

Atualização de preço

Serviços Financeiros

A bola da vez

Após o salto do Ibovespa no início do ano, atingindo o topo histórico, o índice doméstico recentemente sofreu uma realização de lucros, com a saída de capital estrangeiro e um cenário eleitoral incerto. Esta queda, somada a apreciação do dólar (USD) deixou algumas companhias com bons fundamentos com preços atrativos, principalmente na perspectiva do investidor estrangeiro. Porém, o cenário doméstico eleitoral continua completamente incerto, com uma grande gama de possibilidades. Assim, toda esta incerteza deixou o mercado acionário brasileiro muito mais volátil, com as ações das empresas não respondendo aos seus fundamentos intrínsecos. Mesmo diante da incerteza eleitoral, em nossa opinião, estamos testemunhando um ciclo inicial de retomada da economia brasileira, que deve ocorrer independente do resultado das eleições e o que pode mudar é a velocidade da recuperação.

Assim, mantemos uma perspectiva otimista para o setor de serviços financeiros e introduzimos nossos preços-alvo para o final de 2019. Por hora, não ajustamos nenhuma estimativa e mantivemos nossas recomendações inalteradas. Nos próximos parágrafos, repassamos os destaques positivos de cada uma das empresas de serviços financeiros além dos principais pontos de nossa tese de investimento.

Serviços Financeiros – Preço alvo

	Preço alvo			Recomendação	
	Anterior	Novo	Variação	Anterior	Novo
CIEL3	17,00	16,50	-2,9%	Market Perform	Market Perform
MPLU3	29,00	27,22	-6,1%	Underperform	Underperform
SMLS3	90,00	92,50	2,8%	Outperform	Outperform
IRBR3	66,00	77,00	16,7%	Outperform	Outperform

Fonte: BB Investimentos

IRB Brasil. A empresa continua como um porto seguro em tempos de elevada volatilidade devido ao cenário eleitoral. IRBR3 valorizou ~120% desde o IPO em julho/2017, atingindo o patamar de R\$ 20 bi de valor de mercado. O IRB Brasil continua surpreendendo o mercado e, mesmo com um guidance agressivo de crescimento, continua prometendo menos e entregando mais. Foi assim em 2017 e também no 1S18, no qual entregou um forte resultado mesmo em um semestre sazonalmente fraco. Por isso, apresentamos nosso novo preço-alvo para o final de 2019 no valor de R\$ 77,00. Nosso preço-alvo deriva de uma avaliação de desconto de dividendos (DDM) de três estágios, assumindo um custo do equity (Ke) de 13.5%, com um crescimento nominal na perpetuidade (g) de 6%.

Cielo. A Cielo continua enfrentando uma forte concorrência, sem perspectiva de melhora. Acreditamos que a empresa deva retornar o crescimento do lucro líquido em 2019, principalmente devido ao crescimento da carteira de crédito de pequenas e médias empresas de seus controladores, BB e Bradesco.

Na semana passada, a Cielo anunciou duas novas soluções, o QR Code Pay e uma nova versão do POS LIO, batizado de LIO+. Em nossa opinião, nenhum destes dois produtos é disruptivo o bastante para alterar a tendência de perda de participação de mercado, mas gostamos do que vimos. A Cielo demonstrou que está preocupada com o aumento da concorrência e, principalmente, com possíveis mudanças regulatórias voltadas à introdução de novas tecnologias no Brasil. Gostamos especialmente da solução de pagamento por QR Code, que permite uma interoperabilidade da solução, pois vincula o cartão de crédito ao app de pagamento. Anteriormente, existiam algumas soluções isoladas de pagamento por QR Code, como a recém anunciada pelo Mercado Pago, mas estas soluções se assemelham mais com uma transferência do que um meio de pagamento. Acreditamos que a solução da Cielo, possa servir de padrão para a indústria, ou pelo menos, direcionar a discussão para eventuais mudanças regulatórias que visam permitir o pagamento P2P.

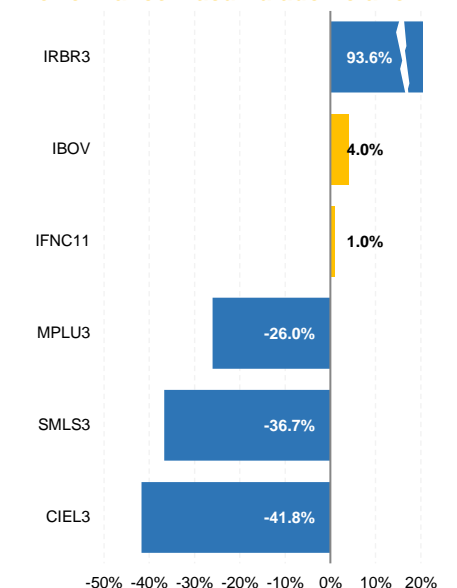
Cielo Outlook. Ainda aguardamos o anúncio do novo CEO, que precisa ser alguém com um perfil mais de tecnologia que do mercado financeiro. Mudamos a metodologia de avaliação da Cielo e agora usamos DDM de três estágios para calcular nosso preço-alvo de R\$ 16,50, um custo do equity (Ke) de 13.5%, com um crescimento nominal na perpetuidade (g) de 6%.

