

Perspectivas - Junho 2017

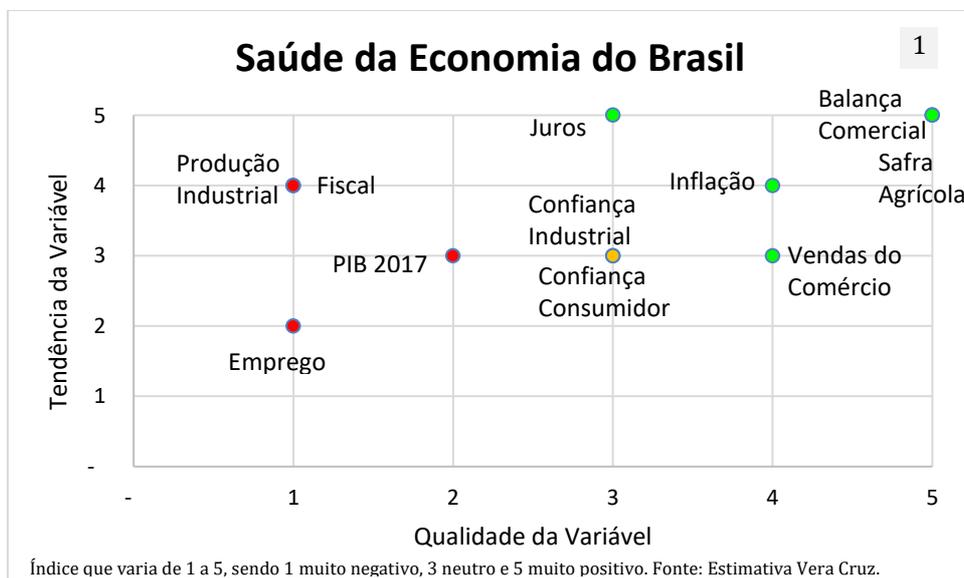
Cenário Geral: Positivo/Neutro

DESCONSTRUINDO AS JABUTICABAS ECONÔMICAS

Assim como em vários filmes épicos (“quando tudo parecia perdido...”), é neste momento de maior descrédito e decepção da população em geral que o país vai aos poucos sendo salvo, eliminando várias das jabuticabas econômicas negativas existentes no Brasil, muitas delas criadas e exacerbadas no governo anterior. Ao longo deste relatório listamos várias conquistas neste caminho. Mesmo com o cataclismo ocorrido no final de maio, continuamos construtivos, pois o mais importante é o alinhamento ideológico aliado à um sentimento de urgência nas mudanças, e não necessariamente quem vai liderá-lo. Os políticos do país buscam as reformas como os judeus buscaram com a liderança de Moisés chegar à Canã: com muito sofrimento e provações, mas na esperança de finalmente ter um futuro melhor, que no caso dos políticos seria uma grande queda de juros, entrada de capital estrangeiro e forte crescimento da economia, permitindo a reeleição em 2018.

Além das diversas mudanças com impacto positivo no médio e longo prazo no Brasil, também observamos uma economia que vai aos poucos saindo da maior recessão da história, mas em um ritmo e patamar bem aquém do ideal para a grande maioria dos atores econômicos. Mas é a vida. Uma coisa é o mundo ideal, outra é o mundo real.

No cenário internacional, as coisas vão muito bem apesar de tantos riscos e ruídos, como a ascensão de Trump nos EUA, o início de um quase ditadura na Turquia e diversas eleições tensas na Europa na esteira do início do Brexit (sim, a Grã Bretanha vai mesmo deixar a Comunidade Econômica Europeia...). Até o momento, tem sido um ano de muita fumaça e pouco fogo...



Check List:

12 pontos a monitorar nos próximos 12 meses

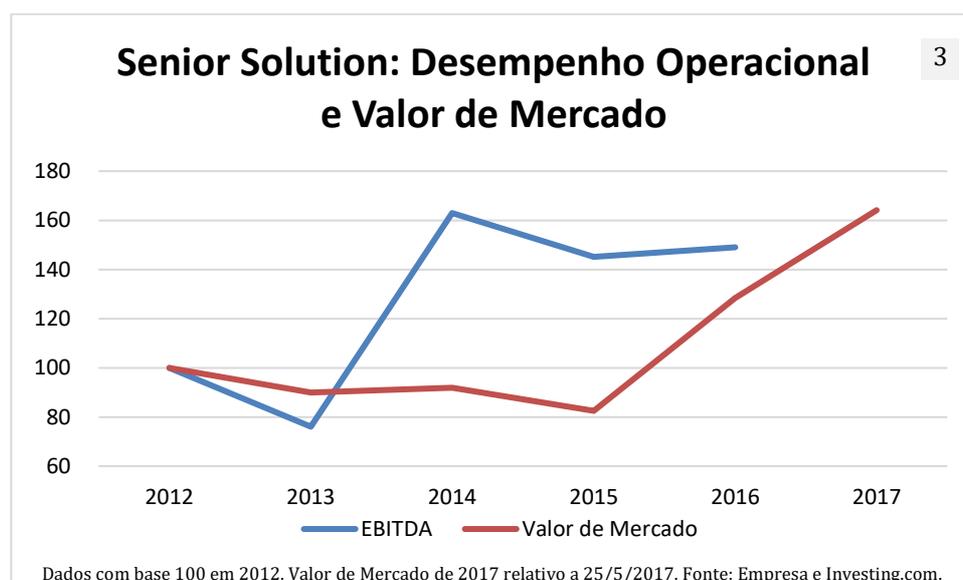
- 1. Inflação.** A inflação no 1º trimestre de 2017 foi a menor da história e em 12 meses até junho deve ficar abaixo de 3%! Melhor que o esperado.
- 2. Política Monetária do BC.** Corte mais agressivo de 1,00% a partir de abril após trajetória positiva da inflação. Melhor que o esperado.
- 3. Reformas Estruturais.** Aprovação da terceirização e de mini-reforma trabalhista, mas agora precisa avançar na aprovação da Reforma da Previdência. Em linha com o esperado.
- 4. Fluxo Externo.** Nível de captação de recursos via dívida externa e ações na Bovespa é o melhor em mais de 5 anos. Melhor que o esperado.
- 5. Evolução do Superávit Primário do Governo do Brasil.** Previdência ainda continua em trajetória horrível. Por outro lado, reformas fiscais avançam. Em linha com o esperado.
- 6. Governo dos EUA.** O novo governo tem tido mais bravatas do que ações concretas e negativas. Melhor que o esperado.
- 7. Produção Industrial.** 1º trimestre de 2017 é o ponto de mudança e o destaque positivo vai para autos, com crescimento de 29% no período. Em linha com o esperado.
- 8. Exportações de Manufaturados.** Volume em crescimento, com destaque para automóveis. Melhor que o esperado.
- 9. Evolução das Contas Externas (Déficit de Conta Corrente e Investimento Direto).** Ajuste ainda continua. Melhor que o esperado.
- 10. Rating (risco de crédito) do Brasil.** O risco Brasil continua caindo e tende a despencar após as reformas. Melhor que o esperado.
- 11. Política Monetária do Fed, Banco Central dos EUA.** Alta de juros continua moderada, com economia em baixo crescimento e inflação ainda controlada. Em linha com o esperado.
- 12. Evolução da Atividade na China.** Crescimento do PIB no 1º trimestre ainda foi positivo. Melhor que o esperado.

Case Vera Cruz: Senior Solution

Empresa: Senior Solution Setor: TI/Software			2
	Sede: São Paulo S.A. Capital Aberto Controle Pulverizado Segmento Bovespa Mais Ação: SNSL3 (Bovespa)	Receita 2016: R\$84,6 mm EBITDA 2016: R\$10,0 mm CAGR Receita (3 anos): 18% Patrimônio Líquido 2016: R\$70,2 mm Valor de Mercado: R\$198,2 mm	
	Fonte: Empresa e Bloomberg.		

Líder em desenvolvimento de softwares para o setor financeiro no Brasil, a Senior Solution está listada na Bovespa desde 2012, através do segmento Bovespa Mais, um segmento de acesso que a Bovespa criou em 2005 para facilitar a abertura de capital das empresas *Small Caps* com menor exigência de alguns quesitos (relatório em inglês etc.) que acabam sendo muito custosos para as empresas, especialmente as de menor porte. A companhia conta com sócios como o BNDESPar e gestoras independentes (HIX Investimentos e UNA Capital), sendo até o momento o case mais bem-sucedido do segmento Bovespa Mais.

