

Carta Mensal

Nesta Carta Mensal, apresentamos uma avaliação mensal de Junho e o *investment case* de M.Dias Branco, empresa cujo modelo de negócios julgamos bastante interessante.

I. Avaliação Mensal

Mais uma vez, tivemos um mês de euforia, com o Ibovespa chegando a subir +7,73% até 18/06, passando a “devolver” parte dos ganhos logo em seguida, fechando o mês em +3,76%. A empresa que mais contribuiu para tal desempenho foi, novamente, uma estatal: a Petrobras.

Continuamos atravessando meses difíceis, em que os investidores não têm demonstrado convicção ou comprometimento em montar e manter posições em ações brasileiras em geral. Boa parte do fluxo estrangeiro de recursos tem entrado em função de especulações eleitorais e os melhores veículos para participar destes movimentos continuam sendo as empresas estatais.

No dia 06/06, nova pesquisa Datafolha mostrou queda das intenções de voto em Dilma Rousseff, o que animou, mais uma vez, os especuladores a comprar Petrobras, dentre outras.

Ainda, no dia 18/06, Janet Yellen, presidente do Fed, indicou que as taxas de juros não deverão aumentar até 2015, o que levou os índices de ações americanos a bater novas máximas históricas, puxando também o índice Ibovespa.

Já no dia 19/06, nova pesquisa eleitoral CNI/Ibope foi divulgada, desta vez mostrando estagnação das intenções de voto em Dilma Rousseff, bem como em Aécio Neves. Este resultado foi mal recebido pelo mercado e um movimento de realização de lucros em cima de empresas que haviam sido alvo de especulação eleitoral se iniciou.

No dia 24/06, a Petrobras divulgou nota informando que o CNPE havia aprovado a contratação da Petrobras para produção do volume excedente ao contratado sob o regime de cessão onerosa em 4 áreas do pré-sal. Esta contratação envolvia (i) o pagamento pela Petrobras à União de R\$ 2 bilhões em 2014 a título de bônus de assinatura, e (ii) antecipações à União de partes do excedente em óleo da seguinte forma: R\$ 2 bilhões em 2015, R\$ 3 bilhões em 2016, R\$ 4 bilhões em 2017 e R\$ 4 bilhões em 2018. Este anúncio foi, obviamente, mal recebido pelo mercado e a Petrobras sofreu uma boa realização de lucros, anulando boa parte da valorização no mês.

Esta gangorra de “boatos” x “fatos” não nos agrada. Os “boatos” são de fundo especulativo e envolvem a expectativa de uma possível melhora dos resultados da Cia se a oposição vencer as eleições. Já os “fatos” são fatos e estão aí para quem quiser ver: necessidades altas de Capex para manter/aumentar a produção de petróleo, construção/compra de refinarias de rentabilidade questionável, etc. A utilização da estatal para fins de controle da inflação é apenas um dos problemas com a Cia e nem consideramos ser o principal. Por isto, mesmo correndo o risco de não acompanhar a performance do Ibovespa no curto prazo, preferimos manter nossa consistência e não participar desta gangorra. No longo prazo, estamos convictos de que estas distorções de performance irão se ajustar.

II. *Investment Case*: M.Dias Branco (MDIA3)

A – A Companhia

M. Dias Branco é líder nos mercados de biscoito e massas no Brasil, tanto em volume vendido quanto em valor de vendas. No mercado de biscoitos, a Cia vendeu 527,4 mil toneladas em 2013, o que representou um *market share* em termos de volume vendido de 28,5% em Dez/13, segundo a AC Nielsen. Já no mercado de massas, o volume vendido em 2013 foi de 354,7 mil toneladas, representando 30% de participação neste mercado em Dez/13. Vale destacar que, **especificamente no NE, estas participações são de pouco mais de 60%, tanto para biscoitos como para massas.**

Além de produzir e comercializar biscoitos e massas, a Cia produz e vende farinha, farelo de trigo, margarinas e gorduras vegetais, bolos e *snacks*. Em 2013, a participação destes produtos na receita líquida foi a seguinte: biscoitos (53,6%), massas (22,8%), farinha e farelo (18,1%), margarina e gordura (4,5%), bolos e *snacks* (0,8%), outros (0,3%). No seu portfolio, constam marcas como Fortaleza, Vitarella, Adria, Richester, Isabela, Finna, Amorela, Basilar, Estrela, Nikito, Pelaggio, Pilar, Puro Sabor, Treloso, Zabet, Salsito, Medalha de Ouro, Predilieto e Bonsabor.

Hoje, a Cia tem uma presença nacional, com 13 plantas industriais no NE (CE, RN, BA, PB e PE), SE (SP) e Sul (RS), além de 30 centros de distribuição em todas as regiões do Brasil. Atualmente, há 4 unidades de produção no CE (2 fábricas de biscoitos e massas, sendo uma delas também de *snacks* e bolos, 1 moinho de trigo, e 1 fábrica de gorduras vegetais e margarinas), 2 unidades em PE (2 fábricas de biscoitos e massas), 1 complexo industrial na BA (1 fábrica de massas, biscoitos e mistura para bolos integrada a 1 moinho e 1 terminal portuário para importação de trigo em grão), 1 complexo industrial na PB (1 fábrica de massas integrada a 1 moinho), 1 complexo industrial no RN (1 fábrica de massas integrada a 1 moinho e 1 terminal portuário para importação de trigo), 3 unidades em SP (2 fábricas de massas e 1 fábrica de biscoitos), e 1 unidade no RS (fábrica de biscoitos e massas).

A.1 - Histórico

A história da Cia começa em 1936, com a fundação da Padaria Imperial em Fortaleza, CE por Manuel Dias Branco. A padaria produzia pães, biscoitos e macarrão da marca Imperial. Em 1953, o Sr. Francisco Ivens de Sá Dias Branco entra na sociedade e é inaugurada a fábrica Fortaleza. No ano seguinte, é instalado o primeiro forno metálico de corrente semi-automático e a produção – antes ainda artesanal – ganha um caráter mais industrial com este investimento.

