

# Multiplan Revisão de Preço

15 de fevereiro de 2023

Por **Georgia Jorge, CNPI-P**





# Multiplan

## Incorporação dos resultados do 2S22

Revisamos o *valuation* da Multiplan para incorporar os resultados do 2S22 e atualizar as premissas macroeconômicas, o que reduziu levemente nosso novo preço-alvo para o final de 2023 de MULT3 para R\$ 30,00 (antes R\$ 30,90).

**Desempenho das Ações.** Os papéis MULT3 acumulam alta de 7,5% nos últimos 30 dias, performance superior à do Ibovespa no mesmo período (-2,8%), favorecida pela robustez da sua tese de investimentos combinada à apresentação de bons resultados referentes ao 4T22.

**Perspectivas.** Em nossa opinião, as perspectivas para a Multiplan em 2023 são positivas. A companhia vem demonstrando capacidade para entregar resultados fortes mesmo diante de um cenário de incerteza macroeconômica pesando sobre a confiança dos consumidores. A boa seleção de lojas no seu portfólio de shoppings, com mais de 1/3 da área bruta locável exposta aos setores de alimentação e serviços, tem contribuído para maior resiliência das vendas. Combinado a isso, a companhia ainda mostra disciplina financeira, com ganho de rentabilidade, liquidez elevada e geração de caixa operacional expressiva, o que tem permitido a manutenção da distribuição de dividendos e um payout em torno de 70%. Diante desses aspectos e considerando o potencial de valorização entre o preço corrente e nosso preço-alvo para o final de 2023, alteramos nossa recomendação de MULT3 para **Compra**.

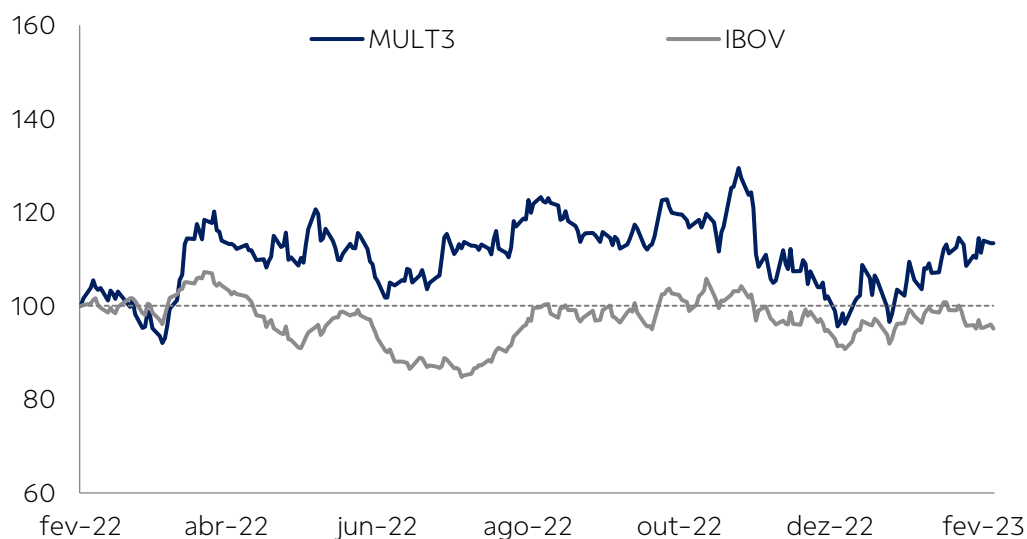
| Ticker           | MULT3     | Recomendação             | Compra    |
|------------------|-----------|--------------------------|-----------|
| Varição 30 dias  | 7,5%      | Preço em 14-fev-2023     | R\$ 23,55 |
| Varição em 2023  | 7,5%      | Preço-alvo 31-dez-2023   | R\$ 30,00 |
| Varição 12 meses | 9,3%      | Potencial de Valorização | 27,4%     |
| Mínimo 12 meses  | R\$ 18,89 |                          |           |
| Máximo 12 meses  | R\$ 27,45 |                          |           |

Fonte: Economática e BB Investimentos



# Multiplan

## MULT3 vs. IBOV



## Performance em 2022 e Estratégia

Os resultados apresentados pela Multiplan em 2022 foram positivos. Após ter sido impactada pelas medidas de distanciamento social adotadas ao longo de 2020 e 2021, o ano de 2022 destacou-se por uma recuperação forte das vendas e atingimento de níveis recordes em diversos indicadores operacionais e financeiros.

