

Perspectivas - Setembro 2017

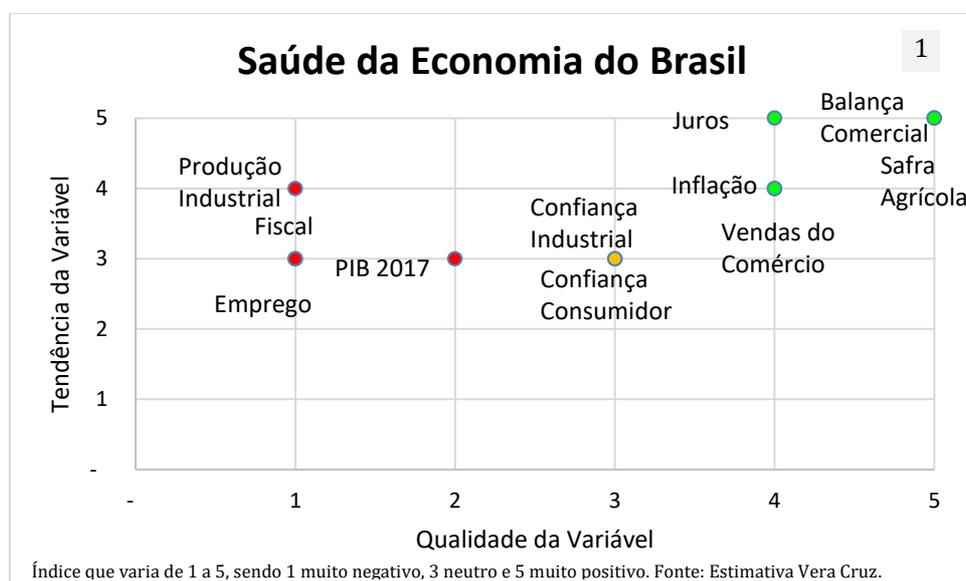
Cenário Geral: Positivo/Neutro

VOLTANDO GRADUALMENTE A UM RITMO NORMAL

Os últimos meses continuam com grandes emoções, em especial após os eventos de maio, com a ameaça de afastamento do atual presidente do Brasil. Além de muitas manchetes e muita discussão a respeito, na prática o país continuou a sua gradual recuperação e Brasília continuou em seu próprio mundo, com muitos embates e poucas mudanças. De um lado, o mercado financeiro já se conformou que parte das reformas não deve avançar, mas por outro a economia real parece estar ganhando forças na medida em que temos um governo que, na pior das hipóteses, parou de piorar.

Os últimos dados indicam 2 fatores que embasam um otimismo cauteloso: 1) a inflação continua em queda livre; 2) a economia tem crescido acima do que a média do mercado esperava. Então, poderemos ter ao longo do final de 2017 e em 2018 um cenário com baixa inflação e maior crescimento. Ao mesmo tempo, o duro cenário não permite mais escapes e saídas fáceis e obriga os governos em todos os níveis a cortar e questionar benesses de funcionalismo público e previdências quebradas.

No mundo, para nossa surpresa, o cenário tem sido excepcional, com o maior crescimento dos últimos anos (3,5% em 2017) e um crescimento bem espalhado, com Europa em bom ritmo, economias como a Índia em forte crescimento (+7,2% em 2017 segundo do FMI) e ganhando relevância e uma América Latina que começa a se beneficiar de governos mais responsáveis com exceção, claro, de um certo vizinho onde o capitão do barco vai afundar e amarrou todos os passageiros junto com ele...



