

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
Faturamento Bruto	536,1	7,0%	9,1%
Receita Bruta	520,0	18,4%	24,5%
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%
Receita Líquida	470,9	18,1%	24,4%
Custo dos resgates de pontos	(356,7)	24,4%	29,9%
Lucro Bruto	112,1	1,7%	9,2%
Despesas Operacionais	(40,1)	7,3%	27,2%
EBITDA	74,3	-0,7%	4,6%
Lucro Líquido	62,2	8,3%	-6,6%
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

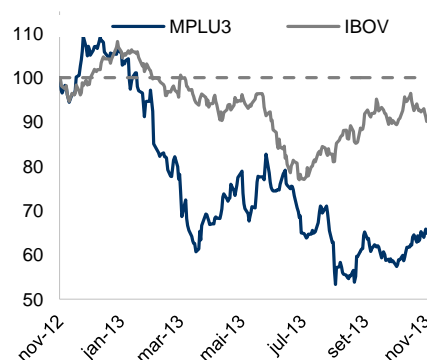
MPLU3	Outperform
Preço em 07/11/2013 (R\$)	28,36
Preço para 12/2014 (R\$)	33,50
Upside	18,1%
Market Cap (R\$ milhões)	4.593
Variação 1 mês	12,3%
Variação 12 meses	-35,1%
Variação 2013	-38,5%
Mín. 52 sem.	22,71
Máx. 52 sem.	48,37

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