

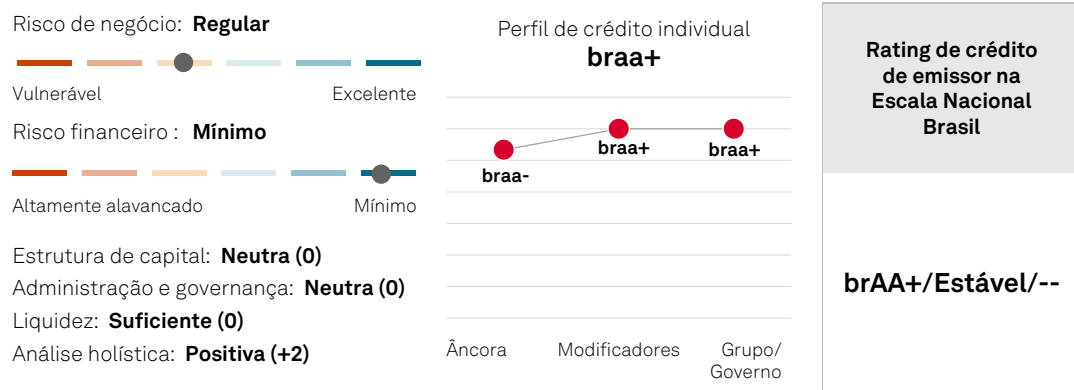
Análise Atualizada

Hedge Brasil Shopping Fundo de Investimento Imobiliário de Responsabilidade Limitada

6 de novembro de 2025

Este relatório não constitui uma ação de rating.

Resumo de Classificação de Ratings



Analista principal

Valeria Marquez
São Paulo
55 (11) 3818-4155
valeria.marquez@spglobal.com

Contato analítico adicional

Wendell Sacramoni, CFA
São Paulo
55 (11) 3039-4855
wendell.sacramoni@spglobal.com

Crescimento sustentável e diversificação conferem resiliência ao portfólio do HGBS. Entre janeiro e julho de 2025, os lojistas dos shoppings do portfólio do HGBS registraram vendas totais de aproximadamente R\$ 6,3 bilhões, um crescimento de 8,6% em relação ao mesmo período de 2024. Esse avanço contribuiu para a redução do custo de ocupação dos lojistas, fortalecendo a saúde financeira dos empreendimentos e mitigando riscos de inadimplência e vacância. Como reflexo desse cenário positivo, o fundo apresentou uma queda na taxa de vacância, que passou de 5,6% para 5,2% da área bruta locável (ABL) total em comparação ao ano anterior.

Apesar de contar com uma ABL própria de aproximadamente 245,4 mil m² — inferior à de pares como a Multiplan, que possui 718,8 mil m² — o HGBS se destaca pela diversificação de seu portfólio. O fundo tem participação em 20 shoppings, com baixa concentração de receita em ativos individuais: o maior representa menos de 20% da carteira total, o segundo está abaixo de 15%, e os demais ativos contribuem com menos de 10% cada. Essa distribuição equilibrada reforça a estabilidade e a resiliência da geração de caixa do fundo.

Além disso, cerca de 85% dos ativos do HGBS estão concentrados no estado de São Paulo que representa aproximadamente 30% do PIB nacional. Essa concentração é estratégica, uma vez que o fundo foca em estados com maior poder aquisitivo. Essa escolha contribui para mitigar riscos associados à concentração geográfica ao mesmo tempo que potencializa o desempenho operacional dos ativos.

Acreditamos que o desempenho observado reforça a atratividade e qualidade dos ativos do portfólio, resultando em uma geração operacional de caixa crescente, estimada em R\$ 180 milhões-R\$ 210 milhões por ano no período de 2025 a 2027.

Geração de caixa constante e alocação de recursos com maior disponibilidade mantêm a liquidez suficiente do FII. Por regulação, o fundo deve utilizar sua geração caixa para manter a distribuição aos acionistas de dividendos de no mínimo 95% dos resultados obtidos, apurados segundo o regime de caixa, com base nos balanços semestrais, que devem ficar em R\$ 200 milhões-R\$ 250 milhões anuais nos próximos três anos.

