

## Carta Mensal

Nesta Carta, apresentamos os resultados do fundo no mês de Agosto e alguns *updates* de *investment cases* discutidos em meses anteriores.

### I. Avaliação Mensal

O grande *driver* do mês foi, novamente, a disputa presidencial no país.

Com a morte do candidato à presidência pelo PSB, Eduardo Campos, em 13/Ago e a subsequente indicação da vice, Marina Silva, para assumir a candidatura como “cabeça de chapa”, o mercado julgou que as chances de realização de um 2º turno teriam aumentado substancialmente. Afinal, Marina Silva havia tido uma votação expressiva no 1º turno quando candidata à presidência em 2010, com 19% dos votos válidos na época.

Eduardo Campos, por sua vez, nunca chegou a decolar nas pesquisas de intenção de voto para estas eleições. Na pesquisa Datafolha de 17/Jul, Campos aparecia com apenas 8% dos votos válidos no 1º turno, enquanto na pesquisa Ibope de 07/Ago, tal percentual era de 9%.

Portanto, se Marina Silva conseguisse repetir o desempenho que teve em 2010, um 2º turno seria muito mais provável e as chances de uma vitória da oposição – seja PSDB ou PSB – aumentariam.

A 1ª pesquisa eleitoral realizada pelo Datafolha após a morte de Campos e divulgada em 18/08 confirmou o grande avanço do PSB. Marina Silva aparecia com 21% das intenções de voto no 1º turno, repetindo sua performance de 2010. Este percentual representava um empate técnico com Aécio Neves, que obteve 20% nesta pesquisa. Alguns ainda se perguntavam se tais números seriam apenas reflexo de uma comoção nacional pela morte de Campos e se isso seria sustentável. De qualquer modo, com Marina no páreo, um 2º turno parecia garantido.

A pesquisa seguinte realizada pelo Ibope em 26/Ago mostrou que a candidatura de Marina não só se sustentaria, mas ultrapassaria vigorosamente o candidato Aécio Neves, o segundo colocado até então. Nesta pesquisa, Aécio ficou com 19% das intenções de voto no 1º turno contra 29% de Marina. Já na simulação de 2º turno entre Dilma Rousseff e Marina Silva, visualizamos, pela primeira vez, uma chance real de vitória da oposição, uma vez que Marina aparecia com 45% dos votos e Dilma ficava atrás com 36%.

A pesquisa seguinte do Datafolha, divulgada em 29/Ago, mostrou um avanço ainda maior de Marina, já que, no 1º turno, ela aparecia empatada com Dilma – ambas estavam com 34% das intenções de voto. No 2º turno, Marina venceria com 50%, contra 40% para Dilma.

Com esta enorme mudança do cenário político representada pela entrada em cena de Marina Silva como candidata à presidência no lugar de Eduardo Campos, o Ibovespa iniciou uma trajetória impressionante de alta, acumulando +9,78% até o fim do mês.

Mais uma vez, alguns dos principais papéis que puxaram o índice foram empresas estatais. Petrobras PN subiu +22,25% no mês, enquanto Banco do Brasil ON e Eletrobras ON subiram +26,56% e +30,40%, respectivamente.

Setores vistos como os “mais beneficiados” com a chegada de Marina à presidência também tiveram desempenho favorável. Estas compras de “cestas setoriais” são curiosas, pois o comprador ignora totalmente a capacidade efetiva de uma dada empresa entregar o que se espera dela em termos de resultado. Se uma empresa não estiver bem “arrumada” internamente e não tiver um *management* capaz de conduzir bem a empresa, ela dificilmente conseguirá tirar proveito de um ambiente macroeconômico ou setorial mais favorável, uma vez que ficará “perdida” em meio a problemas internos e ineficiências.

Por isso, preferimos continuar seletivos em nossas escolhas. Não seguimos comportamentos de manada e nem supostas “grandes oportunidades setoriais”, uma vez que o “castelo de cartas” sempre tende a cair quando as empresas começam a divulgar resultados decepcionantes, mesmo num ambiente supostamente mais favorável.

