

## Carta Mensal

Nesta Carta Mensal, discutiremos os acontecimentos de Fevereiro, apresentamos *updates* de *investment cases* introduzidos anteriormente, e introduziremos o *investment case* de Multiplan, uma empresa cujo modelo de negócios julgamos bastante interessante.

### I. Avaliação Mensal

Desde Dez/13, temos presenciado uma maior saída de recursos de mercados emergentes - que se intensificou em Jan/14 e perdurou em Fev/14. Como comentamos na nossa Carta de Jan/14, nosso portfolio andou sofrendo mais do que o Ibovespa porque muitas de nossas ações são bem menos líquidas do que as *blue chips* que compõem o índice e também por conta dos custos fixos do fundo que ainda são altos. Mesmo não tendo ações ilíquidas propriamente (não temos nenhuma ação com ADTV abaixo de R\$ 1 milhão), ainda assim percebemos o estrago que alguns *players* estrangeiros puderam causar em algumas de nossas posições em Carteira nestes últimos 3 meses.

Ao contrário de muitos investidores que têm repetido o mantra de que a “Bolsa brasileira está cara”, nós vínhamos afirmando nestes últimos meses que julgamos infundadas (no sentido de sem “fundamento”) as quedas nos preços de muitas ações. Na nossa visão, estas quedas têm sido muito mais uma consequência de puro *stress* em relação a mercados emergentes em geral e ao Brasil em particular – especialmente no que se refere a questões macroeconômicas. A situação macro brasileira é certamente insatisfatória, mas não altamente alarmante como está sendo precificado.

**É curioso notar que as empresas – que estão, sem dúvida, em uma posição muito melhor para julgar suas perspectivas de crescimento e o valor justo de suas ações do que analistas e investidores internacionais sentados há quilômetros de distância – vêm recentemente anunciando programas de recompra de ações.**

O que isto significa? Obviamente, significa que **tais empresas – dos mais diversos setores – julgam que suas ações estejam com preço de mercado extremamente baixo, o que justificaria a recompra.** Portanto, ao que parece, tais patamares de preço já estão sim muito deprimidos há alguns meses – e não ainda “caros” como muitos investidores insistem em dizer. Portanto, se não estamos comprando mais ações no momento, estamos certamente mantendo no nosso portfolio ações de empresas que julgamos mais promissoras.

## II. *Updates de Investment Cases*

Em meses anteriores, escrevemos *investment cases* de Mills e Marcopolo. Apesar de terem sofrido com o *stress* e incertezas de mercado nos últimos meses, julgamos que estas empresas continuam apresentando boas perspectivas para frente, como comentaremos nos *updates* a seguir. Além disso, elas têm um modelo de negócios e ambiente competitivo robusto – *moats* que favorecem a execução de seus planos de crescimento.

### **Mills**

A Mills, certamente, se beneficiará dos recentes leilões de concessão de rodovias e aeroportos realizados pelo governo no final de 2013. Há grandes chances de a Cia revisar para cima o Capex de 2014 para a divisão de Infraestrutura (anteriormente denominada Construção Pesada), à medida que as concessionárias vencedoras dos leilões forem definindo a execução de seus planos de obras. Apesar de 2014 ser um ano complicado com muitos feriados por conta da Copa do Mundo, lembre-se que a Mills continua recebendo pelos equipamentos alugados, mesmo que eles fiquem parados nos canteiros de obra.

Sobre a divisão de Rental, como este mercado ainda é insipiente no Brasil, julgamos que as taxas de crescimento continuem robustas. Sobre a valorização do USD frente ao BRL e o impacto disso sobre o preço dos equipamentos importados para o segmento de Rental, vale destacar que a Cia já fez investimentos consideráveis no passado recente e que qualquer investimento extra na compra de equipamentos seria apenas incremental. Além disso, caso necessário, este aumento sempre poderia ser eventualmente repassado ao cliente de forma a preservar as margens da Cia. Vale, ainda, ressaltar que o recente aumento de impostos sobre importação anunciado pelo governo não impacta a Mills, já que seus equipamentos são classificados como de segurança obrigatórios e não há similares nacionais.