No início da déc. 60, a Cia começa a desenvolver seu atual modelo de distribuição pulverizada, voltado para o pequeno varejista. Como veremos mais adiante, **esta capilaridade na distribuição é um dos grandes ativos da Cia e lhe proporciona uma vantagem competitiva e um *moat* inigualável.**

Já na déc. 90, com a desregulamentação do setor de trigo no Brasil, a Cia inicia um processo de **verticalização da produção com a construção de moinhos de trigo**. Esta foi, também, uma **decisão estratégica bastante relevante para a Cia, pois lhe conferiu a capacidade de armazenar seu principal insumo, reduzindo, com isso, sua vulnerabilidade e exposição ao mercado *spot* de trigo**. Em 2002, a Cia dá mais um passo no seu processo de verticalização, inaugurando no estado do CE uma **unidade de produção de gorduras, margarinas e cremes vegetais**.

Em 2003, a Cia promove uma importante **expansão geográfica com a aquisição do controle total da Adria**, uma das líderes na produção de biscoitos e massas no Sul e SE. Este movimento permitiu à Cia ter maior presença nestas regiões e, assim, **conquistar a liderança no mercado nacional de massas e biscoitos, deixando de ser apenas uma Cia regional**. Com esta aquisição, somaram-se ao portfólio da M. Dias as marcas Adria, Basilar, Isabela e Zabet. O potencial produtivo da Cia também aumentou com as 3 unidades industriais da Adria em SP e 1 no RS.

Nos anos seguintes, a Cia continuou crescendo sua capacidade produtiva de farinha e farelo de trigo com a construção/aquisição de mais moinhos. Sua capacidade fabril também se expandiu com a abertura de novas fábricas e com fábricas de empresas adquiridas.

Após seu IPO em 2006, a Cia realiza uma série de aquisições: Vitarella (2008), NPAP (2011) – detentora da marca Pilar –, Estrela (2011) – detentora das marcas Estrela, Pelaggio e Salsito –, e Moinho Santa Lúcia (2012) – que, além de atuar na moagem de trigo, também industrializa e comercializa biscoitos e massas das marcas Predilieto e Bonsabor.

A.2 – Grupo de Controle e Governança Corporativa

A empresa tem um grupo de controle definido com 63,07% do capital total e representado

pelo Sr. Francisco Ivens de Sá Dias Branco. Ter um controlador definido é uma característica importante, 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. Assim, julgamos que Cias com grupo de controle definido tendem a estar mais alinhadas com os interesses de longo prazo dos acionistas em geral.

Vale mencionar, ainda, que a Cia está listada no Novo Mercado, segmento da Bovespa que estabelece boas práticas de governança corporativa e requerimentos de transparência.

B - Modelo de Negócios

O modelo de negócios da M.Dias tem características e *moats* interessantes como:

1) **Marca Forte** – a Cia tem em seu portfolio de produtos algumas das marcas mais fortes do Brasil em biscoitos e massas. No Norte e NE, as marcas especialmente fortes são Richester, Fortaleza, Vitarella, Treloso, Pilar e Estrela. Já no Sul e SE, as marcas mais fortes são Adria, Isabela e Zabet. Vale ressaltar que, em 2013, a Adria estava em 44º lugar entre as marcas mais valiosas do Brasil, segundo a Brand Analytics.

2) **Produtos de Baixo Valor Unitário** – o consumo de tais produtos independe da oferta de crédito na economia e é, portanto, mais resiliente ao longo de ciclos econômicos. Além disso, o fato de a Cia vender produtos de baixo valor unitário ao consumidor final contribui para sua capacidade de repassar preços. Afinal, se houver necessidade de aumentar preços em 5%, por ex., um pacote de biscoitos de R\$ 1,75 passaria a custar R\$ 1,84, o que representaria um aumento de apenas R\$ 0,09 por pacote. A menos que o consumidor seja de baixíssima renda, tal aumento não tende a impactar de forma relevante sua decisão de compra, ou seja, a elasticidade-preço deste tipo de produto tende a ser relativamente baixa para boa parte dos consumidores. Assim, apesar de a Cia estar, a princípio, exposta a variações nos preços de suas matérias-primas, se for necessário realizar um aumento de preços em seus produtos finais para recompor margens, a Cia pode fazê-lo sem grandes transtornos, especialmente se ela diluir estes aumentos ao longo de alguns meses.

3) **Ampla Rede de Distribuição no Brasil, com Grande Capilaridade no NE** – o sistema de distribuição da Cia é formado por uma combinação de canais diretos — em que os clientes são atendidos por força de venda própria — e canais indiretos — onde as vendas são realizadas com a intermediação de atacadistas e distribuidores. **Um ativo valioso e um grande diferencial da M.Dias é, sem dúvida, sua rede de distribuição no NE. Ela começa a**

ser desenvolvida nos primórdios da Cia, quando ela procurava vender seus produtos nas pequenas mercearias da região. A capilaridade hoje existente é incrível e replicar este ativo seria uma tarefa muito difícil. Isto, por si só, já representa uma relevante barreira à entrada para a concorrência, que até pode conseguir ganhos marginais de *market share* via distribuição no grande varejo, mas dificilmente conseguiria chegar ao pequeno varejo, que é o ponto de venda especialmente dominante na região NE. O desenvolvimento deste canal de distribuição direta ao pequeno varejo garante também uma menor dependência em relação às grandes redes de varejo – dependência que é inevitavelmente maior no Sul/SE, onde a Cia também atua.