Como comentamos na última Carta, muitas vezes o mercado reage de forma desigual a determinados eventos ou expectativas de eventos. Empresas mais “óbvias” (aos olhos do mercado) e mais líquidas são, muitas vezes, o primeiro “alvo” dos investidores. Depois, quando este *play* se esgota, as outras ações começam a performar e o *gap* que foi aberto entre as mais privilegiadas num primeiro momento e as demais tende a se fechar.

Este *gap* tende não só a se fechar como pode, de fato, se inverter. No longo prazo, só a performance de empresas com resultados bons, recorrentes, e consistentes se sustenta. “Castelos de cartas” e expectativas do tipo “*wishful thinking*” sempre desmoronam. Prevalecem as empresas com modelos de negócios redondos, inseridas em ambientes competitivos favoráveis, com planos de crescimento bem definidos, e com um *management* capaz de conduzir tal crescimento.

## II. *Updates de Investment Cases*

Em meses anteriores, escrevemos *investment cases* de Mills, Marcopolo, M.Dias Branco, Multiplan e Eztec. Sabemos que o Brasil está passando por tempos difíceis, inclusive apresentando recessão técnica neste 1H14. Mas julgamos que o pessimismo refletido nos preços de mercado das ações destas empresas seja exacerbado, especialmente dada a resiliência do modelo de negócios de muitas delas. Todas sofreram reprecificações para lá de pessimistas desde Out/13 – só justificadas através de premissas de “fim do mundo” em seus DCFs.

Assim, pelas nossas avaliações, a distorção preço-valor que já existia antes, acentuou-se consideravelmente nestes últimos meses. Nesta seção, faremos um breve *update* dos casos de investimento de Mills e Marcopolo. Na próxima Carta, escreveremos sobre Multiplan, M.Dias e Eztec. Mostraremos que estas empresas, de fato, apresentam boas perspectivas para frente. Além disso, todas elas têm um modelo de negócios redondo e ambiente competitivo robusto – *moats* que favorecem a execução de seus planos de crescimento.

### Mills

Como discutimos na **Carta Mensal de Out/13**, a Mills é uma das maiores empresas prestadoras de serviços de engenharia do país, com mais de 60 anos de história. A Cia está dividida em 3 segmentos: Construção Pesada ou Infraestrutura (24% do EBITDA no 2T14), Edificações ou Jahu (24% do EBITDA) e Rental (52% do EBITDA).

A empresa é líder de mercado nos segmentos em que atua, seu modelo de negócios apresenta grandes diferenciais, e o *management* é extremamente experiente e competente, como já expomos no *investment case* da Carta de Out/13.

O principal risco da Cia é sua **exposição aos ciclos econômicos**. Todas as 3 divisões em que a Cia atua são capital intensivas. Portanto, saber navegar nesses ciclos econômicos ao longo dos últimos 60 anos tem sido, para Mills, uma grande vantagem.

Como bem descrevemos, em épocas de desaceleração econômica, a Cia pode enfrentar (i) menor volume de contratos que se traduz em baixa utilização da capacidade instalada (costuma cair de 83% em *booms* e 75% em épocas “normais” para 60% em *downturns*) e menor *rental rate* (cai de 7% do custo de reposição do equipamento por mês para 5%), (ii) atrasos nos pagamentos dos clientes e/ou renegociações de contratos em atraso/default, e (iii) menor liquidez no mercado secundário de revenda de ativos.

No 1H14, com o Brasil em recessão técnica, a Mills dificilmente ficaria totalmente imune. A Cia sofreu, basicamente, uma redução da utilização da capacidade instalada de seus equipamentos e máquinas. No entanto, vemos esta baixa utilização como passageira, não comprometendo as perspectivas de médio/longo prazo da Cia.

A Cia está com várias obras em estágio de mobilização, o que contribuirá para aumento da quantidade de equipamentos locados nos próximos trimestres.

No segmento de Construção Pesada, por ex., **o backlog estimado hoje é 1,5x o que era há um ano atrás, com contratos até 2018**. Então, ao longo dos próximos trimestres, a receita e a taxa de utilização dos equipamentos deverão aumentar, gerando uma recuperação de margens nesta unidade de negócios.

É bom lembrar que empresas que venceram as concessões de 2013 devem investir R\$ 300 bilhões entre 2015 e 2017, dos quais R\$ 92 bilhões em logística (multiplicando os investimentos no setor em 2,5x) e R\$ 88 bilhões em geração de energia.

