

## Carta Mensal

Nesta 3ª Carta Mensal, discutiremos os acontecimentos de Dezembro e apresentaremos o *investment case* de Marcopolo, uma empresa que, apesar de estar atravessando algumas dificuldades de curto prazo no mercado brasileiro, julgamos promissora e com ótimas perspectivas para frente.

### I - Avaliação Mensal

Julgamos que muitas ações foram, de fato, penalizadas neste último mês de 2013 basicamente em função do *stress* causado pelas perspectivas macroeconômicas ruins para o país em 2014.

Muitos participantes do mercado têm discutido a necessidade de um “inevitável” ajuste fiscal em 2014, uma vez que o governo federal corre um grave risco de não cumprir sua meta de superávit primário neste ano, o que fatalmente levaria a um rebaixamento da nota de crédito do país pelas agências de *rating*. Segundo este raciocínio, este ajuste fiscal acabaria por causar o tão “adiado” aumento do índice de desemprego, que anda nos últimos anos em níveis historicamente baixos. Então, finalmente a população passaria a sentir no seu dia-a-dia as consequências do “macro ruim” - hoje identificado basicamente pelo baixo crescimento do PIB, inflação próxima ao teto da meta e descontrole de gastos públicos.

Apesar da progressão lógica, a argumentação acima peca pela “inevitabilidade” das premissas embutidas. Será mesmo inevitável o ajuste fiscal em 2014? O governo federal conseguiu cumprir a meta de superávit primário de cerca de R\$ 75 bilhões em 2013 muito em função de receitas extraordinárias e não recorrentes de R\$ 35 bilhões. Nada, a princípio, impediria o governo de repetir esta mesma fórmula em 2014. Há muito que se privatizar no possível “empurrar” o tão necessário ajuste fiscal para 2015 ou além, quando talvez as perspectivas de crescimento do PIB e inflação pudessem estar melhores.

Assim, julgamos mais realista acreditar que, neste ano eleitoral, nada muito radical seja feito em termos de ajuste fiscal ou retirada de estímulos para setores específicos da economia, especialmente para aqueles setores mais geradores de emprego.

A situação macroeconômica neste ano que se inicia certamente não é das mais confortáveis. No entanto, **as expectativas dos agentes a respeito do Brasil já estão tão baixas que qualquer quadro que se apresente menos dramático poderá surpreender positivamente.**

Assim, vemos uma **assimetria** entre um potencial de *downside* ou *upside* nos preços das ações. **Nos níveis de preços atuais, nos parece que o potencial de *upside* é bem maior.** Qualificando melhor a citação do Barão de Rothschild, o melhor momento para comprar é quando há sangue nas ruas – em uma “quantidade suficiente”. E julgamos que a quantidade atual já seja suficiente.

Julgamos muito exageradas as quedas de 20%-30% nos preços de muitos ativos sem uma razão concreta – apenas em função de expectativas futuras extremamente pessimistas que podem nem se realizar da forma imaginada. Portanto, se não estamos comprando ativos, estamos certamente mantendo as ações de empresas que consideramos excepcionais em nosso portfólio.

## II – *Investment Case*: Marcopolo (POMO4)

### A - A Companhia

Marcopolo é a líder na produção de ônibus no mercado brasileiro, com *market share* de ~44% (~63% em ônibus rodoviário e ~38% em urbano). A Cia tem presença global: detém ~8% do mercado mundial de ônibus, com fábricas em 8 países. Além disso, ela possui um banco (Banco Moneo), cujo propósito é intermediar repasses de Finame para seus clientes.

A Marcopolo tipicamente trabalha montando carrocerias de ônibus sobre chassis previamente adquiridos por seus clientes. Esses chassis podem ser das mais diversas marcas: Mercedes Benz, Man/VW, Scania, Iveco, e Volvo, por exemplo. A única exceção é o modelo Volare. Neste caso, a Marcopolo adquire o chassi da Agrale, monta a carroceria sobre o chassi e vende o produto inteiro para o cliente.

O que diferencia a Cia de muitas de suas concorrentes é o seu processo altamente flexível de produção, oferecendo aos clientes a possibilidade de customizar o produto (carroceria) conforme suas especificações e partindo de diferentes plataformas (chassis). Isto é possível graças ao uso intensivo de mão-de-obra no processo produtivo e de um *know-how* desenvolvido ao longo de décadas. Essa tecnologia proprietária é a grande vantagem competitiva da Cia, permitindo que ela atue em diferentes mercados, atendendo diferentes perfis de clientes – e com rentabilidade, o que é mais importante.