No canal de distribuição direta ao varejo há duas formas de atendimento: pronta entrega e pré-venda. A pronta entrega é feita por Kombis da Cia que levam produtos para ~40 clientes por dia, fazendo a venda direta em geral na hora. O pagamento é então depositado imediatamente em um cofre que existe dentro da Kombi. Já a pré-venda é feita por vendedores em motos, que param nos pontos de venda para digitar os pedidos via *palmtops*. Se os pedidos forem processados até às 17h, a entrega dos produtos encomendados é feita já no dia seguinte através de caminhões. Se a densidade de clientes não for suficientemente grande em determinada área, a Cia usa distribuidores terceirizados, o que é mais comum de acontecer em locais fora do NE.

Em 2013, a Companhia realizou 37,6% das suas vendas diretamente para o pequeno e médio varejo e 46,3% para atacadistas e distribuidores, através dos quais ela também atinge o pequeno e médio varejo. Assim, ~84% dos clientes finais da Cia são pequenos e médios varejistas e apenas 13,4% são grandes redes. Os 2,7% restantes são clientes industriais e outros.

A base de clientes da Cia também é bastante pulverizada, com ~64 mil clientes ativos. O seu maior cliente representou, em 2013, apenas 6,7% da sua receita líquida, enquanto que os 50 maiores representaram apenas 36,9%.

4) Customização dos Produtos Conforme o Gosto do Consumidor – a Cia procura adequar o perfil de produtos oferecido em cada região ao gosto do consumidor local. Por ex., no NE, há mais disponibilidade de biscoitos de coco, uma vez que este fruto faz parte da cultura local e está bastante presente nas refeições diárias. Os *crackers* também tendem a ser mais crocantes no NE, pois o consumidor de lá não se adapta à consistência do produto vendido no SE. Essa capacidade de entender que existem vários “Brasis” dentro do Brasil e essa **capacidade de “customização” dos produtos por região garante a M.Dias seu bom posicionamento nos mercados onde atua e representa um grande diferencial da Cia**, já que suas concorrentes tendem a “empurrar” produtos mais padronizados.

5) Amplo leque de produtos – a Cia tem um leque de oferta que inclui desde produtos

extremamente populares e de baixo valor agregado até produtos mais elaborados (*premium*). Esta oferta variada visa atender a diferentes perfis de consumidor. Um exemplo de produto de mais alto valor agregado que é ofertado basicamente nos mercados do Sul e SE é a massa grano duro. Este produto não representa uma parcela relevante das vendas ainda, mas a expectativa é de que sua penetração aumente com o tempo.

6) **Foco em inovação** – a Cia está constantemente desenvolvendo e lançando produtos e embalagens novas para atrair o consumidor. Entre 2011 e 2013, por ex., a Cia lançou 118 novos produtos como novos sabores de massas instantâneas, biscoitos *cream cracker* de vários sabores, novos biscoitos recheados, *waffers*, tortinhas, etc. Neste ano de 2014, o setor de P&D de produtos e embalagens trabalha com mais de 106 projetos com previsão para lançamentos nos próximos 2 anos. Assim, a inovação orientada, em grande parte, para o desenvolvimento de produtos de maior valor agregado é um *driver* importante de crescimento para a Cia.

7) **Foco em Produtos Sinérgicos** – um dos grandes ativos da empresa é sua rede de distribuição. A Cia reconhece isso e procura extrair o máximo de sinergias deste aparato já montado. Assim, a Cia tem procurado sempre **agregar produtos que possam ser facilmente incorporados a esta rede de distribuição**, como fará neste ano de 2014 com mistura para bolos e torradas.

A Cia não planeja entrar em nichos que exijam mudanças na distribuição como, por ex., chocolates ou sorvetes, que demandariam uma logística diferente, inclusive com caminhões refrigerados. No caso específico do chocolate, além de exigir transporte refrigerado, o mercado para este produto já é dominado por *players* grandes como Nestle e Kraft, o que tornaria a dinâmica competitiva pouco favorável para um novo entrante. O mercado de barras de cereal chegou a ser contemplado pela Cia, mas hoje se mostra um nicho complicado, uma vez que parou de crescer e não vem apresentando perspectivas interessantes. A Cia estuda com cautela a entrada em produtos como sopas e molhos, que teriam grande sinergia com o atual portfólio da Cia e poderiam ser facilmente incluídos nos atuais canais de distribuição.

8) **Alto Grau de Verticalização na Produção** – na déc. 90, com a desregulamentação do setor de trigo no Brasil, a Cia inicia um processo de verticalização da produção com a construção de moinhos de trigo. Esta foi uma decisão estratégica bastante relevante, pois lhe conferiu a capacidade de armazenar seu principal insumo, reduzindo, com isso, sua vulnerabilidade e exposição ao mercado *spot* de trigo. Em 2002, a Cia dá mais um passo no seu processo de verticalização, inaugurando no estado do CE uma unidade de produção de gorduras, margarinas e cremes vegetais. **O alto grau de verticalização da Cia é, certamente, um diferencial frente aos competidores, já que nem todos os *players* desfrutam de um processo produtivo tão integrado.**

9) **Grande Capacidade de Armazenagem de Trigo e Escala na Compra de Insumos** – um outro diferencial da companhia é sua grande capacidade de armazenar sua principal matéria-prima – o trigo – em silos localizados em seus moinhos. A Cia trabalha com um período de armazenagem de 3 a 6 meses (*hedge* físico), garantindo com isto o abastecimento das plantas industriais e contribuindo para a formação de um “preço médio” de compra do insumo. Vale mencionar que a Cia tipicamente não faz *hedge* de trigo no mercado futuro. A M.Dias é uma das grandes compradoras de trigo no Brasil e esta escala lhe permite comprar o insumo com um desconto estimado de 20% sobre seus competidores menores. Isto certamente lhe confere uma vantagem em termos de menores custos de produção em relação à concorrência em geral.