Quanto a divisão de Edificações (anteriormente denominada Jahu), o plano é retomar o nível de rentabilidade de 40%-45%, após um ano de 2013 difícil. O mercado do NE sofreu com excesso de oferta de equipamento após o término das obras relacionadas a estádios da Copa do Mundo. Estes equipamentos estão sendo realocados para as regiões Sul e SE e a tendência é de que a rentabilidade da divisão deva se normalizar.

### **Marcopolo**

Como escrevemos anteriormente, as ações da Marcopolo vem sofrendo muito em função de um problema pontual e não estrutural da empresa. Nos últimos meses, tem havido atrasos (não cancelamentos) nas decisões de investimento em renovação de frota por parte dos clientes do segmento de urbanos provocados pelas incertezas acerca dos reajustes de tarifas públicas de ônibus – consequência dos protestos da população. Sobre esta questão que tanto tem alarmado os investidores, vale esclarecer alguns pontos:

(i) Os contratos entre governo e operadoras de linhas de ônibus preveem o chamado “equilíbrio econômico-financeiro” das operadoras. Isso significa que o estado/município precisa recompor a tarifa recebida pelo operador mesmo que não haja aumento de tarifa para o consumidor final. Portanto, se necessário, o estado/município é obrigado a dar subsídios diretos ou indiretos para os operadores. A questão é que muitos estados/municípios estão hoje com dificuldade de caixa e, por conta da necessidade de aperto fiscal, a solução não é trivial. Mas há solução.

(ii) Alguns municípios têm conseguido passar aumentos pontuais de tarifa de ônibus, apesar dos protestos da população. Em Jan/14, o Rio de Janeiro, por ex., estabeleceu um aumento de ~9% nas tarifas.

(iii) O Rio de Janeiro – mercado particularmente importante para a Marcopolo neste segmento de ônibus urbanos – tem uma meta de renovação de frota de forma que 100% dos ônibus em circulação tenham ar condicionado até 2016. Hoje apenas 20% da frota está preparada, ou seja, será necessário renovar em até 3 anos 80% da frota, o que representa ~8.000 unidades. Este é um *driver* certamente interessante para o segmento de urbanos e deveria ser levado mais em conta do que as fricções de curto prazo.

(iv) Há uma Proposta de Emenda Constitucional - PEC 90 – que tem como fim transformar o transporte público em necessidade essencial da população (“transporte como direito social”). Transporte público envolve ônibus, trem e metrô, mas como o ônibus é o meio de transporte de menor custo de implementação (melhor relação custo x benefício), ele deverá ser o meio mais beneficiado.

Outros *drivers* interessantes para a Marcopolo em 2014 podem ser destacados como: aumento do volume exportado por conta do Real mais desvalorizado, crescimento do segmento de ônibus de turismo/fretamento por conta da Copa do Mundo, demanda de ônibus para o programa Caminhos da Escola, demanda por BRTs, etc.

O ano de 2014 tem tudo para ser um ano “normal” para a Marcopolo. Certamente, não será um ano de grandes euforias, mas também não deverá ser tão negativo como muitos esperam.

## II. *Investment Case*: Multiplan (MULT3)

### A – A Companhia

Multiplan é uma das empresas líderes no setor de shopping centers no Brasil, com ~750 mil m<sup>2</sup> 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.

A Cia prioriza a qualidade na construção de seus shoppings, tanto os voltados para a Classe A quanto os voltados para as classes B e C, e tenta abocanhar o maior “*share of time*” possível do cliente, fazendo do shopping um local agradável para compra, refeição, e lazer em geral.

O grande diferencial da Cia é sua capacidade de desbravar áreas novas de uma cidade, antevendo ou promovendo seu crescimento. Como estas áreas costumam ter carência de infraestrutura, a Cia acaba por desenvolver também seu entorno.

