

Resultados trimestrais e Revisão de Preço

Multiplan

1T19: abaixo do esperado, mas confiante no futuro

A Multiplan apresentou o resultado do 1T19 levemente pior na comparação anual. Destacamos como positivo o aumento do SSR superior à inflação, além da redução da alavancagem da companhia.

Destaques operacionais. O SSS chegou ao seu nível mais baixo em um primeiro trimestre desde 2016, provocado pelo desempenho das lojas âncoras, principalmente no setor de artigos do lar & escritório. As vendas totais aumentaram 2,4% a/a, devido a mudanças no *mix* e à contribuição do Shopping ParkCanoas que completou um ano de operação em novembro de 2018 e colaborou com um aumento de 12,6% a/a. Em termos de aluguel, observamos uma melhora no SSR, que cresceu 6,3% e obteve um crescimento real de +0,9% acima da inflação, enquanto o aluguel mensal/m² aumentou 4,4% a/a. Por outro lado, a taxa de ocupação diminuiu -0,4 p.p. a/a, resultado do encerramento de uma cadeia de lojas âncoras, provavelmente no segmento de livros. Ainda, houve uma leve melhora no índice de inadimplência, que atingiu 3,4% neste trimestre (-0,1 p.p. a/a).

Desempenho econômico-financeiro. A receita bruta aumentou 5,8% a/a, beneficiada pelo resultado positivo do aumento na receita de locação (+4,1% a/a), devido principalmente ao reajuste do IGP-DI (+5,3% no trimestre), porém parcialmente compensada pela menor taxa de ocupação e do início do período de carência de novos contratos de locação. Além disso, a receita foi positivamente impactada pelo aumento da receita de serviços (+25,0% a/a), impulsionada pelas maiores taxas de transferência e corretagem, decorrente do aumento do *turnover* no 1T19 de 0,6 p.p. a/a.

Em relação às margens da companhia (excluindo a remuneração baseada em ações), houve uma piora na comparação com o ano anterior. A margem EBITDA foi de 78,4% (ante 79,1% no 1T18), devido ao aumento das despesas de sede (+26,8% a/a) decorrentes da criação do Conselho Fiscal e do departamento de inovação digital, e também do aumento das despesas de shopping centers (+18,1% a/a). O lucro líquido atingiu R\$ 91,9 milhões (ex-remuneração baseada em ações, R\$ 102,9 milhões), levando a margem líquida a alcançar 29,9%, uma queda de -3,8 p.p. a/a.

Highlights

R\$ Milhões	1T19	t/t	a/a
Taxa de Ocupação	97,1%	-0,2 p.p	-0,4 p.p
SSS (Vendas Mesmas Lojas)	2,1%	0,1 p.p,	1,9 p.p,
Receita Líquida	307,9	5,4%	0,0%
EBITDA Ajustado (*)	241,5	4,5%	5,1%
Margem EBITDA (%)	78,4%	-0,6 p.p	12,4 p.p,
Lucro Líquido	91,9	-6,3%	-18,4%
Margem Líquida (%)	29,9%	-3,7 p.p	-2,5 p.p
FFO	148,5	1,1%	-10,3%
Margem FFO (%)	48,2%	-2,0 p.p	0,7 p.p,

* ex- despesas remuneração baseada em ações

Endividamento

R\$ Milhão	4T18	t/t	a/a
Dívida Total	2.847,4	4,4%	0,1%
Dívida Líquida	1.833,2	-6,0%	-7,4%
DL/ EBITDA	1,9x	-35,0x	-17,6x
Dívida CP / Dívida Total	15,1%	5,3 p.p,	0,9 p.p,
Dívida Líquida / Patrimônio Líquido	33,6%	-3,2 p.p,	-3,3 p.p,

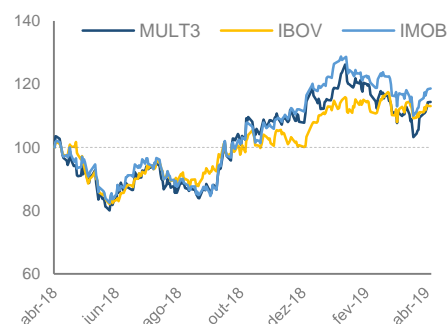
Fonte: Multiplan e BB Investimentos

MULT3

Rating	Outerform
Preço-alvo - 2019E	28,30
Preço da ação - 30/04/2019	24,15
Upside	42,3%

