

Outubro 2013

Carta Mensal

Nesta primeira Carta Mensal do fundo, julgamos importante não apenas discutir os acontecimentos do 1º semestre de nossas operações, mas também apresentar nossa filosofia de investimentos / gestão de portfolio e a cultura da nossa empresa. Desta forma, o público em geral poderá conhecer melhor nossos processos de investimento e gestão de gente. Com uma periodicidade, a priori, bimestral, apresentaremos também um *investment case* de uma empresa que julgamos promissora e com ótimas perspectivas para frente. Nesta Carta, escrevemos sobre Mills.

I. Avaliação Mensal

Em 31 de outubro, completamos 6 meses de nossas operações. Estes meses não foram fáceis. Mesmo empresas do nosso portfolio que superaram as expectativas do mercado em termos de resultados trimestrais e que apresentam boas perspectivas de crescimento para frente não tiveram boa performance em termos de apreciação do preço de mercado de suas ações.

O que explica isso? Primeiro, o ambiente macroeconômico está muito incerto e isso gera uma aversão ao risco generalizada, com reflexos especialmente em mercados emergentes. Muitos investidores - estrangeiros e, inclusive, brasileiros - têm preferido alocar seus recursos em países onde eles acreditam haver um macro mais favorável no futuro próximo, deixando por ora o Brasil de lado. Obviamente, sabemos que estes movimentos são cíclicos e que a melhor hora de se investir em um mercado é justamente quando tal investimento é não-óbvio. Por isso, acreditamos que em breve este pessimismo em relação ao Brasil tenderá a se reverter, especialmente no que se refere às empresas que continuarem executando bem seus planos de crescimento, entregando bons resultados, e surpreendendo positivamente o mercado. Assim, **mesmo que as impressões macro se sobreponham às evidências micro no curto prazo, julgamos inevitável que o micro prevaleça no médio/longo prazo.**

Em segundo lugar, ouvimos de muitos investidores que as ações de empresas brasileiras consideradas "boas" estão caras. Pensamos justamente o contrário. Acreditamos que os investidores não estão, em geral, precificando corretamente muitos dos bons ativos listados e estão atribuindo descontos e inserindo premissas demasiadamente conservadoras nos cálculos de fluxo de caixa descontado destas empresas. Julgamos que empresas com um

modelo de negócios "redondo", inseridas em um ambiente competitivo favorável, e com um *management* capaz de executar bem os planos de crescimento precisam sofrer uma reprecificação que leve o valor de mercado de suas ações em direção a um valor intrínseco que julgamos ser superior.

Resumindo, julgamos que o que aconteceu nestes últimos 6 meses com muitas das empresas que temos em nosso portfolio foi uma realização de lucros e uma consequente "falta de fôlego" em reprecificá-las de acordo – "falta de fôlego" esta gerada, basicamente, por pessimismo em relação ao Brasil.

Julho e Agosto foram meses em que visivelmente descolamos desfavoravelmente em relação ao Ibovespa. Nestes meses, muitas ações de empresas nitidamente problemáticas, inclusive inseridas em dinâmicas competitivas desfavoráveis, foram alvo de compra por parte dos investidores por motivos que julgamos ser pouco racionais.

Movimentos de euforia exacerbada – do qual não participamos - foram, basicamente, causados por uma percepção de que setores ligados à exportação e/ou que vinham sofrendo forte concorrência de importados poderiam se beneficiar enormemente com a forte desvalorização do BRL iniciada em Julho e que se pronunciou em Agosto.

Com isso, papéis de setores como mineração, siderurgia, e papel & celulose tiveram altas súbitas de preço. A Petrobrás também foi beneficiada pela crença de que, com a desvalorização do BRL, um reajuste de preço de gasolina no Brasil seria "inevitável" – conclusão que julgamos precipitada, especialmente dado o histórico do atual governo de usar "controles artificiais" de preços de energia no intuito de ajudar a manter a inflação em patamares mais "palatáveis".

Apesar de tentador, deixar-se levar por *drivers* macro pode se revelar uma estratégia equivocada. **Nem sempre empresas que a princípio podem se beneficiar de uma situação irão conseguir, de fato, tirar proveito dela. Empresas mal conduzidas ou sob foco de intervenção do governo podem ver seus potenciais "lucros aumentados" escorrerem pelos dedos.**

Preferimos ser tal como a tartaruga da fábula "A Lebre e a Tartaruga" de La Fontaine. Julgamos ser mais prudente ter consistência e uma estratégia de longo prazo bem definida do que tentar obter ganhos rápidos (e arriscados) com movimentos abruptos – e, muitas vezes, um tanto irracionais - de mercado.

Assim, julgamos que a única estratégia de gestão sustentável e responsável é o investimento em empresas com um bom modelo de negócio e inseridas em um ambiente competitivo favorável (o que minimiza riscos e vulnerabilidades), que tenham *drivers*

claros de crescimento, que tenham à frente um *management* capaz de uma execução eficiente destes planos de crescimento, e cujo preço de mercado de suas ações tenha um desconto razoável em relação ao valor intrínseco da empresa.

Sabemos, no entanto, que estas convergências do preço de mercado ao valor intrínseco não costumam ser imediatas e, em certas ocasiões, especialmente naquelas onde o grau de aversão ao risco está exacerbado, estas distorções podem até se acentuar.