Vale realçar o desempenho da companhia no último trimestre do ano: as expectativas do mercado residiam em uma repercussão negativa nas vendas por ocasião da Copa do Mundo da FIFA, com as vendas em dias de jogos da seleção brasileiras rodando em torno de 60% dos demais dias, conforme estudo divulgado pela companhia em relação à Copa de 2014. No entanto, o impacto foi muito menor do que o esperado e ficou em torno de 80% de queda dos dias sem jogos.

O melhor desempenho nesses dias, combinado com uma forte performance no restante do período, permitiu um crescimento das vendas de 12,9% a/a nas no trimestre. Em 2022, as vendas atingiram R\$ 20 bilhões (+37,1% a/a), implicando em um ganho de participação de mercado de 190 bps em comparação aos dados de 2019, mesmo com manutenção da área bruta locável (ABL).

Fonte: Economática e BB Investimentos



# Multiplan

---

Os segmentos que apresentaram os melhores desempenho de vendas em 2022 foram Alimentação e Área Gourmet e Serviços, cujas vendas mesmas lojas aumentaram 44,7% e 54,7% a/a, respectivamente. Em conjunto, esses segmentos representam ~37% da área bruta locável ocupada em dez/22.

No que se refere aos indicadores financeiros, pontuamos o crescimento de 39% a/a da receita líquida, favorecida pelas receitas de locação (35% a/a), serviços (38% a/a) e estacionamento (50% a/a) ganho de margem NOI em 209 bps a/a e ganho de margem líquida em 756 bps a/a. Vale pontuar que a receita de locação foi beneficiada pelo reajuste do IGP-DI, pela abertura do ParkJacarepaguá em novembro/21 e pelas aquisições de participações minoritárias (Shopping SantaUrsula e ParkShopping Canoas), com destaque para o indicador aluguel mesmas lojas real (SSR excluindo o efeito do reajuste do IGP-DI) de 20,1% em 2022. Já a receita de estacionamento refletiu o reajuste das tarifas e o crescimento do fluxo de veículos.

Quanto à inovação digital, o aplicativo Multi entregou um crescimento expressivo de 95% a/a de acessos em 2022 e, no Natal, chegou a registrar 36% das vendas do período.

Por fim, quanto ao desenvolvimento imobiliário, as obras da 1ª fase do projeto Golden Lake (Lake Victoria) já se encontram em andamento e ~52% da área privativa está vendida.

## Informações recentes

Em janeiro deste ano, a companhia anunciou a aquisição de 24,95% do shopping center DiamondMall, localizado em Minas Gerais, aumentando sua participação de 50,1% para 75,05%, pelo valor de R\$ 170 milhões, sendo R\$ 68 milhões pagos à vista e R\$ 102 milhões em 12 parcelas mensais. Ao nosso ver, esse movimento é positivo, à medida em que esse shopping apresenta indicadores operacionais atrativos, como vendas/m<sup>2</sup> de R\$ 35.914 em 2022 e aluguel/m<sup>2</sup> de 3.964 no mesmo período, o que coloca esse ativo como um dos melhores da Multiplan.

Ainda, na ocasião da divulgação de resultados de 2022, a companhia anunciou a aprovação de um plano de reorganização pelo Conselho de Administração. Referido plano implica na sucessão do Sr. Isaac Peres pelo Sr. Eduardo Kaminitz Perez no cargo de Diretor Presidente e na eleição do Sr. Isaac para presidente do Conselho de Administração. Em nossa visão, esse movimento também é positivo, à medida em que proporciona uma transição suave na liderança da companhia, sem indicar ruptura com a estratégia bem-sucedida que vem sendo conduzida na Multiplan na última década.



