Resultados trimestrais e Revisão de Preço

Multiplan

4T20: desafiador, mas com sinais de recuperação

Os resultados apresentados no 4T20, sazonalmente importante devido às vendas da *Black Friday* e de Natal, vieram fracos na comparação anual. Apesar do impacto negativo já ser aguardado, observamos sinais que indicam recuperação, dentre os quais destacamos a redução da inadimplência na comparação trimestral.

Desempenho das Ações. As ações da Multiplan sofreram desvalorização de 9,3% em 2021 até 11/02 e de 27,2% em 2020, como resultado das ações adotadas para mitigar os efeitos da pandemia do Covid-19 no país e que resultou em restrições de funcionamento aos empreendimentos da companhia. Assim, notamos uma maior sensibilidade no desempenho do papel quando notícias relacionadas à pandemia, inclusive ao processo de vacinação, no país e no mundo, combinadas à possibilidade da prorrogação do auxílio emergencial, estão em evidência.

Apesar de esperarmos que os resultados continuem pressionados no curto prazo, continuamos otimistas com a perspectiva de melhora nos números da companhia para os próximos anos, bem como acreditamos na qualidade do portfólio da Multiplan que, em breve, deve voltar a apresentar fortes dados de vendas e aluguéis.

Considerando o cenário atual, incorporamos os resultados do 4T20 e atualizamos as premissas referentes ao custo de capital e receitas à revisão do modelo, entretanto, mantemos o preço alvo para **MULT3 de 2021** em **R$ 29,50** e a recomendação de **Compra.**

Destaques

R$ Milhões	4T20	t/t	a/a	2020	a/a
Taxa de Ocupação	95,8%	0,5%	-2,2 p.p.	96,3%	-1,2 p.p.
Vendas Totais	4.297	93,3%	-16,7%	10.253	-37,1%
Receita Líquida	301,6	-70,5%	-17,9%	1.906	43,5%
EBITDA*	161,5	-77,4%	-41,2%	1.383	38,7%
Margem EBITDA (%)*	53,6%	-16,3 p.p.	-21,2 p.p.	72,6%	-2,5 p.p.
Lucro Líquido*	159,6	-72,4%	-3,0%	970	80,9%
Margem Líquida (%)*	52,9%	-3,7 p.p.	8,1 p.p.	50,9%	10,5 p.p.
FFO*	209,3	-65,1%	-17,3%	1.053	37,0%
Margem FFO (%)*	69,4%	10,8 p.p.	0,5 p.p.	55,3%	-2,6 p.p.

Fonte: Multiplan e BB Investimentos | ** ex-remuneração baseada em ações*

Destaques operacionais. Neste trimestre, embora parcialmente, todos os empreendimentos do portfólio da Multiplan estiveram abertos ao público, operando 88,5% do seu horário regular. Em decorrência da limitação de funcionamento de horário, combinada com o fechamento temporário de alguns shoppings, as vendas nas mesmas lojas (SSS) atingiram -15,1%, sendo que o segmento de artigos diversos, beneficiado pelo aumento das vendas nos supermercados, foi o menos prejudicado no 4T20. Na mesma medida, as vendas totais caíram 16,7% a/a. Em termos de aluguel, o indicador aluguel nas mesmas lojas (SSR) alcançou -0,2%, beneficiado pelo reajuste do IGP-DI no trimestre. A taxa de ocupação reduziu para 95,8% (-2,2 p.p. a/a), enquanto a taxa de inadimplência atingiu 5,8% no 4T20, uma piora já esperada de 4,9 p.p a/a, mas uma melhora de 1,4% quando comparado ao 3T20.

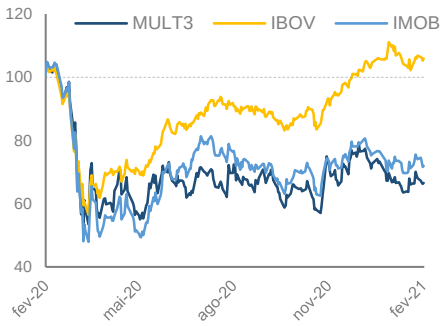
Desempenho econômico-financeiro. A receita líquida diminuiu 17,9% a/a, devido à operação parcial das atividades dos shoppings ao longo do trimestre e à redução das receitas originadas de torres comerciais decorrente da venda da Diamond Tower em julho passado, sendo parcialmente beneficiada pela aquisição de participação no ParkShopping Corporate (20%), ParkShopping (12%) e Shopping Santa Úrsula (37,5%) em fevereiro de 2020 e pelo efeito do reajuste do IGP-DI (+10,0% no trimestre). Dessa forma, o cenário atual sensibilizou negativamente a receita de locação e de estacionamento, que caíram 6,0% a/a e 31,0% a/a, respectivamente, assim como a receita de serviços, que diminuiu 43,4% a/a devido às menores taxas de condomínio e fundo de promoção.