Ao mesmo tempo em que consideramos importante termos paciência para que se dê a convergência preço-valor, precisamos, a todo momento, reavaliar as empresas nas quais estamos investidos – até mesmo para julgar se esta potencial convergência ainda faz sentido. **Sabemos da relevância destas reavaliações constantes e das armadilhas que "paixões incondicionais" por empresas podem gerar. Por consequência, a nossa paciência precisa ser sempre "reconquistada" por uma execução consistente por parte do management e pela entrega de bons resultados em um horizonte de 2-3 trimestres.**

Julgamos que temos uma forma muito responsável e consistente de gestão. Podemos sofrer em determinadas janelas de tempo, mas consideramos isso absolutamente normal. Continuamos confortáveis com as empresas que temos no nosso portfolio e convictos que estamos montados nos cavalos certos, ou seja, nos cavalos vencedores. Em algum momento, eles certamente irão despontar.

II. Filosofia de Investimentos

Nosso processo de análise de investimentos e gestão de carteira segue a filosofia de *Value Investing*, como detalhamos a seguir.

II.A - Pilares da Filosofia de *Value Investing*:

Distorção preço-valor - em determinado ponto do tempo, os ativos podem não estar bem precificados. Mas, no médio/longo prazo, o preço da ação tenderá a convergir para seu valor intrínseco. Detectar distorções preço-valor nem sempre é trivial e, muitas vezes, requer um “descolamento de percepção” frente aos demais participantes do mercado, ou seja, requer uma percepção única acerca de uma empresa ou caso de investimento.

Margem de segurança - não importa quão qualitativamente boa uma empresa possa parecer, o investimento deve apenas ser conduzido se a distorção preço-valor for suficientemente grande de forma a oferecer certa margem de segurança ao investidor.

Disciplina emocional - comprar ações com certa margem de segurança ajuda a minimizar eventuais períodos em que a distorção preço-valor possa vir a se acentuar. Ter uma

convicção bem fundamentada e controle emocional é crucial para obter sucesso em um determinado investimento.

Tendência à concentração do portfolio - teoricamente, a única forma de obter um retorno acima da média, descolando consistentemente do *benchmark*, é concentrando o portfolio. Estatisticamente, um portfolio de 30 ações já seria suficientemente diversificado, descolando pouco da média. Uma concentração menor do que 5 ações começa a carregar um componente de risco idiossincrático muito forte. Portanto, uma concentração em 10-15 ações parece ser adequada. No entanto, na prática, o descolamento da média pode se dar tanto para cima (*overperformance*) quanto para baixo (*underperformance*). Daí resulta a importância de uma análise criteriosa das empresas no processo de seleção dos papéis.

Círculo de Competência - comprar apenas ações de empresas cujo modelo de negócios e ambiente competitivo entendemos e nas quais sentimos confiança de estarmos investidos.

II B– Gestão de Portfolio:

Decisão #1: Ação x Caixa – a gestão do portfolio e controle de risco começa pela tomada de decisão acerca da alocação de recursos entre Ações e Caixa. Em momentos de maior incerteza macro ou poucas oportunidades mais claras de investimento, a tendência é mantermos mais recursos em Caixa (remunerado a “quase CDI”) e menos recursos em Ações (até o limite mínimo de ~70% em ações).

Decisão #2: Reduzir, Aumentar ou Zerar uma Posição - nosso portfolio é tipicamente composto por 10-12 ações, com baixíssimo *turnover* de ativos. A decisão de aumentar, reduzir ou zerar uma posição é baseada na interação de diversos fatores micro (intrínsecos à empresa) e de mercado. “Stop loss” não existe no contexto de *Value Investing*. A decisão de zerar uma posição baseia-se em fatores como:

- (i) mudança do caso de investimento - um acompanhamento detalhado da empresa permite identificar se haveria alguma razão fundamental e específica que justificasse desmontar a posição.
- (ii) ausência de um catalisador de curto prazo, dificultando a convergência preço-valor - como todo investimento embute um custo de oportunidade, os recursos poderiam ser eventualmente alocados em outro ativo com um *trigger* mais claro.
- (iii) ausência de margem de segurança - quando a convergência preço-valor se dá de forma quase plena e parece não existir mais espaço para *updates* no modelo que justifiquem uma reprecificação mais positiva do ativo.

III – Cultura da Sabra Capital

Julgamos que o sucesso e a longevidade de uma empresa estão intimamente ligados à atração, formação e retenção de gente. Como temos uma filosofia de investimento muito peculiar, priorizamos a contratação de jovens com pouca ou nenhuma experiência, de forma que possamos treiná-los de acordo com nossos princípios, sem interferência de culturas previamente absorvidas.

Objetivamente, todos os jovens que ingressam na empresa fazem um curso de avaliação de empresas (*valuation*) *online* e recebem uma apostila proprietária de 45 páginas. Neste material introdutório, são discutidos aspectos tanto quantitativos como qualitativos do processo de investimento. A expectativa é de que, ao final do curso, a pessoa tenha absorvido os principais conceitos de *value investing* e tenha aprendido a fazer modelos DCF em Excel e a avaliar empresas usando os mais variados múltiplos (de liquidez, operacionais, de endividamento, de rentabilidade, e de *valuation*).