Apesar de arriscada, esta estratégia é a que tem maior potencial de rentabilidade, já que é possível encontrar terrenos ainda baratos e grandes áreas disponíveis para empreendimentos complementares (escritórios e residências) e expansões futuras. A compra de terrenos baratos e a promoção de sua valorização através dos empreendimentos são, certamente, ingredientes importantes na geração de valor para a Cia.

A empresa tem um controlador definido, o Sr. José Isaac Peres e família, com ~30% do capital total. Esta é uma característica importante da Cia, já que Cias sem controlador definido (ou *full corporations*) estão sujeitas ao risco de sucumbir a estratégias de curto prazo que tenderiam a beneficiar o *management* em detrimento dos investidores. Esta observação vem do já documentado problema do agente-principal, onde, sem a presença de um “supervisor” ou de mecanismos de incentivo adequados, o agente teria pouco ou nenhum incentivo de agir no melhor interesse do principal, tendo todo incentivo de agir apenas no seu melhor interesse.

## **B - Modelo de Negócios**

O modelo de negócios da Multiplan tem alguns diferenciais interessantes como:

1) **Foco na Qualidade** – a Cia tem muitos shoppings voltados para a Classe A, mas a qualidade se mantém mesmo em shoppings mais voltados para Classe B/C (ex: Shopping Campo Grande). A Cia não usa materiais caros em shoppings populares, mas mantém um *design* bonito e materiais que se aproximam bastante dos mais nobres. Eles se consideram o *player* listado com portfolio mais homogêneo de todos.

2) **Foco na Necessidade do Consumidor** – escutam muito o consumidor e sempre procuram desenvolver um empreendimento que atenda as necessidades dos clientes, no mais amplo espectro. Tentam abocanhar o maior “*share of time*” possível do cliente, fazendo do shopping um local para compra, refeições, e lazer em geral - diferente dos EUA, onde em geral o consumidor entra, compra e vai embora.

3) **Empreendimentos Multiuso** – desenvolvem shoppings, mas procuram agregar valor ao empreendimento, desenvolvendo também áreas de escritórios e eventualmente áreas residenciais no entorno. A ideia ao realizar tais empreendimentos complementares é

aproveitar as sinergias que eles podem gerar, aumentando até o próprio fluxo de pessoas nos shoppings. A Cia não tem pressa em desenvolver tais projetos, apenas lançando-os em momentos favoráveis do mercado, de forma a aproveitar a valorização natural dos terrenos no entorno. Alguns terrenos chegam a dobrar de valor depois de o shopping estar finalizado. Vale ressaltar que tais projetos não afetam em nada o *core business* da Cia e são feitos apenas para gerar um resultado adicional, aproveitando-se do expertise do Sr. Peres com incorporação, já que ele atuou em incorporação/construção antes de migrar para negócio de shoppings.

4) **Shopping como “ser vivo”** – A Cia sabe como um empreendimento começa, mas não sabe como termina. Eles tendem a “guardar” ou “descobrir” possíveis áreas para expansão dos empreendimentos; vão fazendo as expansões geralmente em fases (a não ser quando ameaçados por concorrentes, caso em que podem acelerar expansões); e é difícil prever o ano final de “maturação” de um shopping. Ex.: o Barra Shopping é um dos shoppings mais antigos do portfólio e está sempre sofrendo expansões. A Cia acabou fazendo, de fato, um complexo na região: Barra Shopping, NY Center, Village Mall, Centro Empresarial, e “terreno do Walmart” (a ser futuramente desenvolvido provavelmente com lajes corporativas).

5) **Gestão de Área** – a Cia é ativa na gestão das áreas das lojas nos shoppings, focando sempre na melhoria do mix de lojas de forma a aumentar a rentabilidade do portfólio.