Trading data

em 30/04/2019		
Valor de Mercado	R\$ milhões	14.358
Varição 1 mês	%	3,2%
Varição UDM	%	10,5%
Varição 2018	%	-0,2%
Min. 52 sem.	R\$	16,68
Máx. 52 sem.	R\$	26,67


Multiplos

	2019e	2020e	2021e
EV/EBITDA	14,5	13,3	11,7
P/FFO	16,5	16,0	14,3
LPA	R\$ 0,78	0,80	0,92

Georgia Jorge
Analista Sênior
georgiadaj@bb.com.br

Kamila Oliveira
Analista
kamila@bb.com.br

Conclusões. O resultado do 1T19 da Multiplan veio levemente negativo. Entretanto, estamos otimistas com a evolução dos resultados da Multiplan para o ano de 2019. Continuamos destacando como positivo o capex que a empresa utilizou neste ano, focado principalmente em revitalização e TI, o que demonstra a sua preocupação em manter a ABL alinhada às novas tendências. Acreditamos no rápido reposicionamento das áreas referentes a vacância temporária com manutenção de preço e qualidade. Também vemos como positiva a queda da alavancagem para 2,0x (de 2,1x no 4T18), desde que isso não signifique perda de eficiência. Dessa forma, ajustamos nosso TP de MULT3 para YE19 para R\$ 28,30 (de R\$ 23,90, anteriormente), e, face à alta do preço atual de mercado, estamos mudando nossa recomendação para *Outperform* (de *Market Perform* previamente).

Valuation. Nosso preço alvo deriva de um modelo de fluxo de caixa descontado em termos nominais, com uma taxa de crescimento na perpetuidade (g) de 3,5% e um WACC de 10,92%.

Fizemos alguns ajustes em nossas premissas de forma a incluir os resultados de 2018 e o aumento da participação da Multiplan no Shopping BH para 100% anunciado no Fato Relevante divulgado em 11/04/2019do. Ademais, em relação à receita, consideramos (i) expansão de ABL devido à inauguração do shopping Park Jacarepaguá no 2T20 e às expansões dos shoppings Barigui e Morumbi em 2021 (anteriormente previstas para 2020); (ii) melhora na taxa de ocupação e de vendas/m², de forma a refletir uma recuperação do cenário econômico no curto prazo.

No que se refere aos custos e despesas, aumentamos nossas estimativas de despesas com novos projetos para locação e para vendas haja vista a expectativa da companhia em investir em novos projetos. Nesse sentido, destacamos que a Multiplan está mais otimista em relação a novos projetos de *greenfield* e expansões para os próximos anos. Além dos projetos acima elencados e já incorporados em nosso modelo, a companhia possui outros no *pipeline* para serem lançados nos próximos anos, incluindo projetos residenciais, *greenfield* e expansões em shoppings maduros, dependendo da manutenção da recuperação da economia doméstica ao longo deste ano.

Por fim, consideramos em nossa avaliação que a alavancagem financeira da companhia permanecerá entre 2,0 a 3,0x Dívida Líquida/EBITDA, bem como como o *payout* entre 60-70% do lucro líquido.

Riscos à nossa tese de investimento. Os riscos para a tese de investimentos da Multiplan incluem: (i) recuperação da economia doméstica mais lenta que a esperada e (ii) dificuldade em manter o *mix* de lojas, levando a queda da taxa de ocupação.

Estimativas		Premissas	
Valor Total para a Empresa (R\$ milhões)	19.239	Beta	0,97
VP do FCFF	7.246	WACC	10,9%
VP da Perpetuidade	11.993	D/(D+E)	30%
Dívida Líquida	(2.404)	Taxa Livre de Risco	4,8%
Valor de Mercado	16.835	Prêmio de Mercado	4,7%
Número de Ações (mi)	594,4	Crescimento Perpetuidade	3,5%
Preço-alvo (R\$)	28,30		

Indicadores Operacionais

R\$ milhões	2017a	2018a	2019e	2020e	2021e
ABL (Multiplan) (m ²)	709,18	723,24	732,48	771,48	796,48
Taxa de Ocupação	96,6%	96,9%	97,2%	97,0%	97,3%