Um dos pilares estratégicos da Senior Solution nos últimos anos tem sido a aquisição de empresas que possuem expertise diferenciada ou uma carteira de clientes relevante para a companhia. No setor de software, o *switch cost* (custo de mudança de fornecedor) muitas vezes é alto, então o modo mais fácil de crescer é realmente adquirindo o cliente. Uma vantagem que empresas como a Senior Solution dispõem, é a possibilidade de acessar um custo de capital mais barato por sua exposição na bolsa e por seu porte, adquirindo empresas menores a um desconto. E ao plugar a nova estrutura, há uma grande economia na diluição de despesas como despesas administrativas, aluguéis etc., além de poder ofertar uma gama mais ampla de serviços dependendo da aquisição.



Desde de 2005, a Senior Solution realizou 9 aquisições, com destaque para a mais recente, a att/PS, um importante player de TI com sede em Belo Horizonte e que teve em 2016 um faturamento equivalente a 67% da receita da empresa antes da aquisição. O mercado tem respondido de modo positivo (vide

gráfico 3), especialmente após esta aquisição, que tende a levar a companhia para um novo patamar de tamanho e visibilidade para investidores. A Vera Cruz Investimentos tem sido parceira da Senior Solution, realizando vários laudos de avaliação relacionados às aquisições da empresa.

Análise Setorial Vera Cruz: Setor de TI

O setor de TI é, de longe, o mais dinâmico do Brasil, refletindo as grandes mudanças tecnológicas, o forte impacto para o aumento da produtividade na economia e o grande apetite de investidores, que participam de investimentos de diversos tipos, com ticket de R\$100.000 a bilhões de reais, além de investimentos em estágios que vão desde *seed money* (aporte inicial para o começo do negócio) até grandes ofertas de abertura de capital na Bovespa, NYSE e/ou NASDAQ. Mesmo o IPO pode contemplar negócios em diversos estágios de crescimento, desde pré operacionais ou com grande prejuízo a negócios mais maduros.

No entanto, como podemos observar na tabela 4, o setor ainda tem uma representação tênue na bolsa de valores vis-à-vis a sua importância na economia e o dinamismo observado em países como os Estados Unidos. Acreditamos que nos próximos anos haverá uma avalanche de novos representantes na Bovespa, refletindo uma mentalidade mais voltada ao risco por parte do investidor brasileiro, além da consolidação de diversos players e da maturação do investimento de fundos de *Private Equity*, que utilizam a bolsa como um dos principais meios de realização dos seus investimentos.

Setor de TI: Empresas listadas na Bovespa						4
Empresa	Valor de Mercado	Dívida Líquida	Valor da Firma	Receita 2016	EBITDA 2016	
TOTVS	4.761.505	459.764	5.221.269	2.183.786	358.728	
Linx ¹	2.980.979	(474.714)	2.506.265	495.798	126.491	
Positivo Informática	266.848	227.043	493.891	1.746.015	147.700	
Senior Solution ¹	198.226	9.590	207.816	84.558	10.003	
Ideiasnet	163.113	-	163.113	940	154.458	
BRQ ^{1,2}	72.139	(10.989)	61.150	350.245	30	
Quality Software ²	51.806	9.711	61.516	68.186	9.888	

Dados em R\$ mil. Empresas por ordem de valor de mercado. 1-Clientes atendidos pela Vera Cruz Investimentos nos últimos 36 meses diretamente ou pela sua equipe para parceiros. 2-Valor de mercado estimado em múltiplo de PL.

A Vera Cruz Investimentos possui diversos clientes do setor de TI, dentre empresas ainda em estágio inicial, empresas de capital fechado investidas de fundos de *Private Equity* e empresas de capital aberto. Como pode ser observado no quadro, a empresa já atendeu cerca de 50% das empresas de TI listadas na Bovespa.

Movimentos Vera Cruz

Os últimos meses continuam com uma demanda crescente de clientes, que em geral possuem uma estratégia de longo prazo de consolidação dos seus respectivos setores. Observamos que com o início do ciclo de queda da taxa SELIC, a confiança é crescente, pois tudo mantido constante, uma menor taxa de juros possibilita que um mesmo ativo então tido como caro seja percebido como mais barato. Uma variável muito relevante que deve mudar no longo prazo é a taxa de inflação. Se observamos o histórico de 10 anos, o IPCA médio do Brasil é de 6,2%, enquanto o IPCA possível a partir de 2017 está sinalizando algo mais próximo de 3,5%, ou seja, uma redução de quase 3 pontos percentuais no custo estrutural do Brasil. Em uma de nossas avaliações mais recentes, esta mudança causa um aumento de 22% no Valor Presente da empresa adquirida, tudo o mais mantido constante.

Ao mesmo tempo, como o cenário de crédito ainda é restritivo, há uma grande *GAP* entre o valor percebido do adquirente e o valor percebido e possível do ponto de vista da adquirida, que dependendo do cenário está quase sendo forçada à vender o controle sob pena de inviabilizar seu negócio por restrição de caixa e de crédito. Definitivamente, continuamos a observar um mercado do comprador, só que agora com mais benefícios.

Monitor de M&A e Ofertas de Ações Vera Cruz*						5
Adquirente	Empresa/Ativo	Setor	Valor da Transação (R\$ milhões)	% do Total	Tipo de Operação	
Senior Solution	ATT/PS INFORMÁTICA S.A.	TI	65	100%	Aquisição	
Linx	Intercamp	TI	42	100%	Aquisição	
Bahema	Escola da Vila	Educação	34	95%	Aquisição	
Brasil/CT	Único Sistemas	TI	Não Público	N/P	Part.Controladora	
Tenco	Jaraguá do Sul Park Shopping	Imobiliário	Não Público	100%	Aquisição	
Grupo GSH	Serum	Saúde	Não Público	100%	Aquisição	
Sócio	Construção Insumo	Construção	Não Público	N/P	Part.Minoritária	
<i>Private Equity</i>	Distribuidor Medicamentos	Saúde	Não Público	N/P	Part.Controladora	
Sócio	Indústria Têxtil	Têxtil	Não Público	N/P	Part.Minoritária	

*Operações selecionadas com participação da Vera Cruz Investimentos de dez/16 a mai/17. Valores em R\$ milhões. Fonte: Empresas.

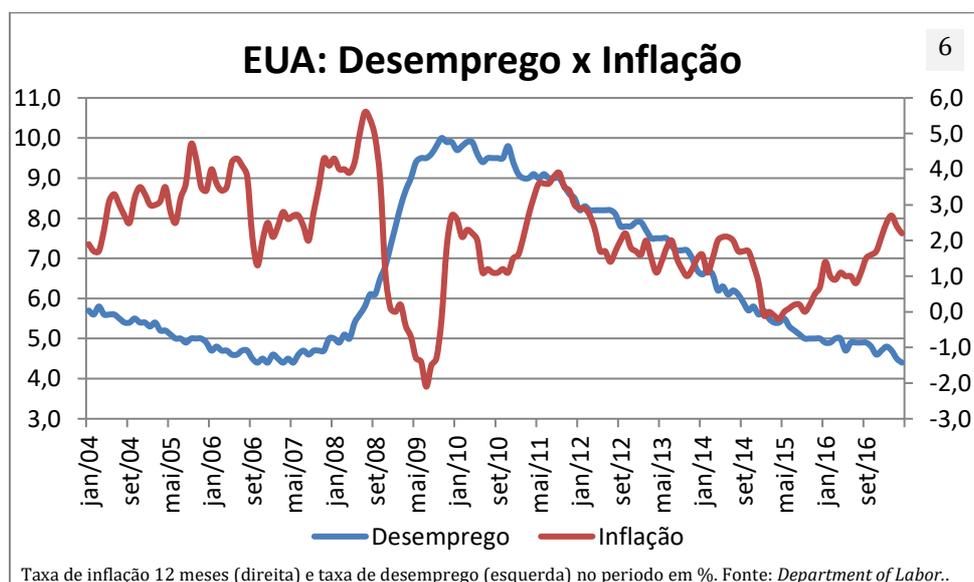
Dentro do nosso universo de clientes, conforme a tabela acima, que apresenta algumas operações selecionadas, temos como destaque de novas operações de M&A os setores de TI, Saúde e Educação. E a dinâmica ainda é crescente, visto que o apetite desses setores por investidores de bolsa é grande, os mercados são fragmentados e esses setores ainda são pouco representados na Bovespa. Além disso, o movimento de *follow-on* também permite aos participantes de bolsa captar recursos mais baratos e alavancar valor em cima do *GAP* de percepção de risco já mencionado. Destacamos no comentário de mercado com mais detalhe (página 15) que a captação de *follow-on* tem sido muito forte nos primeiros meses de 2017.