SF - Preço-Alvo 2019

	Preço Alvo	Upside (*)	Recomendação
CIEL3	16,50	30,4%	Market Perform
MPLU3	27,22	11,9%	Underperform
SMLS3	92,50	103,3%	Outperform
IRBR3	77,00	20,3%	Outperform

(*) em 24/09

Performance – acumulado no ano



Fonte: Economática e BB Investimentos

Kamila Oliveira
Analista
kamila@bb.com.br

Multiplus. Após a Latam anunciar a intenção de fechar o capital da Multiplus, as ações da companhia deixaram de responder aos fundamentos e, agora, aguardam o curso da OPA. Reforçamos nossa opinião de que o anúncio do encerramento do contrato operacional ao mesmo tempo da OPA não deixou outra opção ao acionista minoritário que não seja a aceitar o preço oferecido. Enquanto isso, esperamos que o laudo de avaliação que será elaborado pelo CS estabeleça uma faixa indicativa de preço abaixo dos R\$ 27,22 oferecidos no fato relevante, pois não devem considerar a renovação do acordo operacional em suas premissas.

Multiplus Outlook. O preço atual da ação reflete este cenário de incerteza pois, no dia do anúncio da OPA, MPLU3 subiu ~5% mas agora retornou ao mesmo patamar de antes da divulgação do fato relevante. Somado a isto, esperamos que a OPA leve algo entre 4 e 8 meses sua conclusão, pois os minoritários podem requisitar um segundo laudo de avaliação. Entendemos que este caso é similar ao fechamento de capital da Redecard em 2012. Assim, em nossa opinião, não vale a pena assistir ao desdobramento desta OPA da Multiplus comprado no papel. Portanto, reforçamos a nossa recomendação de *Underperform* e sugerimos a SMLS3 como alternativa a exposição em MPLU3 pelas razões listadas abaixo.

Smiles. Quem mais sofreu com o anúncio da Multiplus, foi a Smiles, com o mercado entrando em pânico e tentando precificar uma eventual não renovação do contrato entre Gol e Smiles. Em nossa opinião, o mercado reagiu de forma exagerada enquanto a SMLS3 e despencou mais de 20% nos primeiros sete dias de negociação após o anúncio da Multiplus.

Fizemos alguns exercícios para tentar entender a visão do mercado para possíveis desdobramentos para a Smiles. Em nosso cenário base, entendemos que não há a menor possibilidade da Gol encerrar o contrato operacional com a Smiles de forma antecipada, pois a empresa de fidelidade foi criada para ter uma relação de ganha-ganha com a sua controladora, um relacionamento completamente diferente da Multiplus com a Latam, que ainda se deteriorou após a fusão entre LAN e TAM. Assim sendo, calculamos três possíveis cenários:

Smiles – cenários

	Preço alvo 2019	Upside
Cenário Base	92,5	103%
Exercício Multiplus	74,0	63%
Pior cenário	59,0	30%

Fonte: BB Investimentos

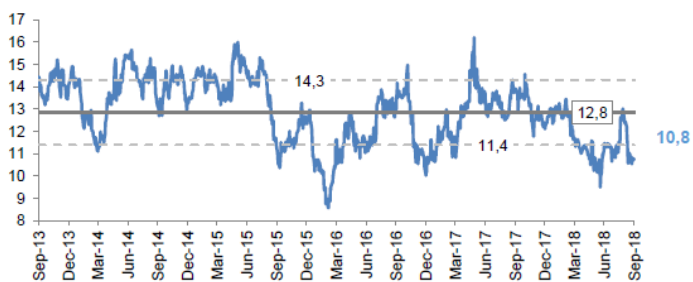
1. Cenário base. Para calcular o preço alvo neste cenário, consideramos que a renovação do contrato operacional em 2032. Assim, para calcular nosso preço-alvo para o final de 2019 de R\$ 92,50 utilizamos um modelo DDM de três estágios, assumindo um custo do equity (K_e) de 13,5%, com um crescimento nominal na perpetuidade (g) de 6%. Este preço-alvo implica em um excelente *upside* de 103%. A SMLS3 está negociando a 8,7x P/L 2019.