MULT3

Recomendação	**Compra**
Preço-alvo - 2021E	**29,50**
Preço da ação - 11/02/2021	21,35
Potencial de Valorização	38,2%

Dados de Negociação

		em 11/02/2021
Valor de Mercado	*R$ milhões*	12.670
Variação 1 mês	*%*	-0,3%
Variação UDM	*%*	-35,4%
Variação 2021	*%*	-9,3%
Min. 52 sem.	*R$*	14,39
Máx. 52 sem.	*R$*	33,89



Fonte: Economática

Múltiplos

		2021e	2022e	2023e
EV/EBITDA		15,8	14,1	13,2
P/FFO		17,3	15,5	14,1
LPA	*R$*	0,87	1,00	1,11

Kamila Oliveira
kamila@bb.com.br

Em relação às margens da companhia (excluindo a remuneração baseada em ações), estas também vieram menores na comparação anual. A margem EBITDA ajustada foi de 53,6%, (-21,2 p.p. a/a), refletindo o aumento nas depesas de sede com o registro da provisão de bônus do ano de 2020. Por fim, o lucro líquido atingiu R$ 146,9 milhões (ex-remuneração baseada em ações foi de R$ 159,6 milhões), levando a margem líquida a alcançar 48,7%, um aumento de 10,0 p.p. a/a. Além da queda da receita líquida, o lucro líquido foi afetado pelas maiores despesas com propriedades e sede, mas impulsionado por: *(i)* redução do resultado financeiro decorrente de negociações e queda da taxa Selic e *(ii)* benefício fiscal dos JCP (juros sobre capital próprio) anunciados em dezembro de 2020.

Valuation. Considerando o cenário atual, incorporamos os resultados do 4T20 e atualizamos as premissas referentes ao custo de capital e receitas à revisão do modelo. Apesar das alterações, mantivemos o preço-alvo para **MULT3 ao final de 2021** em **R$ 29,50** com recomendação de **Compra.**

Em relação à receita, consideramos (*i*) expansão de ABL devido à inauguração do shopping Park Jacarepaguá no final de 2021; e (*ii*) melhora na taxa de ocupação e de vendas/m², de forma a refletir o atual cenário econômico. Como resultado, assumimos em nosso *valuation* um aumento da receita líquida e uma leve piora nas margens em decorrência da readequação da estratégia da companhia para 2021, considerando os desafios decorrentes da velocidade em que a vacinação ocorrer no país.

No que se refere aos custos e despesas, elevamos ligeiramente nossas estimativas de despesas com base no aumento dos custos condominiais ao passo que as atividades vão se normalizando, bem como a retomada dos projetos, em especial na área de TI. Tendo em vista a existência de empreendimentos cujo lançamento é esperado nos próximos anos, - incluindo residenciais, *greenfield* e expansões e revitalizações em shoppings -, aguardaremos o novo cronograma de projetos da companhia para incorporá-los ao nosso modelo.

Por fim, consideramos em nossa avaliação que a alavancagem financeira da companhia ficará entre 2,5 a 3,0x Dívida Líquida/EBITDA.

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; (*ii*) dificuldade em manter o *mix* de lojas, levando à queda da taxa de ocupação e *(iii)* novas ondas de aumento de casos de Covid-19 que desencadeiem medidas de isolamento social e fechamento do comércio físico em estados e municípios.

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 10,7%.

Estimativas

Valor Total para a Empresa (R$ milhões)	19.619
VP do FCFF	5.709
VP da Perpetuidade	13.910
Dívida Líquida	(2.021)
Valor de Mercado	17.598
Número de Ações (mi)	596,4
Preço-alvo (R$)	29,50

Premissas

Beta	1,07
WACC	10,7%
D/(D+E)	20%
Taxa Livre de Risco	2,3%
Prêmio de Mercado	5,2%
Crescimento Perpetuidade	3,5%