Um exemplo clássico - e extremo - dessa capacidade de customização é o Hajj Bus. Em 2005, a Cia fechou um contrato com a Taseco da Arábia Saudita para a venda de 1.500 ônibus, sendo 95 deles com teto removível para facilitar o transporte dos peregrinos a Meca e Medina nas datas sagradas, período no qual nada pode ficar entre a cabeça dos fiéis e Allah. Este foi um desafio de engenharia vencido graças a alta capacidade de customização da Cia.

Outra característica do processo produtivo da Marcopolo é a verticalização, com produção própria de grande parte dos componentes (poltronas, espumas, janelas, componentes plásticos, sistemas de refrigeração, dentre outros). Inicialmente, estes componentes eram exclusivamente produzidos no Brasil. No entanto, nos últimos anos, por conta da taxa de câmbio favorável a importação de componentes, a Cia decidiu implementar uma estratégia de *global sourcing*, produzindo alguns componentes em uma fábrica aberta em 2001 na China. Vale destacar que componentes produzidos no Brasil e/ou na China podem abastecer quaisquer plantas que a Cia tem ao redor do mundo. Essa é a essência do *global sourcing*.

Ao longo desta última década, o Real mais valorizado também levou a Cia a reavaliar sua estratégia de exportação. A empresa costumava basear sua expansão internacional na exportação de *kits* com partes semi-acabadas dos ônibus para a montagem *in loco*. Como forma de se adaptar a uma nova realidade de taxa de câmbio menos favorável às exportações, a Cia decidiu promover a produção de fato - e não mais a simples montagem de *kits* exportados - em outros países.

Hoje a Cia tem plantas na Índia, Egito, México, Argentina, Colômbia, África do Sul, e Austrália – além de plantas no Brasil (Caxias do Sul e Rio de Janeiro). Há, ainda, uma planta nova a ser inaugurada em 2014 no Espírito Santo para a produção de ônibus do modelo Volare. Expectativas de unidades a serem produzidas em 2014: Brasil 19.900, Argentina 1.050, Colômbia 1.000, México 2.000, Egito 850, Índia 7.350, África do Sul 350, e Austrália 500. Note que estas são as quantidades apropriadas pela Marcopolo nas JVs, e não necessariamente o total produzido. A Marcopolo tem 49% de participação nas JVs da Índia e do Egito, 50% da Argentina e Colômbia, 74% do México, e 75% na Austrália. Em 2013, a Cia adquiriu ainda uma participação de ~20% na New Flyer, a líder na produção de ônibus urbano no Canadá e EUA (~42% de *market share* em “*transit bus*”) por CAD 16,4 milhões. Há, ainda, uma JV comercial da Marcopolo com a OJSC Kamaz na Rússia que importa *kits* da fábrica de componentes que a Cia tem na China.

Com exceção da África do Sul, a Cia opera fora do Brasil através de JVs com parceiros locais, o que minimiza o risco da operação. Muitos destes países podem, inclusive, vir a se tornar importantes *hubs* de distribuição regional de ônibus. A abertura da fábrica no Egito, por exemplo, seguiu este racional. Além de ter acordos com países do Oriente Médio, o Egito tem um acordo de livre comércio com a Europa. Assim, os ônibus produzidos lá poderiam ser eventualmente direcionados para todas estas regiões. Infelizmente, com o início da Primavera Árabe em 2011, a situação política e econômica no país se deteriorou muito, mas a Marcopolo já sente uma recuperação do mercado e acredita ser capaz de atingir o *breakeven* desta operação em 2014.

Já no caso da Índia, cuja produção está hoje totalmente destinada ao mercado local, a Cia pode vir a direcionar parte de seus produtos a outros mercados asiáticos no futuro. A própria China, onde atualmente existe apenas uma fábrica de componentes, pode vir a se tornar uma base de produção/exportação de ônibus para toda Ásia.

Vale ressaltar que dificilmente a Marcopolo produziria ônibus na China para atender ao próprio mercado chinês, uma vez que, para isso, ela deveria desenvolver parceria com uma empresa local, correndo risco de ter sua tecnologia apropriada sem qualquer pagamento de *royalties*. Note que a Tata na Índia paga *royalties* para Marcopolo pelo uso de sua tecnologia.

