

Multiplan

Bons Ativos, Fundamentos Precificados

Raio-X

A administradora de shoppings se consolidou com a criação de projetos multiuso a partir da geração de sinergias entre moradia, trabalho, lazer, compras e serviços, construindo empreendimentos interligados aos shoppings. A companhia possui hoje 18 shoppings sendo reconhecida por gerar "cidades" à região na qual empreende seus projetos, focando em qualidade, criação de valor e busca por localizações privilegiadas.

Cenário econômico local favorece os negócios da Companhia

Inflação controlada e taxa Selic a um nível historicamente baixo poderão permitir que os lojistas reajustem os preços de seus produtos acima dos níveis de inflação. Além disso, o cenário saudável que vem se desenhando tende a impulsionar menores restrições ao crédito e promover uma recuperação do PIB nos próximos anos. Importante destacar que o custo de endividamento já está se reduzindo, uma vez que 63,5% da dívida bruta atual da Multiplan está indexada ao CDI. Portanto, juros menores trazem benefício duplo: aumento do fluxo nos shoppings associado a menor custo de capital, trazendo maior geração de valor para os acionistas.

Há espaço para crescimento

O fato da ABL das empresas listadas em bolsa ser de apenas 21% da ABL total no Brasil traz boas opções de aquisições no setor. Embora a Multiplan veja o processo de aquisições como uma boa estratégia para a expansão de seus negócios, não acreditamos em movimentos expressivos neste sentido no curto prazo. Dessa maneira, a Companhia vem atuando e deve continuar promovendo a expansão dos shoppings que já estão em operação, buscando eficiência e um nível de alavancagem controlado. Lembramos que a empresa não descarta avançar em uma expansão pela América do Sul.

Shoppings de melhor qualidade sentem menos a crise

Pesquisas divulgadas pelo IBOPE, mostraram que a vacância saltou de uma média de 4,0% até 2014 para aproximadamente 8,0% em 2016. A Multiplan viu sua vacância aumentar em patamares bem abaixo da média, de apenas 1 ponto percentual nesse mesmo período. Shoppings de referência conseguem repor com maior facilidade as lojas que não sobrevivem à um ambiente adverso, uma vez que outras esperam na fila para substituí-las. Dessa maneira, tais shoppings mantêm seus padrões e ainda melhoram a diversificação de lojas. Nos shoppings de pior qualidade, as trocas ou até mesmo a falta de lojistas, torna o empreendimento menos interessante, reduzindo o fluxo de pessoas.

Perspectivas para o e-commerce

Diferentemente do Brasil, os shoppings norte-americanos têm sofrido, principalmente, por se tratarem de empreendimentos sem a integração já presente nos brasileiros. Nos EUA, eles foram construídos como grandes conglomerados de compras. A queda no volume de vendas pelos shoppings e o aumento nas vendas pelo e-commerce levantaram dúvidas quanto ao futuro do setor por lá. Ao olharmos para o Brasil, acreditamos que a ampla gama de serviços deve continuar impulsionando a frequência dos consumidores, assim como as dificuldades logísticas freando o avanço do e-commerce. Por aqui temos ainda grande avenida de expansão do consumo nestes "centros de compras".

Recomendação

O resultado divulgado no 3T17 mostrou uma nítida evolução nos números operacionais, o que sugere que uma retomada econômica já está em andamento. A empresa mostrou elevação fortíssima de 7,3% em Vendas nas Mesmas Lojas (SSS), se comparada ao 2T17, acima do crescimento do Aluguel nas Mesmas Lojas (SSR), de 6,7%. O SSR surpreendeu positivamente com alta real de 1,3%. Estamos otimistas, porém acreditamos que os atuais múltiplos (EV/EBITDA 15,7x e P/VPA 2,6x) já embutem as perspectivas de retomada econômica, melhora no setor e expansões anunciadas pela companhia. Vemos modesto potencial de valorização para as ações MULT3 neste atual nível de preços em bolsa.