Perspectiva Mundo: Otimista/Neutro

EUA: Pessimista/Neutro

Depois de muita panaceia, o governo Trump felizmente está se rendendo à camisa de força do sistema americano, onde há forte relação de “*checks and balances*”, criados para evitar um ditador populista, dentre outros e dar estabilidade política ao país. Mesmo tendo maioria no Congresso através do partido Republicano, está claro que os congressistas não serão vaquinha de presépio, aprovando todas as megalomanias do novo presidente. Assim, ficou barrado o corte total do Obamacare (uma espécie de SUS simplificado) em março e agora tenta-se trabalhar uma mudança menos radical. Do mesmo modo, Trump está sofrendo um choque de realidade, desdizendo promessas de campanha. Uma das primeiras foi que não iria interferir na Síria, dando ao atual presidente um passe grátis para testar os limites de crimes de guerra com sua própria população. Outra foi afirmar que a China não manipula o seu câmbio, ao contrário de alegações anteriores. Mesmo a grande aberração até o momento, que foi a medida contra imigrantes de vários países islâmicos, acabou sendo barrada na justiça.

No final, o mercado financeiro começa a reduzir as suas expectativas otimistas e encarar o realismo de um governo com muitas bravatas, muito ruído e pouco resultado. Na média o setor que mais sofre no médio prazo é o de turismo, pois os estrangeiros estão criando uma certa ojeriza aos Estados Unidos, que na pessoa do seu presidente tratam a todos com arrogância e prepotência. Algumas informações iniciais indicam queda na busca por viagens para o país e mesmo no fluxo de turistas. No aeroporto de Miami, até março, houve queda de 2% no número de passageiros internacionais na comparação anual. O PIB, por sua vez, teve baixo crescimento no primeiro trimestre de 2017, de apenas 2,1% anualizado, o mais fraco em 3 anos. E estamos céticos de que o atual governo faça grandes mágicas. O principal “zap” na mão do governo americano é um programa que consiga atrair parte das centenas de bilhões de dólares de multinacionais estacionados fora do país para evitar pesados impostos sobre lucros. Isto se daria com uma redução temporária de impostos segundo indicações do próprio Trump, do patamar de 35% para algo como 10% (e há lobbies para até menos...).



Como o governo Trump está sendo forçado a uma versão mais light, mudamos a nossa percepção marginalmente para positiva, ou menos negativa em relação aos Estados Unidos. Contudo, ex-Trump acreditamos que agora o país entra em um ciclo negativo, pois a taxa de desemprego chegou nas mínimas (conforme o gráfico 6), o valor de mercado das empresas americanas está nas máximas e a taxa de juros tende a subir no médio e longo prazo. Teremos então no país mais inflação (devido à baixa taxa de desemprego), maior taxa de juros, o que deve bater em investimento e na queda dos ativos e menor crescimento do PIB potencial, além da perda de talentos via menor imigração graças à caça às bruxas do Trump, por menor que ela seja.

Europa: Otimista

Segundo o FMI no seu *World Economic Outlook*, a Zona do Euro deve manter um ritmo de crescimento razoável para uma economia madura, no ritmo de 1,7% em 2017 e 1,6% em 2018 (contra um crescimento de 1,7% em 2016). O grande risco ao longo de 2017 está centrado na esfera política, conforme já colocamos em ocasiões anteriores. Felizmente, a derrota da extrema direita na Holanda, a vitória acachapante de Emanuel Macron de centro-direita na França e o crescimento do partido da Merkel em pesquisas e eleições regionais, indicam a manutenção do status quo. Ou seja, a ameaça do fim do Euro e da União Europeia está sendo rechaçado pela maioria dos eleitores e isto é positivo para fortalecer o velho continente. Além disso, tudo ruma para o sentindo de um estado menor, na mesma linha do que tem acontecido no Brasil. Na França, o grande exemplo (negativo) de um grande estado, o partido socialista do atual presidente tende a ser massacrado nas próximas eleições legislativas em na meta de 2017, reduzindo a até 10% o tamanho da bancada. Definitivamente, está difícil enganar o povo e defender a manutenção de castas às custas de dinheiro público nos dias de hoje...

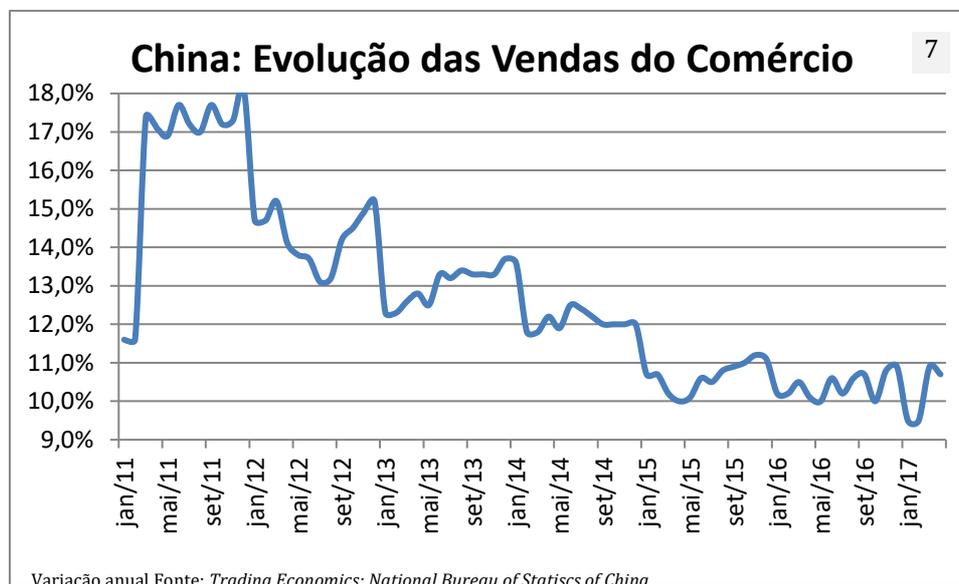
Um ponto importante para o Brasil em relação à União Europeia é a negociação comercial EU-Mercosul, que, após mais de 10 anos de negociações, pode finalmente avançar devido à atual situação com um EUA mais protecionista e uma EU pressionada pela saída da Grã-Bretanha. A vitória de candidatos mais à direita reforça o otimismo, pois a grande barreira ao acordo tende a vir de agricultores, especialmente da França, que exigem um maior protecionismo.

China: Pessimista/Neutro

Nos últimos 6 meses ficou mais claro uma tendência já amplamente esperada: a redução do superávit comercial da China, que nos últimos 2 anos rodava acima de US\$550 bilhões/ano e era insustentável, na medida em que o país continua crescendo mais que o mundo e os salários locais têm subido de modo relevante, reduzindo a competitividade como base exportadora, especialmente quando comparado a vizinhos como Índia, Bangladesh e Vietnã. De abril de 2016 a abril de 2017 o superávit comercial em 12 meses reduziu mais US\$127 bilhões, para US\$487 bilhões, um nível ainda muito alto. Acreditamos que a tendência para 2017 é de contínua redução do superávit, refletindo exportações mais moderadas e importações bem mais altas devido à recuperação de preços (caso do petróleo e do minério de ferro, por exemplo) e maior quantidade puxado pela demanda interna.

Na economia doméstica o país voltou a apresentar resultados positivos, com aceleração dos investimentos em infraestrutura e um bom nível de vendas no comércio (vide gráfico 7). Um dos indicadores que reflete isso é a produção de aço, que cresceu 4,6% no primeiro trimestre de 2017, vis-

à-vis o mesmo período de 2016. Contudo, desde abril o governo chinês tem sinalizado que quer desaquecer a economia, reduzindo estímulos monetários, dentre outros.



