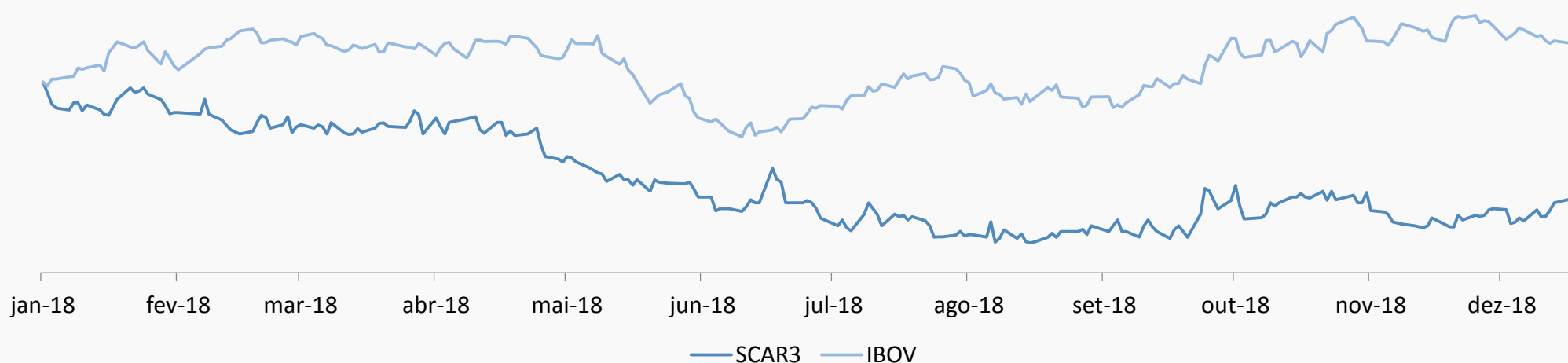
# Revisão de Projeção

## Projeção de Resultados

Em milhões de R\$	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Receita Líquida Recorrente	R\$ 227,3	R\$ 243,3	R\$ 271,6	R\$ 309,3	R\$ 356,7	R\$ 407,7
EBITDA Recorrente	R\$ 171,4	R\$ 187,9	R\$ 216,7	R\$ 255,3	R\$ 303,4	R\$ 355,0
Margem EBITDA	75,4%	77,2%	79,8%	82,5%	85,1%	87,1%
Lucro Líquido Recorrente	R\$ 8,6	R\$ 33,4	R\$ 64,0	R\$ 103,1	R\$ 150,3	R\$ 201,1
Margem Líquida	3,8%	13,7%	23,6%	33,3%	42,1%	49,3%
FFO Recorrente*	R\$ 49,1	R\$ 73,8	R\$ 104,4	R\$ 143,5	R\$ 190,7	R\$ 241,5
Margem FFO	21,6%	30,3%	38,4%	46,4%	53,5%	59,2%
Lucro por ação – em R\$	R\$ 0,15	R\$ 0,59	R\$ 1,14	R\$ 1,84	R\$ 2,68	R\$ 3,59

\* FFO – Lucro líquido ajustado, desconsiderando depreciação e amortização

## Desempenho recente vs Ibovespa – base 100



# Analistas / Disclosure

## EQUIPE COINVALORES – ANÁLISE

### ANALISTA CHEFE

Sandra Peres (CNPI)  
sandra@coinvalores.com.br  
3094-7873 r. 442

### ANALISTAS DE INVESTIMENTOS

Felipe Martins Silveira (CNPI)  
felipe.silveira@coinvalores.com.br  
3094-7872 r. 443

Sabrina Cassiano (CNPI)

sabrina.cassiano@coinvalores.com.br  
3094-7871 r. 493

## SETORES ACOMPANHADOS – ANÁLISE

Açúcar e Alcool - Sandra Peres (CNPI)

Agrícola / Fertilizantes – Sandra Peres (CNPI)

Alimentos / Abatedouros - Sandra Peres (CNPI)

Alimentos / Massas e Farináceos - Sandra Peres (CNPI)

Aluguel de Veículos / Frota – Felipe Martins Silveira (CNPI)

Autopeças - Sabrina Cassiano (CNPI)

Bancos de Nicho - Felipe Martins Silveira (CNPI)

Bancos de Varejo - Felipe Martins Silveira (CNPI)

Bebidas – Sandra Peres (CNPI)

Bens de Capital / Infraestrutura – Sabrina Cassiano (CNPI)

Calçados - Sandra Peres (CNPI)

Call Center – Felipe Martins Silveira (CNPI)

Cias Aéreas – Felipe Martins Silveira (CNPI)