Este treinamento ficou tão bem estruturado que resolvemos abrir o curso para terceiros também. Já realizamos algumas edições do curso para turmas de 15-20 alunos. Acreditamos que a disseminação dos conceitos de *Value Investing* só contribui para a sofisticação do mercado brasileiro. De fato, nossa proposta não é nada inovadora. Ben Graham, mentor de Warren Buffett, foi o grande disseminador desta filosofia nos EUA nas décadas de 1930-1970, tanto através de livros que escreveu como “*Security Analysis*” e “*The Intelligent Investor*”, como através das aulas que lecionou sobre o tema.

Como forma de dar continuidade à formação das pessoas e à disseminação da filosofia de *Value Investing*, desenvolvemos, ainda, uma página no Facebook onde ocasionalmente postamos recomendações de leituras, vídeos e informações que consideramos relevantes para compartilhar (<https://www.facebook.com/pages/Sabra-Capital/321187141336891>).

Nosso objetivo, em termos de gestão de gente, é o de que nossos jovens talentos mantenham um aprendizado contínuo, de forma a se manterem sempre motivados e a colaborarem, cada vez mais, para o desenvolvimento da empresa, conquistando, através de um critério meritocrático, participações societárias relevantes ao longo do tempo.

Outro aspecto da nossa cultura empresarial que julgamos relevante é o foco bem definido na gestão de fundos e carteiras administradas que investem unicamente em ações brasileiras de empresas listadas. Julgamos que uma Casa com uma filosofia de investimento tão peculiar (*Value Investing*) precisa preservar seu foco. Portanto, não temos como objetivo desenvolver produtos de renda fixa ou mesmo produtos de *equities* que tenham características de gestão mais ligadas a *trading* (como fundos de arbitragem, fundos *quant*, ou fundos *long-short*). O máximo que poderíamos cogitar, no longo prazo, seria desenvolver

um produto *long-bias* que complementasse nosso atual produto *long-only*. Julgamos que esta postura um tanto inflexível seja absolutamente necessária para o bom desempenho de longo prazo do nosso atual produto.

Enfim, esperamos poder construir uma empresa que apresente resultados bons e consistentes ao longo do tempo, que desenvolva uma marca forte no nosso nicho de atuação, e cuja ética e boas práticas sejam reconhecidas.

IV – *Investment Case: Mills (MILS3)*

A – A Companhia

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 (25% do EBITDA), Jahu (30% do EBITDA) e Rental (45% do EBITDA).

(i) **Construção Pesada** – líder de mercado no fornecimento de soluções de engenharia (projeto e supervisão técnica) e aluguel de equipamentos (fôrmas e escoramentos) para projetos de infraestrutura complexos e de grande porte (ex.: hidrelétricas, BRTs, metrôs, ferrovias, refinarias, petroquímicas, pontes, viadutos, estádios de futebol, portos e aeroportos). A Cia tem 50% de *market share* nesta divisão. Principais clientes são Odebrecht, Andrade Gutierrez, Camargo Correa, OAS, e Queiroz Galvão. Prazo dos contratos vai de 6 meses a 2 anos. Presença em projetos por todo território nacional e em alguns projetos internacionais. A Cia cobra uma *rental rate* equivalente a 5%-7% do custo de reposição do equipamento, dependendo do ciclo econômico. A taxa de utilização da capacidade costuma oscilar entre 60% em *downturns* e 83% em *booms*; no entanto, a taxa considerada saudável seria de 75% e a Cia tende a ajustar a *rental rate* de forma a calibrar a taxa para este nível. Os equipamentos desta divisão são depreciados em 10 anos, mas podem tranquilamente durar uns 15 anos, especialmente por causa da manutenção preventiva realizada pelas Mills. Após 15 anos de uso, os equipamentos são, em geral, vendidos como sucata.

(ii) **Jahu** – líder de mercado no fornecimento de soluções de engenharia e aluguel de equipamentos para construção residencial e comercial (fôrmas para estruturas de concreto armado, estruturas tubulares para andaimes e escoramentos); clientes são empresas do setor imobiliário não-listadas e listadas (estas últimas correspondem a apenas ~20% da receita). Prazo médio dos contratos é de 4,5 meses. Presença em todo território nacional, com unidades no SE, S, CO, N e NE. Nesta divisão, a Cia também cobra uma *rental rate* equivalente a 5%-7% do custo de reposição do equipamento, dependendo do ciclo econômico. A taxa de utilização da capacidade considerada saudável seria também de 75%.