Indicadores de Endividamento

R$ milhões	2019a	2020a	2021e	2022e	2023e
Dívida Líquida	2.225	2,021	2,303	2,471	2,372
DL / EBITDA	2,39	1,47	2,72	2,62	2,34
Capex	787,1	827,1	208,6	214,0	214,0
Depreciação	(222,8)	(225,5)	(239,0)	(245,0)	(251,0)

Fonte: Multiplan e BB Investimentos

DRE

R$ milhões	2019a	2020a	2021e	2022e	2023e
Receita Líquida	**1.329**	**1.907**	**1.312**	**1.436**	**1.529**
Despesas com Sede	(160)	(139)	(151)	(154)	(159)
Despesas com Shopping Centers	(145)	(155)	(137)	(142)	(147)
Outras Despesas	(314)	(461)	(417)	(440)	(459)
= LAJIR	**709**	**1.152**	**607**	**700**	**764**
(+/-) Resultado Financeiro	(148)	(78)	(64)	(74)	(68)
= LAIR*	**561**	**1.073**	**543**	**626**	**697**
(-) Impostos	(92)	(109)	(55)	(64)	(71)
Lucro Líquido*	**537**	**971**	**517**	**595**	**663**
Margem Líquida (%)*	40,4%	50,9%	39,4%	41,5%	43,4%
EBITDA*	998	1,384	846	945	1.015
Margem EBITDA (%)*	75,1%	72,6%	64,5%	65,8%	66,4%

Balanço Patrimonial

R$ milhões	2019a	2020a	2021e	2022e	2023e
Ativo total	**9.589**	**10.576**	**11.021**	**11.640**	**12.336**
Ativo Circulante	1.335	1.859	1.493	1.416	1.614
Ativo Realizável a Longo Prazo	3.065	3.344	3.317	3.384	3.463
Ativo Permanente	7.585	8.049	8.877	9.558	10.043
Passivo total	9.589	10.576	11.021	11.640	12.336
Passivo Circulante	933	999	1.008	1.026	1.048
Passivo Exigível a Longo Prazo	3.065	3.344	3.317	3.384	3.463
Patrimônio líquido	**5.591**	**6.233**	**6.696**	**7.230**	**7.824**

Fluxo de Caixa Livre para a Firma

R$ milhões	2019a	2020a	2021e	2022e	2023e
EBIT	**709**	**1,152**	**607**	**700**	**764**
(-) IR & CS	(116)	(188)	(99)	(115)	(125)
NOPLAT	**593**	**963**	**508**	**585**	**639**
(+) D&A	223	226	239	245	251
(-) Capex	(787)	(827)	(209)	(214)	(214)
(-) Variação do Capital de Giro	96	(132)	153	(26)	(15)
(-) Variação Outros Ativos / Passivos	62	159	(71)	7	4
FCFF	**187**	**388**	**620**	**596**	**666**

Análise de Sensibilidade

			Preço-Alvo 2021		
g/WACC	**9,7%**	**10,2%**	**10,7%**	**11,2%**	**11,7%**
2,5%	29,3	27,8	26,5	25,3	24,3
3,0%	31,1	29,4	27,9	26,6	25,4
3,5%	33,3	31,2	**29,5**	28,0	26,7
4,0%	35,8	33,4	31,4	29,6	28,1
4,5%	38,8	35,9	33,5	31,5	29,7

Fonte: Multiplan e BB Investimentos | * ex- despesas remuneração baseada em ações

INFORMAÇÕES RELEVANTES

Este é um relatório público e foi produzido pelo BB-Banco de Investimento S.A. ("BB-BI"). As informações e opiniões aqui contidas foram consolidadas ou elaboradas com base em informações obtidas de fontes, em princípio, fidedignas e de boa-fé. Embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não sejam incertas ou equivocadas, no momento de sua publicação, o BB-BI não garante que tais dados sejam totalmente isentos de distorções e não se compromete com a veracidade dessas informações. Todas as opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e derivam do julgamento de nossos analistas de valores mobiliários ("analistas'), podendo ser alteradas a qualquer momento sem aviso prévio, em função de mudanças que possam afetar as projeções da empresa, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança. Quaisquer divergências de dados neste relatório podem ser resultado de diferentes formas de cálculo e/ou ajustes.