2. Cenário hipotético da Multiplus. Fizemos para a Smiles o mesmo exercício que utilizamos para calcular o preço hipotético da Multiplus sem a renovação do contrato operacional. Apenas como exercício, considerando o cenário hipotético que a Smiles não vai mais vender pontos para a Gol e que o custo com passagens aéreas aumente 10% já em 2019 (removendo uma vantagem implícita do contrato atual), nosso preço atual seria de R\$ 74,00, ainda um excelente *upside* de 63%.

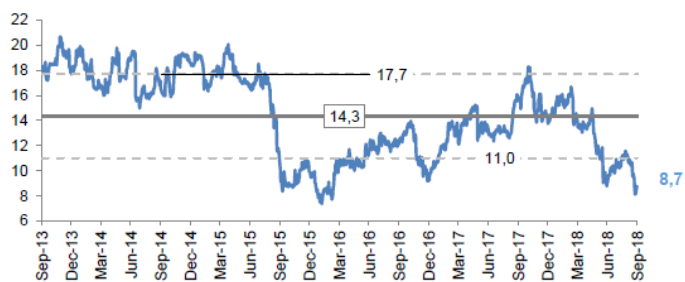
3. Pior cenário. Para calcular o pior cenário, consideramos o encerramento da empresa em 2032, calculando o fluxo de dividendos até o encerramento do contrato operacional atualmente vigente. Para isso, utilizamos o mesmo modelo de DDM com a mesma estimativa de crescimento de lucro líquido nos dois primeiros estágios – um CAGR de 11,3% entre 17-22, um CAGR de 9,5% entre 23-27 – porém, no terceiro estágio, utilizamos apenas a inflação projetada (4%) para o crescimento de lucro entre os anos de 2028 e 2032, zerando a perpetuidade. Mesmo neste cenário, que consideramos de probabilidade quase nula de acontecer, nosso preço-alvo seria de R\$ 59,00, implicando em um *upside* de 30%.

Smiles Outlook. O múltiplo de 8,7x P/L 2019 é 5,6 vezes menor que a média dos últimos 5 anos que é de 14,3x e, comparada com o múltiplo da Multiplus, a Smiles atualmente é negociada com um desconto de 19% que, em nossa opinião, não faz nenhum sentido. Por fim, reforçamos os principais pontos de nossa tese de investimento: (i) nível de execução superior; (ii) negócio *asset light*; (iii) foco em inovação e (iv) boas perspectivas de crescimento. Por esses motivos, mantemos nossa visão otimista e mantemos nossa recomendação *Outperform*. A recente reação exagerada do mercado provocou um excelente ponto de entrada nas ações da companhia que, mesmo que encerre suas atividades em 2032, ainda assim apresenta um interessante *upside* de 30%. Esta assimetria leva SMLS3 a ser uma de nossas *top picks* para o setor de serviços financeiros.

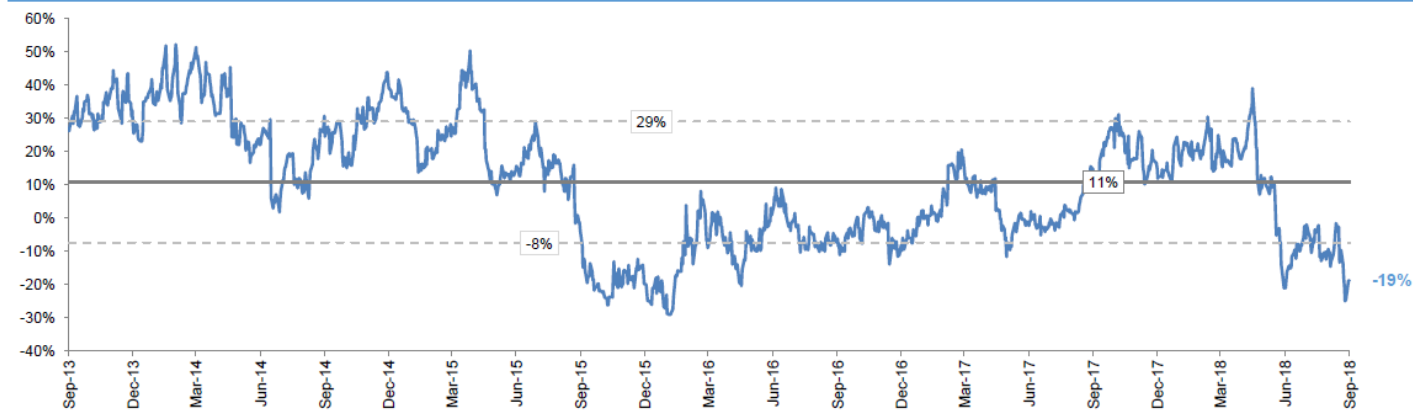
Multiplus (MPLU3)



Smiles (SMLS3)



Smiles - Premium / (Discount) to Multiplus



Update. O IRB Brasil (IRBR3) e a Smiles (SMLS3) permanecem como nossas *top picks* dentre as opções do setor de serviços financeiros.