10) **Plantas com Tecnologia de Ponta Espalhadas pelo Território Nacional** – Atualmente, a Cia possui 13 plantas industriais dotadas do que há de mais moderno em tecnologia de produção de alimentos, inclusive com máquinas importadas da Europa e EUA. Tal tecnologia de ponta permite uma maior eficiência no processo produtivo, com menores custos de produção e maior qualidade dos produtos. Todas as plantas estão estrategicamente localizadas e próximas de seus principais mercados consumidores (9 no NE, 3 no SE e 1 no Sul). Assim, tal estrutura contribui para: (i) redução de custos de transporte até os clientes, (ii) agilidade na entrega, e (iii) maior amplitude do portfolio de produtos.

11) **Incentivos Fiscais no NE** – a Cia se beneficia bastante dos incentivos fiscais federais e estaduais oferecidos para empresas que se instalam no NE. No caso de M.Dias, o incentivo é do tipo oneroso, ou seja, tal incentivo exige uma contrapartida de investimento como, por ex., a construção de uma nova planta ou geração de X postos de trabalho na região. Sendo assim, o poder concedente não pode simplesmente retirar o incentivo antes do prazo estabelecido, mas poderia eventualmente não efetuar sua renovação. Historicamente, no entanto, os governos têm sempre renovado os incentivos conferidos porque, sem eles, a região perderia muitas indústrias, o que acentuaria a desigualdade social entre NE e Sul/SE. Vale destacar que, para a M.Dias, tais incentivos geram uma “poupança forçada” para reinvestimento ou aquisições, uma vez que a Cia não pode distribuir via dividendos ganhos advindos de incentivos fiscais. Com tanta geração de caixa, é natural que a Cia continue sua trajetória de crescimento e consolidação nos mercados onde atua ou venha a atuar.

12) **Gente** – como em toda a Cia de sucesso, o foco em gente é um dos pilares da M.Dias. Seu sistema de remuneração tem como finalidade estimular a produtividade da equipe e manter seus melhores quadros. Por ex., o forte relacionamento com clientes varejistas, construído ao longo de décadas, é constantemente fomentado por uma equipe de vendas bem treinada e remunerada na ponta final de distribuição. Há, inclusive, uma política de remuneração desta equipe especialmente destinada a estimular a venda de produtos de maior valor agregado e recém-lançados pela Cia.

C - Estrutura Competitiva da Indústria

A indústria de biscoitos e a indústria de massas são ainda relativamente fragmentadas, com muitos *players* pequenos.

Em biscoitos, há 593 empresas atuantes no Brasil, sendo que as 6 maiores detêm uma participação de 63,5% do mercado. De acordo com a AC Nielsen, as principais empresas em termos de volume vendido em Dez/13 eram M.Dias com 28,5% do mercado, Nestlé com 8,4%, Mondelez (Kraft) com 7,1%, Marilan com 6,8%, Pepsico com 6,7% e Arcor com 6%.

É interessante notar que, em termos de faturamento, estas participações em Dez/13 eram de 21,3% para M.Dias, 11,2% para Nestlé, 11% para Mondelez (Kraft), 6,1% para Marilan, 7% para Pepsico e 5,8% para Arcor.

Este *gap* entre a participação da M.Dias em termos de faturamento (21,3%) e a participação em termos de volume(28,5%) mostra que a Cia tem muito espaço para aumentar seu *share* em produtos de maior valor agregado, como biscoitos recheados, por ex.

Em massas, as 6 maiores Cias do setor detêm uma participação de 65,9% do mercado. De acordo com a AC Nielsen, as principais empresas em termos de volume vendido em Dez/13 eram M.Dias com 30% do mercado, Selmi com 10,3%, J.Macedo com 9,3%, Santa Amália com 7,6%, Piraquê com 5% e Vilma com 3,7%.

Em termos de faturamento, estas participações em Dez/13 eram de 26,6% para M.Dias, 12,5% para Selmi, 9,1% para J.Macedo, 7,5% para Santa Amália, 5,2% para Piraquê e 3,4% para Vilma.

Este *gap* entre a participação da M.Dias em termos de faturamento (26,6%) e a participação em termos de volume(30%) mostra que, também no mercado de massas, a Cia tem espaço para aumentar seu *share* em produtos de maior valor agregado, como o macarrão grano duro, por ex., que hoje representa apenas 3,5% do volume total comercializado. Com a penetração maior nos mercados do Sul e SE e com o contínuo aumento da renda média da população em todo o Brasil, a Cia certamente tenderá a aumentar a participação de tais produtos em seu portfólio.

Já no que tange ao mercado de farinha e farelo, baseada em dados da Associação Brasileira das Indústrias de Massas Alimentícias e Pão & Bolo Industrializados (ABIMA), a M.Dias estima estar entre as 3 maiores produtoras destes produtos no Brasil.

A participação da M.Dias nos mercados de *snacks*, bolos, torradas e massas para bolos ainda é bastante pequena. O mercado de *snacks* é dominado pela PepsiCo (Elma Chips e Mabel) com participação de ~60%. Já o mercado de bolos industrializados é dominado pela Bimbo

(Pullman) com ~40%, seguida pela Bauducco com 25% de *share*. A líder no mercado de torradas é a Bauducco com 70% de *share*. No mercado de massas para bolos, a líder é a J.Macedo com 40% de participação. Estes dois últimos mercados são mais concentrados, com menor relevância de *players* menores.

Já em margarina, hoje ~70% da produção da Cia é destinada à própria cadeia produtiva da M.Dias. Os outros ~30% constituem a chamada “doméstica” – margarina destinada para venda no varejo. Neste segmento, uma grande concorrente da MDIA é a BR Foods. Em 2013, a M.Dias duplicou a linha de produção de margarina e deve começar a usufruir deste investimento em 2014. Em 2-3 anos, a Cia planeja expandir novamente a capacidade de produção de margarina, talvez em uma segunda planta, já que atualmente toda a produção concentra-se apenas em uma planta no CE.