Dada a geração de caixa constante e a ausência de aquisição ou projeto de expansão relevante em nosso cenário-base atual, com os investimentos (capex) variando entre R\$ 10 milhões e R\$ 15 milhões, acreditamos que o HGBS deva manter a alavancagem baixa, com índice de dívida líquida ajustada pelo EBITDA entre 0,5x e 1x, além de cobertura de encargos fixos (pagamento de principal de curto prazo e juros) pelo EBITDA acima de 3,2x nos próximos três anos. Os recursos restantes são destinados ao pagamento das dívidas do fundo, que possuem vencimentos alongados. Essa característica, aliada à presença de investimentos com alta liquidez — como CRIs, LCIs e cotas de outros FIIs — contribui para a manutenção da liquidez suficiente do fundo.

Gestão e governança comparáveis às demais empresas do setor. Apesar do fundo não possuir um conselho de administração formal, ele conta com um administrador, responsável pelos aspectos burocráticos e operacionais do fundo, e um gestor, responsável por tomar decisões estratégicas de investimento. Tanto o papel do administrador quanto o do gestor são regidos pelo regulamento do HGBS, permitindo-nos considerar esses dois órgãos como substitutos do conselho e da equipe de gestão ao avaliarmos o modificador de administração e governança, o qual julgamos ser comparável às demais empresas do setor, sendo neutros para o rating final.

Perspectiva

A perspectiva estável do rating de emissor reflete nossa expectativa de que o HGBS mantenha sua forte posição de mercado no segmento de shopping centers no Brasil, com operações resilientes e crescente geração de caixa, além de baixo endividamento. Nesse cenário, esperamos que o fundo continue registrando posições confortáveis de liquidez e alavancagem, com métrica de dívida líquida ajustada sobre EBITDA em torno de 0,5x-1,0x e cobertura de encargos fixos (juros e amortizações de curto prazo) pelo EBITDA acima de 3,2x nos próximos três anos.

Cenário de rebaixamento

O rating pode ser rebaixado nos próximos 12-18 meses caso haja deterioração relevante das métricas de crédito do HGBS, com níveis compatíveis com uma estratégia agressiva de aquisições ou investimentos não acompanhados por geração de caixa proporcional, com indicadores de dívida líquida ajustada sobre EBITDA superior a 2,5x e dívida líquida ajustada sobre capital acima de 25%. Porém caso a cobertura de encargos fixos pelo EBITDA permaneça inferior a 3,7x, juntamente com redução do caixa disponível, enfraquecendo a liquidez do fundo, poderíamos também optar por uma ação de rating negativa.

Cenário de elevação

Poderemos elevar o rating se o HGBS continuar expandindo suas operações com sucesso, resultando em maior escala, enquanto mantém a rentabilidade, medida por um retorno sobre capital (ROC – *return on capital*) acima de 8%. Nesse cenário, a empresa reportaria dívida líquida

ajustada sobre EBITDA consistentemente abaixo de 2,5x, dívida líquida ajustada sobre capital abaixo de 25% e cobertura de encargos fixos pelo EBITDA acima de 3,7x, mantendo uma liquidez confortável.

Descrição da Empresa

Criado em 2006, o Hedge Brasil Shopping Fundo de Investimento Imobiliário é um fundo de investimento imobiliário focado na aquisição e exploração comercial de participações em shopping centers já construídos e operacionais. O fundo tem como objetivo investir em shopping centers com uma ABL mínima de 15.000 m², localizados em regiões com uma área de influência de pelo menos 500.000 habitantes.

O principal objetivo do fundo é gerar renda por meio da gestão ativa de seu portfólio de investimentos, garantindo a diversificação e a potencial valorização dos ativos. Ele mira clientes de renda média e ativos estrategicamente localizados para atrair locatários fortes. O fundo possui um portfólio diversificado de 20 shopping centers, principalmente em São Paulo, cuja alta densidade e concentração de renda ajudam a mitigar o risco geográfico.