Indicadores de Endividamento

R\$ milhões	2017a	2018a	2019e	2020e	2021e
Dívida Líquida	1.864,4	1.979,3	2.403,8	2.779,2	3.025,0
DL / EBITDA	2,26	2,09	2,44	2,61	2,49
Capex	189,6	260,4	689,6	347,2	358,4
Depreciação	(186,2)	(205,6)	(230,7)	(241,0)	(251,6)

Fonte: Multiplan e BB Investimentos

Indicadores*

R\$ milhões	2017a	2018a	2019e	2020e	2021e
Margem NOI (%)	87,6%	89,9%	89,9%	90,0%	90,0%
Margem EBITDA (%)	70,1%	75,7%	73,9%	75,0%	76,2%
Margem Líquida (%)	35,2%	38,4%	35,0%	33,5%	34,3%
Rentabilidade do Patrimônio Líquido (%)	7,1%	8,8%	8,4%	8,4%	9,3%
NOI	1.045,5	1.138,1	1.199,8	1.280,9	1.440,0
EBITDA	870,4	954,5	984,4	1.066,4	1.217,1
Dívida Bruta	2.770,8	2.845,5	3.217,6	3.376,1	3.547,7
Dívida Líquida	1.864,4	1.979,3	2.403,8	2.779,2	3.025,0
Dívida Líquida/ EBITDA (x)	2,3	2,1	2,4	2,6	2,5
LPA (R\$)	2,08	0,81	0,78	0,80	0,92
P/FFO (x)	23,8	20,2	16,5	16,0	14,3
EV/EBITDA (x)	16,4	14,9	14,5	13,3	11,7
Dividend Yield (%)	2,1%	7,3%	2,2%	2,4%	2,8%

* ex- despesas remuneração baseada em ações

DRE

R\$ milhões	2017a	2018a	2019e	2020e	2021e
Receita Líquida	1.177,1	1.250,9	1.332,1	1.421,0	1.597,5
Despesas com Sede	(130,4)	(145,5)	(158,6)	(160,2)	(161,7)
Despesas com Shopping Centers	(143,7)	(123,5)	(130,3)	(138,0)	(155,1)
Outras Despesas	(263,8)	(240,6)	(276,3)	(297,5)	(315,2)
= LAJIR	639,3	741,3	753,7	825,4	965,4
(+/-) Resultado Financeiro	(199,8)	(144,6)	(183,3)	(242,8)	(294,3)
= LAIR*	439,5	596,7	570,4	582,6	671,2
(-) Impostos	(70,9)	(126,1)	(106,3)	(108,6)	(125,1)
Lucro Líquido	369,4	472,9	466,4	476,3	548,7

Balanço Patrimonial

R\$ milhões	2017a	2018a	2019e	2020e	2021e
Ativo total	8.690	8.921	9.497	9.844	10.237
Ativo Circulante	1.317	1.296	1.268	1.088	1.073
Ativo Realizável a Longo Prazo	2.784	2.843	3.180	3.337	3.512
Ativo Permanente	6.848	6.956	7.532	8.028	8.401
Passivo total	8.690	8.921	9.497	9.844	10.237
Passivo Circulante	706	726	767	791	818
Passivo Exigível a Longo Prazo	2.784	2.843	3.180	3.350	3.540
Patrimônio líquido	5.200	5.352	5.550	5.703	5.879

Fonte: Multiplan e BB Investimentos

Fluxo de Caixa Livre para a Firma

R\$ milhões	2017a	2018a	2019e	2020e	2021e
EBIT	639,3	741,3	753,7	825,4	965,4
(-) IR & CS	(118,6)	(137,5)	(139,8)	(153,1)	(179,1)
NOPLAT	520,7	603,8	613,9	672,3	786,4
(+) D&A	186,2	205,6	230,7	241,0	251,6
(-) Capex	(189,6)	(260,4)	(689,6)	(347,2)	(358,4)
(-) Variação do Capital de Giro	123,1	(130,0)	(18,9)	(28,5)	(48,4)
(-) Variação Outros Ativos / Passivos	(22,4)	(29,4)	(27,9)	(16,6)	(15,6)
FCFF	618,1	389,8	108,2	521,1	615,6