# Multiplan

---

## Revisão de Preço

Nossa revisão do *valuation* da Multiplan contempla:

- i. Incorporação dos resultados do 2S22, com a consequente elevação das nossas projeções de crescimento de vendas e receita em 2023, combinada com melhor rentabilidade, diante dos fortes resultados apresentados no último semestre;
- ii. Revisão de premissas macroeconômicas e da taxa de desconto, cuja elevação de 80 bps deveu-se ao aumento do beta, da taxa livre de risco e do risco país, apesar da redução do prêmio de mercado.

## Tese de Investimento

A tese de investimento da Multiplan baseia-se em: (i) atratividade dos shoppings centers para o público brasileiro diante da combinação de opções de lazer e de serviços em locais considerados mais seguros; (ii) na manutenção de taxas de ocupação elevadas combinadas com incremento do aluguel/m<sup>2</sup>, refletindo a recuperação das operações após a flexibilização das restrições em virtude do Covid-19; (iii) robusto banco de terrenos para a expansão de área bruta locável dos shoppings em operação e para o desenvolvimento de projetos multiuso ao longo dos próximos anos; e (iv) forte geração de caixa, com a consequente distribuição de juros sobre capital próprio aos acionistas.

## Riscos

Os principais riscos para a tese de investimento 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; (iii) aumento menor do que o esperado na taxa de ocupação e do aluguel/m<sup>2</sup>; (iv) vendas abaixo do esperado tanto nos shoppings quanto nas unidades do residencial; e (v) atrasos nos pagamentos pelos lojistas e aumento da inadimplência.

Fonte: BB Investimentos.

---



# Multiplan

| <b>Valor da Empresa</b>        | <b>16.894</b>    | <b>Premissas Valuation DCF</b> |       |
|--------------------------------|------------------|--------------------------------|-------|
| VP do FCFF                     | 9.906            | WACC                           | 14,4% |
| VP do Valor Terminal           | 6.988            | Beta                           | 1,10  |
| Dívida Líquida (Caixa Líquido) | 399              | Taxa Livre de Risco            | 2,3%  |
| Valor para Acionistas          | 16.495           | Prêmio de Mercado              | 7,3%  |
| Número de Ações (mi)           | 549,7            | Risco País                     | 3,2%  |
| <b>Valor Justo por ação</b>    | <b>R\$ 30,00</b> | Crescimento perpetuidade       | 5,5%  |

## Tabelas

### Indicadores de Rentabilidade

| <i>R\$ milhões</i>    | 2021 | 2022  | 2023e | 2024e | 2025e |
|-----------------------|------|-------|-------|-------|-------|
| RSPL                  | 7,2% | 11,9% | 13,8% | 16,0% | 17,2% |
| RSCI                  | 7,1% | 13,6% | 16,5% | 17,5% | 18,3% |
| <i>Dividend Yield</i> | 2,0% | 2,2%  | 3,2%  | 4,7%  | 5,7%  |

Fonte: Multiplan e BB Investimentos.



# Multiplan

## Demonstração de Resultado do Exercício (DRE)

| R\$ milhões                       | 2021         | 2022         | 2023e        | 2024e        | 2025e        |
|-----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Receita Líquida                   | 1.310        | 1.825        | 2.042        | 2.192        | 2.305        |
| crescimento                       | -31,3%       | 39,3%        | 11,9%        | 7,3%         | 5,1%         |
| (-) Despesas                      | (157)        | (174)        | (194)        | (208)        | (219)        |
| (-) Equivalência Patrimonial      | (44)         | (2)          | (1)          | (1)          | (1)          |
| (-) Outras rec/desp. operacionais | (32)         | (40)         | (8)          | (9)          | (9)          |
| <b>(=) EBITDA</b>                 | <b>811</b>   | <b>1.280</b> | <b>1.529</b> | <b>1.648</b> | <b>1.735</b> |
| Margem EBITDA (%)                 | 61,9%        | 70,2%        | 74,9%        | 75,2%        | 75,3%        |
| (-) D&A                           | (203)        | (209)        | (219)        | (224)        | (229)        |
| (+/-) Resultado Financeiro        | (114)        | (242)        | (296)        | (188)        | (101)        |
| Lucro antes IR                    | 494          | 830          | 1.014        | 1.235        | 1.405        |
| (-) Impostos                      | (41)         | (61)         | (84)         | (103)        | (118)        |
| <b>(=) Lucro líquido</b>          | <b>453</b>   | <b>769</b>   | <b>930</b>   | <b>1.132</b> | <b>1.287</b> |
| Margem líquida (%)                | 34,6%        | 42,2%        | 45,5%        | 51,6%        | 55,9%        |
| <b>NOI</b>                        | <b>1.119</b> | <b>1.561</b> | <b>1.762</b> | <b>1.898</b> | <b>1.999</b> |
| Margem NOI (%)                    | 85,8%        | 87,9%        | 88,7%        | 89,0%        | 89,1%        |
| <b>FFO</b>                        | <b>702</b>   | <b>1.032</b> | <b>1.292</b> | <b>1.517</b> | <b>1.692</b> |
| Margem FFO (%)                    | 53,6%        | 56,6%        | 63,2%        | 69,2%        | 73,4%        |

