

Carta Mensal

I. Análise Mensal

A alta do Ibovespa no mês foi impulsionada, principalmente, pelas ações da Vale e da Petrobras e foi consequência do grande ingresso de recursos estrangeiros na Bolsa. A seriedade transmitida pelo Ministro da Fazenda, Joaquim Levy, na condução do ajuste fiscal e a divulgação do balanço auditado do 4T14 da Petrobras geraram uma considerável redução da percepção de risco país, motivando este ingresso de recursos.

O BRL muito desvalorizado em relação ao USD também contribuiu para que os estrangeiros julgassem que a Bolsa brasileira, ajustada pelo risco, já estaria relativamente “barata” em USD. Isso, certamente, exacerbou este *rally* do Ibovespa.

Vale mencionar que a maioria dos investidores locais não participou deste movimento de compra, pois seguem céticos em relação às perspectivas para a economia brasileira em 2015, especialmente em função dos reflexos da política austera de ajuste fiscal que está sendo implementada.

É difícil prever fluxos futuros. Alguns economistas mencionam que uma eventual alta da taxa de juros pelo Federal Reserve nos EUA levaria a uma fuga de recursos para lá em detrimento de países emergentes como o Brasil. Nós continuamos sem a pretensão de tentar “adivinhar” fluxos.

Mantemos nossa estratégia de investir em empresas com modelo de negócios sólido, inseridas em um ambiente competitivo favorável, com ótimo *management*, com perspectivas claras de crescimento de médio/longo prazo, e com *valuation* favorável. Julgamos que esta seja a melhor e mais consistente estratégia de investimento em um horizonte mínimo de 3-5 anos. Na próxima sessão, faremos um breve *update* de duas empresas que temos no portfólio: Eztec e Marcopolo.

II. Updates de Investment Cases

Eztec

Na última Carta Mensal de Mar/15, fizemos uma atualização de Eztec com comentários sobre o resultado da Cia em 2014. Nesta Carta, destacamos alguns pontos que nos deixam relativamente confortáveis em deter ações da empresa em 2015, apesar do cenário macro

desafiador que se desenha para o ano: (i) a consistente eficiência operacional da Cia, com margem líquida na casa dos 50% (57,5% no 1T15) e ROE na casa dos 20% (24% de ROE anualizado em 1T15) trimestre após trimestre, tanto em momentos fortes como em momentos mais fracos da economia, (ii) posição confortável de caixa líquido neste início de 2015, e (iii) *valuation* favorável.

Com o repasse da dívida da Torre A do EZTower à São Carlos, a Eztec terminou 1T15 com uma posição de caixa líquido de R\$ 311 milhões, além de R\$ 423 milhões em recebíveis performados remunerados a IGPM + 12% a.a. Com este caixa líquido – e dada a alta taxa de juros do país –, os resultados financeiros da Cia devem continuar vindo fortes.

Vale ressaltar que a Cia já declarou que não pretende distribuir esse caixa via dividendos, pois ela acredita que, em um ano de incertezas como 2015, ela deva adotar uma postura mais conservadora e “oportunista”. A Cia prefere manter este caixa líquido como um “colchão” disponível para ser usado caso alguma oportunidade de aquisição de projeto ou terreno se apresente a valores convenientes e/ou caso seja necessário intensificar o financiamento a clientes em um cenário de enxugamento maior do crédito bancário.

Assim, acreditamos que, com este caixa líquido disponível, a Cia se encontra hoje em uma posição de vantagem frente às outras empresas do setor, podendo sair de um período macro desafiador em uma condição ainda mais fortalecida, com muitos terrenos bem comprados (a preços convenientes), com adição de projetos bons (a preços interessantes) e com vários clientes satisfeitos com financiamentos imobiliários contraídos com rapidez diretamente da Eztec.

Por último, o atual preço da ação nos deixa muito tranquilos em deter o papel. Assumindo que, ao preço de R\$ 16,22/ação, a Cia esteja *tradando* a aproximadamente $P/BV = 1$, teríamos, segundo cálculos da Cia, ainda mais R\$ 27,62 para adicionarmos ao preço da ação, chegando a um valor de mercado justo de R\$ 43,84/ação.