Sobre o México, cabe mencionar que a relevância deste mercado para a Marcopolo pode vir a aumentar bastante com a gradual recuperação da atividade econômica dos EUA nos próximos anos. A economia mexicana é muito dependente da americana e uma recuperação dos EUA pode ter reflexos positivos sobre o México. A propósito, a Polomex, JV da Marcopolo com a Mercedes, já vem demonstrando bons resultados ao longo dos últimos trimestres.

## **B - Drivers de Crescimento**

Atualmente, a Cia foca suas operações internacionais em países emergentes. Estes mercados são os que deverão demandar mais ônibus nos próximos anos – uma vez que o ônibus é uma saída rápida e barata para a organização do transporte urbano, especialmente nas grandes cidades destes países.

**A Cia tem como meta dobrar de tamanho em 5 anos**, apresentando neste período um crescimento acima da média histórica de 1.5x PIB. **Muito deste crescimento deverá vir dos mercados internacionais**, especialmente da Índia, local que a Cia pretende transformar no maior site de produção de ônibus do mundo. Segundo previsões, a Índia deverá atingir em 2019 um tamanho de mercado estimado em 80.000 unidades/ano (vs. 42.000 u/ano no Brasil). Hoje apenas ~33% da receita da Cia vem do mercado internacional, mas, em 5 anos, a Cia quer que este percentual aumente para 50%. Assim, dos países onde a Marcopolo atua, os que parecem oferecer um maior potencial de crescimento são Brasil e Índia.

### **B.1 - Mercado Brasileiro**

O mercado brasileiro de ônibus é dominado por 8 Cias, sendo a Marcopolo a líder com ~44% de *market share*, conforme mencionado anteriormente. Este número inclui a Ciferal, Cia carioca 100% controlada pela Marcopolo, e parte da Neobus, onde a Marcopolo tem uma participação de 45%. Com exceção da espanhola Irizar, as outras concorrentes no Brasil são controladas por grupos brasileiros. Vale destacar que o mercado local dificilmente seria ameaçado por produtos importados, dada a tarifa de importação de 35%.

Em geral, os mercados de ônibus costumam ser muito regionais. Outras concorrentes estrangeiras poderiam, teoricamente, se instalar no Brasil – como fez a Irizar. No entanto, estas Cias teriam que se adaptar a um mercado que estaria mais preparado para absorver produtos mais customizados e, por muitas vezes, de menor valor agregado – e produzir tais produtos com rentabilidade seria complicado para quem não dispõe de *know-how* específico. Desta forma, a concorrência está naturalmente mais concentrada em *players* locais.

Hoje em dia, a concorrência entre os fabricantes aqui no Brasil é saudável, mas nem sempre foi assim. De 2003 a 2006, é possível perceber uma queda abrupta do *market share* de Marcopolo, saindo de 47% para 39%. No mesmo período, a concorrente Busscar foi de ~5% para ~15%. Esse ganho de *share* foi possível graças a uma guerra de preços. No entanto, esta estratégia se mostrou insustentável no longo prazo e a Busscar veio a quebrar (novamente) em 2010 – desta vez, não sendo socorrida pelo BNDES, como em um episódio anterior.

Hoje, a dívida da Busscar é muito maior do que seu *replacement value*, sendo a maior parte trabalhista e tributária. Dada a magnitude da dívida, não seria interessante para nenhuma empresa assumir a Cia. A Marcopolo poderia eventualmente adquirir os ativos da empresa, inclusive recontratando pessoal, caso estes ativos sejam leiloados. Vale destacar que, com a quebra da Busscar, o *market share* da Marcopolo saltou de 41,7% em 2009 para 46,3% em 2010, sendo o segmento de ônibus rodoviário o que mais contribuiu para este ganho - dado que a Busscar era um grande concorrente neste segmento.

Em Nov/2011, a Cia anunciou uma JV com a Caio Induscar, sua principal concorrente, para a fabricação de peças e acessórios para o mercado interno e carrocerias para o mercado externo. Note que tal JV não causaria nenhum dano à estrutura competitiva aqui no Brasil, pois não envolve a produção/venda de carrocerias para o mercado brasileiro.