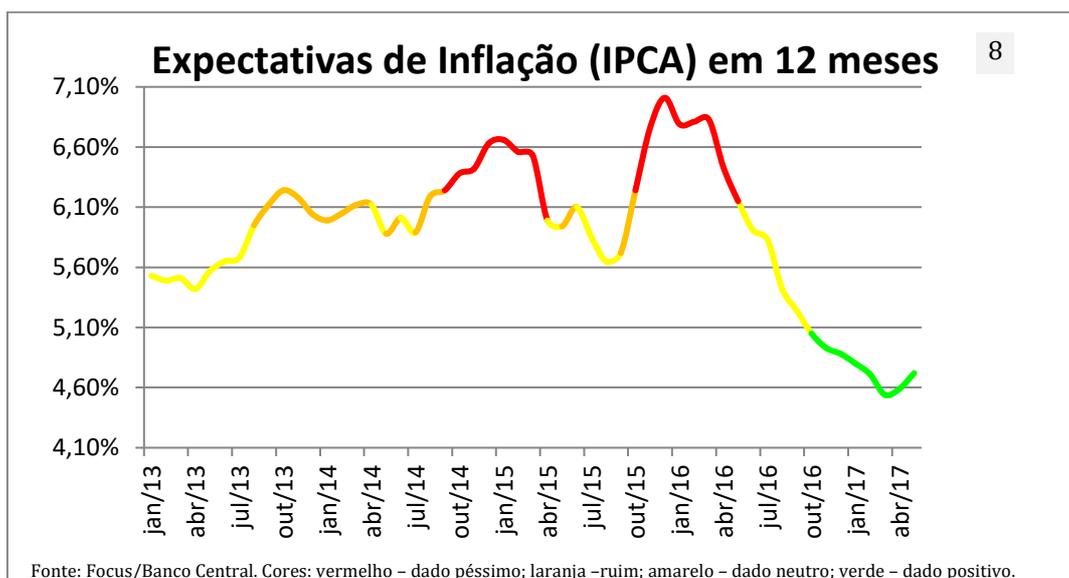
América Latina: Otimista

A América Latina de fato está em uma boa conjuntura, com exceção da Venezuela, que é um buraco negro no continente. Até o México, apesar do Trump, não está tão mal. Ao contrário, até apresentou crescimento de exportações nos primeiros meses de 2017 para o vizinho do Norte. Os destaques de recuperação são o Brasil e a Argentina, enquanto do outro lado temos uma desaceleração no México e no Chile, este último por causa de uma greve na mina de Escondida, a maior de cobre do mundo, e uma certa falta de confiança com o governo local, que tem passado por alguns escândalos e é um dos últimos bastiões da esquerda na América Latina, embora seja uma esquerda moderada. Uma parte do impacto positivo do continente pode ser observado na forte alta das exportações de automóveis do Brasil no primeiro quadrimestre onde a Argentina, o principal mercado, comprou 50% mais em unidades versus 2016.

De um modo geral, os países da região devem ter um crescimento maior nos próximos anos segundo o FMI, saindo de -1,1% em 2016 para 1,0% em 2017 e 2,0% em 2018, o que ainda é um crescimento abaixo da média global no período, ainda puxado para baixo pelo Brasil. A maior parte dos países está em política expansionista, reduzindo a taxa de juros devido à queda da inflação. Os únicos países contrários a esta tendência são o México, que sofreu com a desvalorização do peso dado o risco Trump, e a Argentina, que ainda está sendo afligida por uma inflação anual de dois dígitos – 26,6% na média trimestral até abril de acordo com o Banco Itaú.

Perspectiva Brasil: Otimista

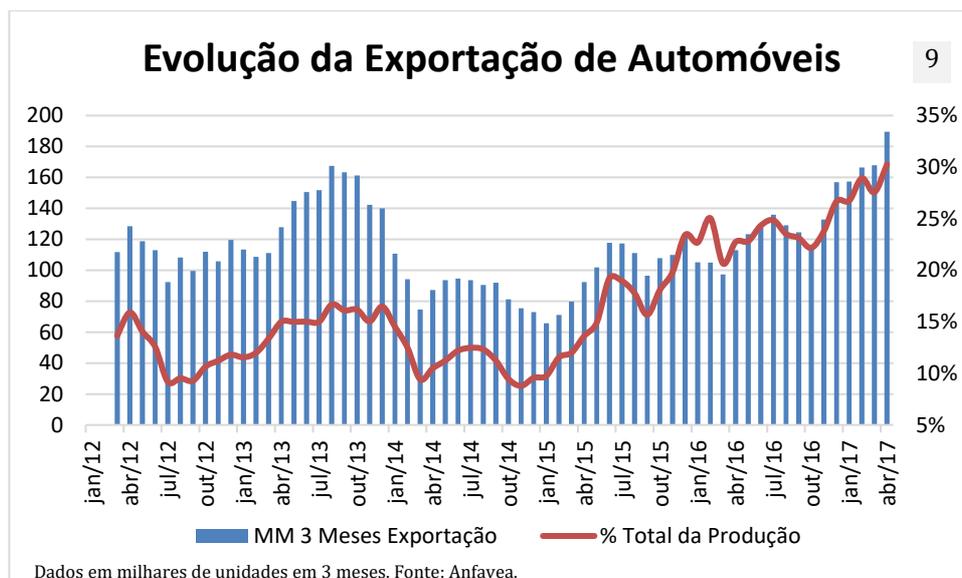
Nos últimos meses temos argumentado que a saída otimista para o Brasil é via crescimento das exportações e queda da inflação. Esses são os dois pilares centrais do nosso otimismo em relação ao país. Desde julho de 2016 a inflação mensal e em 12 meses está despencando, com forte queda do percentual de preços em alta (conhecido como índice de difusão) e queda da inflação nos preços livres. Temos também o risco da primeira deflação de alimentos talvez da história do Plano Real considerando o ano de 2017. Além disso, pela primeira vez em mais de uma década, temos a expectativa de inflação abaixo da meta não só para o ano corrente, como para o ano seguinte, indicando forte credibilidade da política econômica atual, ou seja, as expectativas do mercado financeiro estão “ancoradas”. Já as exportações, por sua vez, engataram forte crescimento a partir de janeiro, comandados pela exportação de soja e petróleo, mas com um crescimento disseminado nos principais produtos manufaturados, com destaque para automóveis. Após o crescimento recente, as exportações de autos já representam cerca de 30% da produção e já estão contribuindo para a retomada da produção nacional (vide gráfico 9), que cresceu 25% em 2017 até abril.



Contudo, mesmo que tenhamos grande crescimento das exportações, ainda assim o impacto na atividade geral será um pouco limitado, visto que na maioria dos setores a exposição internacional ainda é restrita. Além disso, como o índice de ociosidade ainda é muito grande, com exceção de indústria exportadoras, como papel e celulose, ou indústrias de bens de consumo não duráveis, como alimentos, o resultado da maioria das empresas ao longo de 2017 ainda deve ser um prejuízo ou, na melhor das hipóteses, sub-ótimo. Como também houve uma queda maior da atividade do que do emprego, é provável que boa parte do crescimento da produção industrial seja absorvida pelo ganho de produtividade da mão de obra já existente, postergando para 2018 o início da recuperação do mercado de trabalho.

Do lado do governo, a arrecadação ainda patina, em parte porque a atividade está fraca e em parte relevante (e que não está sendo devidamente mensurada pelo mercado) porque as empresas estão se

financiando através do atraso de recolhimento de impostos visto que, de um lado estão com uma dinâmica negativa nos negócios, e do outro, estão sendo obrigadas a repagar empréstimos. É muito provável que em algum momento em 2018 tenhamos uma surpresa positiva de salto na receita do governo ao ter vários contribuintes voltando a uma situação de normalidade. No longo prazo é até positivo este efeito, pois obriga o governo a realizar um ajuste ainda mais duro e deixa espaço para uma surpresa positiva no resultado fiscal.

