

### Sinal de Alerta

A Multiplus reportou resultado neutro, com o lucro líquido avançando 8,3% T/T e chegando à R\$ 62,2 milhões. O destaque positivo do resultado foi o avanço da receita bruta (18,4% T/T) beneficiada pelo impacto positivo da variação cambial e também pelo maior volume de pontos resgatados no período (25,1% T/T). Os destaques negativos foram: a) queda na quantidade de pontos emitidos (-3,1% A/A); b) retração das margens com aumento de custos e despesas operacionais; e c) queda de 5,6% na receita de breakage.

**Desempenho operacional.** Pela primeira vez em sua história a Multiplus reporta uma queda, no comparativo anual, do total de pontos emitidos (-3,1%) e no acumulado de 2013 o total de pontos emitidos está no mesmo patamar do verificado em 2012, com crescimento de apenas 0,1%. Alguns fatores impactaram a quantidade de pontos emitidos, como a alta do dólar e a queda do RPK da TAM no período. Porém, esta estabilidade na emissão de pontos nos fez acionar o sinal de alerta, pois, o impacto do ajuste dos pontos adquiridos pelos bancos, pode ser maior do que esperávamos, e podemos chegar ao final de 2013 com menos pontos emitidos do que em 2012. Por outro lado, vimos uma substancial aceleração na quantidade de pontos resgatados (+25,1% T/T) fruto da nova metodologia de resgate de passagens aéreas, que iniciou em junho. Isso certifica que o programa se tornou mais atrativo para seus participantes. Outro destaque, em relação ao resgate de pontos, foi a evolução dos produtos que não aéreos, que praticamente dobrou de participação no 3T13, chegando a 13,9%. Com isso, a taxa de *burn/earn* avançou e chegou a 96,6%.

**Perspectivas.** Consideramos neutro o resultado da Multiplus, pois, apesar dos dados financeiros se apresentarem saudáveis, o operacional da companhia tirou o brilho do resultado. Atualizamos nosso modelo para o final de 2014 e chegamos ao preço alvo de R\$ 33,50 (de R\$ 35,40), mantendo nosso rating em *Outperform*, pois continuamos acreditando no modelo de negócios da companhia e o valuation ainda é favorável. Porém, continuamos preferindo a Smiles e seu maior potencial de crescimento.

Dados operacionais	3T13	T/T	A/A
Pontos emitidos - bilhões	21,2	0,9%	-3,1%
Preço médio (10.000 pontos) - USD	109,9	-2,3%	-0,1%
Pontos resgatados - bilhões	20,5	25,1%	22,6%
Custo médio (10.000 pontos) - USD	75,7	-8,3%	-6,0%
Burn/Earn - %	96,6%	18,7 p.p.	20,3 p.p.
Breakage - %	19,1%	-0,6 p.p.	-3,0 p.p.
Participantes - milhões	11,9	2,3%	13,3%
Parcerias - unidades	466	4,5%	102,6%
Dólar médio (R\$)	2,30	8,6%	12,7%

DRE (R\$ milhões)	3T13	T/T	A/A
<b>Faturamento Bruto</b>	<b>536,1</b>	<b>7,0%</b>	<b>9,1%</b>
<b>Receita Bruta</b>	<b>520,0</b>	<b>18,4%</b>	<b>24,5%</b>
Receita de venda de pontos	469,1	23,6%	28,5%
Receita de Breakage	60,9	-5,6%	5,3%
Outras Receitas	(10,0)	114,9%	n.a.
Impostos sobre vendas e serviços	(49,2)	20,6%	25,3%
<b>Receita Líquida</b>	<b>470,9</b>	<b>18,1%</b>	<b>24,4%</b>
Custo dos resgates de pontos	(356,7)	24,4%	29,9%
<b>Lucro Bruto</b>	<b>112,1</b>	<b>1,7%</b>	<b>9,2%</b>
Despesas Operacionais	(40,1)	7,3%	27,2%
EBITDA	74,3	-0,7%	4,6%
<b>Lucro Líquido</b>	<b>62,2</b>	<b>8,3%</b>	<b>-6,6%</b>
Margem Bruta	23,8%	-3,9 p.p.	-3,3 p.p.
Margem EBITDA	15,8%	-3,0 p.p.	-3,0 p.p.
Margem Líquida	13,2%	-1,2 p.p.	-4,4 p.p.