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 como 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. 22 da ICVM 598, 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.

3 - O Banco do Brasil S.A. detem indiretamente 5% ou mais, por meio de suas subsidiárias, participação acionária no capital da Cielo S.A. (cuja participação é detida pelo BB - Banco de Investimento S.A.) e do IRB Brasil Re, companhias brasileiras listadas na bolsa de valores que podem deter, direta ou indiretamente, participações societárias em outras companhias listadas cobertas pelo BB - Banco de Investimento S.A.

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	Items		
	3	4	5
Kamila Oliveira			

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.

6 - 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.

RATING

"RATING" é uma opinião sobre os fundamentos econômico-financeiros e diversos riscos a que uma empresa, instituição financeira ou captação de recursos de terceiros, possa estar sujeita dentro de um contexto específico, que pode ser modificada conforme estes riscos se alterem. "O investidor não deve considerar em hipótese alguma o "RATING" como recomendação de Investimento.

BB Banco de Investimento S.A. - BB-BI

Av. Paulista, 1.230 – 9º andar

São Paulo (SP) - Brazil

+55 (11) 4298-7000

Diretor	Gerente Executivo
Fernando Campos	Denisio Augusto Liberato

Gerentes da Equipe de Pesquisa

Estratégia - Wesley Bernabé	Equities - Victor Penna
wesley.bernabe@bb.com.br	victor.penna@bb.com.br

Renda Variável

Agronegócios	Siderurgia e Mineração
Márcio de Carvalho Montes mcmontes@bb.com.br	Gabriela Cortez gabrielaecortez@bb.com.br

Bancos e Serviços Financeiros

Wesley Bernabé	Óleo e Gás
wesley.bernabe@bb.com.br	Daniel Cobucci cobucci@bb.com.br

Carlos Daltozo	Papel e Celulose
daltozo@bb.com.br	Gabriela E Cortez gabrielaecortez@bb.com.br

Kamila Oliveira	Imobiliário
kamila@bb.com.br	Georgia Jorge georgiadaj@bb.com.br

Bens de Capital

Viviane Silva	Varejo
viviane.silva@bb.com.br	Maria Paula Cantusio paulacantusio@bb.com.br

Utilities	Fabio Cardoso
Rafael Dias rafaeldias@bb.com.br	fcardoso@bb.com.br

Alimentos e Bebidas	Transporte e Logística
Luciana Carvalho luciana_cvl@bb.com.br	Renato Hallgren renatoh@bb.com.br

Macroeconomia e Estratégia de Mercado

Hamilton Moreira Alves	Renda Fixa
hmoreira@bb.com.br	Renato Odo renato.odo@bb.com.br
Rafael Reis rafael.reis@bb.com.br	José Roberto dos Anjos robertodosanjos@bb.com.br
Ricardo Vieites ricardovieites@bb.com.br	

Equipe de Sales

Investidor Institucional	Varejo
bb.distribuicao@bb.com.br	acoes@bb.com.br

Gerente - Antonio Emilio Ruiz	Gerente - Mario D'Amico
Bianca Onuki Nakazato	Fabiana Regina de Oliveira
Bruno Finotello	Sandra Regina Saran
Daniel Frazatti Gallina	
Denise Rédua de Oliveira	
Edger Euber Rodrigues	
Elisangela Pires Chaves	
Fábio Caponi Bertoluci	
Henrique Reis	
Marcela Andressa Pereira	

BB Securities - London

4th Floor, Pinners Hall – 105-108 Old Broad St.

London EC2N 1ER - UK

+44 (207) 3675800

Managing Director

Admilson Monteiro Garcia +44 (207) 3675801

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 Plummer +44 (207) 3675843

Trading

Bruno Fantasia +44 (207) 3675852

Gianpaolo Rivas +44 (207) 3675842

Banco do Brasil Securities LLC - New York

535 Madison Avenue 33th Floor

New York City, NY 10022 - USA

(Member: FINRA/SIPC/NFA)

Managing Director

Carla Sarkis Teixeira +1 (646) 845-3710

Institutional Sales - Equity

Charles Langalis +1 (646) 845-3714

Institutional Sales - Fixed Income

Fabio Frazão +1 (646) 845-3716

Michelle Malvezzi +1 (646) 845-3715

DCM

Richard Dubbs +1 (646) 845-3719

Syndicate

Kristen Tredwell +1 (646) 845-3717

BB Securities Asia Pte Ltd - Singapore

6 Battery Road #11-02

Singapore, 049909

Managing Director

Marcelo Sobreira +65 6420-6577

Director, Head of Sales

José Carlos Reis +65 6420-6570

Institutional Sales

Zhao Hao +65 6420-6582