Neutro

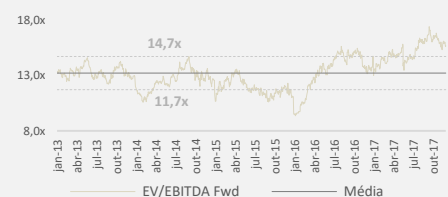
Preço Atual: R\$ 70,37
30-nov-17

Celson Plácido, CNPI
(11) 3526-1866
celson.placido@xpi.com.br

Marco Saravalle, CNPI
(11) 3027-2285
marco.saravalle@xpi.com.br

Bruna Pezzin, CNPI
(11) 3526-1452
bruna.pezzin@xpi.com.br

Evolução EV/EBITDA Est - MULT3



Cenários de Preço

	EV/EBITDA	Preço	Var %
Hoje	15,7x	R\$ 70,37	-
Base	17,1x	R\$ 78,00	11% ↑
Ótimo	17,5x	R\$ 80,00	14% ↑
Stress	14,7x	R\$ 65,30	-7% ↓

Fontes: XP Investimentos

Principais Múltiplos

	2017E	2018E
P/E	31,5x	24,3x
EV/EBITDA	18,3x	15,7x
P/B	2,7x	2,6x
Dividend Yield*	1,8%	
Dívida Líq/EBITDA**	2,4x	

Fontes: Bloomberg e XP Investimentos. *2017. **3T17.

Gráfico 1. Histórico de Preço e Possíveis Cenários



Fontes: Bloomberg e XP Investimentos.

CENÁRIO BASE

R\$78,00 (+11%)

Em nosso cenário base, a retomada econômica deverá impulsionar o business da administradora a qual seria amplamente beneficiada por um maior fluxo de pessoas nos shoppings.

CENÁRIO ÓTIMO

R\$80,00 (+14%)

Em nosso cenário otimista, a retomada econômica, o mix de diversificação da empresa, aliados a reajuste de aluguéis acima da inflação e aumento do consumo dariam espaço para aumentos mais expressivos nas margens da companhia. Crescimento mais forte tanto da atividade como das operações da Companhia poderiam se traduzir em maior potencial de valorização.

CENÁRIO STRESS

R\$65,30 (-7%)

O cenário de stress se materializaria caso a empresa reportasse fundamentos aquém do esperado pelo mercado ou fosse prejudicada pelo aumento de market share do setor de vendas online, o que poderia levar a um menor fluxo de pessoas aos shoppings. Piora abrupta na percepção de risco não está contemplada nesse cenário.

Tabela 1. Consenso Bloomberg

R\$ Milhões	2015	2016	2017E	2018E
Receita Líquida	1.085	1.130	1.204	1.337
Crescimento A/A		4%	7%	11%
EBITDA	789	818	880	1.015
Crescimento A/A		4%	8%	15%
Margem EBITDA	72,7%	72,4%	73,1%	75,9%
Lucro Líquido	362	312	389	519
Crescimento A/A		-14%	25%	33%
Margem Líquida	33,4%	27,6%	32,3%	38,8%

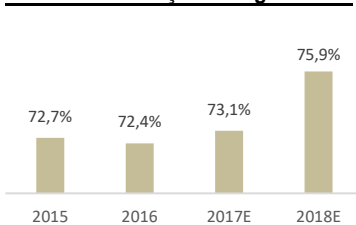
Fontes: Bloomberg, Empresa e XP Investimentos

Tabela 2. Outras Informações

R\$ Milhões (Exceto %)	
Dívida (Caixa) Líquido	1.924
Ações em Circulação	188
Market Capitalization	14.063
Performance da Ação	
Últ. Semana	-2%
Últ. Mês	-2%
Acumulada Ano	21%
Últimos 12 Meses	28%

Fontes: Bloomberg e XP Investimentos

Gráfico 2. Evolução da Mg. EBITDA



Fontes: Bloomberg, Empresa e XP Investimentos

CATALISADORES

1. Recuperação Econômica. A queda na taxa Selic atrelada a uma inflação controlada devem impulsionar melhores condições de crédito às famílias. Além disso, a retomada da atividade econômica contribuiria para um aumento no fluxo nos shoppings, cenário que potencializa a venda e reajustes de aluguéis das lojas.

2. Diversificação de receita. A administradora se consolidou com a criação de projetos multiuso a partir da geração de sinergias entre moradia, trabalho, lazer, compras e serviços, construindo empreendimentos interligados a shoppings, o que permite maior diversificação de receitas.