Ao analisarmos a evolução do mercado de biscoitos e massas, constatamos que, ano após ano, a participação da M.Dias tem aumentado. No mercado de biscoitos, o *market share* da Cia passou de 13,5% em Dez/2003 para 28,5% em Dez/2013, segundo a AC Nielsen. Já no mercado de massas, esta participação passou de 17,8% para 30% no mesmo período. Para continuar se expandindo, a M.Dias **precisa trabalhar concomitantemente 2 estratégias diferentes: (i) basicamente defender seu *market share* no NE, e (ii) ampliar sua participação no Sul/SE.**

(i) Defender seu *market share* no NE

Quanto aos concorrentes locais menores no NE, fatores como reduzida rede de distribuição e exposição direta às oscilações de preços de *commodities* dificultam o avanço destas Cias. Tais flutuações de preços de insumos tendem a afetar muito os concorrentes menores que, ao contrário da M.Dias, não são verticalizados e não tem capacidade de estocar trigo. Além disso, por conta de sua escala, a M.Dias costuma comprar insumos melhor do que o mercado em geral, dificultando qualquer estratégia da concorrência de ganho significativo de *share* via guerra de preços, por ex. Portanto, a participação de mercado dos pequenos concorrentes locais tende a sempre se manter bem restrita.

No que tange a novos entrantes, a Cia está ciente de que qualquer região que cresça a taxas altas, como é o caso do NE em relação ao resto do Brasil, acaba atraindo novos participantes de peso que tentam se aproveitar de parte deste crescimento. No entanto, a Cia parece ter condições de manter seu mercado. **Algumas das características (*moats*) de seu modelo de negócio citadas acima – marcas regionais fortes, rede de distribuição com capilaridade dificilmente replicável, customização do produto ao gosto do consumidor local, e alto índice de verticalização na produção – certamente lhe conferem uma proteção contra avanços significativos da concorrência.**

Mesmo abrindo unidades locais de produção no NE de forma a eliminar custos de transporte dos produtos ao mercado consumidor, os concorrentes da M.Dias enfrentam condições duras. O máximo que estes entrantes podem almejar é ganhar *share* nas grandes redes varejistas, que representaram apenas 13,4% das vendas da M.Dias em 2013. Como estes entrantes não têm tanta capilaridade na sua rede de distribuição por lá, eles não representam uma ameaça forte a Cia.

(ii) Ampliar sua participação no Sul/SE

Como cada mercado tem uma dinâmica diferente, a expansão da M.Dias pelo Sul/SE exige da Cia um *approach* distinto do utilizado no NE. A Cia está ciente de que, para crescer nestes mercados, será preciso um maior gasto em marketing e esforço institucional em pontos de venda, inclusive com mais promoções. Afinal, a dependência das grandes redes varejistas é bem maior. Além disso, a produção nestas regiões não é “incentivada” como é no NE. Sendo assim, crescer no Sul/SE implica em crescer em um mercado de base de consumidores muito maior, mas de rentabilidade menor, mesmo levando-se em consideração o fato de que os produtos vendidos por lá têm, em média, um maior valor agregado. Ainda assim, a expansão pelo Sul/SE tende a oferecer uma rentabilidade interessante e pode levar a Cia a outro patamar. Daí a importância de tal estratégia.

D - Drivers de Crescimento

Nos últimos anos, vimos um estrondoso crescimento do consumo da população brasileira em função, principalmente, de variáveis macro como **aumento da renda, queda do desemprego** e maior disponibilidade de crédito. No NE, a dinâmica foi ainda mais favorável especialmente pelo fato de este crescimento vir sobre uma base muito deprimida. Muitos se referem ao NE como a “China brasileira”, pois muito crescimento ainda será necessário para que haja uma convergência do consumo para os padrões do Sul/SE. O NE tem ainda uma peculiaridade que contribuiu bastante para este avanço do consumo visto nos últimos anos: a intensificação de programas sociais - como **Bolsa Família** - promovidos pelo governo.

Drivers macro como a manutenção da renda, emprego e programas sociais devem continuar contribuindo para crescimento do NE e o PIB da região deve continuar crescendo acima do PIB do Brasil. Mas, mesmo sem um macro forte, os seguintes *drivers* micro deverão impulsionar o crescimento do Lucro Líquido da M.Dias para frente:

1) Aumento da Penetração de Biscoitos e Massas – De acordo com o Sindicato da Indústria de Massas Alimentícias e Biscoitos do Estado de SP (Simabesp) e a Lafis Consultoria, o consumo per capita de biscoitos no Brasil ainda é relativamente baixo: 6,2 kg/ano vs. 9,2 kg/ano na Inglaterra, por ex. Isto indica que o mercado brasileiro ainda não está maduro e oferece muito potencial de crescimento ao longo dos próximos anos.

Em termos de consumo per capita de massa, o Brasil também figura entre os países de penetração relativamente baixa. Segundo o International Pasta Organization (IPO), o consumo per capita de massas no país em 2011 foi de 6,2 kg/ano contra 12,3 kg/ano da Venezuela, por ex. No entanto, vale qualificar que o consumo de massas em famílias com renda mensal superior a R\$ 6,2 mil é cerca de 50% maior do que o consumo em famílias com renda mensal de até R\$ 830, segundo o IBGE.

Além do fator renda, a maior causa para o consumo relativamente baixo de massas no Brasil passa pelo fator cultural. A massa ainda não é amplamente vista como um prato principal e sim como um complemento, tal como o arroz. Assim, o arroz é o maior concorrente da massa e, como tem preço mais baixo, acaba sendo o carboidrato mais escolhido nas classes mais baixas. À medida que haja novos aumentos reais de renda da população, a tendência é a de que ocorra uma maior diversificação no consumo de alimentos complementares – inclusive do macarrão – em detrimento do arroz.

