

Carta Mensal

Nesta Carta, apresentamos a análise do mês de Setembro e alguns *updates* de *investment cases* discutidos em meses anteriores.

I. Análise Mensal

O grande *driver* do mês de Setembro foi, novamente, a disputa presidencial no país. No entanto, neste mês a influência do cenário eleitoral foi negativa.

A estratégia adotada pelo PT de desconstruir a candidatura de Marina Silva começou a mostrar resultado. Na pesquisa Datafolha, por ex., a trajetória da candidata Dilma Rousseff foi ascendente, com as intenções de voto no 1º turno passando de 34% (28-29/Ago) para 35% (01-03/Set), 36% (08-09/Set), 37% (17-18/Set) e 40% (25-26/Set). Já a trajetória das intenções de voto em Marina Silva no 1º turno foi descendente, passando de 34% (28-29/Ago) para 34% (01-03/Set), 33% (08-09/Set), 30% (17-18/Set) e 27% (25-26/Set).

Ainda de acordo com o Datafolha, no 2º turno, Marina Silva abriu uma vantagem de 10 p.p. (50% contra 40%) frente a Dilma Rousseff em pesquisa realizada em 28-29/Set. No entanto, ao longo de setembro esta vantagem só encolheu, chegando a reverter em 25-26/Set, quando Dilma atingiu 47% contra 43% de Marina. Com este resultado, no pregão seguinte de 2ª-feira, 29/Set, o Ibovespa desabou -4,5%, acentuando ainda mais as perdas do mês.

Vale ressaltar que, apesar de os institutos de pesquisa terem capturado uma alta consistente das intenções de voto em Aécio Neves ao longo de setembro, esta alta ainda não ameaçava Marina Silva, que aparecia como a candidata – desconstruída e enfraquecida – que realmente iria enfrentar Dilma Rousseff em um 2º turno.

Estas eleições foram, até o momento, ditadas ora por eventos “*black swan*” de probabilidade negligenciável – como a morte do candidato do PSB, Eduardo Campos, em um acidente aéreo que colocou Marina Silva como cabeça de chapa na disputa eleitoral – ora por reviravoltas extremas nas intenções de voto do eleitores.

Logo na primeira pesquisa realizada após a morte de Campos (14-15/Ago), Marina Silva já aparecia disputando um 2º turno com condições de vencer Dilma Rousseff (47% contra 43%). Já na pesquisa de 25-26/Set (a última a impactar os mercados ainda em setembro), esta vantagem já se revertia em favor de Dilma, como escrevemos acima.

A ultrapassagem de Aécio Neves, medida apenas a partir de início de outubro, seria ainda outra reviravolta extrema e espetacular a influenciar o resultado do 1º turno das eleições presidenciais ocorridas em 05/Out.

Até o momento, pesquisas revelam um empate técnico entre Aécio Neves e Dilma Rousseff no 2º turno a se realizar em 26/Out. Portanto, o cenário eleitoral continua muito incerto. Continuaremos monitorando as pesquisas de intenção de voto dos eleitores para o 2º turno a serem divulgadas nas próximas semanas. De qualquer forma, de posse do resultado das eleições no final de outubro, já teremos condições de conduzir, na próxima Carta Mensal, uma avaliação das perspectivas para país para os próximos 4 anos.

II. *Updates de Investment Cases*

Nesta seção, continuaremos com o update de casos de investimento iniciado na Carta de Agosto. No mês passado, escrevemos sobre Mills e Marcopolo. Nesta Carta, faremos breves *updates* de Multiplan, M.Dias e Eztec. Mostraremos que estas empresas, de fato, continuam apresentando boas perspectivas para frente. Além disso, todas elas têm um modelo de negócios bem estruturado e/ou estão inseridas em um ambiente competitivo favorável – *moats* que favorecem a execução de seus planos de crescimento.

Multiplan

Como discutimos na **Carta Mensal de Fev/14**, a Multiplan é uma das empresas líderes no setor de shopping centers no Brasil, com ~760 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 2T14 vieram acima das expectativas da Cia e do mercado. De fato, o fluxo de consumidores trazido pela Copa do Mundo – e que frequentavam os shoppings nos dias/horas entre as partidas – mais do que compensou o impacto negativo nos dias de feriado ou de baixa circulação por conta dos jogos. Isso deixou a Cia bem otimista no que tange ao movimento nas Olimpíadas de 2016.