6) **Desbravar Áreas Novas da Cidade, conforme Eixo de Expansão (Conceito de “Complexo”)** – a Cia tem um histórico impressionante de desbravar áreas/bairros novos da cidade, sempre antevendo o vetor de crescimento urbano. Como estas áreas costumam ter carência de infraestrutura, a Cia tende a focar no desenvolvimento do entorno (ex.: asfaltamento de ruas/rodovias, recuperação de áreas degradadas, etc.). Apesar de esta estratégia ser arriscada, é a que tem mais potencial de rentabilidade, dado que é possível encontrar terrenos ainda baratos e grandes áreas disponíveis para empreendimentos complementares e expansões futuras. O foco na compra de terrenos baratos e na promoção de sua valorização através dos empreendimentos é um ingrediente importante na geração de valor para a Cia.

7) **Localização como Fator de Extrema Importância** – para a Cia, não basta o shopping estar localizado em um bairro promissor; a Cia sempre procura estar localizada nas melhores áreas dentro destes bairros, onde há mais facilidade de fluxo/trânsito de pessoas. A concentração nas regiões Sul e SE se justifica por serem estas as de maior renda per capita do Brasil. Apesar de algumas áreas já serem bem servidas, ainda há potencial de expansão. Por isso, no curto/médio prazo, o foco regional da Cia deve se manter.

8) **Conceito de “Shopping Fortaleza”** – a Cia procura estruturar seus shoppings tendo em mente este conceito. O cuidado com a localização, qualidade do empreendimento, serviços

oferecidos, empreendimentos sinérgicos existentes no entorno, etc. faz com que estes shoppings consigam manter um fluxo intenso de gente, mesmo em momentos mais difíceis. Por isso, estes shoppings costumam ser os últimos a se prejudicar quando começa uma recessão e os primeiros a se recuperar quando há uma recuperação econômica.

**9) Poder de Barganha com Lojistas** – como os shoppings da Multiplan têm uma qualidade inquestionável e uma ótima localização, eles acabam atraindo um bom fluxo de consumidores. Portanto, as vendas dos lojistas nestes shoppings costumam ser altas. Daí a disposição dos lojistas em pagar “caro” pelo “privilégio” de estar num shopping da Multiplan. Isto explica o fato de os custos de ocupação dos shoppings da Cia serem tão altos. Em geral, lojas satélites pagam um aluguel mínimo alto e um aluguel complementar menor. Já as lojas âncora pagam aluguel exclusivamente variável (complementar).

**10) Modelo de Parcerias com Controle** – a Cia procura diluir o risco (e a necessidade de capital investido por ela) em um dado empreendimento através de parcerias. A regra é deter o controle (participação majoritária). Mas há exceções como o Shopping Anália Franco, onde eles detêm 30% de participação, mas controlam o shopping através de uma *golden share*.

**11) Shopping é para Administrar** – a Cia nunca vendeu um shopping até hoje. Eles são vistos como uma fonte de renda de longo prazo. Já os empreendimentos no entorno (escritórios e aptos) costumam ser feitos para venda. Para ter o poder de administrar o shopping, a Cia costuma deter uma participação majoritária no empreendimento.

**12) Agilidade na Resposta/Reação a Movimentos da Concorrência** – a Cia costuma ser agressiva na captura da demanda em determinada região. Se eles detectam que a concorrência planeja abrir um shopping em local próximo, eles contra-ataca rapidamente e realizam expansões no seu shopping de forma a capturar qualquer “sobra de demanda” na região. Eles também negociam rapidamente com lojistas que ainda não estão presentes em seu empreendimento de forma a coloca-los em seu shopping antes. Eduardo Peres, filho do controlador, é o responsável pela parte Comercial de negociação com lojistas. Ex.: lançamento do Shopping Iguatemi Ribeirão pela concorrente Iguatemi. Na ocasião, a Multiplan lançou 3 expansões juntas no Ribeirão Shopping - e não faseou como programado antes. O IRR das expansões ainda foi alto, apesar da “mudança de planos”.