Vale, ainda, destacar o acelerado crescimento do macarrão instantâneo, produto de alto valor agregado que cresceu 29% entre 2009 e 2013, segundo dados da Abima. Com a maior procura do consumidor por praticidade no preparo das refeições, a penetração destes produtos deve continuar aumentando nos próximos anos.

2) Melhoria do Mix, Privilegiando Produtos de Maior Valor Agregado – a Cia tem procurado incentivar o consumo de produtos de maior valor agregado no seu portfólio e tem também lançado produtos novos em segmentos mais *premium* como torradas e mistura para bolos.

A produção de torradas, por ex., deve entrar em operação no 4T14. Este mercado é atualmente dominado pela Bauducco, mas a expectativa é de ganho paulatino de *market share* no segmento. Afinal, para os varejistas é interessante dar espaço de prateleira para produtos de concorrentes da Bauducco como forma de reduzir sua dependência de um único fornecedor. Por isso, torradas da M.Dias devem ganhar destaque nos espaços de venda. A Cia deve, ainda, ter um posicionamento de preços um pouco abaixo da líder. Em 3 anos, a ideia é conquistar 15% do mercado de torradas, que hoje tem um tamanho estimado de R\$ 1 bilhão a R\$ 2 bilhões (dependendo da metodologia de pesquisa) e cresce a taxas elevadas. Torradas não chegariam a ser um dos produtos mais relevantes para a Cia, que teve faturamento de R\$ 4,3 bilhões em 2013. Apesar disso, este é um nicho de boa rentabilidade, sinérgico, e de crescimento sustentável, uma vez que o consumidor tem procurado cada vez mais produtos saudáveis e torradas se encaixam nesta categoria.

Já mistura para bolos começou a ser vendida pela Cia em Jun/14. O mercado para este produto é ainda menor do que o de torradas hoje. Apesar disso, este nicho tem também boa rentabilidade e é altamente complementar ao atual portfólio de produtos da Cia.

A Cia está estudando novos produtos e mais novidades devem ser lançadas em 2015/16. A estratégia da Cia é sempre procurar lançar novos produtos utilizando marcas já consolidadas, obtendo com isso a chamada “sinergia de marca”. Por ex., a Cia pode usar uma marca já reconhecida de biscoitos para lançar *snacks*.

Vale ressaltar que a Cia pretende apenas lançar produtos que possam ser distribuídos pelos seus atuais canais de distribuição. Desta forma, seria possível, por ex., entrar nos segmentos de molhos prontos para massas ou cereais matinais, mas não em iogurtes – que exigiria um transporte refrigerado e uma logística diferente.

Esta estratégia de crescer aproveitando sinergias de marcas e rede de distribuição nos parece muito inteligente e sensata. Certamente, esta paulatina **mudança de mix, com mais participação de produtos de maior valor agregado na receita da Cia, deve contribuir para uma manutenção de margens no longo prazo, compensando compressões pontuais de margem derivadas da expansão da Cia pelo Sul/SE.**

Vale destacar que há espaço nas atuais plantas da Cia para absorver novos equipamentos rapidamente e sem custos significativos. Há, ainda, terrenos disponíveis em praticamente todas as plantas para ampliações da estrutura física, caso seja futuramente necessário.

A Cia está planejando um ciclo de investimentos forte em 2014-15, sendo que 2013 já foi um ano de Capex agressivo, com investimentos de R\$ 287,9 milhões (vs. R\$ 117,2 milhões em 2012). Em 2013, boa parte dos investimentos foi direcionada para aquisição de máquinas e equipamentos para linha de produção de torradas no CE a ser inaugurada no final de 2014, ampliação da produção de margarinas, linha de produção de misturas para bolo na Bahia, novas linhas de produção de biscoitos e massas em várias unidades fabris, e ampliação da capacidade de moagem e armazenamento de grãos da Cia.

3) Expansão Geográfica pelo Sul, SE e CO –a receita da Cia por região, no fim de 2013, era de ~73% NE, ~14,5% SE, 5% Sul, 4% CO e ~3% Norte. Apesar de ter havido, ao longo dos últimos anos, ganho de *market share* sobre competidores menores e crescimento do mercado em geral no NE, a Cia entende que há hoje uma oportunidade mais interessante de crescimento da base de clientes, inclusive com a venda de produtos de maior valor agregado, nas regiões Sul, SE e CO. As margens operacionais são, sem dúvida, maiores no NE, mas isso não invalida a expansão da Cia por outras regiões, pois apesar de terem margens menores, as operações são lucrativas e geradoras de caixa.

No Sul e SE, a Cia opera principalmente com a marca Adria. Quando a M.Dias adquiriu a Adria em 2003, ela manteve intacta a estratégia de distribuição da Cia adquirida por constatar que a dinâmica de distribuição da região Sul/SE é diferente da utilizada no NE e muito mais dependente do grande varejo.

Como discutimos anteriormente, a Cia está ciente de que, para crescer nestes mercados mais competitivos do Sul/SE, será necessário um maior gasto em marketing e esforço institucional em pontos de venda, inclusive com mais promoções. Afinal, a dependência das grandes redes varejistas é bem maior. Além disso, a produção nestas regiões não é “incentivada” como é no NE. Sendo assim, crescer no Sul/SE implica em crescer em um mercado de base de consumidores muito maior, mas de rentabilidade menor, mesmo levando-se em consideração o fato de que os produtos vendidos por lá têm, em média, um maior valor agregado.