Nosso Cenário de Caso-Base

Premissas

- Crescimento do PIB do Brasil de 2,3% em 2025, 1,7% em 2026 e 2,1% em 2027.
- Taxa de inflação média de 5,1% em 2025, 4,4% em 2026 e 3,5% em 2027.
- Taxa de juros média de 14,8% em 2025, 13,0% em 2026 e 11,1% em 2027.
- ABL própria de 230 m² nos próximos três anos, com possíveis aumentos nos anos subsequentes devido às expansões em andamento em alguns shoppings, embora isso não impacte significativamente a área total.
- Venda de ativos em torno de R\$ 100 milhões em 2026 para compor caixa para o pagamento das amortizações dos CRIs;
- Crescimento da receita de aluguel sustentável em torno de 5%-15% ao ano entre 2025 e 2027, impulsionado pela manutenção das taxas de ocupação e ajustes nos contratos de aluguel com base na inflação.
- Despesas estáveis nos próximos três anos, representando cerca de 10% da receita líquida do fundo.
- Capex estimado em aproximadamente R\$ 10 milhões-R\$ 15 milhões entre 2025 e 2027.
- Redução da dívida prevista para 2026 devido ao pagamento da dívida de curto prazo em 2025 com caixa, sem expectativas de novas emissões de dívida nos próximos três anos.
- Distribuição de dividendos aos acionistas de no mínimo 95% dos resultados obtidos, apurados segundo o regime de caixa, com base no balanço semestral encerrado em 30 de junho e 31 de dezembro de cada ano, de acordo com as obrigações do regulamento do fundo.

Principais Métricas

Hedge Brasil Shopping Fundo de Investimento Imobiliário de Responsabilidade Limitada – Resumo das projeções*

Fim do período	2023R	2024R	2025E	2026P	2027P
R\$ milhões					
Receita	137,8	196,2	213,4	200-300	200-300
EBITDA	164,6	214,0	226,4	200-300	200-300
Geração interna de caixa (FFO - <i>funds from operations</i>)	151,3	184,5	180,0	150-200	200-250
Fluxo de caixa operacional (OCF - <i>operating cash flow</i>)	123,8	172,4	182,1	150-200	200-250
Investimentos (capex)	18,2	24,9	10,7	10-15	10-15
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF - <i>free operating cash flow</i>)	105,6	147,5	171,5	150-200	150-200
Dividendos	205,1	261,0	241,3	200-250	200-250
Dívida (reportada)	0,0	251,4	384,1	350-400	300-350
(-) Caixa acessível e investimentos líquidos	414,1	193,7	182,6	150-200	150-200
(+/-) Outros	(25,7)	0	0	0	0
Dívida	–	190,5	171,0	150-200	150-200
Patrimônio líquido	2.947,2	2.736,6	2.720,3	2.500-3.000	2.500-3.000
Caixa e investimentos de curto prazo (reportados)	414,1	193,7	182,6	150-200	150-200
Índices ajustados					
Dívida/EBITDA (x)	0,0	0,9	0,8	0,5-1,0	0,5-1,0
FFO/dívida (%)		96,9	105,2	>100	>100
Cobertura de juros caixa pelo FFO (x)	14,0	8,4	5,6	5-8	5-8
OCF/dívida (%)	–	90,5	106,5	>100	>100
Cobertura de encargos fixos (x)	11,7	6,2	3,2	3,0-3,5	3,5-4,0
Retorno sobre capital (%)	14,8	3,4	9,6	8-10	8-10
Dívida/patrimônio líquido (%)	0,0	7,0	6,3	5-10	5-10
Cobertura de encargos fixos pelo EBITDA (x)	11,7	6,2	3,2	3,0-3,5	3,5-4,0
Cobertura total (todas as distribuições de capital) pelo EBITDA (x)	0,8	0,7	0,7	0,7-0,9	0,7-0,9

*Todos os números foram ajustados pela S&P National Ratings, exceto se apresentados como reportados. R: Realizado. E: Estimado. P: Projetado

Resumo Financeiro

Hedge Brasil Shopping Fundo de Investimento Imobiliário de Responsabilidade Limitada – Resumo Financeiro

(R\$ milhões)	2021R	2022R	2023R	2024R
Receitas	68,6	111,5	137,8	196,2
EBITDA	75,7	139,1	164,6	214,0
Geração interna de caixa (FFO - <i>funds from operations</i>)	72,7	136,7	151,3	184,5
Despesas com juros	0,0	0,0	14,1	34,5
Juros-caixa pagos	0,0	0,0	11,6	25,0