Check List:

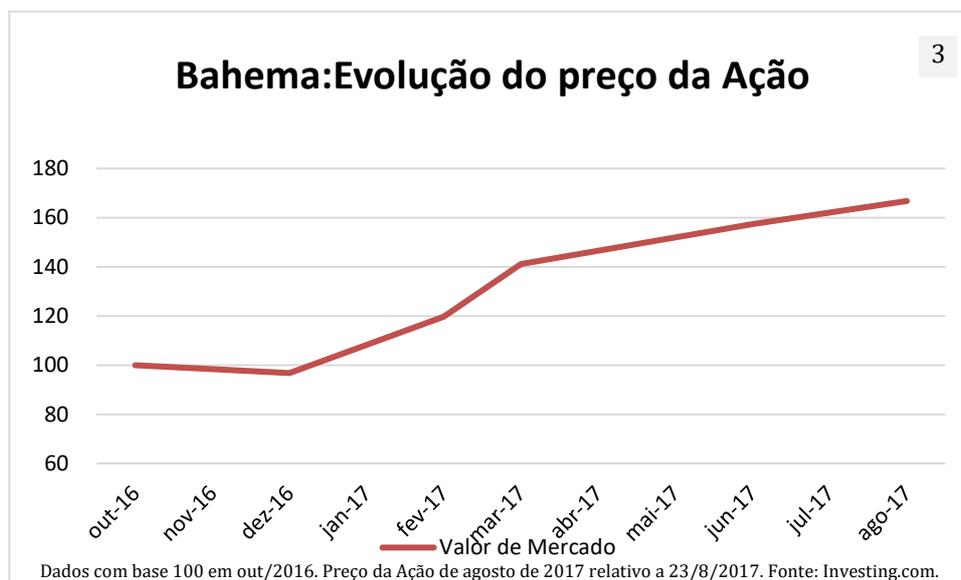
12 pontos a monitorar nos próximos 12 meses

- 1. Inflação.** A inflação até julho de 2017 foi a menor da história e em 12 meses já está abaixo de 3%! Melhor que o esperado.
- 2. Política Monetária do BC.** Sinalização de juros a 7,5% ou menos em linha com excelente comportamento da inflação. Melhor que o esperado.
- 3. Reformas Estruturais.** Aprovação da Reforma da Previdência em risco. Pior que o esperado.
- 4. Evolução do Superávit Primário do Governo do Brasil.** Revisão da meta para pior devido à frustração de receitas. Pior que o esperado.
- 5. Fluxo Externo.** Capitaneado pelas aberturas de capital, continua muito bem. Em linha com o esperado.
- 6. Governo dos EUA.** O excesso de ruído, com acusações que podem enveredar ao impeachment, atrapalham marginalmente a economia. Pior que o esperado.
- 7. Produção Industrial.** Recuperação puxada pelas exportações e, num segundo momento, pela recuperação da demanda interna. Em linha com o esperado.
- 8. Exportações de Manufaturados.** A exportação de automóveis continua muito forte, com crescimento anual de 51% em unidades (média móvel de 3M em julho). Melhor que o esperado.
- 9. Evolução das Contas Externas (Déficit de Conta Corrente e Investimento Direto).** O déficit praticamente sumiu em 2017 até julho. Melhor que o esperado.
- 10. Rating (risco de crédito) do Brasil.** O risco Brasil voltou ao nível pré stress de maio. 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 esperado.
- 12. Evolução da Atividade na China.** Crescimento ainda forte do PIB no 2º trimestre. Melhor que o esperado.

Case Vera Cruz: Bahema

<p>Empresa: Bahema S.A. Setor: Holding/Educação</p>	<p>Sede: São Paulo S.A. Capital Aberto Segmento Bovespa Mais (em adesão)</p> <p>Ação: BAH13 (B3)</p>	<p>Receita 2016: N/A¹ EBITDA 2016: N/A¹ CAGR Receita (3 anos): N/A¹</p> <p>Patrimônio Líquido 2017: R\$61,9 mm² Valor de Mercado: R\$60,5 mm</p>
<p><small>Fonte: Empresa e Bloomberg. 1-empresa não tinha atividades operacionais em 2016, apenas investimentos em ativos financeiros; 2- PL pró forma considerando aumento de capital em agosto de 2017.</small></p>		