**13) Ausência de Atrasos Significativos nas Obras / Inaugurações dos Shoppings** – costumam programar as inaugurações dos shoppings para antes do Natal ou antes do Dia das Mães, épocas de maior movimento para os lojistas. Estas são datas de grande movimento e é bom para lojista ter uma loja nova inaugurada nestas épocas, pois isto já ajuda a viabilizar o investimento que eles fazem no local. O histórico de atrasos da Cia não é significativo (poucas semanas). Pré-requisitos para inauguração são 95% dos contratos de locação assinados e 90% das lojas abertas na inauguração.

## C - Estrutura Competitiva da Indústria

A indústria de shoppings no Brasil ainda é muito fragmentada, com muitos *players* familiares. O *market share* de Multiplan, por ex., é de ~4%, enquanto que o da Br Malls (maior operadora de shoppings do Brasil) é de ~11%.

Nestes últimos anos, com a estabilidade da economia e queda das taxas de juros, muitos investidores que não eram originalmente da área entraram no segmento de shoppings. Alguns têm tido problemas para rentabilizar tais empreendimentos e esta tendência deve se acentuar nos próximos anos, o que provavelmente trará oportunidades de consolidação na indústria.

Os *players* listados e capitalizados devem continuar a ganhar *share* via (i) intensificação das áreas desenvolvidas por estes *players*, (ii) aquisição de ativos bons mas mal geridos de *players* menores, ou (iii) por fechamento de ativos de *players* menores que foram desenvolvidos em áreas “erradas” (de menor fluxo ou perfil de consumidor não adequado).

As estatísticas setoriais mostram que os shoppings no Brasil ainda são sub-penetrados. Em 2011, por ex., havia nos EUA 2.200 m<sup>2</sup> de ABL por 1.000 habitantes, enquanto que no Brasil tal número era de apenas 68 m<sup>2</sup>/1.000 hab. Da mesma forma, em 2011, 54% das vendas do varejo nos EUA foram originadas em shoppings, enquanto no Brasil este percentual era de apenas 23%.

Apesar desta sub-penetração, a concorrência dos shoppings (especialmente dos listados e mais capitalizados) em áreas mais “nobres” é grande. Alguns *players* têm construído shoppings próximos uns dos outros, o que tem levado muitos a adiar algumas inaugurações, pois não vale a pena abrir um shopping com baixa ocupação de lojas.

A Multiplan tem recorrentemente enfrentado a concorrência “predatória” do Iguatemi, que tem construído alguns empreendimentos em locais já bem servidos por shoppings da Multiplan. Dois exemplos disso seriam o Market Place do Iguatemi (construído do lado do Shopping Morumbi da Multiplan) e o Iguatemi Ribeirão (construído próximo ao Ribeirão Shopping da Multiplan).

Como mencionamos anteriormente, a Multiplan tem sido muito rápida nas respostas a estes movimentos da concorrência - seja antecipando suas expansões, seja trazendo lojistas-chave para seus shoppings, muitas vezes inviabilizando a abertura destas lojas nos shoppings da concorrência.

Operadores de shoppings estrangeiros têm se mostrado interessados no mercado brasileiro, mas eles vêm para cá, em geral, via sociedade com um *player* local que saiba das especificidades do país.

O *peer* estrangeiro mais comparável a Multiplan - por ter um modelo de negócios similar - seria a Taubman. Outros *peers* internacionais relevantes seriam Simon (que tem 40% mais ABL do que o Brasil inteiro), Westfield, e Macerich. No entanto, cabe ressaltar que todos eles estão organizados como REITs, tendo uma vantagem fiscal que a Multiplan como S.A. não tem.