3. Aquisição e expansão de shoppings. O fato de o ABL das empresas listadas em bolsa ser de apenas 21% do ABL no Brasil traz boas oportunidades de aquisição. Em setembro de 2017, a Multiplan anunciou a aprovação pelo Conselho Deliberativo do Clube Atlético Mineiro, de sua proposta de aquisição de 50,1% de participação no DiamondMall pelo montante de R\$250 milhões.

4. Empreendedorismo: Empresa tem conseguido surpreender o mercado com sua capacidade de inovação e desenvolvimento. A mais nova estratégia é aliar shoppings a centros médicos. O ParkShopping Canoas está próximo da entrega devendo contribuir para os próximos resultados.

RISCOS

1. E-Commerce ganhando espaço. O aumento das vendas pelo e-commerce poderiam impactar negativamente as receitas da companhia, já que contribuiriam para uma queda do fluxo de pessoas nos shoppings.

2. Investimentos x Endividamento. Embora o setor ofereça oportunidades para investimentos, um aumento no nº de aquisições, expansões ou ida para novos mercados podem impactar no nível de endividamento da companhia.

3. Recessão econômica. A retomada da economia poderá não acontecer conforme previsto, impactando diretamente o fluxos de pessoas nos shoppings, faturamento e previsão nos negócios da empresa.



Disclaimer

1) Este relatório de análise foi elaborado pela XP Investimentos CCTVM S.A. ("XP Investimentos ou XP") de acordo com todas as exigências previstas na Instrução CVM nº 483, de 6 de julho de 2010, tem como objetivo fornecer informações que possam auxiliar o investidor a tomar sua própria decisão de investimento, não constituindo qualquer tipo de oferta ou solicitação de compra e/ou venda de qualquer produto. As informações contidas neste relatório são consideradas válidas na data de sua divulgação e foram obtidas de fontes públicas. A XP Investimentos não se responsabiliza por qualquer decisão tomada pelo cliente com base no presente relatório.

2) Este relatório foi elaborado considerando a classificação de risco dos produtos de modo a gerar resultados de alocação para cada perfil de investidor.

3) O(s) signatário(s) deste relatório declara(m) que as recomendações refletem única e exclusivamente suas análises e opiniões pessoais, que foram produzidas de forma independente, inclusive em relação à XP Investimentos e que estão sujeitas a modificações sem aviso prévio em decorrência de alterações nas condições de mercado, e que sua(s) remuneração(es) é(são) indiretamente influenciada por receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pela XP Investimentos.

4) O analista responsável pelo conteúdo deste relatório e pelo cumprimento da Instrução CVM nº 483/10 está indicado acima, sendo que, caso constem a indicação de mais um analista no relatório, o responsável será o primeiro analista credenciado a ser mencionado no relatório.

5) Os analistas da XP Investimentos estão obrigados ao cumprimento de todas as regras previstas no Código de Conduta da APIMEC para o Analista de Valores Mobiliários e na Política de Conduta dos Analistas de Valores Mobiliários da XP Investimentos.

6) O atendimento de nossos clientes é realizado por empregados da XP Investimentos ou por agentes autônomos de investimento que desempenham suas atividades por meio da XP, em conformidade com a ICVM nº 497/2011, os quais encontram-se registrados na Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários – ANCORD. O agente autônomo de investimento não pode realizar consultoria, administração ou gestão de patrimônio de clientes, devendo atuar como intermediário e solicitar autorização prévia do cliente para a realização de qualquer operação no mercado de capitais.

7) Os produtos apresentados neste relatório podem não ser adequados para todos os tipos de cliente. Antes de qualquer decisão, os clientes deverão realizar o processo de suitability e confirmar se os produtos apresentados são indicados para o seu perfil de investidor. Este material não sugere qualquer alteração de carteira, mas somente orientação sobre produtos adequados a determinado perfil de investidor.

8) A rentabilidade de produtos financeiros pode apresentar variações e seu preço ou valor pode aumentar ou diminuir num curto espaço de tempo. Os desempenhos anteriores não são necessariamente indicativos de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. As informações presentes neste material são baseadas em simulações e os resultados reais poderão ser significativamente diferentes.

9) Este relatório é destinado à circulação exclusiva para a rede de relacionamento da XP Investimentos, incluindo agentes autônomos da XP e clientes da XP, podendo também ser divulgado no site da XP. Fica proibida sua reprodução ou redistribuição para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento expresso da XP Investimentos.