A Bahema é uma das empresas mais tradicionais da bolsa, com registro desde 1974 e com histórico de uma holding que sempre teve participações minoritárias importantes e, como último destaque, ações da Unibanco Holdings, que passou a fazer parte do Itaú Unibanco. Após a fusão do Itaú com o Unibanco, a empresa foi gradualmente realizando o seu investimento e devolvendo capital aos acionistas, até que em 2016 tomou a decisão estratégica de investir no setor de educação, com foco em ensino básico de alta qualidade. Após uma extensa análise e negociações, a Bahema anunciou em fevereiro de 2017 três movimentos de aquisição em paralelo: 1) a aquisição do controle da Escola da Vila, em São Paulo; 2) a aquisição de participação minoritária da Escola Parque com opção de compra no Rio de Janeiro e 3) negociações com a Escola Balão Vermelho em Minas Gerais, que evoluíram para a opção de aquisição da empresa e a criação de uma nova unidade conjunta. Após esta decisão transformacional, a empresa realizou operação de *follow-on*, onde captou R\$30 milhões, ampliou a liquidez das ações em bolsa e a visibilidade da empresa.



Além desse movimento societário, a empresa está passando por um processo de melhoria operacional, buscando uma melhor governança com a decisão de aderir ao segmento Bovespa Mais e a criação de um Comitê de Orientação Pedagógico para estimular a adoção de melhores práticas entre as investidas, dentre outros. Como podemos observar no gráfico 3, o mercado financeiro tem aprovado as decisões

estratégicas e operacionais mais recentes da Bahema. A Vera Cruz Investimentos tem sido parceira da Bahema, realizando laudos de avaliação para a empresa.

Análise Setorial Vera Cruz: Setor de Educação

O setor de Educação é um grande destaque positivo da bolsa, especialmente quando analisamos os resultados das empresas listadas nos últimos trimestres e nos últimos anos. Analisando os balanços do 2º trimestre, observamos um crescimento médio de 10% na receita e 22% no EBITDA, bem acima da média do mercado - crescimento zero na receita e de apenas 3% para as empresas não financeiras. Além disso, é um setor relativamente bem representado na bolsa, com 6 integrantes e diversos com especulação de vir a mercado, sendo que a Kroton é também destaque internacional pelo seu porte, sendo uma das maiores empresas de educação listadas em bolsa no mundo.

O movimento relevante mais recente no setor foi a entrada da Bahema no segmento, focando em ensino básico e médio, que tende a ser a próxima onda de consolidação, após os já relevantes movimentos ocorridos no ensino superior. Após a rejeição da aquisição da Estácio pela Kroton no âmbito do CADE, é provável que líder de mercado (a Kroton) também se volte para um crescimento via aquisições no mercado de ensino básico e médio, onde não teria potenciais restrições de concorrência dado que praticamente não possui presença neste segmento.

Setor de Educação: Empresas listadas na Bovespa						4
Empresa	Valor de Mercado	Dívida Líquida	Valor da Firma	Receita 2016	EBITDA 2016	
Kroton	29.103.978	(792.212)	28.311.766	5.244.710	2.300.300	
Estácio	7.699.230	517.400	8.216.630	3.184.500	652.400	
Ser Educacional	3.537.845	95.762	3.633.607	1.125.000	354.000	
Somos Educação	3.940.891	1.153.735	5.094.626	1.869.100	501.900	
Anima Educação	1.380.066	309.185	1.689.251	956.800	153.600	
Bahema ¹	60.539	(19.128)	41.411	N/A ²	N/A ²	

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-empresa não tinha atividades operacionais em 2016, apenas investimentos em ativos financeiros.

Outro ponto relevante nos próximos trimestres no setor é a dinâmica de preços e financiamentos. Com o atual cenário de restrição no FIES e a redução de renda da população, é provável que o setor tenha limitações para repassar aumentos e, com isso, a busca por eficiência operacional ganha ainda mais força. Também neste cenário o M&A se reforça com players pequenos e médio sendo forçados a ganhar escala ou serem vendidos.