Estes R\$ 300 bilhões são um montante 50% superior ao investido nos últimos 3 anos. Assim, a transferência dos investimentos de infraestrutura para o setor privado através destas concessões contribuirá para uma elevação do nível de investimentos no país, um aumento no ritmo de execução das obras e uma maior valorização de soluções de engenharia que tragam ganhos de produtividade através de redução de custos e de prazo de obra.

Como isto impacta a Mills? Na divisão de Construção Pesada, muitos contratos com clientes que ganharam as concessões de 2013 estão em fase de assinatura e a Cia espera que, em início de 2015, ela já tenha contabilizado em seu *backlog* as obras provenientes do pacote de concessões logísticas licitado em 2013. Uma obra que efetivamente já começou foi o metrô de Salvador.

No segmento de Edificações, a Cia adota uma postura mais conservadora e espera um mercado estável em 2014 e 2015, após anos de forte expansão. O foco da Cia nesta divisão será (i) aumentar taxa de utilização dos equipamentos para, assim, melhorar os preços, e (ii) investir na introdução de novas tecnologias para aumentar a produtividade dos clientes.

Já em Rental, o foco é a expansão geográfica. A Cia abriu 2 novas unidades no 2T14 e planeja outras 5 unidades no 2H14. Embora a economia esteja crescendo pouco já há algum tempo, a Rental tem crescido de forma expressiva nos últimos anos.

O resultado mais fraco do 2T14 deve ser visto como algo pontual. Neste trimestre, a Cia teve um resultado mais fraco nesta divisão em função de uma pressão de preços no mercado *spot* e por conta dos feriados e da Copa do Mundo. Ao longo do 2H14, o volume deve se recuperar, gerando um aumento do nível de utilização dos equipamentos e levando as

margens a se normalizar nesta unidade de negócios. De fato, a Cia vê 2 vetores para aumentar a utilização de capacidade em Rental: (i) abertura de novas filiais, penetrando em novos mercados, e (ii) recuperação do mercado *spot*.

Nos próximos anos, as perspectivas para Rental continuam boas, pois este mercado só deverá ficar maduro em 2025.

Em suma, as obras e os investimentos em infraestrutura que estão programados para os próximos anos no Brasil deverão favorecer todas as 3 divisões da Mills. O Brasil é um país cheio de gargalos que foram se formando ao longo das últimas décadas em função das condições macroeconômicas pouco favoráveis aos investimentos. Assim, o que temos é uma **necessidade estrutural de investimento** – e não apenas algo pontual. São as **carências do Brasil** por portos, aeroportos, centrais de geração elétrica (sejam hidrelétricas ou outras fontes), estradas, pontes, etc. **que revelam o verdadeiro potencial de crescimento da Mills.**

## **Marcopolo**

Como discutimos na **Carta Mensal de Dez/13**, a Marcopolo é a líder na produção de ônibus no mercado brasileiro, com *market share* tipicamente de ~44% (sendo ~63% em ônibus rodoviário e ~38% em urbano). A Cia tem presença global, detendo ~8% do mercado mundial de ônibus, com fábricas em 8 países. Além disso, ela possui um banco (Banco Moneo), cujo propósito é apenas intermediar repasses de Finame para seus clientes.

A Cia tem um modelo de negócios redondo, uma equipe extremamente experiente e competente, e está inserida em um ambiente competitivo favorável (é líder de mercado nos segmentos em que atua, tem produtos diferenciados e poder de determinar preços, e seus concorrentes atuais não praticam guerras de preços).

No 1H14, as ações da Cia sofreram muito em função de **problemas pontuais e não estruturais da empresa**. Portanto, apesar de “emocionalmente” justificável, consideramos este desempenho tão ruim das ações injustificável em termos de fundamento.

A seguir, discutiremos como as **incertezas de curto prazo levaram muitos clientes da Cia a adiar (não cancelar) seus pedidos, gerando uma demanda represada** ainda maior nos diversos segmentos.