Alguns números ilustram o bom desempenho da Cia no trimestre. O aluguel nas mesmas lojas (SSR) cresceu +10,1% vs. 2T13. As vendas nas mesmas lojas (SSS) e vendas na mesma área (SAS) vieram fortes, com crescimento de +9,4% e +12% vs. 2T13, respectivamente. A taxa de ocupação dos shoppings se manteve alta em 98,4%. A taxa de inadimplência de lojistas e perda de aluguel permaneceram baixas em 2,1% e 0,6%, respectivamente. No 2T14, a receita bruta cresceu +13,5%, o lucro líquido aumentou +32,7% e o FFO cresceu

+31,5% vs. 2T13. Já as margens da Cia tiveram uma evolução sólida: (i) margem NOI de 87,4% no 2T14 vs. 84,7% em 2013, e (ii) margem FFO de 51,4% no 2T14 vs. 43,6% em 2013.

É interessante notar que as vendas nos shoppings da Multiplan tiveram um crescimento de +13,3% no 2H14 vs. 2H13, taxa muito superior a do varejo nacional, que cresceu +4,2% no período, segundo o IBGE. Isso indica o contínuo aumento de *market share* dos shoppings – e em especial dos shoppings da Multiplan – no universo total varejista.

Tanto shoppings “maduros” quanto novos exibiram bons resultados. Quatro dos cinco shoppings em operação há mais de 30 anos tiveram crescimento de vendas de +13,7% no 2T14. Dentre os shoppings novos, o destaque foi o Village Mall com crescimento de vendas de +91,8%, oriundo de um aumento de +45,2% no SSS e pela abertura recente de novas lojas – em especial de marcas internacionais – que trouxeram um fenomenal aumento de fluxo de consumidores ao shopping.

Em termos de projetos entregues, foi anunciada em Junho a conclusão da 7ª expansão do Barra Shopping. Com esta expansão, foram adicionadas 51 novas lojas, todas já locadas. Também foi anunciada a pré-locação do Park Shopping Canoas no RS.

Em termos de expansão, foi anunciado um acordo de permuta de um terreno de 111 mil m² para o desenvolvimento de um novo shopping com projeto multiuso (torres comerciais e residenciais) no Parque Global, zona sul de SP.

A Multiplan possui atualmente 874 mil m² em terrenos para projetos futuros, com uma área privativa potencial de 1 milhão de m². Todas as áreas são integradas aos shopping centers da Cia e deverão ser utilizadas para o desenvolvimento de projetos multiuso, primariamente para a venda.

M.Dias Branco

Como discutimos na **Carta Mensal de Jun/14**, a M.Dias Branco é a líder nos mercados de biscoito e massas no Brasil, tanto em volume vendido quanto em valor de vendas. Além de produzir e comercializar biscoitos e massas, a Cia produz e vende farinha, farelo de trigo, margarinas e gorduras vegetais, bolos e *snacks*.

No 1H14, a receita da Cia aumentou +8,7% vs. 1H13. Especificamente no 2T14, houve um aumento de receita de +4% vs. 2T13. No entanto, este aumento foi gerado unicamente por um aumento de +6,7% no preço médio dos produtos, já que o volume médio de vendas no 2T14 caiu -2,5% vs. 2T13. Tal queda de volume foi essencialmente pontual e se deu por conta da Copa do Mundo e da consequente migração de consumo durante o evento.

Cerca de 73% da receita da Cia vem da região NE. Sendo assim, a dinâmica desta região é que dita o comportamento de grande parte dos resultados da Cia. Note que 3 das principais

capitais do NE (Fortaleza, Recife e Salvador) sediaram vários jogos da Copa do Mundo. E, nestas cidades, foram decretados dias de feriado ou meio-expediente ou ponto facultativo quando o time brasileiro jogava ou quando a cidade sediava algum jogo. Já em SP, por ex., houve feriado apenas no dia de abertura da Copa – e só. Por isso, o consumo de biscoitos – muito relacionado a lanche de crianças em ambiente escolar ou lanche de adultos em ambiente de trabalho – sofreu redução no período especialmente no NE, reduzido da M.Dias. Apesar desta queda pontual do consumo relativamente maior no NE, a Cia manteve sua liderança no mercado de biscoitos e massas com 28% e 28,7% de *market share* em volume de vendas, respectivamente.