Esta iniciativa mostra uma postura colaborativa entre Marcopolo e Caio. A coordenação entre estes principais *players* domésticos certamente dificulta a investida de um potencial entrante estrangeiro. Declarações feitas pela Ashok Leyland, segunda maior produtora de carrocerias da Índia, atrás apenas da Tata Marcopolo Motors, revelam seu desejo de entrar em mercados da América Latina. Barrar potenciais entrantes como este seria de extrema importância para manter uma estrutura competitiva saudável (sem guerra de preços) no mercado latino-americano.

Em suma, **no que tange a estrutura competitiva da indústria, julgamos que a Marcopolo é uma empresa com um posicionamento excepcional.** Ela tem escala suficiente para comprar insumos melhor que boa parte da concorrência e vende seus produtos a um preço mais caro, dado que suas marcas têm um posicionamento mais *premium*. O fato da Cia trabalhar verticalizada, produzindo boa parte dos componentes que necessita para a produção de

seus ônibus, também a coloca numa posição mais confortável por estar menos vulnerável a fornecedores. De fato, a estrutura competitiva da indústria é muito favorável a Cia e, certamente, interessa a Marcopolo manter a dinâmica atual.

Em termos de perspectivas de crescimento de curto/médio prazo, podemos destacar:

- Investimentos em BRTs, principalmente nos grandes centros urbanos, deve se intensificar como forma de solucionar o problema do tráfego e preparar muitas cidades para as Olimpíadas. Corredores expressos de ônibus são muito mais rápidos e baratos de implementar. Capex/Km para BRT é R\$ 10 milhões vs. R\$ 200 milhões para metrô. O PAC da Mobilidade Urbana prevê investimentos em 39 projetos no montante de R\$ 11,5 bilhões, sendo 20 deles ligados a BRTs.

- Renovação das frotas de ônibus, hoje com idade média de 14,5 anos. **Nestes últimos meses, presenciamos atrasos nas decisões de investimentos em renovação de frota por parte dos clientes provocados pelas incertezas acerca dos reajustes de tarifas públicas de ônibus - consequência dos recentes protestos da população. No entanto, julgamos que a renovação das frotas deva em algum momento ser retomada**, uma vez que, para participar de licitações, empresas operadoras de ônibus precisam apresentar uma frota com idade média de 5 anos e máxima de 10 anos para seus ônibus. Assim, **as vendas da Marcopolo não são vendas perdidas, apenas vendas adiadas – sem reflexo relevante sobre o preço justo da Cia.**

- Prorrogação da linha de financiamento FINAME PSI 4 - com prazos de até 10 anos e taxa de juros de 6% ao ano para vendas contratadas até final de Dez/14 – deve contribuir para sustentar ainda a demanda por ônibus em 2014.

- Câmbio favorável à exportação (~BRL/USD 2,30) deverá conservar o volume de exportação forte em 2014.

- A desoneração da folha de pagamento para o setor, que passou a vigorar em Ago/12, foi estendida até Dez/14, beneficiando todos os fabricantes de ônibus.

- Programa “Caminhos de Escola” com entregas programadas de 4.000 unidades em 2014. Há, ainda, a possível extensão deste programa para áreas urbanas: o projeto chamado “ônibus escolar urbano”.

- O ônibus Volare é um *driver* importante para 2014, com a entrada prevista para 2H14 da produção da nova fábrica do ES. Nos próximos 3 anos, a representatividade deste produto na receita da Cia deve aumentar de ~25% para ~35%. Ainda, em 2015, a Cia planeja lançar um modelo de Volare mais leve (5 ton) para disputar o nicho de mercado hoje dominado por vans.

## B.2 - Mercado Indiano

A Marcopolo entrou na Índia em 2006 através de uma JV com a Tata (49% Marcopolo, 51% Tata). O mercado indiano tem baixa penetração de ônibus, com 0,75 ônibus por 1.000 habitantes (vs. 1,5 no Brasil). Considerando o número de habitantes na Índia, isto perfaz uma frota atual de ~900 mil ônibus. Para se equiparar ao Brasil, a Índia precisaria ter 1,8 milhões de ônibus – ou seja, **a frota indiana precisaria dobrar de tamanho apenas para se equiparar ao Brasil.**

Além disso, a previsão é que, em 2016, 34% da população indiana viva na área urbana (vs. 25% em 1991). A urbanização é um forte *driver* de demanda por ônibus. Note que, no Brasil, por ex., SP é responsável por ~30% das vendas de ônibus, seguido de RJ com ~16% e MG com ~10%. Desta forma, a migração continuada da população indiana da área rural para a urbana deve contribuir muito para a expansão do mercado potencial de ônibus no país.