(iii) **Rental** – um dos maiores fornecedores de equipamentos motorizados de acesso, plataformas aéreas e manipuladores telescópicos para elevação de pessoas e carga em altura. Base de clientes diversificada que inclui não só clientes das divisões construção pesada, construção residencial/comercial e plantas industriais, mas também clientes de setores como automotivo, logística e varejo. Os contratos nesta divisão duram, em média, 3 meses (mínimo é de 3 dias) e a carteira de clientes é muito pulverizada e diversificada geograficamente. A *rental rate* tende a ficar na faixa de 5-7% do preço de reposição do equipamento. A Cia não costuma entrar em guerra de preços e prefere se diferenciar através de um bom atendimento e assistência técnica (a propósito, a Cia costuma demorar até 48h para repor qualquer peça ou equipamento). É comum que clientes que fechem contrato com outras empresas apenas em função do preço acabem se arrependendo e eventualmente mudando para a Mills. A *rental rate* é uma das variáveis determinantes da receita de Rental. O tamanho da frota é, junto com a *rental rate*, a variável que "calibra" a taxa de utilização da capacidade. Ou seja, a taxa de utilização é uma função da *rental rate* e do tamanho da frota e, juntas, estas 3 variáveis determinam a receita de divisão Rental. Além disso, manter uma disciplina de comprar equipamentos com base em uma demanda "sustentável" (e não em quantidades ditadas por euforias de pico de ciclo) é um fator chave para o sucesso da divisão. Outro fator particularmente relevante neste segmento é a gestão dos ativos. Em geral, Cias de porte grande conseguem comprar máquinas com descontos significativos por conta da escala, podendo vendê-las com poucos anos de uso por um preço muitas vezes próximo ao preço de compra. O segredo é vender o ativo antes de ele sofrer muito com a depreciação. Historicamente, a idade média do ativo revendido nos EUA é de 5 anos. A ausência de um mercado secundário desenvolvido no Brasil pode prejudicar este giro de ativos, mas a Mills tem estado atuante no fomento deste mercado - inclusive prestando serviços de manutenção a empresas menores que compram suas máquinas usadas. De qualquer forma, uma máquina que naturalmente se deprecia em 10 anos pode ser reformada após 7 anos (investimento correspondente a 40% do custo de reposição) e durar mais 7 anos.

A.1 - Modelo de Negócios

O modelo de negócios de Mills está baseado em 5 grandes pilares:

(1) **Customização dos projetos** - a Cia tem uma grande capacidade de fazer projetos customizados. As equipes de engenharia da Mills e do cliente costumam trabalhar de forma integrada. Muitas das soluções tecnológicas desenvolvidas trazem ganhos de produtividade significantes, reduzindo o tempo/custo da obra para o cliente. A flexibilidade de customizar projetos e a capacidade de desenvolver soluções tecnológicas são um grande diferencial da Mills - já que muitos de seus concorrentes têm uma cultura mais voltada à padronização.

(2) **Gente** - a Cia tem um corpo de engenheiros treinados internamente, bem como gente apta a supervisionar e trabalhar nos canteiros de obra. O *know-how* necessário para desenvolver projetos que lidam com escoramento é muito específico. Engenheiros precisam ser treinados e, somente após cerca de 2 anos na empresa, é que estão, em geral, prontos para assumir projetos de menor complexidade. A necessidade deste *know-how* específico explica, em parte, a terceirização desse serviço por parte dos clientes, que muitas vezes julgam não ser vantajoso ter uma equipe *in-house* dedicada para isso. Além disso, dada a sazonalidade das obras, os equipamentos e a equipe dedicada de um dado cliente poderiam ficar ociosos por longos períodos. Assim, como os serviços prestados pela Mills correspondem, em geral, a 1-2% dos custos de uma obra, é natural que os empreiteiros, construtores e clientes em geral terceirizem este tipo de serviço de engenharia.

(3) **Execução** - a Cia tem um ótimo histórico no que tange à execução, ajudando seus clientes: (i) a escolher o equipamento mais adequado para determinado uso, (ii) a cumprir o cronograma das obras, trazendo eficiência e produtividade, (iii) a reduzir as necessidades de investimentos destes clientes em ativos, e (iv) a evitar custos recorrentes de manutenção de equipamentos. A Mills costuma trabalhar em parceria com seus clientes e se faz sempre presente, oferecendo treinamento *in loco* (no canteiro), supervisão no decorrer da obra, e assistência técnica (conserto ou troca de equipamentos dentro de um prazo estabelecido).

(4) **Flexibilidade de Produção** – a Cia não dispõe atualmente de fábrica para produzir seus equipamentos. Equipamentos novos são, inicialmente, importados em pequena quantidade, testados, e só então produzidos no Brasil em maior escala através de beneficiadores – que fazem escoras e fôrmas de acordo com especificações disponibilizadas pelos parceiros internacionais da Mills. *Royalties* são pagos a estes parceiros detentores da tecnologia uma única vez - apenas no momento em que o produto é confeccionado. No passado, a Mills já experimentou ter uma fábrica própria, mas percebeu que não era interessante mantê-la, optando por encerrá-la no final da déc. 90. Hoje, a Cia não precisa se submeter a ter uma planta com capacidade ociosa em momentos de economia mais fraca, como acontece com muitos de seus concorrentes. A Cia pode intensificar ou parar a produção quando necessário. Além disso, usando beneficiadores terceirizados, a Mills pode oferecer uma gama maior de produtos para seus clientes. Isso seria inviável caso tudo fosse produzido em fábrica própria, uma vez que a especialização na produção de uma variedade menor de produtos é o que traria eficiência fabril. Portanto, este modelo de flexibilidade de produção é outro grande diferencial da Mills.

(5) **Marca Forte** – ao longo das últimas décadas, a Cia vem desenvolvendo uma **rede de relacionamento** com clientes de pequeno, médio e grande porte. Particularmente na divisão de Construção, há certa concentração em clientes maiores (ex.: Odebrecht, Camargo Correa, Andrade Gutierrez, OAS, Queiroz Galvão), mas não costuma haver concentração por obra.