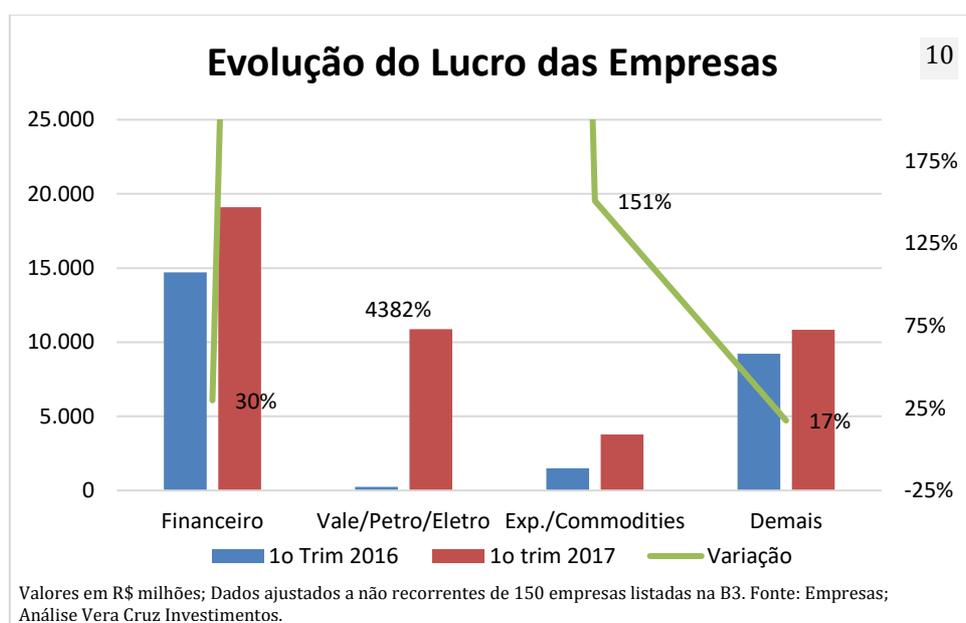


Talvez venha do mundo corporativo alguns dos sinais mais relevantes para o otimismo. O lucro das empresas listadas na Bovespa (agora denominada B3), subiram entre 10% e 20% na média nos mais diversos setores, com exceção de algumas exportadoras como as de celulose, que foram afetadas por um dólar mais baixo. O lucro é um excelente indicador, pois implica em maior arrecadação de impostos (através de IRPJ e CSLL) e permite às empresas voltar a pensar em ampliar ou retomar investimentos e contratações. Na maior parte dos casos, o maior lucro está mais ligado à redução de custos em um primeiro momento, o que também é positivo pois indica que as empresas brasileiras foram forçadas a buscar ganhos de eficiência diante de um cenário difícil na economia. Na Vale, que é um dos exemplos mais relevantes, o EBITDA em dólar (moeda corrente das commodities) saltou 123% em um ano para US\$4,3 bilhões e a empresa reduziu em quase US\$2,4 bilhões a sua dívida líquida somente no 1º trimestre de 2017, em linha com a meta de chegar abaixo de US\$17 bilhões ao final de 2017 (partindo de US\$25 bilhões em dezembro de 2016).

Atividade: Otimista

Como já colocamos neste relatório, quando falamos da atividade o grande destaque positivo é a produção de automóveis, que impacta parte relevante da economia. Um dos seus insumos, o aço, teve um crescimento de 11% na produção no primeiro trimestre, com a quase totalidade do movimento vindo de bens duráveis (aço plano), dado que a atividade de construção (aço longo) ainda está patinando. Dentro do setor automotivo, há um segmento mais ligado ao Agro, Máquinas e Equipamentos agrícolas, que apresenta um crescimento ainda mais forte, de 33% em 2017 nas vendas até abril, e o tom em todas as feiras do setor é muito positivo. A demanda por silos também é outra que

está muito aquecida. Segundo informações do Valor Econômico, a AGCO, uma das maiores empresas do setor, indicou um crescimento entre 30% e 35% na demanda no 1º trimestre de 2017 ante o mesmo período de 2016.



Um dos melhores indicadores da retomada da economia é o desempenho das empresas de capital aberto no primeiro trimestre de 2017. Com exceção de várias empresas ligadas à exportação, no geral houve um crescimento expressivo dos lucros e o tom dos gestores é positivo, embora muitas empresas ainda estejam saindo do fundo do poço. No todo, observamos um crescimento de 74% nos lucros (Petro e Vale são responsáveis por 56% da variação nominal) considerando um universo de cerca de 150 empresas financeiras e não financeiras (vide gráfico 10), totalizando R\$45 bilhões. Além disso, 62% das empresas apresentaram aumento de lucros ou redução de prejuízos. Mesmo os bancos, que estão com queda no volume de crédito voltaram a ter bons lucros, em parte devido à queda nas provisões para devedores, o que pode incentivar o retorno do crédito nos próximos trimestres.

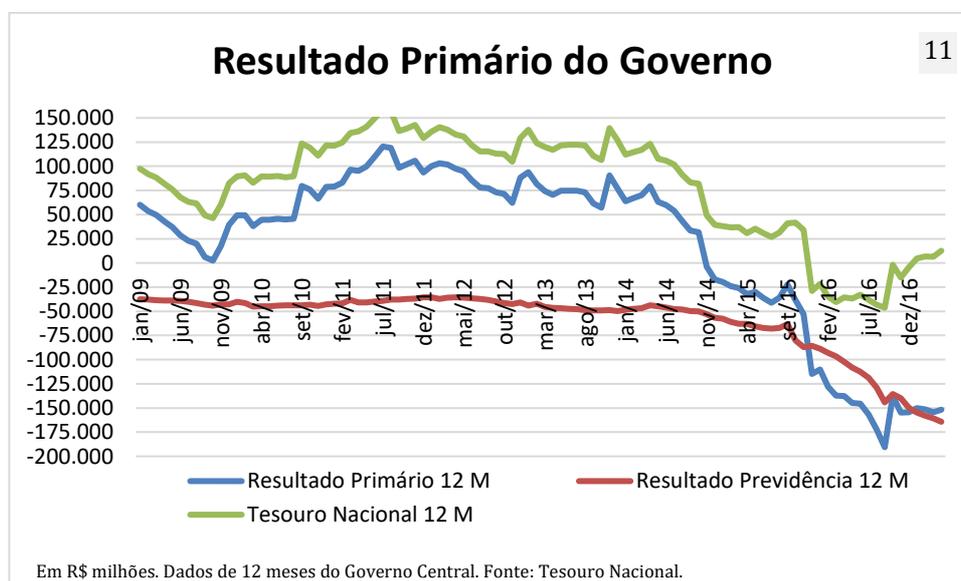
Com mais lucro, as empresas podem reduzir seu endividamento, melhorar a sua percepção de risco - relação Dívida/EBITDA, por exemplo - e considerar o desengavetamento de investimentos ou a aquisição de concorrentes em situação mais frágil. Aliado a isso, conforme destacamos no item que fala da Bolsa, várias empresas listadas também têm reforçado seu caixa via emissão de ações (conhecido como *follow-on*), e o grande argumento é o de aproveitar oportunidades para expansão, mais pela consolidação de mercado do que pelo crescimento orgânico. Um ponto relevante que também notamos nos balanços é o ganho de eficiência através da redução de custos, que em um primeiro momento é negativo para a atividade - redução de emprego, contratação de serviços - mas que permite às empresas emergir com maior eficiência. Quando analisamos apenas as empresas não financeiras ligadas ao mercado interno (ex commodities, Petro, Vale e exportadoras), observamos este fenômeno, com um ganho claramente ligado ao aumento de eficiência operacional, pois a receita na média subiu míseros 2%, enquanto os lucros subiram 17% na comparação anual. Um tom crescente também é o interesse em expansão internacional, permitindo às empresas alavancarem a sua competência, além de

reduzir a dependência do Brasil. É algo que observamos (seja via sinalizações dos administradores, seja através de medidas concretas) em empresas como Natura, Arezzo, BR Foods, TOTVS e WEG, dentre outras.

Governo: Otimista

As reformas têm evoluído nos últimos meses dentro do possível, não do ideal. Mas isto é política. Já temos muito a comemorar por estarmos com uma evolução da política econômica completamente antagônica àquela de apenas 1-2 anos atrás. E algumas vacas sagradas estão ficando pelo caminho, como é o caso do fim do imposto sindical obrigatório. A reforma trabalhista, que esperamos ser aprovada sem grandes mudanças no Senado, será a mais relevante desde a criação da CLT, ou seja, o governo Temer (ou quem o eventualmente substituir), mesmo sendo interino e impopular, estará conseguindo um feito que o governo FHC só poderia sonhar.

Com os eventos do final de maio, uma bomba inesperada afligiu o governo, mas após o susto o mercado vislumbra que as reformas continuarão mesmo diante de um governo fragilizado, pois é inegável que a atual conjuntura grita pelo fim de privilégios. Um caso claro disso foi a recente aprovação de aumento da alíquota de previdência para funcionários públicos do Rio de Janeiro de 11% para 14%, mesmo diante de tantos protestos. Simplesmente não há dinheiro e nem filantropos com dinheiro disponíveis para bancar a conta!