E, talvez mais importante do que estes dados, seja o fato de que o governo indiano tem como meta através do National Highway Development Programme (NHDP) Project, desenvolver estradas ligando as 4 principais cidades do país. Hoje, grande parte do transporte de passageiros é feita pela via ferroviária – que está bastante sucateada. Através deste programa, a matriz de transporte de passageiros deve mudar de ferroviário para rodoviário, favorecendo assim as fabricantes locais de ônibus.

A Tata Marcopolo Motors está muito bem posicionada para capturar boa parte desse crescimento potencial. Em 2008/09, o mercado de ônibus na Índia estava distribuído da seguinte forma: Tata (50%), Ashok Leyland (33%), Swaraj Mazda (7%), Mahindra (5%), e Eicher (5%). Alguns CKD/SKDs são importados da China e montados localmente, mas o volume é negligenciável. Cerca de 80% da produção indiana é destinada ao mercado doméstico; apenas 20% é exportada.

Um risco frequentemente citado ao desenvolvimento do modal rodoviário para transporte interurbano na Índia seria o desenvolvimento do modal aéreo regional. No entanto, se considerarmos que a penetração do modal aéreo ainda é extremamente baixa (0,1 viagens per capita em 2009, nível comparado ao Senegal), não parece haver uma ameaça de fato muito grande, mesmo que o transporte aéreo cresça a taxas altas nos próximos anos.

## C - Principais Riscos

Para a Marcopolo, além dos tradicionais riscos de desaceleração econômica, aumento do preço dos insumos, e gargalo de mão-de-obra, vale destacar aquele que talvez seja o risco mais relevante para *o investment case* de Marcopolo: o risco de execução na estratégia de expansão internacional.

Experiências passadas mal sucedidas em Portugal e na Rússia certamente serviram como fonte de aprendizado, o que tende a reduzir este risco, mas não podemos negligenciá-lo.

Em Portugal, por exemplo, a operação se mostrou pouco rentável, dado o alto custo de mão-de-obra e escala de produção menor. Certamente, os melhores mercados estão em países emergentes, onde há forte demanda e o custo de mão-de-obra é mais baixo.

Já na Rússia, questões referentes à dificuldade de conduzir uma operação com produção local certamente foram decisivas para o abandono do projeto no passado. Essas dificuldades notadamente fizeram com que a Cia mantivesse cautela tanto na condução de sua atual estratégia de expansão na China – onde eles têm apenas uma fábrica de componentes e *kits* para exportação - quanto ao se restabelecer novamente na Rússia em 2011. Note que, nesta nova investida russa, a Marcopolo decidiu atuar via uma JV comercial – onde *kits* importados da China são montados na Rússia - e não mais via produção local.

Vale ainda destacar a recente demonstração de preocupação da Cia com a rentabilidade de suas operações internacionais. Ao avaliar o desempenho de sua JV na Índia em 2011, a Marcopolo resolveu diminuir o ritmo de crescimento por lá, visando atingir uma maior rentabilidade na operação. Obter crescimento com rentabilidade é um desafio contínuo, especialmente neste primeiro momento, quando a Cia está se restringindo a produzir apenas produtos de menor valor agregado no país, com preços de 1/3 dos praticados no Brasil (produtos de maior valor agregado só deverão ser introduzidos em 2014/15).

De fato, problemas com a baixa qualidade da mão-de-obra vinham comprometendo a produtividade. A Cia, então, percebeu que precisaria dedicar um tempo maior ao treinamento de pessoal. Ela previa encarregar todos os 20.000 chassis/ano produzidos pela Tata em 2012/13, mas agora acredita que poderá demorar mais tempo para alcançar tal meta, dada a escassez de mão-de-obra qualificada no país. Para 2014, a expectativa de produção é de 15.000 unidades no total, sendo 49% do volume apropriado pela Marcopolo.

A Cia privilegiou a rentabilidade e não o crescimento a todo custo. Esta postura é certamente reconfortante e ameniza a percepção deste risco que talvez seja o mais relevante para o *investment case* – o risco de execução na expansão internacional.

Apesar de arriscado - e talvez até mesmo por isso-, o projeto de expansão internacional é certamente o maior vetor de crescimento da Cia. Hoje, ele é a “cereja no bolo”, mas um dia poderá vir a ser parte considerável do bolo inteiro.

Atenciosamente,

Equipe da Sabra Capital