Fonte: Multiplan e BB Investimentos.



# Multiplan

## Balanço Patrimonial

| R\$ milhões                             | 2021          | 2022          | 2023e         | 2024e         | 2025e         |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Ativos</b>                           | <b>10.666</b> | <b>10.879</b> | <b>11.448</b> | <b>11.993</b> | <b>12.536</b> |
| Ativo Circulante                        | 1.550         | 1.791         | 2.140         | 2.539         | 3.102         |
| Ativo Realizável de Longo Prazo         | 849           | 832           | 876           | 907           | 929           |
| Investimentos, Intangível e Imobilizado | 8.267         | 8.256         | 8.431         | 8.548         | 8.505         |
| <b>Passivo</b>                          | <b>10.666</b> | <b>10.879</b> | <b>11.448</b> | <b>11.993</b> | <b>12.536</b> |
| Passivo Circulante                      | 1.060         | 1.296         | 1.361         | 1.402         | 1.429         |
| Passivo Exigível de Longo Prazo         | 3.243         | 3.000         | 3.193         | 3.318         | 3.403         |
| Patrimônio Líquido                      | 6.363         | 6.583         | 6.894         | 7.273         | 7.705         |

## Indicadores de Endividamento

| R\$ milhões             | 2021  | 2022  | 2023e | 2024e | 2025e |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Dívida Bruta            | 1.780 | 1.740 | 1.698 | 1.658 | 1.613 |
| Caixa                   | 783   | 1.028 | 1.299 | 1.319 | 1.867 |
| Dívida Líquida          | 996   | 712   | 399   | 339   | (253) |
| Dívida Líquida / EBITDA | 1,2x  | 0,6x  | 0,3x  | 0,2x  | -0,1x |

Fonte: Multiplan e BB Investimentos.





# Multiplan

## Fluxo de Caixa

| R\$ milhões               | 2021         | 2022         | 2023e        | 2024e        | 2025e        |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Lucro Operacional         | 608          | 1.072        | 1.310        | 1.424        | 1.506        |
| (-) Impostos              | (51)         | (78)         | (109)        | (119)        | (126)        |
| <b>NOPAT</b>              | <b>557</b>   | <b>993</b>   | <b>1.201</b> | <b>1.305</b> | <b>1.380</b> |
| (+) D&A                   | 203          | 209          | 219          | 224          | 229          |
| (-) Capex                 | (417)        | (195)        | (366)        | (193)        | (194)        |
| (-) Renovação Direito Uso | (86)         | 181          | 0            | (324)        | 27           |
| (-) Capital de Giro       | 1.199        | (127)        | 176          | 121          | 91           |
| <b>(=) FCFF</b>           | <b>1.456</b> | <b>1.061</b> | <b>1.231</b> | <b>1.133</b> | <b>1.534</b> |

## Sensibilidade Preço-alvo 2023e (WACC x Crescimento Perpetuidade)

| g/WACC | 13,4% | 13,9% | 14,4% | 14,9% | 15,4% |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 4,5%   | 31,80 | 30,10 | 28,60 | 27,30 | 26,10 |
| 5,0%   | 32,70 | 30,90 | 29,30 | 27,90 | 26,60 |
| 5,5%   | 33,70 | 31,70 | 30,00 | 28,50 | 27,10 |
| 6,0%   | 34,80 | 32,70 | 30,90 | 29,20 | 27,70 |
| 6,5%   | 36,10 | 33,80 | 31,80 | 30,00 | 28,40 |

Fonte: Multiplan e BB Investimentos.