## D - Drivers de Crescimento

Nos últimos anos, vimos um estrondoso crescimento do varejo e da indústria de shoppings como um todo em função, principalmente, de variáveis macro como **aumento da renda e do crédito para a população**. Mesmo sem *drivers* macro tão fortes nos próximos anos, julgamos que os seguintes *drivers* micro poderão impulsionar a Cia:

1) **Aumento da penetração de shoppings** - as estatísticas setoriais mostram que os shoppings no Brasil ainda são sub-penetrados. Em 2011, por ex., havia nos EUA 2.200 m<sup>2</sup> de ABL por 1.000 habitantes, enquanto que no Brasil tal número era de apenas 68 m<sup>2</sup>/1.000 hab. Da mesma forma, em 2011, 54% das vendas do varejo nos EUA foram originadas em shoppings, enquanto no Brasil este percentual era de apenas 23%.

Assim, ainda há muito *market share* para ganhar de lojas de rua. Com a dificuldade de locomoção em áreas urbanas por conta dos congestionamentos e pelo fato do tempo das pessoas estar cada vez mais escasso, os **consumidores têm procurado soluções "one stop shop"**, onde eles podem resolver, de uma só vez, suas compras, sua refeição, e seu lazer. Por isso, a tendência é de que haja um aumento do *share* de shoppings no varejo nacional ao longo do tempo.

A concentração da Multiplan nas regiões Sul e SE se justifica por serem estas as de maior renda per capita do Brasil. Apesar de algumas áreas específicas já serem bem servidas, ainda há potencial de expansão na região como um todo. Por isso, no curto/médio prazo, o foco regional da Cia deve se manter.

É importante destacar que, em 2013, a Multiplan concluiu um grande ciclo de 3 anos de investimentos e aumentou sua ABL própria em 71% no período 2011-2013. Estes investimentos incluem a inauguração de novos shoppings e expansões. Assim, muito do crescimento da Cia nos próximos anos virá da **maturação destes novos empreendimentos**.

Mesmo com a desaceleração recente no varejo, os shoppings da Multiplan seguem com taxa média de ocupação saudável de 98,6%. E, segundo *feedback* do *management*, **as vendas em Jan/14 estão muito acima das previsões pessimistas**. Além disso, a chegada de **marcas internacionais cobiçadas** - como a Apple, por ex., que inaugurou recentemente sua 1ª loja da América Latina no Village Mall - **tendem a trazer mais fluxo e gerar mais vendas para os shoppings que abrigarem tais marcas**.



2) **Expansão das regiões metropolitanas** - as cidades continuam crescendo. Portanto, a Multiplan deverá continuar atuando de forma a promover o desenvolvimento destas novas áreas, sempre obedecendo ao eixo potencial de crescimento da cidade. Apesar de esta estratégia ser, a primeira vista, extremamente arriscada, é também a que gera mais retorno aos empreendimentos. **Áreas pouco exploradas têm terrenos ainda baratos e vastas áreas disponíveis para empreendimentos complementares (residenciais e comerciais), bem como expansões no entorno.**

Um exemplo recente (Ago/13) desta estratégia foi a aquisição de um terreno de ~94 mil m<sup>2</sup> em Canoas, RS. Em uma primeira etapa, a Multiplan planeja desenvolver um shopping de 35 mil m<sup>2</sup> de ABL a ser inaugurado em 2016, mas o terreno possui um potencial construtivo de 186 mil m<sup>2</sup> de ABL. O projeto contempla, ainda, empreendimentos futuros no conceito multiuso. Este terreno está localizado no vetor de crescimento residencial da cidade e 58% da população da área primária pertence às classes A e B. Vale destacar que Canoas possui o 2º maior PIB do RS e é atualmente ainda mal servida em termos de shoppings.