Além da continuidade do processo de **recomposição de margens**, os desafios para 2H14 incluem a continuidade da execução da **estratégia de expansão no SE** e a **atuação em novas linhas de produtos**.

No que tange a **recomposição de margens**, a Cia tem conseguido voltar a percentuais mais desejáveis. A margem líquida, por ex., já alcançou 13,1% no 2T14 vs. 12,2% no 1T14 e 13,2% no 2T13. Os aumentos de preços dos produtos realizados pela Cia em 2013 e no 1T14 não foram suficientes para repassar todo o aumento de custos de matérias-primas sofrido. Mas a boa notícia é que **novos aumentos de preços não serão necessários no 2H14 para recompor margens, uma vez que os preços dos grãos têm caído sistematicamente nos últimos meses. As margens tenderão, com isso, a se recompor naturalmente.**

A execução da **estratégia de expansão da Cia pelo SE** tem exigido maiores gastos em marketing, já que a concorrência nesta região é mais feroz. **Apesar de a despesa de marketing como percentual da receita ter aumentado em decorrência desta estratégia, a Cia já manifestou que tem buscado uma maior eficiência operacional de forma a reduzir outras despesas.** O objetivo é que a redução de outras despesas mais do que compense o aumento da despesa de marketing. **De fato, as despesas administrativas como percentual da receita já caíram.** Esta meta foi anunciada em 2013 e está sendo cumprida em 2014.

No 1H14, a M.Dias realizou **investimentos** de R\$ 201 milhões em projetos de ampliação, modernização e manutenção de seu parque industrial com objetivo de atender o aumento da demanda por seus produtos, expandir ou **entrar em novas linhas de produtos** (ex.: torradas e mistura para bolos) e prosseguir com o processo de verticalização da produção (especialmente com o aumento de capacidade de moagem e armazenagem de trigo).

O endividamento da Cia continua confortável, com Dívida Líquida / EBITDA de 0,3x ao final de 2T14. Como comentamos na Carta de Ju/14, a Cia é muito geradora de caixa e, por receber inúmeros incentivos fiscais no NE, não pode distribuir sob a forma de dividendos boa parte do que gera. Assim, a Cia segue com uma posição confortável para financiar seus planos de expansão e eventuais oportunidades de aquisição que venham a surgir.

Eztec

Como discutimos na **Carta Mensal de Abr/14**, a Eztec é uma incorporadora imobiliária focada na cidade e região metropolitana de SP. A Cia atua nos segmentos comercial e residencial de média e alta renda. Um dos pontos que diferencia a Eztec das demais empresas listadas do setor é o seu foco nos segmentos de renda onde ela tem expertise comprovado e em áreas geográficas onde ela está habituada a operar.

No 1H14, havia uma expectativa de que muitos agentes acabassem adiando suas decisões de compra de imóveis em um ambiente de maior inflação, menor crescimento do PIB, e maior insegurança acerca de um possível aumento do desemprego. Com isso, a Eztec seguiu a **estratégia de reduzir o volume de lançamentos no período** – que passaram de R\$570 milhões no 1H13 para R\$495 milhões no 1H14 – **para focar na venda de estoques**. Neste processo, houve um grande esforço operacional da Cia para manter suas margens em níveis altos. As vendas contratadas, de fato, caíram 41% para R\$337 milhões no 1H14. Mas a estratégia de reduzir lançamentos e vender estoques com grande rentabilidade (~60% das vendas contratadas foram de estoques) deu certo.

Mesmo neste ambiente de menor velocidade de vendas e menor visibilidade da conjuntura econômica para os próximos meses, a Cia foi bem sucedida em seu objetivo, já que **conseguiu manter a margem bruta em 53% e a margem líquida em 50% no 1H14** x 48% no 1H13. ROE anualizado também se manteve alto: ~22% no 1H14 x 4% para a média do setor de construção no período.