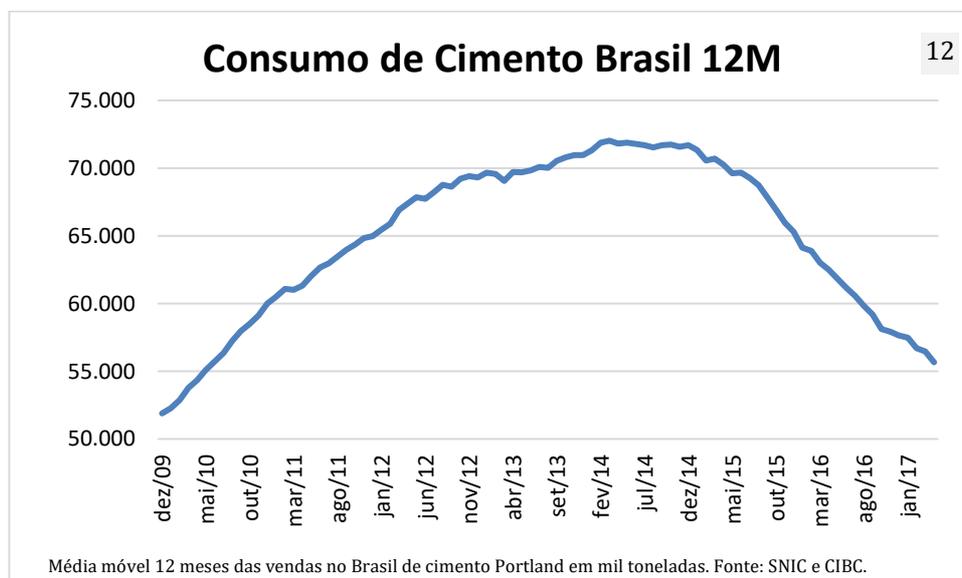


Mesmo com a perspectiva de ajustes relevantes nos campos trabalhista e previdenciário, é inegável que temos urgência, pois o governo anterior conseguiu descarrilhar o desempenho fiscal (vide gráfico 11) e é imperativo quebrar a tendência negativa e melhorar a dinâmica a médio e longo prazo. Mesmo com todas as reformas a caminho, a previsão do governo é de que o resultado primário (antes dos juros) só volte a ser positivo após 5 anos. Para dificultar um pouco mais, o governo também não se ajuda, pois mantém mesmo diante do atual cenário a cultura do reajuste: é o reajuste do aposentado, incluindo aposentadoria acima do salário mínimo, é reajuste do bolsa família, é reajuste de algumas categorias de

funcionário público. Onde provavelmente teremos uma surpresa positiva é no resultado nominal – após a despesa com juros – pois a queda da taxa de juros está sendo mais rápida e profunda que o esperado pelo próprio governo e pelo mercado no início do ano.

Investimento: Neutro/Otimista

Em 24 de abril, o governo (a ANEEL) realizou com sucesso um leilão de transmissão de energia, envolvendo R\$12,7 bilhões de investimentos, quase 97% do total disponibilizado e um deságio superior a 30% na maioria dos lotes. Este leilão demonstra a mudança para melhor no setor, após o desastre das intervenções atrapalhadas do governo anterior. O pacote de investimentos terá menos “paitrocínio” do BNDES, o número de vencedores foi grande e não houve presença de chapa branca para distorcer o certame. Ou seja, sem populismo o custo final para o país é muito menor e os investimentos aparecem naturalmente.



Em 16 de março, por sua vez, houve a 3ª rodada de concessões de aeroportos, onde foram ofertados os aeroportos de Fortaleza, Salvador, Porto Alegre e Florianópolis, perfazendo um total de R\$6,7 bilhões em investimentos, além de R\$3,7 bilhões em outorgas. Todos os vencedores foram empresas estrangeiras de primeira linha, como a Fraport e a Vinci, sendo o primeiro certame sem a presença de construtoras, especialmente as do clubinho do governo anterior. Com isto, quase 60% do tráfego de passageiros do Brasil já está nas mãos de empresas privadas, e o país tem a oportunidade de em alguns anos dispor de uma das mais modernas infraestruturas aeroportuárias dentre os mercados emergentes e até países desenvolvidos. A abertura de capital da Azul, em 11 de abril, também é outro ponto positivo no setor, permitindo a inclusão de várias regiões hoje “marginalizadas”, dado que a empresa é, de longe, a líder no atendimento ao tráfego regional do Brasil.

Os dois eventos acima são alentos de uma retomada dos investimentos, mas na prática indústrias ligadas à investimentos, especialmente infraestrutura, ainda estão sofrendo de modo agudo e uma retomada ainda está mais no campo do desejo, como é o caso do cimento (gráfico 12), que ainda

apresenta queda em 2017 mesmo após um tombo acumulado de 22% quando comparado ao pico em torno de 71,1 milhões de toneladas/ano em 2014.

Setor Externo: Otimista

O Cenário externo do Brasil não poderia ser melhor. O saldo da balança comercial de 2017 deverá ser o maior da história e no mínimo 20% superior ao de 2016, que já foi recorde. E isso tudo com base em crescimento das exportações em todas as categorias, incluindo o setor industrial, onde há dezenas de produtos crescendo a dois dígitos e boa parte disto pode ser atribuída ao crescimento de quantidade. É o cenário que estávamos esperando, onde as exportações puxariam a atividade industrial, ao contrário do cenário pré-crise, bombado artificialmente pelo governo, que estimulou todos os agentes a se endividar para ampliar o consumo.

Aliado à forte melhoria no Comércio Exterior, o Brasil continua atraindo um volume expressivo de investimento direto, fruto da ampla oferta de ativos à venda, da necessidade de capitalização de subsidiárias que sofreram com a crise e de investimentos em carteira como ações em bolsa de valores, além do ganho de confiança gradual com o novo governo. Toda esta conjuntura pode ser bem explicada no nível de risco Brasil, que está no menor nível em 3 anos e com tendência de cair abaixo do nível psicológico de 200 pontos (vide gráfico 13). No nível atual, de 250 pontos, significa que um mesmo título do Brasil paga na média 2,5% acima de um título americano, explicitando o risco específico do país, que em grande parte trata-se do risco cambial e do risco fiscal. Na prática, a queda do chamado risco Brasil reduz o custo de captação do país e das empresas em dólares, permitindo ao Brasil financiar seus investimentos de modo sustentável. Um caso claro disto é a Petrobrás, que na metade de maio realizou captações ao menor custo em mais de 3 anos, o que é excelente dado que a situação de dívida da empresa ainda é ruim e o Brasil não é mais grau de investimento. Aliás, na prática, do ponto de vista de custo de crédito, o Brasil está voltando a ser *investment grade*. Para consolidar isso, só dependemos da aprovação da Reforma da Previdência.

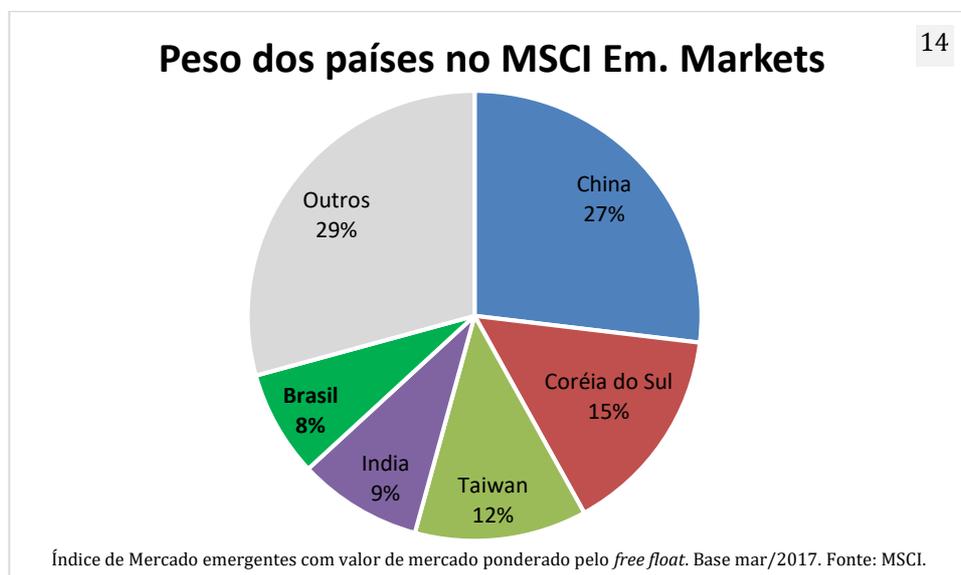


Perspectiva dos Mercados

Bolsa: Otimista

O Brasil teve o maior volume de captações em mais de 5 anos, com um total de R\$15,6 bilhões no 1º quadrimestre do ano. Para ter uma ideia desta dimensão, em dólares este valor é equivalente a US\$4,9 bilhões, enquanto no mesmo período os EUA, principal mercado de capitais do mundo teve captações de US\$47 bilhões (*follow-ons*). Em volume de IPOs (Oferta Pública Inicial), aberturas de capital, o Brasil teve um volume de R\$3,5 bilhões (US\$1,1 bilhão) considerando a Azul no início de abril, enquanto os EUA teve US\$11,8 bilhões. Ou seja, com a melhoria de mercado, as captações de empresas brasileiras estão girando em torno de 10% dos EUA, o que é um volume relativo positivo, dado que a economia americana é 10 vezes a brasileira, possui um ambiente bem mais favorável com baixa taxa de juros e o mercado americano concentra não só empresas americanas, mas também empresas de vários outros países, com destaque para os emergentes e setores como tecnologia.