(R\$ milhões)	2021R	2022R	2023R	2024R
Fluxo de caixa operacional (OCF - <i>operating cash flow</i>)	27,7	142,1	123,8	172,4
Investimentos (capex)	100,0	14,4	18,2	24,9
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF - <i>free operating cash flow</i>)	(72,3)	127,7	105,6	147,5
Fluxo de caixa discricionário (DCF - <i>discretionary cash flow</i>)	(153,4)	(23,3)	(99,5)	(113,4)
Caixa e investimentos de curto prazo	51,0	48,0	414,1	193,7
Caixa disponível bruto	51,0	48,0	414,1	193,7
Dívida	0,9	0,0	0,0	190,5
Patrimônio líquido	2.143,2	2.219,2	2.947,2	2.736,6
Índices ajustados				
Margem EBITDA (%)	110,3	124,8	119,5	109,1
Retorno sobre capital (%)	0,4	10,6	14,8	3,4
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	N.S.	N.S.	11,7	6,2
Cobertura de juros-caixa pelo FFO (x)	N.S.	N.S.	14,0	8,4
Dívida/EBITDA (x)	0,0	0,0	0,0	0,9
FFO/dívida (%)	8.051,6	N.S.	N.S.	96,9
OCF/dívida (%)	3.068,0	N.S.	N.S.	90,5
FOCF/dívida (%)	(8.008,6)	N.S.	N.S.	77,5
DCF/dívida (%)	(16.989,8)	N.S.	N.S.	(59,6)

N.S.: Não significativo

Liquidez

Avaliamos a liquidez do HGBS como suficiente, dado que as fontes sobre os usos de caixa devem permanecer acima de 1,1x nos próximos 12 meses. Em nossas projeções, as fontes de caixa continuarão positivas, mesmo com uma queda acima de 10% no EBITDA. Além disso, a empresa demonstra uma boa posição no mercado de capitais e uma gestão de risco financeiro prudente.

Principais fontes de liquidez

- Posição de caixa de R\$ 165 milhões em 30 de setembro de 2025.
- Venda da participação no Shopping Jardim Sul de R\$ 63 milhões nos próximos 12 meses a partir de 30 de setembro de 2025.
- Geração interna de caixa (FFO – *funds from operations*) de R\$ 235 milhões nos próximos 12 meses a partir de 30 de setembro de 2025.

Principais usos de liquidez

- Amortização de dívida de curto prazo de R\$ 73 milhões nos próximos 12 meses a partir de 30 de setembro de 2025.
- Saída de capital de giro de R\$ 22 milhões nos próximos 12 meses a partir de 30 de setembro de 2025. Capex de aproximadamente R\$ 11 milhões nos próximos 12 meses a partir de 30 de setembro de 2025.
- Distribuição de dividendos de R\$ 224 milhões nos próximos 12 meses a partir de 30 de setembro de 2025.

Análise de Cláusulas Contratuais Restritivas (*Covenants*)

Exigências

O HGBS está sujeito um *covenant* em uma de suas dívidas, o qual exige que sua dívida bruta não ultrapasse 27,5% do patrimônio líquido.

Expectativa de cumprimento

O HGBS tem cumprido as exigências do *covenant* com ampla folga, e esperamos que continue assim pelos próximos anos, dada a expectativa de baixo endividamento.

Crítérios e Artigos Relacionados

Crítérios

- [Metodologia: Considerações suplementares de ratings na Escala Nacional Brasil](#), 18 de agosto de 2025
- [Metodologia para atribuição de ratings corporativos na Escala Nacional Brasil](#), 18 de agosto de 2025

Artigo

- [Definições de ratings na Escala Nacional Brasil](#)

Copyright © 2025 pela Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Nenhum conteúdo (incluindo-se ratings, análises e dados relativos a crédito, avaliações, modelos, software ou outras aplicações ou informações obtidas a partir destes) ou qualquer parte destas informações (Conteúdo) pode ser modificada, sofrer engenharia reversa, ser reproduzida ou distribuída de nenhuma forma, nem meio, nem armazenada em um banco de dados ou sistema de recuperação sem a prévia autorização por escrito da Standard & Poor's Financial Services LLC ou de suas afiliadas (coletivamente, S&P). O Conteúdo não deverá ser utilizado para nenhum propósito ilícito ou não autorizado. Nem a S&P, nem seus provedores externos, nem seus diretores, representantes, acionistas, empregados nem agentes (coletivamente, Partes da S&P) garantem a exatidão, completitude, tempestividade ou disponibilidade do Conteúdo. As Partes da S&P não são responsáveis por quaisquer erros ou omissões (por negligência ou não), independentemente da causa, pelos resultados obtidos mediante o uso de tal Conteúdo, ou pela segurança ou manutenção de quaisquer dados inseridos pelo usuário. O Conteúdo é oferecido "como ele é". AS PARTES DA S&P ISENTAM-SE DE QUALQUER E TODA GARANTIA EXPRESSA OU IMPLÍCITA, INCLUSIVE, MAS NÃO LIMITADA A QUAISQUER GARANTIAS DE COMERCIALIZABILIDADE, OU ADEQUAÇÃO A UM PROPÓSITO OU USO ESPECÍFICO, LIBERDADE DE FALHAS, ERROS OU DEFEITOS DE SOFTWARE, QUE O FUNCIONAMENTO DO CONTEÚDO SEJA ININTERRUPTO OU QUE O CONTEÚDO OPERE COM QUALQUER CONFIGURAÇÃO DE SOFTWARE OU HARDWARE. Em nenhuma circunstância, deverão as Partes da S&P ser responsabilizadas por nenhuma parte, por quaisquer danos, custos, despesas, honorários advocatícios, ou perdas diretas, indiretas, incidentais, exemplares, compensatórias, punitivas, especiais ou consequentes (incluindo-se, sem limitação, perda de renda ou lucros e custos de oportunidade ou perdas causadas por negligência) com relação a qualquer uso do Conteúdo aqui contido, mesmo se alertadas sobre sua possibilidade.