Esta meta de rentabilidade só foi alcançada por conta da eficiência da empresa em realizar suas obras dentro dos custos orçados e em trabalhar a venda das unidades a preços que rentabilizassem o negócio. Esta resiliência dos preços das unidades vendidas se deve tanto a qualidade do produto oferecido quanto a forte equipe interna de vendas.

Note que 2013 foi um ano agressivo em termos de compra de terrenos pela Cia. Isso demonstra a confiança no mercado e na continuidade dos altos níveis de rentabilidade dos empreendimentos.

A Cia adquiriu mais 2 terrenos no 2T14: um na cidade de SP e outro em Osasco, adicionando mais de R\$ 200 milhões em VGV ao *landbank*. Ao final do 1H14, o banco de terrenos da Cia era de R\$5,2 bilhões – equivalente a mais de 3,5 anos de lançamentos. O custo médio de aquisição deste *landbank* é de 12,9% do VGV. O atual *landbank* da Cia tem o seguinte perfil, como percentual do VGV próprio:

- Por padrão: 25% Comercial, 20% Alto, 14% Médio-Alto, 40% Médio, 1% Econômico;
- Por idade: 78% dos terrenos foram comprados de 2011-2014, ou seja, é um *landbank* “novo” (10% em 2007, 7% em 2008, 5% em 2010, 17% em 2011, 10% em 2012, 47% em 2013 e 4% em 2014);

- Por região: 62% Cidade de SP, 27% RMSP, 9% Litoral, 2% Interior.

A expectativa da Cia (*guidance*) é de que estes terrenos gerem uma margem bruta mínima de 40% ao longo dos próximos anos, mas a Cia tem sistematicamente entregue margens brutas acima deste *target*. De fato, a concentração de 89% dos terrenos em SP e RMSP aliada à concentração em comercial e residencial de alto e médio-alto padrão demonstram o foco da Cia em perfis de empreendimentos de altas margens; portanto, a rentabilidade da Cia deve se sustentar em níveis altos nos próximos anos.

O estoque de unidades da Cia ao final do 2T14 era de R\$1.362 milhões, a valor de mercado. Esta é uma posição confortável, pois apenas 4% das obras entregues em 2013 ainda estão em estoque. Para 2014, ~83% já foi vendido x ~17% que ainda permanece em estoque.

A Cia também está com uma posição confortável em termos de liquidez, uma vez que a dívida líquida é de R\$78 milhões, com R\$344 milhões em recebíveis performados e passíveis de securitização, remunerados a IGP-M + 12% a.a.

Sobre o projeto comercial EZ Towers, as obras das 2 torres estão dentro do cronograma. A entrega prevista para a Torre A continua sendo Dez/14 e a da Torre B se mantém em Dez/15. Como comentamos no *investment case* da Carta de Abr/14, a Torre A já foi vendida para a São Carlos. Já a Torre B permanece em estoque e a Eztec planeja negociar este empreendimento com, no mínimo, a mesma rentabilidade da Torre A – senão maior.

No 4T13 e 1T14, houve mais entrega de VGV do que novos VGVs em construção, mas isso já começou a se reverter no 2T14. O ciclo de construção típico é de 30 meses, sendo que as obras em estágio inicial têm menos atividade de construção, o que acarreta num menor reconhecimento de receitas no momento inicial (método contábil POC). O ritmo das obras deve aumentar ao longo do 2H14 e o reconhecimento dos resultados deve, assim, acelerar.

A Cia entregou mais de 2.100 unidades em 2013 – em linha com o planejado e dentro dos prazos contratuais – e pretende entregar 2.000 em 2014 além da Torre A do EZ Towers. Estes volumes demonstram a **consolidação da Cia em outro patamar operacional, mesmo em um ambiente mais desafiador**.

É importante, mais uma vez, ressaltar que as altas margens e o ROE de 22% no 1H14 (contra 4% do setor de construção) foram atingidos **sem colocar a Cia em risco**, já que a Eztec mantém uma posição confortável em termos de liquidez.

Atenciosamente,

Equipe da Sabra Capital