No curto prazo, haverá, portanto, um *trade-off* entre crescer e manter rentabilidade, uma vez que crescer volume e *market share* no Brasil expandindo-se para o Sul/SE acarretará em um menor nível de rentabilidade geral da Cia em um primeiro momento. No longo prazo, no entanto, as estratégias de crescer e manter rentabilidade não seriam, a princípio, excludentes, pois a rentabilidade no longo prazo acaba se recompondo com ganhos de sinergia, conclusão do processo de integração das Cias adquiridas, ganhos de escala e diluição de custos, dentre outros fatores.

4) Aumento do Grau de Verticalização na Produção – atualmente, 3 moinhos (2 no NE e 1 no Sul) estão em fase de construção e devem entrar em operação ao longo de 2014/15. Com isto, a produção da Cia será 100% integrada, o que tenderá a aumentar suas margens. Note que a expansão de capacidade com a entrada em operação destes 3 moinhos será de 80%. Portanto, é de se esperar que, ao longo de 2015/16, a utilização da capacidade instalada deva cair em um primeiro momento. Vale ressaltar que a Cia manterá, nos próximos anos, suas atividades de compra/venda de farinha e farelo de/para terceiros. Esta prática visa (i) escoar farinha em momentos de menor produção de massas, biscoitos e demais produtos finais, e (ii) manter um fluxo de venda de farinha em localidades com excedente e compra em localidades com falta, evitando custos logísticos de transporte entre as regiões, mas mantendo um *net* de compra e venda que permita definir a Cia como 100% integrada.

No final de 2013, a Cia utilizou em seu processo produtivo de biscoitos e massas 67,8% de toda a farinha de trigo e 80,5% de toda a gordura vegetal fabricada internamente. Ser integrada é um grande diferencial da Cia, pois muitos de seus concorrentes não dispõem de tal nível de verticalização. Além disso, algumas de suas plantas possuem um moinho no mesmo complexo industrial, eliminando custos de transporte da farinha de trigo. Além da redução do custo logístico, esta cadeia produtiva integrada também proporciona condições para um melhor planejamento dos fluxos e dos custos de produção (dada a capacidade de armazenagem nos moinhos), da maior qualidade dos produtos, e da prática de preços mais competitivos ao consumidor.

5) Possíveis aquisições – por ser uma Cia geradora de caixa, capitalizada e líder nos

segmentos em que atua, a Cia se destaca como uma importante consolidadora, estando sempre atenta às oportunidades de aquisição de Cias que atuem em suas linhas de produtos atuais ou linhas correlatas. O que torna um alvo de aquisição interessante? Alguns fatores seriam (i) marcas fortes e produtos correlatos que poderiam agregar valor ao atual portfólio da M.Dias, (ii) sólida base de clientes, (iii) extensa rede de distribuição ou possibilidade de seu desenvolvimento, (iv) presença em regiões onde a Cia não atua ou tem menor atividade, e (v) possibilidade de ganhos de sinergias operacionais e de distribuição.

Expansões no mercado internacional – seja via crescimento orgânico com abertura de fábrica local ou via aquisição de Cia já atuante no mercado – não seriam uma prioridade no momento. A M.Dias olha potenciais mercados da América Latina e África, mas ainda estão em fase de estudo e pesquisa.

6) Captura de Sinergias de Cias Adquiridas & Controle de Custos

Em 2014, A Cia está concluindo um ciclo de integração das empresas adquiridas nos últimos 5 anos. Se novas aquisições forem feitas, a Cia certamente entrará em um novo ciclo de captura de sinergias.

O foco em redução de despesas e custos também tem sido citado pelo *management* como uma meta. Reduções desta natureza sempre contribuem para expansão de margem da Cia e aumento do lucro líquido.

E - Principais Riscos

1) **Desaceleração Macro** – nos últimos anos, vimos um estrondoso crescimento do consumo da população brasileira em função, principalmente, de variáveis macro como **aumento da renda, queda do desemprego** e maior disponibilidade de crédito. No NE, em especial, a dinâmica foi ainda mais favorável especialmente pelo fato de este crescimento vir sobre uma base muito deprimida. Programas sociais promovidos pelo governo como **Bolsa Família** também fomentaram o consumo de muitas famílias. Portanto, uma desaceleração econômica ou uma reversão dos programas sociais já constituídos seriam fatores de risco para a M.Dias. No entanto, vale ressaltar que o consumo dos produtos fabricados pela Cia independe da oferta de crédito na economia e é, portanto, mais resiliente ao longo de ciclos econômicos. Além disso, julgamos que é pouco provável que qualquer governante cancele os programas sociais já estabelecidos.

2) **Pressão de Custos de Matérias-Primas** – o custo de matérias-primas é um elemento chave para a Cia. Em 2013, o COGS correspondeu a 66,5% da receita líquida, sendo que o item matéria-prima correspondeu a 68,7% do COGS. A matéria-prima mais importante para a Cia é o trigo. Em 2013, ele respondeu por 40,2% do COGS, seguido por óleo vegetal (8,8%), farinha de terceiros (7%), açúcar (3,7%), gordura de terceiros (1,5%), outros insumos (7,6%).

O trigo utilizado pela Cia costuma ser importado – especialmente da Argentina – porque a qualidade do trigo nacional ainda é baixa em função do clima e do solo pouco favoráveis. O preço do trigo é ditado pela dinâmica internacional de oferta e demanda. Dentre os maiores produtores/exportadores de trigo, destacam-se EUA, União Europeia, Canadá, Rússia, Austrália, Ucrânia e Argentina.

Quando o preço do trigo sobe, é natural haver uma pressão nas margens da Cia, mas as oscilações não costumam ser bruscas devido a (i) política de *hedge* físico de trigo que assegura abastecimento de 3 a 6 meses, e (ii) capacidade de repassar preços ao consumidor ao longo do tempo. Se, por outro lado, ocorrer uma queda no preço do trigo, a Cia dificilmente repassa isso ao consumidor, absorvendo todo o benefício que isto gera sob a forma de expansão de margens.