Desde a sua fundação em 1952 pela família Nacht, a Cia vem participando de algumas das maiores obras de infraestrutura feitas no país: construção de Brasília (déc. 50), arcos da Lapa e ponte Rio-Niterói (déc. 60), aeroporto do Galeão e usina de Itaipu (déc 70), etc. Esse histórico de obras oferece reputação e credibilidade para a empresa, ajudando assim na construção / manutenção de uma marca forte.

A.2 - Estratégias de Diversificação

Nos últimos anos, a Cia vem adotando estratégias de diversificação de segmentos de atuação, portfolio de produtos e presença geográfica:

- (i) **Diversificação de segmentos de atuação** – a empresa começou suas atividades em 1952 com a divisão de Construção Pesada. Posteriormente, em 2008, a Cia adquiriu a Jahu, iniciando assim suas atividades no segmento de construção civil residencial e comercial. Ainda em 2008, a Cia desenvolveu organicamente a divisão de Rental.
- (ii) **Diversificação do portfolio de produtos** – a Cia tem continuamente procurado ampliar seu portfolio de produtos, introduzindo inovações no mercado brasileiro ao longo das últimas décadas. Por exemplo: fôrma Aluma - parceria com a Aluma Systems (déc. 80), plataformas aéreas – JV com a JLG (JV constituída em 1997 e totalmente vendida para a Sullair em 2003; desde 2008, há apenas uma parceria não-exclusiva com a JLG para importação de produtos), Mills Habitat – parceria com Safehouse (2009) e Alumills – parceria com NOE (2011).
- (iii) **Expansão geográfica** – a Cia foi fundada no Rio de Janeiro em 1952. Hoje a Cia possui 55 unidades em 16 estados (RJ, SP, MG, PR, RS, ES, GO, MT, BA, PE, CE, MA, PA, SC, RN e AM) mais DF. A grande expansão geográfica da Cia se deu em 2010, quando ela dobrou o número de unidades de 20 para 40, permitindo, com isso, o crescimento das divisões Jahu e Rental.

B – Drivers de Crescimento

B.1 - Crescimento Orgânico e Via Aquisições

Nos últimos anos, a Cia tem crescido tanto organicamente quanto via aquisições. As divisões de Construção Pesada e Rental foram desenvolvidas organicamente. Já a divisão Jahu foi criada a partir da aquisição da empresa Jahu em Jun/2008 por R\$ 60,1mn. Em Mai/2011, a Cia adquiriu ainda a GP Andaimes Sul Locadora, focada em locação de andaimes suspensos para o mercado de construção residencial e comercial no RS, pelo valor de R\$ 5,5mn.

Em Jan/2011, houve uma aquisição para reforçar a divisão de Construção Pesada. A Cia comprou 25% da concorrente Rohr pelo valor de R\$ 90mn. Ao fim deste mesmo ano, a participação da Mills na empresa foi para 27,47% graças a uma recompra de 9% das ações

feita pela própria Rohr. A Mills é a empresa líder neste segmento de atuação, com 50% de *market share*, enquanto a Rohr é a 2^a colocada com 10-15% de *share*. A Mills já manifestou desejo de adquirir a totalidade das ações da Rohr e teria preferência em caso de venda. O *deal* parece ser só uma questão de tempo, dado que os sócios fundadores estão na faixa dos 60 anos e os herdeiros já manifestaram intenção de vender a empresa. Suspeita-se que os sócios estejam esperando um bom momento de mercado, quando a venda poderia ser realizada a múltiplos EV/EBITDA mais altos dos que os atuais.

Aquisições são, em geral, complicadas, visto que muitas empresas têm sido avaliadas como caras e/ou têm contingências fiscais e trabalhistas que inviabilizam o negócio. Desta forma, o crescimento orgânico segue como a principal estratégia da Cia.

Vale citar ainda 2 desinvestimentos feitos pela Cia: (i) serviços industriais, e (ii) eventos. Visando suavizar sua receita e sua exposição a ciclos econômicos, a Cia decidiu desenvolver lá atrás o segmento de Serviços Industriais – divisão que manteve até Jul/13. A venda se deu por R\$ 102 milhões (EV/EBITDA = 5.2x) para um fundo da Leblon Equities. Esta era uma divisão mais mão-de-obra intensiva, de menor margem e ROIC, mas de receita mais recorrente e menos volátil. Como a contribuição desta divisão era marginal (~5,3% do EBITDA), a Cia julgou que focar no crescimento das divisões mais rentáveis seria uma estratégia que agregaria mais valor para a Cia. Seguindo este mesmo racional, em 2008, a divisão de Eventos, responsável por estruturas temporárias para eventos esportivos e de entretenimento, havia sido também descontinuada pela Mills.

B.2 - Drivers de Crescimento por Divisão

Os investimentos em infraestrutura que devem ser feitos nos 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 em infraestrutura. O que temos é uma **necessidade estrutural de investimento** – e não apenas algo pontual. Assim, os eventos de Copa do Mundo em 2014 e Olimpíadas em 2016 devem, certamente, contribuir para o crescimento da Cia no futuro próximo. Mas 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**.

Programas de aceleração do crescimento (no âmbito do PAC), o contínuo crescimento do setor imobiliário, expansões de parques industriais - inclusive investimentos volumosos no setor de petróleo e gás-, e uma multiplicidade de outros **projetos exigirão condições de trabalho seguras e um alto grau de mecanização**. Neste sentido, a Mills está bem posicionada para aproveitar essas oportunidades de crescimento nos próximos anos.