Comércio Farmacêutico - Sandra Peres (CNPI)

Concessões em Infraestrutura - Felipe Martins Silveira (CNPI)

Construção Civil - Felipe Martins Silveira (CNPI)

Distribuição de Óleo e Gás - Sabrina Cassiano (CNPI)

Educacional - Felipe Martins Silveira (CNPI)

Eletroeletrônicos - Sandra Peres (CNPI)

Energia / Distribuição - Sabrina Cassiano (CNPI)

Energia / Geração - Sabrina Cassiano (CNPI)

Energia / Integradas - Sabrina Cassiano (CNPI)

Energia / Transmissão - Sabrina Cassiano (CNPI)

Fertilizantes - Sandra Peres (CNPI)

Hardware / Software – Felipe Martins Silveira (CNPI)

Higiene / Farma / Limpeza - Sandra Peres (CNPI)

Imobiliário - Felipe Martins Silveira (CNPI)

Ind. Aeronáutica - Felipe Martins Silveira (CNPI)

Locação Comercial - Felipe Martins Silveira (CNPI)

Logística / Transportes - Felipe Martins Silveira (CNPI)

Material de Construção – Sandra Peres (CNPI)

Material de Transporte - Sabrina Cassiano (CNPI)

Metalurgia - Sabrina Cassiano (CNPI)

Mineração - Sabrina Cassiano (CNPI)

Papel e Celulose - Felipe Martins Silveira (CNPI)

Petróleo - Sabrina Cassiano (CNPI)

Petroquímico - Sabrina Cassiano (CNPI)

Planos de Saúde - Felipe Martins Silveira (CNPI)

Plataformas de Negociação – Felipe Martins Silveira (CNPI)

Programas de Fidelidade - Felipe Martins Silveira (CNPI)

Saneamento Básico - Sabrina Cassiano (CNPI)

Seguros - Felipe Martins Silveira (CNPI)

Serviços de Engenharia - Felipe Martins Silveira (CNPI)

Serviços Financeiros - Felipe Martins Silveira (CNPI)

Shopping Center - Felipe Martins Silveira (CNPI)

Siderurgia – Sabrina Cassiano (CNPI)

Telecom - Felipe Martins Silveira (CNPI)

Terminais Portuários - Sandra Peres (CNPI)

Turismo / Entretenimento - Felipe Martins Silveira (CNPI)

Varejo de Vestuário – Sandra Peres (CNPI)

Varejo Geral - Sandra Peres (CNPI)

### Importante

Este material foi elaborado em nome da Coinvalores CCVM Ltda., para uso exclusivo no mercado brasileiro, sendo destinado a pessoas físicas e jurídicas residentes no país, e está sujeito às regras e supervisão da Comissão de Valores Mobiliários e Banco Central do Brasil, estando em conformidade aos aspectos regulatórios contidos na Instrução da CVM nº 598/18. Destaca-se que os Comentários, Análises e Projeções contidas neste trabalho foram elaboradas de forma absolutamente independente das posições detidas por esta instituição, refletindo a opinião pessoal dos analistas que as avaliam.

Este trabalho é fornecido a seu destinatário com a finalidade exclusiva de apresentar informações e os valores mobiliários de que trata, não se constituindo numa oferta de venda ou uma solicitação para compra de ações. As informações utilizadas para sua elaboração foram obtidas de fontes públicas e/ou diretamente junto à(s) companhias(s), objeto da análise. Consideramos tais fontes confiáveis e de boa fé, porém não há nenhuma garantia, expressa ou implícita, sobre sua exatidão. As informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas à mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança. As opiniões aqui contidas a respeito da compra, venda ou manutenção dos papéis das companhias em análise ou a ponderação de tais valores mobiliários numa carteira teórica expressam o melhor julgamento dos analistas responsáveis por sua elaboração, porém não devem ser tomados por investidores como recomendação para uma efetiva tomada de decisão ou realização de negócios de qualquer natureza. Desta forma, a Coinvalores e os analistas envolvidos em sua elaboração não aceitam responsabilidade por qualquer perda direta ou indireta decorrente da utilização do conteúdo deste documento.

De acordo com a Instrução CVM 598/18 é declarado que os analistas da Coinvalores CCVM Ltda possuem posições de investimento em cotas de Fundos e Clubes de Investimento administrados e geridos ou não, por esta instituição, os quais poderão sofrer influência indireta das análises e opiniões dos mesmos.

A analista Sandra Peres, cônjuge ou companheiro, detêm (na data de publicação deste relatório), direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, ações de emissão das companhias BM&FBovespa (BVMF3), Bradesco (BBDC4), Brasil Ecodiesel (ECOD3) e Companhia Siderúrgica Nacional (CSNA3).