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 material promocional, recomendação, oferta ou solicitação de oferta para comprar ou vender quaisquer títulos e valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. É recomendada a leitura dos prospectos, regulamentos, editais e demais documentos descritivos dos ativos antes de investir, com especial atenção ao detalhamento do risco do investimento. Investimentos nos mercados financeiros e de capitais estão sujeitos a riscos de perda superior ao capital investido. A rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura. O BB-BI não garante o lucro e não se responsabiliza por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações divulgadas nesse material. 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 ("Grupo") 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(s) 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, de participação acionária no capital da Cielo S.A, companhia brasileira listada na bolsa de valores e que pode deter, direta ou indiretamente, participações societárias em outras companhias listadas cobertas pelo BB–Banco de Investimento S.A.

Declarações dos Analistas

O(s) analista(s) envolvido(s) na elaboração deste relatório declara(m) que:

1 - As recomendações contidas neste relatório 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 a(s) companhia(s) emissora(s) objeto do relatório de análise ou pessoas a ela(s) ligadas.

O(s) analista(s) declara(m), ainda, em relação à(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório:

Analistas	Itens			
	3	4	5	6
Kamila Oliveira	-	-	-	-
	-	-	-	-

3 – O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, detêm, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, ações e/ou outros valores mobiliários de emissão da(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

4 – O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, possuem, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação à(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

5 – O(s) analista(s) tem vínculo com pessoa natural que trabalha para a(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

6 - O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, estão, direta ou indiretamente envolvidos na aquisição, alienação ou intermediação de valores mobiliários da(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

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

e-mail: pesquisa@bb.com.br

+55 (11) 4298 7000

Diretor

Francisco Augusto Lassalvia

Gerente Executivo

Wesley Bernabé, CFA

Gerente da Equipe de Pesquisa

Victor Penna

victor.penna@bb.com.br

Renda Variável

Açúcar e Etanol

Daniel Cobucci

cobucci@bb.com.br

Agronegócios, Alimentos e Bebidas

Luciana Carvalho

luciana_cvl@bb.com.br

Mariana Longobardo

marianalongobardo@bb.com.br

Bancos e Serviços Financeiros

Rafael Reis

rafael.reis@bb.com.br

Bens de Capital

Catherine Kiselar

ckiselar@bb.com.br

Educação

Melina Constantino

mconstantino@bb.com.br

Imobiliário

Kamila Oliveira

kamila@bb.com.br

Óleo e Gás

Daniel Cobucci

cobucci@bb.com.br

Papel e Celulose

Victor Penna

victor.penna@bb.com.br

Mary Silva

mary.silva@bb.com.br

Siderurgia e Mineração

Victor Penna

victor.penna@bb.com.br

Mary Silva

mary.silva@bb.com.br

Transporte e Logística

Renato Hallgren

renatoh@bb.com.br

Utilities

Rafael Dias

rafaeldias@bb.com.br

Varejo

Georgia Jorge

georgiadaj@bb.com.br

Macroeconomia e Estratégia de Mercado

Hamilton Moreira Alves

hmoreira@bb.com.br

Henrique Tomaz, CFA

htomaz@bb.com.br

Richardi Ferreira

richardi@bb.combr

Renda Fixa

Renato Odo

renato.odo@bb.com.br

José Roberto dos Anjos

robertodosanjos@bb.com.br

Equipe de Vendas

Gerente - Henrique Reis

henrique.reis@bb.com.br

Carolina Duch

Denise Rédua de Oliveira

Eliza Mitiko Abe

Fábio Caponi Bertoluci

Marcela Andressa Pereira

Pedro Gonçalves

Sandra Regina Saran

Contatos

bb.distribuicao@bb.com.br

acoes@bb.com.br

BB Securities - London

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

EC2N 1ER – London – UK

+44 (20) 7367 5800

Managing Director

Juliano Marcatto de Abreu julianomarcatto@bb.com.br

Head of Sales and Trading

Henrique Catarino henrique.catarino@bb.com.br

Syndicate

Daniel Bridges daniel.bridges@bb.com.br

Trading

Bruno Fantasia bruno.fantasia@bb.com.br

Gianpaolo Rivas gianpaolo.rivas@bb.com.br

Banco do Brasil Securities LLC - New York

535 Madison Avenue, 33th Floor

New York City, NY 10022 - USA

(Member: FINRA/SIPC/NFA)

Managing Director

Andre Haui andrehaui@bb.com.br

Institutional Sales

Michelle Malvezzi m.malvezzi@bb.com.br

Fabio Frazão fabio.frazao@bb.com.br

BB Securities Asia Pte Ltd - Singapore

6 Battery Road #11-02

Singapore, 049909

Managing Director

Marcelo Sobreira marcelosobreira@bb.com.br

Institutional Sales

Zhao Hao, CFA hao.zhao@bb.com.br