(a) Construção Pesada

Os principais *drivers* de crescimento para esta divisão seriam:

- (i) Crescimento do mercado para infraestrutura e indústria, incluindo investimentos estruturais e grandes obras decorrentes de eventos como Copa do Mundo (2014) e Olimpíadas (2016). Os investimentos em infraestrutura e indústria no Brasil no período 2013-2016 devem totalizar R\$ 1,5 trilhão. Note que os investimentos em infraestrutura neste período devem ser 36% maiores do que os do período 2008-11. Cabe ressaltar que as principais obras em termos de volume de recursos são aquelas ligadas a infraestrutura do País, como hidrelétricas (Santo Antônio ao custo de R\$ 16bn) e ferrovias (Norte-Sul ao custo de R\$ 6,7bn), por ex. As obras diretamente ligadas a eventos como Copa do Mundo e Olimpíadas chamam muita atenção mas têm, na verdade, custos muito mais modestos (estádio ao custo médio de R\$ 600mn);
- (ii) a maior industrialização do processo de produção, inclusive permitindo que os clientes (empreiteiras) ganhem eficiência. Diante da atual escassez de mão-de-obra, processos produtivos mais mecanizados ou padronizados tendem a ganhar mais espaço e importância;
- (iii) expansão geográfica. A Cia tem procurado expandir seu portfolio de clientes, incluindo uma oferta maior de produtos e inovações, bem como uma maior presença em regiões do Brasil ainda pouco penetradas por esta divisão como S, N e NE.

(b) Jahu

Os principais *drivers* de crescimento para esta divisão seriam:

- (i) o próprio crescimento da construção civil (residencial e comercial) no Brasil - derivado do aumento do poder de compra da população, do aumento do crédito imobiliário e da ainda existência de um deficit habitacional da ordem de 7,2 milhões de residências;
- (ii) a maior industrialização do processo de produção, inclusive permitindo que os clientes (construtoras) ganhem eficiência. Diante da atual escassez de mão-de-obra, processos produtivos mais mecanizados ou padronizados tendem a ganhar mais espaço e importância. Ex: fôrmas de alumínio costumam economizar tempo/custo de produção de residências para o segmento de baixa renda;
- (iii) expansão geográfica. A Cia tem procurado expandir seu portfolio de clientes, incluindo uma oferta maior de produtos e inovações, bem como uma maior presença em todas as regiões do Brasil.

(c) Rental

A divisão Rental apresenta um grande potencial de crescimento para frente. Em Set/11, através de uma alteração da NR 18, a legislação brasileira tornou obrigatório, a partir de Mai/13, o uso de plataformas aéreas para erguer pessoas em altura. Essa mudança na legislação visando melhorar o padrão de segurança tem incentivado a utilização desses equipamentos. No entanto, o aluguel de equipamentos motorizados é ainda uma atividade incipiente no Brasil e estima-se que a maturidade só será alcançada por volta de 2025. Para se ter uma ideia:

- Em 2009, o tamanho do mercado de Rental nos EUA era de US\$ 6bn, duas vezes maior do que o mercado europeu. O mercado brasileiro ainda corresponde a menos do que 3% do americano.
- Em termos de quantidade, em 2011, havia cerca de 16.000 unidades (88% plataformas aéreas e 12% manipuladores telescópicos) no Brasil vs. cerca de 785.000 (78% p.a e 22% m.t.) nos EUA. A Mills espera um crescimento de 14% a.a. do mercado de Rental nos próximos anos, o que permitirá que a frota brasileira chegue a 40.000 unidades em 2017.
- A penetração de equipamentos mecanizados alugados também é ainda muito baixa e corresponde a 15% no Brasil vs. 40% nos EUA, 60% no Japão e 80% na Inglaterra.
- Nos EUA, há mais de 4.000 empresas de Rental, mas apenas cerca de 200 têm mais de 5% de suas receitas oriundas desta atividade. De fato, o mercado americano já é bem concentrado, com as 5 maiores empresas do setor detendo 1/3 do mercado. A crise mundial iniciada em 2008 permitiu uma maior concentração do mercado, já que Cias menores e regionais acabaram encerrando suas atividades.

Como principais *drivers*, podemos destacar:

- (i) A recente mudança na regulamentação de segurança no trabalho, que gerou um aumento significativo da demanda por equipamentos motorizados. A nova legislação passou a obrigar o uso desses equipamentos para elevação de pessoas, em detrimento de outros equipamentos rudimentares.
- (ii) Ambiente macroeconômico mais favorável à demanda por equipamentos motorizados. Historicamente, o uso desses equipamentos no Brasil sempre foi muito pequeno, dada a falta de incentivo que os empresários tinham em investir em métodos de construção um pouco mais capital intensivos. Fatores macro, tais como altas taxas de juros, inflação e taxas de câmbio voláteis explicam esse baixo incentivo no passado. Hoje, a situação é diferente. Taxas de juros e inflação mais baixas, câmbio menos volátil, e alto custo (e falta) de mão-de-obra são fatores que têm contribuído para o aumento da mecanização e automação.