10) A Ouvidoria da XP Investimentos tem a missão de servir de canal de contato sempre que os clientes que não se sentirem satisfeitos com as soluções dadas pela empresa aos seus problemas. O contato pode ser realizado por meio do telefone: 0800 722 3710.

11) O custo da operação e a política de cobrança estão definidos nas tabelas de custos operacionais disponibilizadas no site da XP Investimentos: www.xpi.com.br.

12) A XP Investimentos se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização deste relatório ou seu conteúdo.

13) A Avaliação Técnica e a Avaliação de Fundamentos seguem diferentes metodologias de análise. A Análise Técnica é executada seguindo conceitos como tendência, suporte, resistência, candles, volumes, médias móveis entre outros. Já a Análise Fundamentalista utiliza como informação os resultados divulgados pelas companhias emissoras e suas projeções. Desta forma, as opiniões dos Analistas Fundamentalistas, que buscam os melhores retornos dadas as condições de mercado, o cenário macroeconômico e os eventos específicos da empresa e do setor, podem divergir das opiniões dos Analistas Técnicos, que visam identificar os movimentos mais prováveis dos preços dos ativos, com utilização de "stops" para limitar as possíveis perdas.

14) *O investimento em ações é indicado para investidores de perfil moderado e agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. Ação é uma fração do capital de uma empresa que é negociada no mercado. É um título de renda variável, ou seja, um investimento no qual a rentabilidade não é preestabelecida, varia conforme as cotações de mercado. O investimento em ações é um investimento de alto risco e os desempenhos anteriores não são necessariamente indicativos de resultados futuros e nenhuma declaração ou garantia, de forma expressa ou implícita, é feita neste material em relação a desempenhos. As condições de mercado, o cenário macroeconômico, os eventos específicos da empresa e do setor podem afetar o desempenho do investimento, podendo resultar até mesmo em significativas perdas patrimoniais. A duração recomendada para o investimento é de médio-longo prazo. Não há quaisquer garantias sobre o patrimônio do cliente neste tipo de produto.*

15) *O investimento em opções é preferencialmente indicado para investidores de perfil agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. No mercado de opções, são negociados direitos de compra ou venda de um bem por preço fixado em data futura, devendo o adquirente do direito negociado pagar um prêmio ao vendedor tal como num acordo seguro. As operações com esses derivativos são consideradas de risco muito alto por apresentarem altas relações de risco e retorno e algumas posições apresentarem a possibilidade de perdas superiores ao capital investido. A duração recomendada para o investimento é de curto prazo e o patrimônio do cliente não está garantido neste tipo de produto.*

16) *O investimento em termos é indicado para investidores de perfil agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. São contratos para compra ou a venda de uma determinada quantidade de ações, a um preço fixado, para liquidação em prazo determinado. O prazo do contrato a Termo é livremente escolhido pelos investidores, obedecendo o prazo mínimo de 16 dias e máximo de 999 dias corridos. O preço será o valor da ação adicionado de uma parcela correspondente aos juros – que são fixados livremente em mercado, em função do prazo do contrato. Toda transação a termo requer um depósito de garantia. Essas garantias são prestadas em duas formas: cobertura ou margem.*

17) *O investimento em Mercados Futuros embute riscos de perdas patrimoniais significativos, e por isso é indicado para investidores de perfil agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. Commodity é um objeto ou determinante de preço de um contrato futuro ou outro instrumento derivativo, podendo consubstanciar um índice, uma taxa, um valor mobiliário ou produto físico. É um investimento de risco muito alto, que contempla a possibilidade de oscilação de preço devido à utilização de alavancagem financeira. A duração recomendada para o investimento é de curto prazo e o patrimônio do cliente não está garantido neste tipo de produto. As condições de mercado, mudanças climáticas e o cenário macroeconômico podem afetar o desempenho do investimento.*

18) ESTA INSTITUIÇÃO É ADERENTE AO CÓDIGO ANBIMA DE REGULAÇÃO E MELHORES PRÁTICAS PARA ATIVIDADE DE DISTRIBUIÇÃO DE PRODUTOS DE INVESTIMENTO NO VAREJO.