Parte do Conteúdo pode ter sido criado com o auxílio de uma ferramenta de inteligência artificial (IA). O Conteúdo Publicado criado ou processado usando IA é composto, revisado, editado e aprovado pela equipe da S&P.

Análises relacionadas a crédito e outras, incluindo ratings e as afirmações contidas no Conteúdo são declarações de opiniões na data em que foram expressas e não declarações de fatos. As opiniões da S&P, análises e decisões de reconhecimento de ratings (descritas abaixo) não são recomendações para comprar, reter ou vender quaisquer títulos ou tomar qualquer decisão de investimento e não abordam a adequação de quaisquer títulos. Após sua publicação, em qualquer maneira ou formato, a S&P não assume nenhuma obrigação de atualizar o Conteúdo. Não se deve depender do Conteúdo, e este não é um substituto das habilidades, julgamento e experiência do usuário, sua administração, funcionários, conselheiros e/ou clientes ao tomar qualquer decisão de investimento ou negócios. A S&P não atua como agente fiduciário nem como consultora de investimentos, exceto quando registrada como tal. Embora obtenha informações de fontes que considera confiáveis, a S&P não conduz auditoria nem assume qualquer responsabilidade de diligência devida (*due diligence*) ou de verificação independente de qualquer informação que receba. Publicações relacionadas a ratings de crédito podem ser divulgadas por diversos motivos que não dependem necessariamente de uma ação decorrente de um comitê de rating, incluindo-se, sem limitação, a publicação de uma atualização periódica de um rating de crédito e análises correlatas.

Até o ponto em que as autoridades reguladoras permitam a uma agência de rating reconhecer em uma jurisdição um rating atribuído em outra jurisdição para determinados fins regulatórios, a S&P reserva-se o direito de atribuir, retirar ou suspender tal reconhecimento a qualquer momento e a seu exclusivo critério. As Partes da S&P abdicam de qualquer obrigação decorrente da atribuição, retirada ou suspensão de um reconhecimento, bem como de qualquer responsabilidade por qualquer dano supostamente sofrido por conta disso.

A S&P mantém determinadas atividades de suas unidades de negócios separadas umas das outras a fim de preservar a independência e objetividade de suas respectivas atividades. Como resultado, certas unidades de negócios da S&P podem dispor de informações que não estão disponíveis às outras. A S&P estabeleceu políticas e procedimentos para manter a confidencialidade de determinadas informações que não são de conhecimento público recebidas no âmbito de cada processo analítico.

A S&P pode receber remuneração por seus ratings e certas análises, normalmente dos emissores ou subscritores dos títulos ou dos devedores. A S&P reserva-se o direito de divulgar seus pareceres e análises. A S&P disponibiliza suas análises e ratings públicos em seus websites www.spglobal.com/ratings/pt/ (gratuito) e www.ratingsdirect.com (por assinatura), e pode distribuí-los por outros meios, inclusive em suas próprias publicações ou por intermédio de terceiros redistribuidores. Informações adicionais sobre nossos honorários de rating estão disponíveis em www.spglobal.com/usratingsfees.

STANDARD & POOR'S, S&P e RATINGSDIRECT são marcas registradas da Standard & Poor's Financial Services LLC.