3) **Competição Mais Acirrada**– como comentamos na seção “Estrutura Competitiva da Indústria”, toda região que cresce a taxas altas, como é o caso do NE em relação ao resto do Brasil, acaba atraindo novos participantes de peso que tentam se aproveitar de parte desse crescimento. No entanto, algumas das **características (moats) modelo de negócios da M.Dias citadas acima – marcas regionais fortes, rede de distribuição com capilaridade dificilmente replicável, customização do produto ao gosto do consumidor local, e alto índice de verticalização na produção – certamente lhe conferem uma proteção contra um avanço significativo da concorrência.**

No Sul/SE, a concorrência já é muito maior e, para crescer nestes mercados, será preciso um maior gasto em marketing e esforço institucional em pontos de venda, inclusive com mais promoções. Afinal, a dependência das grandes redes varejistas é bem maior. Apesar disso, ganhar *share* nesta região é totalmente factível, especialmente dada a estratégia da Cia de posicionamento de marcas e precificação de produtos. Pelo lado do grande varejista, também há sempre o interesse na diversificação dos fornecedores de forma a reduzir a dependência que eles têm em relação a determinadas marcas.

4) **Perda dos Incentivos Fiscais** – com tantas intervenções do governo em diferentes setores da economia, há um medo generalizado de que possíveis “canetadas” desfavoráveis possam prejudicar certas empresas brasileiras dependentes de incentivos fiscais. Tal medo é compreensível e tal risco existe, mas consideramos pouco provável que se materialize no caso da M.Dias. As consequências políticas para um governante que aprovasse tal medida seriam desastrosas simplesmente pelo fato de que as indústrias que se instalaram na região NE ficariam, em grande parte, inviabilizadas sem os atuais incentivos fiscais. Isto geraria fuga destas indústrias da região e demissões em massa, algo certamente indesejável. Os incentivos fiscais têm sido sistematicamente renovados ao longo dos anos e a expectativa é de que este padrão se mantenha.

5) **Risco de Execução no Processo de Expansão** – este risco está sempre presente em Cias em processo de expansão. Os problemas estão tipicamente relacionados a maiores gastos e perda de rentabilidade acima do esperado, e devem ser, portanto, monitorados de perto.

6) **Risco de Sucessão** – toda empresa familiar sofre o risco de não ter, entre os sucessores, gestores tão capazes quanto os das gerações passadas. No entanto, esta transição de gerações parece estar sendo suave no caso da M.Dias, uma vez que muitos membros da família já trabalham há anos na Cia e têm demonstrado bom desempenho à frente de duas funções. Em Jul/14, o Sr. Francisco Ivens de Sá Dias Branco Jr finalmente assumiu como CEO, acumulando também o cargo de VP industrial das divisões Biscoitos, Massas, Margarinas, Bolos e Snacks, posição que ele já ocupava anteriormente. Com isso, o Sr. Francisco Ivens de Sá Dias Branco tornou-se presidente do Conselho de Administração da Cia. Vale destacar que outras 3 posições relevantes são também ocupadas por familiares: Francisco Marcos Saraiva Leão Dias Branco (VP Comercial), Maria Regina Saraiva Leão Dias Branco Ximenes (VP de Administração e Desenvolvimento), Francisco Cláudio Saraiva Leão Dias Branco (VP Industrial - Moinhos) e Maria das Graças Dias Branco da Escóssia (VP Financeira).

7) **Substituição de Massa por Proteína Animal** – com a continuidade do aumento de renda da população especialmente no NE, muito se especula sobre uma possível substituição de consumo de massa por proteína animal. A princípio, tal raciocínio parece fazer sentido, não fosse pelos reais hábitos de consumo na região. O nordestino não vê a massa como um prato principal como os habitantes de outras regiões do Brasil. Lá, há o hábito de consumir, em uma mesma refeição, arroz, feijão, macarrão, farinha e uma proteína animal, quando esta está disponível. Portanto, o risco de substituição de consumo parece pouco relevante. De fato, o que se espera é que, com mais aumentos de renda, haja uma substituição de produtos de menor valor agregado para os de maior valor agregado dentro do próprio universo de massas – e a M.Dias está pronta para atender a esta evolução do mercado.

8) **Risco de “Nestlerização” da Cia** – o mercado cita a entrada em muitos segmentos e produtos diferentes – com eventual perda de foco e rentabilidade – como um risco para a Cia. No entanto, consideramos este risco muito baixo, uma vez que a Cia tem demonstrado muita sensatez na sua estratégia de crescimento, escolhendo sempre entrar em nichos complementares em que seja possível aproveitar sinergias de marcas e rede de distribuição.

F - Conclusão:

Julgamos que a M.Dias seja uma daquelas Cias que conseguem promover crescimento mesmo em ambientes macroeconômicos menos favoráveis. O consumo de seus produtos independe da oferta de crédito na economia e é, portanto, mais resiliente ao longo de ciclos econômicos. O fato de 73% de a receita estar ligada ao NE é uma característica interessante da Cia, pois a torna pouco exposta a dinâmica econômica do Sul/SE.



Além disso, algumas das características (*moats*) de seu modelo de negócios – marcas regionais fortes, rede de distribuição com capilaridade dificilmente replicável, customização do produto ao gosto do consumidor local, e alto índice de verticalização na produção – certamente lhe conferem uma proteção contra avanços significativos da concorrência.

Enfim, julgamos que a M.Dias seja mais uma empresa com um modelo de negócios redondo e inserida em um ambiente competitivo em grande parte favorável a ela. Por isso, seguimos acreditando fortemente na capacidade da Cia de entregar resultados favoráveis nos próximos anos.

Atenciosamente,

Equipe da Sabra Capital