Fonte: Multiplus e BB Investimentos

### Bancos e Serviços Financeiros

07 de novembro de 2013

Nataniel Cezimbra, CNPI  
nataniel.cezimbra@bb.com.br

Carlos Daltozo  
daltozo@bb.com.br

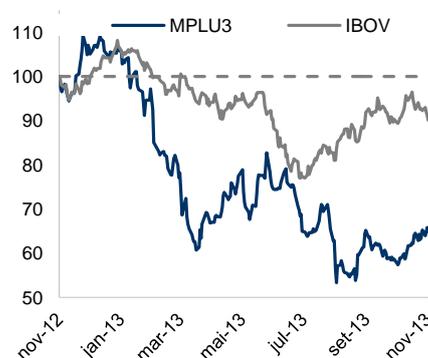
MPLU3	Outperform
Preço em 07/11/2013 (R\$)	28,36
Preço para 12/2014 (R\$)	33,50
Upside	18,1%
Market Cap (R\$ milhões)	4.593
Variação 1 mês	12,3%
Variação 12 meses	-35,1%
Variação 2013	-38,5%
Mín. 52 sem.	22,71
Máx. 52 sem.	48,37

### Valuation

Equity Value (R\$ milhões)	5.427
Quantidade de ações	162,0
Custo do Capital (WACC)	14,0%
Crescimento perpetuidade (g)	4,0%

### Múltiplos

	2013 E	2014 E	2015 E
P/E	19,9x	17,3x	14,7x
P/BV	32,7x	29,9x	27,1x
EPS (R\$)	1,69	1,94	2,27



Fonte: Bloomberg 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 com 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. 18 da ICVM 483, 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.

### 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.

Analista	Itens		
	3	4	5
Nataniel Cezimbra	-	-	-
Carlos Daltozo	-	-	-

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.

## Administração

### Diretor

Sandro Kohler Marcondes pesquisa@bb.com.br

### Gerente-Executivo

Eduardo César do Nascimento pesquisa@bb.com.br

## Equipe de Pesquisa

**Gerente** - Nataniel Cezimbra nataniel.cezimbra@bb.com.br

### Renda Variável

### Bancos e Serviços Financeiros

Nataniel Cezimbra nataniel.cezimbra@bb.com.br  
Carlos Daltozo daltozo@bb.com.br

### Commodities

Carolina Flesch carolinaflesch@bb.com.br  
Victor Penna victor.penna@bb.com.br

### Consumo

Nataniel Cezimbra nataniel.cezimbra@bb.com.br  
Maria Paula Cantusio paulacantusio@bb.com.br

### Imobiliário

Wesley Bernabé wesley.bernabe@bb.com.br

### Indústrias, Transportes e Small Caps

Mário Bernardes Junior mariobj@bb.com.br

### Infraestrutura e Concessões

Renato Hallgren renatoh@bb.com.br

### Renda Fixa e Estratégia de Mercado

Hamilton Moreira Alves hmoreira@bb.com.br  
André Ferreira andre.ferreira@bb.com.br

## Equipe de Vendas

**Atacado** bb.distribuicao@bb.com.br

**Gerente** - Cleber Aguiar

Antonio Lima  
Bruno Finotello  
João Carlos Floriano  
Luciana de Carvalho  
Paulo Arruda  
Thiago Cogo Pires  
Viviane Ferro Candelária  
Wagner Silveira Neustaedter

**Varejo** acoes@bb.com.br

**Gerente** - Marconi Maciel

**Distribuição e varejo**  
Mário Francisco D'Amico  
Márcio Carvalho José

## BB Securities

4th Floor, Pinners Hall – 105-108 Old Broad St.  
London EC2N 1ER - UK  
+44 207 7960836 (facsimile)

### Managing Director

Vinicius Balbino Bouhid +44 (207) 3675801

### Deputy Managing Director

Renato Bezerra +44 (207) 3675802

### 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 Plumber +44 (207) 3675843  
Renata Kreuzig +44 (207) 3675833

### Trading

Bruno Fantasia +44 (207) 3675852  
Gianpaolo Rivas +44 (207) 3675842

### Head of Research

Paul Hollingworth +44 (207) 3675851

### Structured Products

Hernan Lobert +44 (207) 3675807

## Banco do Brasil Securities LLC

535 Madison Avenue 34th Floor  
New York City, NY 10022 - USA  
(Member: FINRA/SIPC/NFA)

### Managing Director

Rubens Cardoso +1 (646) 845-3710

### Institutional Sales - Equity

Charles Langalis +1 (646) 845-3714

### Institutional Sales - Fixed Income

Cassandra Voss +1 (646) 845-3713

### DCM

Richard Dubbs +1 (646) 845-3719

### Syndicate

Kristen Tredwell +1 (646) 845-3717

### Sales

Matuya Brand +1 (646) 845-3716  
Michelle Malvezzi +1 (646) 845-3715  
Myung Jin Baldini +1 (646) 845-3718

## BB Securities Asia Pte Ltd

6 Battery Road #11-02  
Singapore, 049909

### Managing Director

Rodrigo Afonso +65 6420-6570

### Institutional Sales

José Carlos Reis +65 6420-6570  
Paco Zayco +65 6420-6572

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

Rua Senador Dantas, 105 - 36º andar  
Rio de Janeiro RJ - Brasil  
Tel. (21) 38083625 Fax (21) 38083355