A Eztec decompôs estes R\$ 27,62 adicionais da seguinte forma: (i) R\$ 4,06/ação pela precificação a valor de mercado de suas unidades em estoque, (ii) R\$ 17,83/ação pelo valor dos seus terrenos, (iii) R\$ 2,43/ação pelo valor de mercado da Torre B do EZTower, e (iv) R\$ 3,30/ação por resultado a apropriar.

Assim, considerando o preço de R\$ 17,76/ação (preço de fechamento do 1T15), o papel ofereceria um *upside* de 146,85%, deixando-nos certamente confortáveis com este investimento.

Vale, ainda, ressaltar que, na máxima histórica do papel (R\$ 27,99/ação em 31/10/2013), a Cia oferecia um *upside* de 56,63% para seu atual preço justo. Assim, dizer que a Cia estava

“cara” em 2013 parece hoje uma afirmação sem sentido. **“Cara” e “barata” são conceitos usados por agentes de mercado muito mais para refletir seus medos e expectativas macro desfavoráveis de curto prazo do que para realmente traduzir uma reflexão sobre o valor de uma companhia.**

Marcopolo

Na Carta Mensal de Ago/14, fizemos uma atualização de Marcopolo. Na época, explicamos que a Cia estava passando por problemas pontuais e não estruturais. Incertezas de curto prazo levaram muitos clientes da Cia a adiar (não cancelar) muitos de seus pedidos, gerando uma demanda represada em segmentos como o de ônibus urbanos e ônibus rodoviários.

É importante mencionar que não houve perda de *market share* por parte da Cia, apesar de ela ter adotado férias coletivas e flexibilização da jornada de trabalho no 1T15. Muito pelo contrário. No segmento de urbanos, por exemplo, a Marcopolo alcançou uma participação de 38,5% no 1T15 vs. 29,3% em 1T14. Isso nos confirma que empresas mais bem preparadas acabam se beneficiando da fragilidade da concorrência nos momentos difíceis, inclusive saindo destes momentos em um ambiente concorrencial mais favorável.

Sobre o resultado do 1T15, vale comentar sobre o ótimo desempenho da Cia em operações internacionais (principalmente no México e Austrália) e nas exportações (especialmente para América Latina, beneficiadas pelo BRL mais desvalorizado). As perspectivas internacionais seguem promissoras, especialmente na Índia, México, Austrália, China e Canadá.

No que se refere ao Brasil, continuamos, pacientemente, aguardando vários *triggers* que poderão impulsionar as ações da Cia, contribuindo para a convergência do preço de mercado ao valor justo da empresa. Dentre os *triggers*, podemos destacar:

(i) publicação esperada para Junho das novas regras da ANTT, o que deverá reativar a demanda por ônibus rodoviários. A nova regulamentação prevê a limitação da idade máxima dos ônibus que operam linhas interestaduais e internacionais em 10 anos e idade média em 5 anos, o que poderá acelerar a renovação da frota pelos próximos 4 anos, prazo limite determinado para que os operadores enquadrem seus veículos a essas novas regras.

(ii) proximidade das eleições municipais em 2016 e contínuo aumento da idade média das frotas de ônibus urbanos, o que deverá incentivar as prefeituras e empresários da área a negociar condições que incentivem a renovação destas frotas.

(iii) retomada, possivelmente ainda em 2015, das encomendas do programa Caminho da Escola.

(iv) lançamento previsto para 2H15 do novo produto Volare 5 ton, que deverá concorrer diretamente com as vans e criando, assim, um nicho novo de atuação para a Cia.

Continuamos otimistas com o caso de investimento de Marcopolo. Julgamos que, quando forem resolvidas as questões que momentaneamente travam a demanda por ônibus no Brasil, a Cia terá condições de retomar suas atividades com os mesmos níveis históricos de rentabilidade de antes.

Como dissemos em Cartas anteriores, o caso de Marcopolo é um caso de crescimento futuro, especialmente em países emergentes como Brasil, Índia, e Egito. Apesar de a Cia ter operações em países mais estáveis como Canadá e Austrália, a grande aposta está no potencial de crescimento que ela pode ter em países que ainda têm um sistema de transporte público cheio de carências. Trazer soluções de qualidade para estes países é o que deverá impulsionar a Cia na sua trajetória de crescimento futuro.

Atenciosamente,

Equipe da Sabra Capital