(iii) A presença de mais fornecedores de equipamentos motorizados hoje no Brasil, o que acaba fomentando o desenvolvimento do mercado de Rental. Um número maior de fornecedores se traduz numa maior variedade e oferta de equipamentos, bem como em custos mais baixos de peças de reposição. Por ser um nicho incipiente e que ainda proporciona altas margens, a atividade tem atraído entrantes. Não há nenhuma grande barreira à entrada nesta indústria, então é provável que outras empresas – até as grandes Cias estrangeiras – continuem vindo para o mercado brasileiro. Se isso ocorrer, por um lado poderíamos ter uma compressão de margens oriunda de um ambiente competitivo mais intenso, mas por outro lado, teríamos um mercado secundário mais ativo, o que é de extrema importância para garantir um bom giro dos equipamentos (revenda de máquinas usadas). Assim, no final, uma maior competição pode ser saudável para o desenvolvimento e a sustentabilidade deste negócio para a Mills.

C – Principais Riscos

O principal risco da Cia é sua **exposição aos ciclos econômicos**. Note que 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.

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.

Por conta dessa exposição a ciclos econômicos, a Cia tem como meta reduzir sua alavancagem atual ($\text{NetDebt}/\text{EBITDA} = 1,4x$) de forma a sempre mantê-la em 1x. Este patamar de 1x não é uma regra imposta pelo covenant financeiro (hoje em 3x). É apenas um patamar “desejável”.

A seguir, comentamos em mais detalhes os riscos listados acima:

(i) Menor volume de contratos e *rental rate*

Para minimizar estes efeitos, é importante dosar a expansão em épocas de *boom* de forma a sempre manter a oferta de equipamentos relativamente apertada. Caso contrário, a Cia poderia se ver com muitos equipamentos ociosos em períodos de baixa demanda. Assim, em épocas de expansão econômica, a Cia costuma subir o *rental rate* para 7% de forma a calibrar a utilização de capacidade, procurando mantê-la mais próxima de 75% e evitando que ela ultrapasse os 83%. Esta boa gestão ameniza o impacto das quedas de volume.

(ii) Atraso / Default do pagamento por parte dos clientes

A Mills participa de grandes obras do governo ou presta serviços a empresas estatais como a Petrobras, em geral, através de contratos com as grandes empreiteiras. Portanto, estas instituições é que acabam correndo o risco de atrasos no pagamento por parte do governo. Para as grandes empreiteiras, os serviços da Mills representam muito pouco do valor de uma obra (1-2% do custo). Sendo assim, os grandes clientes, em geral, não apresentam problemas de atraso ou default no pagamento.

A pouca concentração da empresa em projetos específicos é também uma forma de reduzir risco de pagamento. Na Construção Pesada, que é a divisão que concentra as maiores obras, nenhuma obra em particular corresponde a mais do que 5% da receita da divisão. Ainda assim, é inevitável que haja certa concentração em alguns clientes grandes, especialmente na divisão de Construção Pesada, onde os 5 maiores clientes respondem por ~50% da receita desta divisão.

A busca pela diversificação de suas atividades ao longo dos anos tem servido não apenas ao propósito de estar presente em segmentos com alto potencial de crescimento, mas também como forma de diversificar as fontes de receita da Cia, mitigando o risco atrelado a áreas e clientes específicos.

Vale mencionar que, em 2011, a crise mundial ocasionou atrasos nos projetos de infraestrutura e alguns episódios de inadimplência, levando a resultados aquém do esperado pela Mills. Empreiteiras de médio porte acabaram tendo problemas no pagamento, mas a Mills eventualmente conseguiu recuperar boa parte do valor devido.

Mesmo em um ano difícil como 2011, a Mills continuou firme nos planos de expansão, já que a Cia sempre trabalha com horizontes de planejamento mais longos. O Capex neste ano foi especialmente alto (R\$ 526mn vs R\$ 349 mn em 2010 e R\$ 256mn em 2012), sendo ~80% dele direcionado para crescimento orgânico (inclusive expansão geográfica) e ~20% para aquisições (25% da Rohr e GP Sul). Assim, apesar da Cia estar exposta a anos pontualmente mais difíceis, sua capacidade de planejamento para fomentar crescimento de longo prazo é um grande diferencial.

(iii) Baixa liquidez no mercado secundário de equipamentos

Um risco específico particularmente preocupante está na nascente divisão Rental. Esta divisão tem ganhado grande importância em termos de contribuição para os resultados da Cia. Iniciada em 2008, hoje ela corresponde a 40% da receita líquida e 45% do EBITDA da Cia (LTM até 30/Jun/13).

Qualquer atividade que lide com compra e locação de veículos ou máquinas necessita de

uma atenção especial no que se refere ao giro do ativo. A capacidade de realizar bem este giro (compra/venda) pode ser determinante para o sucesso ou não desta atividade.

O mercado brasileiro de locação de máquinas (plataformas aéreas e manipuladores telescópicos) ainda é muito incipiente e pouco desenvolvido, como comentamos anteriormente. Isto representa uma enorme oportunidade para qualquer entrante. No entanto, a natureza capital intensiva desse segmento, aliada a característica cíclica dessa atividade e a baixa liquidez dos ativos adquiridos (mercado secundário pouco desenvolvido) torna a atuação neste segmento uma empreitada arriscada.