Segundo declaração do *management*, os ativos imobiliários registrados como imobilizado no Balanço da Cia formam um **banco de terrenos praticamente todo já pago de 631 mil m<sup>2</sup> que deve gerar 19 projetos imobiliários com VGV estimado de R\$ 7,3 bilhões**. Tais propriedades estariam *bookadas* a R\$ 466 milhões. Se forem descontados os custos dos terrenos e os custos de realização dos projetos, **estes empreendimentos poderiam gerar um lucro adicional de R\$ 2,6 bilhões em 5 anos.**

## E - Principais Riscos

1) **Risco de Sucessão** – muitos se questionam se os herdeiros do Sr. José Isaac Peres teriam condições de tocar a Cia, mantendo o padrão de performance visto até hoje. Segundo informações, o candidato natural à sucessão é o Sr. Eduardo Peres, filho do controlador e responsável pela área comercial. Mas toda transição é difícil e este é, certamente, um risco a monitorar.

2) **Inflação** – apesar dos contratos de locação serem indexados à inflação, uma inflação muito alta não é boa para o lojista, que pode ter dificuldade de repassar preços, prejudicando a performance das vendas e, conseqüentemente, a receita dos shoppings.

3) **Desaceleração Macro** – a desaceleração da economia é um fator perverso também, pois tende a reduzir a confiança do consumidor e as vendas.

4) **Concorrência Acirrada e Crescimento Desordenado** – o aumento da concorrência, com alguns *players* listados e capitalizados agindo de forma “irracional” e construindo empreendimentos em locais já bem servidos pode reduzir a rentabilidade da indústria.

5) **Baixo Crescimento das Lojas Satélite** – cerca de 50-55% da ABL de um shopping está concentrada em lojas satélites (em geral, menores) e o restante está concentrado em lojas âncora (em geral, maiores e de marcas mais conhecidas). Portanto, para viabilizar a expansão da indústria de shoppings como um todo, não basta ter um crescimento do varejo concentrado nas grandes marcas. É importante que as lojas satélites mantenham sua capacidade de crescimento também.

6) **Endividamento** – A Cia está atualmente com uma Dívida Líquida de 3,0x EBITDA. Este índice está abaixo do estabelecido nos *covenants* e não chega a ser preocupante. De fato, a Cia não se furta a aproveitar oportunidades de crescimento, mesmo que isso implique em uma maior alavancagem em determinado período.

7) **“Erro” na Formatação do Empreendimento** – este é sempre um risco, mas a Cia tem alto índice de sucesso nos empreendimentos que lança. Caso o problema ocorra, a Cia tem demonstrado alta capacidade de reverter a situação, como no caso do Shopping Vila Olímpia. A ideia inicial seria fazer um “shopping carioca”, com uma seleção de lojas “diferentes” de forma a fugir da concorrência com outros shoppings da área. Seria um shopping muito mais voltado para compras diurnas e almoço. No entanto, esta ideia de mix de lojas começou a não dar certo. As lojas não eram as principais nos seus nichos. O fluxo no shopping estava baixo, apesar da boa localização. Houve, então, um *boom* residencial no entorno. Com isso, a Multiplan readequou suas lojas e restaurantes, e os cinemas passaram a ser chamariz para o fluxo à noite. Com a mudança do mix de lojistas, o fluxo aumentou e os resultados começaram a vir melhores.

Julgamos que a Multiplan seja uma daquelas Cias que conseguem promover crescimento mesmo em ambientes macro menos favoráveis. Além disso, por terem uma característica de “Shopping Fortaleza”, seus shoppings também costumam ser mais resilientes. Este conceito de “fortaleza” nos remete ao conceito de *moat* (fosso protetor de um castelo medieval) tão citado por Buffett como uma característica desejável para seus investimentos. Empresas com *moat* nada mais são do que empresas com modelos de negócios redondos inseridas em ambientes competitivos favoráveis. Tais condições minimizariam, por ex., impactos de cenários macro mais adversos. Julgamos que muitos dos *drivers* de crescimento da Multiplan estão mais relacionados a fatores micro do que macro – e isso nos agrada. Por isso, seguimos acreditando fortemente na capacidade da Cia de entregar resultados favoráveis nos próximos anos.

Atenciosamente,

Equipe da Sabra Capital