(i) Segmento de Urbanos – A frota de urbanos no país está com **idade média de 14,4 anos e o problema só tende a se agravar com o passar do tempo**. Nos últimos meses, houve 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. Mas os reajustes já começaram a ocorrer: Belo Horizonte (MG) – reajuste aprovado de 7,5%, Boa Vista (RR) – reajuste aprovado de 15,6%, Rio de Janeiro (RJ) – reajuste aprovado de 9,1% (contrapartida: 100% da frota com ar condicionado até 2016), Cuiabá (MT) – reajuste aprovado de 7,7%, Porto Alegre (RS) – reajuste aprovado de 5,4% (contrapartida: 100% da frota com ar condicionado em 5 anos e idade máxima de 10 anos), Alagoas (AL) – reajuste aprovado de 8,7%, Belém (PA) – reajuste aprovado de 9,1%, e Goiânia (GO) – reajuste aprovado de 3,7%.

(ii) Segmento de Rodoviários - Quanto ao segmento de Rodoviários, uma boa notícia no 1H14 é que foi sancionada a MP 638 – que alterou o regime de concessão das linhas interestaduais para o modelo de autorização. A MP depende ainda da regulamentação da ANTT, o que deverá ocorrer nos próximos meses. Assim, **o mercado só deve reagir de forma relevante em 2015** e há aqui também uma **demanda represada significativa**.

Outros fatores igualmente pontuais também influenciaram o resultado da Cia no 1H14. O fato de a Cia ter vendido um mix de produtos mais “leves” (de menor valor agregado) no período gerou certa ineficiência industrial. Outra ineficiência – esta decorrente da curva de aprendizado do modelo Torino G7 na fábrica Marcopolo Rio – também pressionou as margens da Cia no 1H14. Mas a tendência é de retomada gradual da rentabilidade da Cia.

Um *update* interessante do semestre diz respeito ao produto Volare. A Marcopolo é líder no mercado brasileiro no segmento de encarroçados de 6 a 10 toneladas, com *market share* de 59% em 2013. A Cia está agora lançando o Volare 5 ton, a ser produzido na nova fábrica em São Mateus (ES). A expectativa é de produzir 3.000 unidades a partir de meados de 2015. O Volare 5 ton terá chassi próprio, pois não existe este chassi entre parceiros no mercado brasileiro.

Este produto visa concorrer diretamente com as vans e penetrar num mercado totalmente novo e de grande potencial. Note que uma van costuma ser super utilizada e não dura mais que 3 anos. Já o Volare 5 ton terá maior durabilidade e grande valor de revenda, uma vez que será um produto mais robusto e resistente. Passados 2-3 anos, um Volare costuma ter valor de revenda de 70% do seu valor inicial. Este é um dos motivos de seu típico sucesso.

A Cia conta, ainda, com outros *drivers* de crescimento interessantes no Brasil, tal como descrevemos na Carta Mensal de Dez/13. Ressaltamos dois que nos parecem promissores: (i) a maior demanda por BRTs para melhorar o sistema de transporte público nos grandes centros urbanos do país, e (ii) o potencial de crescimento do programa Caminhos da Escola, especialmente no que tange à venda de veículos escolares urbanos.

Quanto ao mercado externo, a Marcopolo também sofreu problemas pontuais em alguns de

seus principais mercados. Houve uma redução dos volumes vendidos na Argentina por conta da situação econômica mais complicada do país e das restrições às importações impostas. Na Austrália, onde a Marcopolo é líder de mercado, a economia sofreu por conta da queda nos preços das commodities. O país depende muito destes produtos e uma queda em seus preços reduz a arrecadação do governo e, por consequência, o investimento em transporte. No entanto, também na Austrália, a idade média das frotas tem aumentado muito e o potencial de renovação é grande. A Índia está avançando numa velocidade menor do que esperada inicialmente, mas é um mercado de enorme potencial. Um novo primeiro-ministro (candidato da oposição) assumiu em maio deste ano e a Cia espera que, com isso, haverá uma retomada da atividade na Índia.

Por fim, o *management* da Marcopolo parece alinhado com acionistas e controladores na determinação de promover uma valorização sustentável das ações da Cia no médio/longo prazo. Afinal, cerca de 1/3 da remuneração variável do *management* é paga com ações preferenciais da Cia.

Continuamos muito otimistas com o caso de investimento de Marcopolo. Este é um caso de crescimento futuro, especialmente em países emergentes como Brasil, Índia, e Rússia. 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