A Mills pretende, ao longo dos próximos anos, fomentar ainda mais o mercado secundário para essas máquinas, mas o risco deste mercado de usados não decolar é relevante. Em último caso, as máquinas poderiam ser utilizadas até serem totalmente depreciadas. Uma máquina, em geral, tem uma vida útil de 7-10 anos, mas com um investimento correspondente a 40% do custo de reposição, poderia ser utilizada por mais 7 anos.

(iv) Dificuldade em repassar aumento de preços de matérias-primas

Boa parte dos custos dos componentes, máquinas e equipamentos que a Mills adquire para alugar é composta por matérias-primas como aço e alumínio. Um aumento nos preços destas *commodities* tende a ser repassado ao preço final dos produtos vendidos pelos fornecedores à Mills. Em alguns casos, pode acontecer de a Mills não ser capaz de manter a *rental rate*, de forma a repassar esses aumentos de custos aos seus clientes. Se a Cia tiver que reduzir a *rental rate* em um momento de aumento de preços dos produtos que ela compra, a Mills poderá sofrer compressão pontual de margem. No entanto, ao longo do tempo, a Mills tem conseguido repassar estes aumentos de preços para seus clientes.

Na divisão Rental, todos os equipamentos são importados e, portanto, o preço destes produtos é cotado em USD. Em geral, a Mills costuma fazer *hedge* da sua exposição cambial programada para o ano, conforme Capex estabelecido para a divisão Rental. Caso a Mills precise comprar equipamentos extras não orçados inicialmente e caso o BRL se deprecie, o custo do produto em Reais pode ficar mais caro e a Mills pode não ser capaz de repassar este aumento de custos para seus clientes.

Alguns riscos que a Cia não tem ou consegue mitigar:

(i) Não há prejuízo em caso de atraso no andamento das obras em curso. Se houver uma greve / atraso numa obra e se os equipamentos da Mills já estiverem no canteiro do cliente, a Cia continua recebendo as diárias de aluguel. Assim, o atraso é prejudicial ao cliente, mas não a Mills. Atrasos/greves são prejudiciais a Mills se os equipamentos estiverem reservados para determinado cliente, mas ainda não tiverem sido disponibilizados nos canteiros.

(ii) Custos logísticos mais “pesados” são incorridos pelo cliente. O custo do transporte dos equipamentos da filial mais próxima da Mills até a obra é de responsabilidade do cliente. Assim, por ex., se o cliente precisar do equipamento em uma hidrelétrica em uma localidade afastada no Pará, a Mills incorreria num eventual custo de transporte do equipamento entre as filiais SE-N, mas o cliente é que deveria pagar pelo transporte entre a filial N e a usina hidrelétrica na localidade distante.

(iii) Gargalos de mão-de-obra são, basicamente, um problema dos clientes. No pacote de serviços oferecido pelas divisões de Construção Pesada e Jahu, não está incluída mão-de-obra para montar/desmontar os equipamentos. Os responsáveis por isso são os clientes. A Mills apenas oferece treinamento, supervisão e assistência técnica quando necessário. Na verdade, as soluções oferecidas pela Mills ajudam a minimizar os gargalos de pessoal sofridos pelos clientes, já que muitos processos que costumeiramente utilizam mão-de-obra passam a ser feitos de maneira mais eficiente com o uso de fôrmas e escoras ou passam a ser automatizados com o uso de máquinas. O risco mais grave para a Mills nesta questão da mão-de-obra é a falta de engenheiros no Brasil. Por estar ciente desse gargalo, a Mills desenvolveu um programa de recrutamento, treinamento e retenção de pessoal qualificado, inclusive oferecendo um plano de ações para seus engenheiros.

(iv) Não há compromisso de suporte e manutenção em obras realizadas por clientes em território estrangeiro. Se um cliente brasileiro realiza uma obra na Venezuela, por ex., a Mills vende os equipamentos para o cliente em vez de alugá-los. Vale destacar que, para projetos de grande porte e longa duração como a construção de uma hidrelétrica, a Mills muitas vezes chega a vender boa parte do equipamento utilizado, mesmo quando a obra é realizada em território nacional, alugando apenas uma parcela do equipamento utilizado.

(v) Caso o equipamento seja danificado ou roubado, o cliente deve arcar com os custos de comprar um equipamento novo. É interessante destacar que a Mills faz manutenção preventiva dos equipamentos, inclusive de andaimes, escoras e fôrmas. Essa manutenção ocorre antes do equipamento ser disponibilizado para outro cliente e visa não apenas estender sua vida útil como também evitar os custos de uma manutenção mais severa mais a frente.

D - Conclusão

A Mills é, certamente, uma empresa com características cíclicas fortes. Um ambiente de taxas de juros mais baixas, inflação menor e câmbio mais estável são estruturalmente ideais para o crescimento da Cia. A enorme carência do Brasil por infraestrutura e habitação – e a



declarada intenção do governo de continuar investindo em projetos para suprir essa carência – determinam o pano de fundo macro deste *investment case*.

Aliando este contexto macro a todos os aspectos micro que permeiam a empresa - como um modelo de negócio diferenciado, uma estrutura competitiva favorável, uma estratégia de crescimento bem desenhada e um *management* capaz de executar bem estes planos de crescimento -, vislumbramos um enorme potencial para a Cia, apesar dos riscos obviamente atrelados ao *investment case*.

Atenciosamente,

Equipe da Sabra Capital