# Disclaimer

## 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 Resolução CVM 20/2021, 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), e 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.

---



# Disclaimer

Informações Relevantes: **analistas de valores mobiliários.**

## 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 |   |   |   |   |   |
|----------------|-------|---|---|---|---|---|
|                | 1     | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 |
| Georgina Jorge | X     | X | - | - | - | - |

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.



# Disclaimer

## Mercado de Capitais | Equipe Research

| Diretor BB-BI  | Head de Private Bank   | Gerente Executiva  |
|--|--|--|
| Francisco Augusto Lassalvia                                  | Julio Vezzano  | Karen Ferreira   |
| <a href="mailto:lassalvia@bb.com.br">lassalvia@bb.com.br</a> | <a href="mailto:juliovezzano@bb.com.br">juliovezzano@bb.com.br</a> | <a href="mailto:karen.ferreira@bb.com.br">karen.ferreira@bb.com.br</a> |

| Gerentes da Equipe de Pesquisa   | Renda Variável   | BB Securities - London                           |
|--|--|--|
| Victor Penna   | <b>Agronegócios, Alimentos e Bebidas</b>                               | <b>Managing Director</b> – Tiago Alexandre Cruz  |
| <a href="mailto:victor.penna@bb.com.br">victor.penna@bb.com.br</a>     | Mary Silva   | Henrique Catarino                                |
| Wesley Bernabé, CFA  | <a href="mailto:mary.silva@bb.com.br">mary.silva@bb.com.br</a>         | Bruno Fantasia                                   |
| <a href="mailto:wesley.bernabe@bb.com.br">wesley.bernabe@bb.com.br</a> | Melina Constantino   | Gianpaolo Rivas                                  |
|  | <a href="mailto:mconstantino@bb.com.br">mconstantino@bb.com.br</a>     | Niklas Stenberg                                  |
|  | <b>Bancos</b>  |  |
|  | Rafael Reis  |  |
|  | <a href="mailto:rafael.reis@bb.com.br">rafael.reis@bb.com.br</a>       |  |
|  | <b>Educação e Saúde</b>  | <b>Banco do Brasil Securities LLC - New York</b> |
|  | Melina Constantino   | <b>Managing Director</b> – Andre Haui            |
|  | <a href="mailto:mconstantino@bb.com.br">mconstantino@bb.com.br</a>     | Marco Aurélio de Sá                              |
|  | <b>Imobiliário</b>   | Leonardo Jafet                                   |
|  | André Oliveira   |  |
|  | <a href="mailto:andre.oliveira@bb.com.br">andre.oliveira@bb.com.br</a> |  |
|  | <b>Óleo e Gás</b>  |  |
|  | Daniel Cobucci   |  |
|  | <a href="mailto:cobucci@bb.com.br">cobucci@bb.com.br</a>               |  |
|  | <b>Serviços Financeiros</b>  |  |
|  | Luan Calimerio   |  |
|  | <a href="mailto:luan.calimerio@bb.com.br">luan.calimerio@bb.com.br</a> |  |
|  | <b>Sid. e Min, Papel e Celulose</b>                                    |  |
|  | Mary Silva   |  |
|  | <a href="mailto:mary.silva@bb.com.br">mary.silva@bb.com.br</a>         |  |
|  | <b>Transporte e Logística</b>  |  |
|  | Renato Hallgren  |  |
|  | <a href="mailto:renatoh@bb.com.br">renatoh@bb.com.br</a>               |  |
|  | <b>Utilities</b>   |  |
|  | Rafael Dias  |  |
|  | <a href="mailto:rafaeldias@bb.com.br">rafaeldias@bb.com.br</a>         |  |
|  | <b>Varejo</b>  |  |
|  | Georgia Jorge  |  |
|  | <a href="mailto:georgiadaj@bb.com.br">georgiadaj@bb.com.br</a>         |  |
|  | <b>Fundos Imobiliários</b>   |  |
|  | Richardi Ferreira  |  |
|  | <a href="mailto:richardi@bb.com.br">richardi@bb.com.br</a>             |  |