

Carta Mensal

I. Análise Mensal

Depois de quedas fortes em Dez/14 e Jan/15, o Ibovespa fechou Fevereiro com uma alta acentuada, compensando parte das perdas dos últimos 2 meses.

O mês de Fevereiro começou com o escândalo da Petrobras ainda no noticiário. Em 29/Jan, a presidente da estatal, Graça Foster, havia realizado uma teleconferência com investidores em que anunciou que as perdas contábeis ligadas à reavaliação de alguns ativos da Cia poderiam ultrapassar R\$88,6 bilhões. Neste mesmo dia à noite, a agência de classificação de risco Moody's rebaixou a nota de crédito da Petrobras, fazendo com que ela perdesse o grau de investimento. A reação das ações da Petrobras no dia seguinte foi forte, com seus preços chegando ao menor patamar em 11 anos. Poucos dias depois, em 04/Fev, Foster e mais 5 diretores renunciaram a seus cargos.

Quem assumiu a presidência da Petrobras depois da saída de Foster foi Aldemir Bendine, até então presidente do Banco do Brasil. Mas a escolha não agradou muito o mercado, que esperava um nome capaz de promover um forte choque de gestão na estatal. Ainda assim, ao longo de Fevereiro, as ações da Petrobras recuperaram um pouco da queda brutal que haviam sofrido em Janeiro.

Do lado fiscal, o Ministro da Fazenda, Joaquim Levy, continuou conduzindo o tão esperado ajuste, de forma a tentar alcançar um superávit primário de 1,2% do PIB em 2015. No mês, ele reduziu a desoneração da folha de pagamentos e suspendeu financiamentos do programa Minha Casa Melhor, dentre outras iniciativas.

Em meio à crise econômica que se aprofunda e a crise política que se desenha, a popularidade da presidente Dilma Rousseff, que vinha caindo desde as manifestações populares em meados de 2013, despencou ainda mais em Fevereiro. Segundo o Datafolha, em pesquisa realizada em Fev/15, 44% dos entrevistados avaliaram o governo como ruim ou péssimo vs. 24% na pesquisa de Dez/14. Na pesquisa de Fev/15, apenas 23% dos entrevistados avaliaram o governo como ótimo ou bom vs. 42% em Dez/14.

Nos próximos meses, podemos ter o desenrolar de uma crise política de dimensões difíceis de mensurar. Os sacrifícios impostos à população por conta do ajuste fiscal - que visa compensar erros de condução da política econômica no primeiro mandato de Dilma - têm sido muito mal recebidos, especialmente porque a população percebe que recai sobre ela a

quase totalidade destes sacrifícios, enquanto o governo segue não cortando, de forma relevante, os seus gastos. Este fato aliado ao escândalo de corrupção da Petrobras - que revela um esquema de desvio de dinheiro em uma escala industrial jamais vista - tem deixado a população estarrecida e revoltada. O governo Dilma se encontra cada vez mais isolado politicamente, sem maioria na Câmara dos Deputados e no Senado. O que resultará desta situação é difícil de prever.

II. Updates de Investment Cases

O ano de 2014 foi muito desafiador para empresas de diferentes setores da economia. Houve uma significativa desaceleração econômica. De fato, espera-se que o crescimento do PIB em 2014 tenha sido próximo de zero. Muito desta desaceleração se deu, especialmente, em função de erros na condução da política econômica do governo Dilma. Mas eventos como a Copa do Mundo em meados de 2014 e as eleições presidenciais em Out/14 também contribuíram para o enfraquecimento da atividade econômica. A seguir, faremos um *update* do caso de investimento de Multiplan que apresentamos há alguns meses atrás.

Multiplan

Como discutimos nas Cartas Mensais de Fev/14 e Set/14, a Multiplan é uma das empresas líderes no setor de shopping centers no Brasil, com ~765 mil m² de ABL e concentração geográfica no SE e Sul. A Cia atualmente conta com 18 shoppings, o que se traduz em um *market share* de ~4% em uma indústria extremamente pulverizada.

Os **resultados** do 4T14 - e do ano de **2014** como um todo - vieram **fortes e bem acima do esperado pelo mercado e pela própria Cia**, especialmente por 2014 ter sido um ano problemático do ponto de vista econômico.

A taxa de ocupação dos shoppings bateu 99% em 2014, um recorde para a Cia desde o IPO em 2007. Métricas operacionais como SSA e SSS continuaram saudáveis em 2014 vs. 2013, mostrando crescimento de +9% e +8,8%, respectivamente. No mesmo período, a receita bruta, EBITDA, Lucro Líquido e FFO também cresceram +15,9%, +30%, +29,3%, e +29,7%, respectivamente. **A margem EBITDA, inclusive, foi recorde no histórico da Multiplan: 70,2%** em 2014. A Cia conseguiu, ainda, desalavancar, ou seja, o NetDebt/EBITDA passou de 3,03x em 2013 para 2,36x em 2014.