# Equipe Coinvalores

## MESA DE OPERAÇÕES / BOVESPA

---

11 3035-4160

Carlos Alberto de Oliveira Ribeiro  
*cribeiro@coinvalores.com.br*

Gênesis Rodrigues  
*genesis@coinvalores.com.br*

João Pinto Braga Filho  
*zito@coinvalores.com.br*

João Paulo de Souza Angeli Dias  
*joaopaulo@coinvalores.com.br*

José Antonio Penna  
*penna@coinvalores.com.br*

Luiz Carlos Camasmie Gabriel  
*lalo@coinvalores.com.br*

Marco Tulli Siqueira  
*tulli@coinvalores.com.br*

Mario Ruy de Barros  
*mario.ruy@coinvalores.com.br*

Mauricio Gomes de Souza  
*mauricio.souza@coinvalores.com.br*

Maurício Munhoz da Silva  
*mauricio.munhoz@coinvalores.com.br*

Sergio Aparecido da Costa  
*sergio.costa@coinvalores.com.br*

Paulo Cesar Pinto da Silva  
*paulo.pinto@coinvalores.com.br*

Robson Sergio Vieira  
*robson.vieira@coinvalores.com.br*

## FORA DE SÃO PAULO

---

0800 170 340

## GESTÃO DE INVESTIMENTOS

---

11 3035-4164

Tatiane C.C. Pereira  
*tatiane.cruz@coinvalores.com.br*

Valeria Landim  
*valeria.landim@coinvalores.com.br*

## DIRETORIA

---

11 3035-4151

Fernando Ferreira da Silva Telles  
*fernandostelles@coinvalores.com.br*

Francisco Candido de Almeida Leite  
*franciscoleite@coinvalores.com.br*

Henrique Freihofer Molinari  
*molinari@coinvalores.com.br*

José Ataliba Ferraz Sampaio  
*coin@coinvalores.com.br*

Paulino Botelho de Abreu Sampaio  
*paulino@coinvalores.com.br*

## ALUGUEL DE AÇÕES – BTC

---

11 3035-4154

Marcelo Milani  
*marcelo.milani@coinvalores.com.br*

Wagner Soares de Andrade  
*wagner.andrade@coinvalores.com.br*

## ATENDIMENTO HOME BROKER

---

11 3035-4162

Marcio Espigares  
*mespigares@coinvalores.com.br*

Vanessa Ogoshi  
*vanessa.ogoshi@coinvalores.com.br*

Fabiana de Menezes Furlan  
*fabiana.furlan@coinvalores.com.br*

## FUNDOS DE INVESTIMENTO/ CLUBES/CARTEIRAS ADMINISTRADAS

---

11 3035-4163

Jussara Pacheco  
*jussarapacheco@coinvalores.com.br*

Marcelo Rizzo  
*marcelorizzo@coinvalores.com.br*

Paulo Botelho A. Sampaio Neto  
*paulo@coinvalores.com.br*

Carlos Eduardo Campos de Abreu Sodré  
*cesodre@coinvalores.com.br*

Fabio Katayama  
*fabio.katayama@coinvalores.com.br*

## FUNDOS IMOBILIÁRIOS

---

11 3035-4163

Maria de Fátima Carvalheiro Russo  
*fatima.russo@coinvalores.com.br*

## MESA DE BM&F

---

11 3035-4161

Mauricio M. Mendes  
*mauricio@coinvalores.com.br*

Paulo Nepomuceno  
*paulo.celso@coinvalores.com.br*

Jayme Kannebley  
*jayme@coinvalores.com.br*

Adir Mathiuce da Silva Junior  
*a.mathiuce@coinvalores.com.br*

## MESA DE RENDA FIXA

---

11 3035-4155

Mauricio M. Mendes  
*mauricio@coinvalores.com.br*

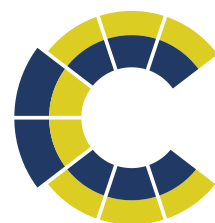
Roberto Lima  
*rlima@coinvalores.com.br*

Natanael Fernandes  
*natanaelfernandes@coinvalores.com.br*

Emilio Carlos Barbosa de Carvalho  
*emilio.carvalho@coinvalores.com.br*

Regivan Ferreira do Nascimento  
*regis.nascimento@coinvalores.com.br*





**COINVALORES**

Av. Brig. Faria Lima, 1461 – 10º andar – CEP 01452-921 – São Paulo – SP

Tel.: (11) 3035 4141 | Fax: (11) 3814 0140

[www.coinvalores.com.br](http://www.coinvalores.com.br)