Estamos gradualmente voltando a um cenário de mercado normal de mercado de capitais, principalmente na medida em que a taxa de juros volta a níveis mais civilizados. Vale ressaltar que hoje o Brasil está entre os 10 maiores mercados de capitais do mundo (em valor de mercado das empresas listadas) e dentre os 5 maiores mercados emergentes com base em *free float* disponível (ações disponíveis no mercado, fora do bloco de controle) de acordo com o MSCI (vide gráfico abaixo).



Assumindo um cenário otimista, com aprovação das reformas, queda da taxa de juros e inflação dentro da dinâmica esperada, é muito provável que o Brasil ganhe posições até o final de 2018, ultrapassando a Índia e talvez até Taiwan. É interessante, ao analisar em detalhe os outros mercados, que o grande pedaço que falta ao Brasil é o de grandes empresas de TI, segmento este que já mencionamos na página 4 deste relatório. Neste setor temos pelo menos 2 operações a caminho, a TIVIT, que protocolou prospecto no final de abril e a PagSeguro, controlada pelo UOL, ainda a vir segundo especulações de mercado.

Juros: Otimista

O Banco Central continua em uma posição inédita “atrás da curva”, mas em um sentido positivo, pois a inflação esperada pelo mercado continua abaixo do centro da meta e caiu de modo relevante nos últimos meses. E nós acreditamos que o mercado ainda está atrás da curva, ou seja, a inflação realizada será abaixo do que é esperado, provavelmente mais próximo de 3,5%. Todos os sinais estão colocados: 1)dólar comportado; 2)super safra; 3)queda nos preços internacionais das commodities; 4)grande capacidade ociosa da indústria; 5)taxa recorde de desemprego, quase em 14%; 6) IGP (preços de atacado) em deflação nos últimos meses e com variação próxima a zero em 2017.

Mesmo com a melhora expressiva, continuamos esperando uma taxa de 8% ao final de 2017, pelos seguintes motivos: 1)a política monetária tem um atraso de 12 meses para bater na economia; 2)a queda de 14,25% para 8% é muito relevante, de 6,5% e não pode ser minimizada; 3)o resultado fiscal do governo ainda é frágil; 4)temos o psicológico e o péssimo histórico do Brasil e o BC não quer arriscar perder credibilidade. Nos próximos três meses, o principal evento será a reunião do Conselho Monetário Nacional que definirá a meta para 2019. É muito provável que esta meta seja reduzida do atual patamar de 4,5% para pelo menos 4%, sinalizando uma convergência do Brasil para as economias normais, que possuem uma meta de inflação entre 2% (caso do Reino Unido, por exemplo) e 3% (caso do Chile, por exemplo). Se a inflação continuar um massacre no sentido positivo, acreditamos que o impacto se dará em 2018, com uma redução além de 7% possivelmente testando 6%. Vale ressaltar que taxa de juros de 7% ou menos é um território ainda não testado no Brasil “moderno” criado com a adoção do Real em 1994.

Dólar: Neutro/Otimista

A preocupação com a aprovação das reformas dominou a definição do preço do dólar, na medida em que o mercado financeiro “caiu na real” de que a aprovação das medidas não é um passeio no parque. Isto porque a população não tem a exata compreensão da relevância das reformas e, além disso inúmeras castas exercem sua pressão contra o fim de privilégios. Do ponto de vista de fluxo, o dólar já deveria ter testado os R\$3,00, pois o superávit comercial apresenta recorde histórico e o fluxo de investimentos estrangeiros continua muito forte. Se o dólar ainda não caiu, o mercado está cada vez mais melhorando do ponto de vista técnico, com leve aumento das reservas, redução da dívida externa e um mercado que está ficando “comprado em dólar”. No caso da aprovação das reformas trabalhista e previdenciária, é muito provável que ocorra uma forte valorização do real. A única variável importante da economia para evitar este movimento é uma queda mais acentuada da taxa de juros ou um agravamento da crise política, que acreditamos que seja encaminhada até o final de julho.

M&A: Otimista

Os últimos meses tiveram como destaques várias operações de captação de empresas já listadas (denominadas *Follow-Ons*) e novas rodadas de concessão, que em sua grande maioria foram de investidores estrangeiros, alguns deles considerados de grande qualidade técnica e financeira, com o caso da Vinci e da Fraport em aeroportos. Como as condições de crédito são mais restritas, nas concessões os vencedores são as estrangeiras trazendo recursos de fora ou empresas locais que estão reforçando seu balanço com emissões de ações, como foi o caso da Alupar, que levantou recursos e ganhou um dos lotes do leilão de Transmissão de energia. Outra motivação importante para as

operações são as empresas estressadas, que estão sendo forçadas a vender seus ativos. Dentre as principais operações, a venda Odebrecht ambiental para a Brookfield e a venda de parques eólicos da Renova (“Nova Energia Holding”) para a AES Tietê representam este perfil de negócio. Apesar de várias operações relevantes, o mercado de M&A ainda está abaixo do normal e acreditamos que deve acelerar ao longo de 2017, e os estrangeiros devem continuar como players relevantes na ponta da compra.

Monitor de M&A e Ofertas de Ações						15
Adquirente	Empresa	Setor	Valor da Transação	% do Total	Tipo de Operação	
Banco Itaú	XP Investimentos	Financeiro	6.300	53%	Aquisição	
Brookfield	Odebrecht Ambiental	Utilities	2.900	100%	Aquisição	
Investidores	Americanas	Varejo	2.436	10%	Follow-On	
Investidores	Azul Linhas Aéreas	Transportes	2.020	45%	IPO	
Investidores	Santander Brasil	Financeiro	2.000	2%	Follow-On	
AES Tietê	Nova Energia Holding	Utilities	1.800	100%	Aquisição	
Arteris	Rodovia dos Calçados	Infraestrutura	1.213	100%	Concessão	
Investidores	B2W	Varejo	1.210	24%	Follow-On	
Investidores	Alupar	Utilities	834	19%	Follow-On	
JBS	Plumrose USA	Alimentos	759	100%	Aquisição	
Vinci	Aeroporto de Salvador	Transportes	661	100%	Concessão	

Operações de destaque de mar/17 a mai/17. Valores em R\$ milhões. Fonte: CVM, Empresas, Valor Econômico, diversos.

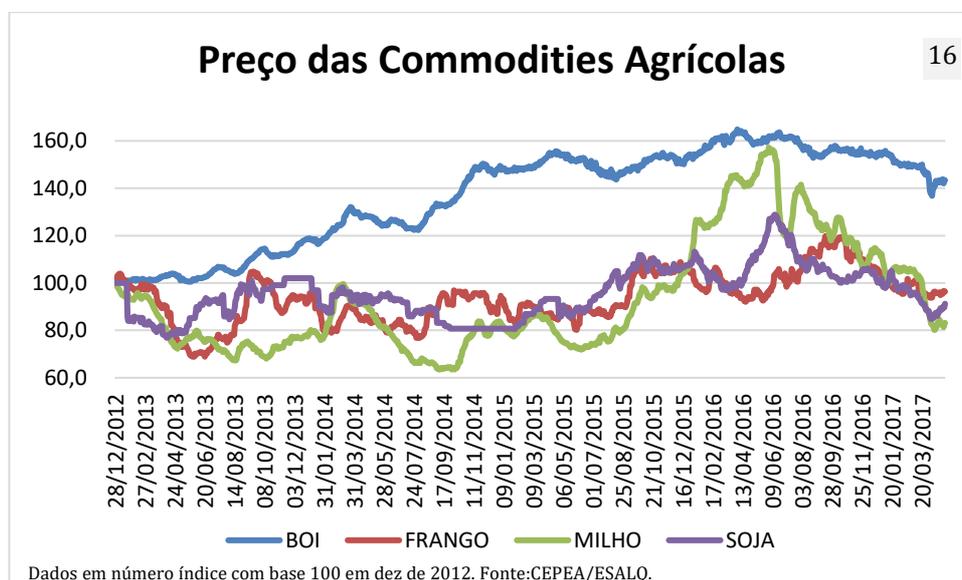
Crédito Privado: Neutro/Otimista

Nos últimos três meses o mercado de crédito tradicional continuou sendo restritivo e assim deve ser nos próximos meses. Enquanto empréstimos subsidiados do BNDES devem continuar contraindo e os bancos estatais também estão mais reticentes, os bancos privados pode voltar a crescer a carteira, mas de modo muito moderado, ainda no modo contracionista. O Banco Itaú, por exemplo, tem uma indicação de variação do crédito no Brasil entre -2% e +2%, o que para uma empresa com forte necessidade de capital significa ficar entre 1m ou 1,1m abaixo d’água, ou seja, morre do mesmo jeito...