Análise de Sensibilidade

g/WACC	Preço-Alvo 2019				
	9,9%	10,4%	10,9%	11,4%	11,9%
2,5%	28,1	26,9	25,8	24,8	23,9
3,0%	29,7	28,2	27,0	25,8	24,8
3,5%	31,5	29,8	28,3	27,0	25,9
4,0%	33,6	31,6	29,9	28,4	27,1
4,5%	36,0	33,7	31,7	30,0	28,5

Fonte: Multiplan 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 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. detém 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	Itens		
	3	4	5
Georgia Jorge			
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) - Brasil

+55 (11) 4298 7000

Diretor	Gerente Executivo
Fernando Campos	Denisio Augusto Liberato
Gerentes da Equipe de Pesquisa	
Estratégia - Wesley Bernabé, CFA wesley.bernabe@bb.com.br	Análise de Empresas - Victor Penna victor.penna@bb.com.br
Renda Variável	
Açúcar e Etanol	Imobiliário
Daniel Cobucci cobucci@bb.com.br	Georgia Jorge georgiadaj@bb.com.br
Agronegócios	Kamila Oliveira kamila@bb.com.br
Luciana Carvalho luciana_cvl@bb.com.br	Óleo e Gás
Catherine Kiselar ckiselar@bb.com.br	Daniel Cobucci cobucci@bb.com.br
Alimentos e Bebidas	Papel e Celulose
Luciana Carvalho luciana_cvl@bb.com.br	Gabriela E. Cortez gabrielaecortez@bb.com.br
Bancos e Serviços Financeiros	Siderurgia e Mineração
Wesley Bernabé, CFA wesley.bernabe@bb.com.br	Gabriela E. Cortez gabrielaecortez@bb.com.br
Vinícius Soares vinicius.soares@bb.com.br	Transporte e Logística
Bens de Capital	Renato Hallgren renato@bb.com.br
Gabriela E. Cortez gabrielaecortez@bb.com.br	Utilities
Catherine Kiselar ckiselar@bb.com.br	Rafael Dias rafaeldias@bb.com.br
Macroeconomia e Estratégia de Mercado	Varejo
Hamilton Moreira Alves hmoreira@bb.com.br	Georgia Jorge georgiadaj@bb.com.br
Henrique Tomaz htomaz@bb.com.br	Renda Fixa
Ricardo Vieites ricardovieites@bb.com.br	Renato Odo renato.odo@bb.com.br
Richardi Ferreira richardi@bb.com.br	José Roberto dos Anjos robertodosanjos@bb.com.br
Equipe de Vendas	
Investidor Institucional	
bb.distribuicao@bb.com.br	
Varejo	
aco@bb.com.br	
Head - Antonio Emilio Ruiz	Henrique Reis
Antonio de Lima Junior	Marcela Andressa Pereira
Bruno Finotello	Pedro Gonçalves
Daniel Frazatti Gallina	Rafael Reis
Denise Rédua de Oliveira	Renata Simões
Fábio Caponi Bertoluci	Sandra Regina Saran
Fernando Leite	

BB Securities - London

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

EC2N 1ER – London – UK

+44 (20) 7367 5800

Managing Director

Admilson Monteiro Garcia +44 (20) 7367 5801

Deputy Managing Director

João Domingos Cicarini Junior +44 (20) 7367 5802

Director of Sales Trading

Boris Skulczuk +44 (20) 7367 5831

Head of Sales

Nick Demopoulos +44 (20) 7367 5832

Institutional Sales

Annabela Garcia +44 (20) 7367 5853

Melton Plummer +44 (20) 7367 5843

Trading

Bruno Fantasia +44 (20) 7367 5852

Gianpaolo Rivas +44 (20) 7367 5842

Banco do Brasil Securities LLC - New York

535 Madison Avenue, 33th Floor

New York City, NY 10022 - USA

(Member: FINRA/SIPC/NFA)

Deputy Managing Director

Gabriel Cambui Mesquita Santos +1 (646) 845 3710

Institutional Sales - Equity

Charles Langalis +1 (646) 845 3714

Institutional Sales - Fixed Income

Fabio Frazão +1 (646) 845 3716

Fernando Ocana +1 (646) 845 3718

Helio Hashimoto +1 (646) 845 3713

Michelle Malvezzi +1 (646) 845 3715

DCM

João Kloster +1 (646) 845 3717

Syndicate

Shinichiro Fukui +1 (646) 845 3865

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, CFA +65 6420 6582

Li Jing Ting +65 6420 6578