Os shoppings da Multiplan tiveram resultados tão favoráveis por conta de algumas peculiaridades estratégicas da Cia, dentre as quais destacamos: (i) a qualidade impecável dos empreendimentos, (ii) a localização em áreas privilegiadas e de forte crescimento, (iii) o constante aprimoramento do mix de lojas, (iv) a existência de projetos multiuso no entorno dos shoppings, que geram fluxo para os próprios shoppings, etc.

Nas Cartas anteriores, discutimos detalhadamente todas as questões acima. No entanto, **vale a pena ressaltar o papel importante que a mudança bem sucedida do mix de lojas tem desempenhado para os resultados recentes da Cia.** Este é um *driver* de resultados que depende muito mais da capacidade de execução da Cia e não particularmente das condições macroeconômicas do país.

De fato, a execução desta estratégia tem sido primorosa, como é possível constatar ao verificarmos que o crescimento do SAS tem sido superior ao crescimento do SSS nestes últimos anos. De 2011 a 2014, o crescimento do SAS foi +8,9%, +8,9%, +7,5% e +9%, respectivamente. Neste mesmo período, o crescimento do SSS foi de +7,6%, +8,4%, +7,4% e +7,9%, respectivamente. Isso mostra a **competência da Cia em trocar inquilinos e destinar áreas para lojas mais produtivas.**

É a contínua busca por satisfazer o consumidor que tem levado a Cia a constantemente promover alterações no seu portfólio de lojas. Os resultados financeiros atingidos são apenas uma consequência natural desta estratégia. Esta estratégia inclui, também, trazer para o Brasil as tão desejadas marcas internacionais como Forever 21, Apple Store, etc. Estas marcas têm atraído um público ávido por um consumo diferenciado e têm gerado tráfego, inclusive, para as demais lojas dos shoppings.

As dificuldades para mobilidade urbana também têm contribuído para o ganho de *market share* dos shoppings sobre o varejo de rua, o que pode ser constatado pelo fato de o crescimento das vendas do setor de shoppings em geral ter estado, nestes últimos anos, bem acima do crescimento das vendas do varejo nacional como um todo. Só para exemplificar, de 2003 a 2013, o crescimento médio anual das vendas no varejo (IBGE) foi de +6,4%, enquanto o crescimento médio anual das vendas nos shoppings centers (Abrasce) foi de +12,6%. Vale, ainda destacar, que o crescimento das vendas da Multiplan têm estado, sistematicamente, acima do crescimento das vendas nos shoppings centers em geral. No período de 2003 a 2013, o crescimento médio das vendas da Multiplan foi de +17,7%, o que revela que **a Multiplan tem ganhado *market share* não apenas sobre o varejo nacional como um todo, mas também sobre os demais shoppings.**

De fato, a Cia segue apresentando resultados consistentes desde seu IPO em 2007 – mesmo em momentos de crise. O que mais chama a atenção é o ganho de produtividade conseguido. A Receita Bruta da Cia de 2007 a 2014 aumentou 3,4x, passando de R\$ 368,8 milhões para R\$ 1,245 bilhões. Já o lucro líquido aumentou em 17,4x no mesmo período, passando de R\$ 21,1 milhões para R\$ 368,1 milhões.

Apesar do pessimismo generalizado em relação ao país, a Multiplan segue com seus projetos de expansão. O Park Shopping Canoas no RS será o 19º shopping da Cia, com uma ABL de 48 mil m². Com 60% da ABL já locada, a construção do projeto já foi iniciada.

Outro shopping cuja construção deve se iniciar em breve tem como localização o bairro de Jacarepaguá, na Zona Oeste do Rio de Janeiro. Esta região é uma das que mais crescem no estado. A questão da mobilidade urbana se faz muito presente neste caso, uma vez que moradores de Jacarepaguá costumavam levar 15 minutos de carro até os shoppings da Multiplan na Barra da Tijuca, bairro vizinho – e, hoje, levam 40 minutos no trajeto.

A Cia, certamente, não ignorou e não ignora as perspectivas de desaceleração econômica do país. Muito pelo contrário. Por estar ciente do problema, **a Cia opta por adotar estratégias de crescimento que independam, em grande parte, de fatores macro.**

Infelizmente, no entanto, o excelente desempenho da Cia não tem se traduzido no preço de sua ação, que caiu -3% em 2014 vs. 2013. A Cia divulgou, recentemente, um estudo onde calcula o seu valor justo. Adotando premissas bastante razoáveis, a Cia calcula que seu valor justo deva ser R\$ 16 bilhões. No entanto, o valor da empresa (EV) a preços de mercado de 31/12/2014 seria de apenas R\$ 10,9 bilhões. Isso significa que **a Cia estaria mal precificada e que haveria um *upside* de +47% para suas ações.**

Seguimos convictos de que, passada esta fase mais aguda da crise política que o país está atravessando, o ânimo dos empresários e investidores nacionais e internacionais deverá melhorar. Quando isto acontecer, muitos ativos – hoje mal precificados – devem sofrer reprecificações que levem a uma convergência de seus preços de mercado em direção a seus valores justos.

Atenciosamente,

Equipe da Sabra Capital