O lado positivo é que o mercado de capitais está ganhando tração, com um maior número de emissões, inclusive debêntures tradicionais, que estavam um pouco “fora” de moda. Segundo a ANBIMA, o volume de captações saltou 152% para 52,2 bilhões no 1º trimestre, considerando tanto captações no mercado doméstico como captações externas. Não há muito milagre: sem geração de caixa suficiente, ou se renegocia dívida com os bancos (algo que já está ocorrendo em níveis altos da carteira), ou se realiza uma captação de recursos próprios para redução de alavancagem (algo que a Maxion fez por exemplo) ou se emite novas dívidas para alongar o passivo. Com a taxa de juros voltando para 1 dígito e a atual conjuntura de melhoria da economia, é muito provável que continue a ocorrer um grande aumento das emissões, ainda focado nas empresas de primeira e segunda linha, em operações acima de R\$200 milhões.

Commodities Agrícolas: Pessimista/Neutro

O setor de agro do Brasil em geral operou mal esta safra e se colocou em uma posição frágil, pois a safra teve a melhor produtividade da história de longe com saltos de mais de 20% na produtividade da soja e milho por ha dependendo da região, além da expectativa de uma safra recorde nos EUA e do fato de que a estrutura de armazenagem do país é bem aquém do ideal, ou seja, o produtor corre o risco de ter que armazenar grãos a céu aberto. Mesmo a solução temporária em bags é um paliativo e deveria ser utilizada marginalmente. A operação carne fraca provavelmente foi só o estopim para uma nova queda de preços, conforme podemos observar no quadro abaixo. Fica claro que após um pico de preços na metade de 2016, devido à forte quebra de safra, em especial do milho, os preços estão em queda consistente, mas retornando a um patamar já observado ao longo de 2013 e 2014.



Commodities Metálicas/Petróleo: Pessimista/Neutro

No mercado de commodities metálicas as quedas recentes foram amplamente esperadas, dado o descasamento entre o preço, que indicava um mercado muito aquecido e a realidade, que é um certo desequilíbrio entre oferta e demanda nas principais commodities, com destaque negativo para o níquel, que ainda continua com os maiores estoques da história, mesmo estando preços deprimidos, ao redor de US\$10.000/tonelada e o minério de ferro, que tem pelo menos 2 projetos novos em *ramp up* – Iron Hill na Austrália e Carajás S11D no Brasil.

Acreditamos que boa parte da correção de preços já aconteceu até o início de maio, e é provável que a média os preços fiquem dentro do atual patamar considerando um horizonte de 12 meses. O grande risco para a queda de preço é uma desaceleração do crescimento da China, enquanto do outro lado podemos ter algum avanço na intenção do governo Trump de estimular investimento em infraestrutura nos EUA ou um fechamento de minas menos competitivas de minério de ferro na China e uma gestão de oferta em outras commodities como o cobre e o níquel por parte dos grandes fabricantes.

Insight Vera Cruz: O Laudo de PPA

Laudo de PPA <i>Purchase Price Allocation</i>	Base Legal Lei 12.973/14, artigo 20 IN RFB N° 1515	Base Contábil CPC 15 – Combinação de Negócios CPC 04 – Ativo Intangível	17
--	--	---	----

O Laudo de PPA, que significa *Purchase Price Allocation*, é um dos laudos mais complexos do IFRS, estando sujeito a inúmeras interpretações de metodologia. Este laudo é demandado (lei 12.973/14) quando uma empresa adquire outra empresa e tem como base o CPC-15, que trata de Combinação de Negócios. O princípio deste laudo é que o balanço da empresa adquirida deve estar à valor justo (dentro das regras correntes do IFRS) e o avaliador deve destacar ativos e contingências que não estão previamente determinados, além de realizar ajustes que forem importantes nos ativos já existentes.

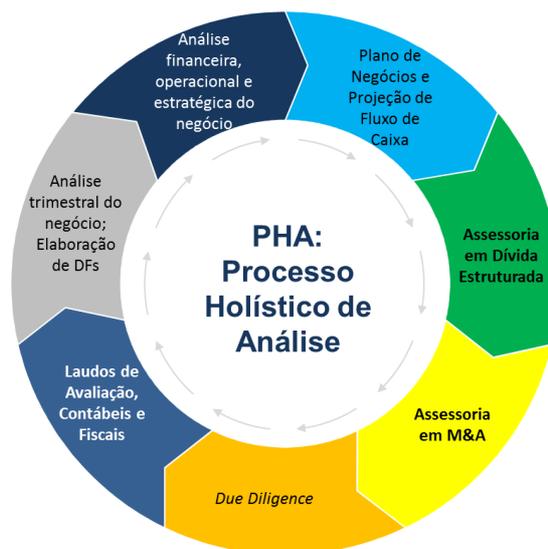
De modo geral, neste laudo determina-se os ativos intangíveis identificados, que são regidos pelo CPC-04, e as contingências, que normalmente estão determinadas em relatório de *Due Diligence* e embasados por *legal opinion* (determinado, por exemplo, a probabilidade de perda de uma determinada causa judicial). Além desses ativos, é prática usual a avaliação do ativo fixo quando este é relevante dentro do balanço da empresa. Como é necessário que o balanço esteja a valor justo, o ideal é que todas as contas da empresa adquirida estejam ajustadas a valor presente (AVP). Se temos, por exemplo R\$10 milhões de Contas a Receber, se o prazo for de 1 dia este valor será de R\$10 milhões, mas se o prazo for de 3 meses, o Contas a Receber AVP seria R\$9,56 milhões assumindo uma taxa de desconto de 1,5% ao mês. Em muitos casos, a administração assume que os ajustes de AVP são pouco relevantes para a maior parte das contas e assume o balanço inicial como sendo a valor justo. É importante ressaltar que neste laudo as informações primárias são de responsabilidade da administração mesmo tendo um terceiro que realiza a avaliação e o laudo de PPA.

Para exemplificar o laudo de PPA e seus impactos, colocamos a seguir um caso. Imaginemos uma empresa de software que seja adquirida por R\$50 milhões e tenha um Patrimônio Líquido de R\$10 milhões. Assumindo os cálculos abaixo, o adquirente pagou R\$50 milhões por uma empresa que após ajustes tem um PL de R\$25 milhões e, por consequência, foi pago um ágio (*goodwill*) de R\$25 milhões, dando a possibilidade de benefício fiscal para o adquirente ao reduzir a base tributável de IR e CSSL.

Empresa XPTO Ltda.								18
Em R\$ mm	BP Inicial	Ajustes	BP Final Pró Forma		BP Inicial	Ajustes	BP Final Pró Forma	
Ativo Circulante	20	-	20	Passivo Circulante	16		16	
Caixa	5		5	Financiamentos	5		5	
Recebíveis	10		10	Salários a Pagar	5		5	
Outros	5		5	Outros	6		6	
Ativo Não Circulante			-	Patrimônio Líquido	10	15	25	
Imobilizado	5		5					
Intangíveis	1	15	16					
Software	1	10	11					
Marca		5	5					
Ativo Total	26	15	41	Passivo Total	26	15	41	

Sobre a Vera Cruz Investimentos

A Vera Cruz Investimentos é uma empresa de Assessoria Financeira, *Wealth Management* (Gestão de Riqueza) e *Asset Management* (Gestão de Fundos). Seu foco é em produtos de análise financeira para empresas, como laudos de avaliação, assessoria financeira em M&A, *Due Diligence*, atendendo desde empresas de *middle market* a multinacionais e empresas listadas na bolsa e com alta exigência de qualidade de serviço e governança.



Disclaimer

As informações contidas neste relatório têm caráter meramente informativo e não constituem qualquer tipo de aconselhamento de investimentos ou oferta para aquisição de valores mobiliários. As atividades de gestão de recursos são realizadas pelo sócio Márcio Macêdo, administrador de carteiras autorizado CVM de acordo com Ato declaratório nº 11734, publicado no DO em 13/6/2011, página 38, seção 01 - <http://brasildo.com/diario-oficial-da-uniao/1-regiao/2011-06-13/p-38>.