Movimentos Vera Cruz

O 2º trimestre e o 3º trimestre de 2017 apresentaram um movimento mais contido, especialmente após os eventos de maio. Existem muitas empresas com planos agressivos no longo prazo que resolveram esperar dado a maior percepção de risco, incluindo alguns dos nossos clientes. Os setores de TI, Educação e Saúde continuam sendo os destaques e acreditamos que esta será a tendência nos próximos meses.

O setor de TI, em especial, pode ganhar um ritmo ainda mais intenso, uma vez que as empresas listadas na bolsa estão em um movimento positivo – migração da Senior Solution para o Novo Mercado e novas aquisições da Linx – e novas empresas estão a caminho, com destaque para a TIVIT e a Netshoes. Mas mesmo empresas sem listagem na Bolsa e sem participação de fundos de Private Equity continuam com apetite, pois o setor ainda é muito fragmentado e as sinergias são bem relevantes.

Monitor de M&A e Ofertas de Ações Vera Cruz*					
Adquirente	Empresa/Ativo	Setor	Valor da Transação (R\$ milhões)	% do Total	Tipo de Operação
Linx	Synthesis	TI	85	100%	Aquisição
Bahema	Escola Parque	Educação	8	5%	Part.Minoritária
BR Insurance	Diversos	Financeiro	Diversos	Div.	Part.Minoritária
CEVA	Inova	Saúde	Não Público	100%	Aquisição
CEVA	Hertape	Saúde	Não Público	100%	Aquisição
Grupo Nemesis	Wagner Lennartz	Bens de Capital	Não Público	N/P	Aquisição
Multinacional	Indústria	Bens de Capital	Não Público	N/P	Incorporação
Multinacional	Indústria	Bens de Consumo	Não Público	100%	Aquisição

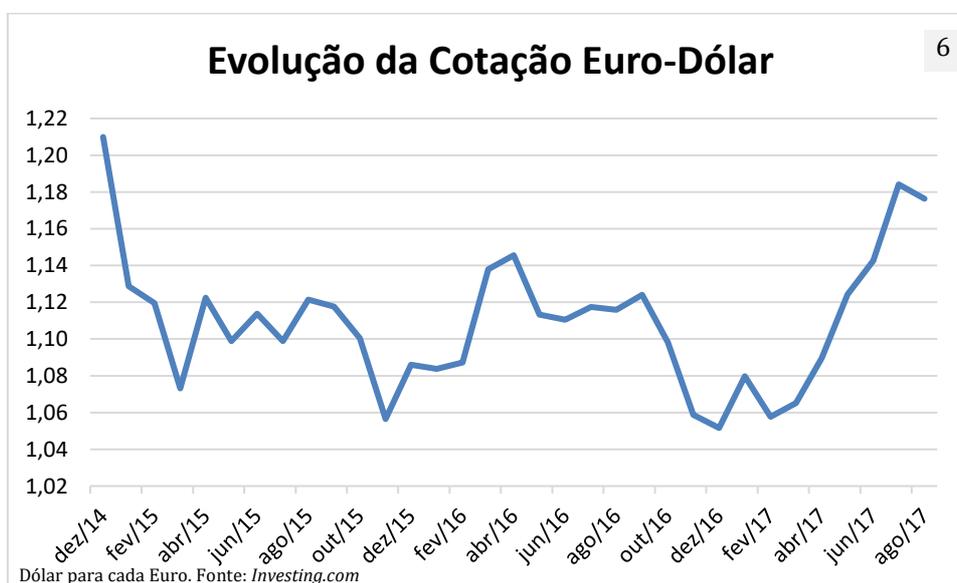
*Operações selecionadas com participação da Vera Cruz Investimentos de jan/17 a set/17. Valores em R\$ milhões. Fonte: Empresas.

Ao mesmo tempo, temos observado um outro tipo de M&A, onde empresas com estresse financeiro estão sendo negociadas. Neste caso, ou o investidor aporta capital para reduzir o custo financeiro e reequilibra a estrutura de capital da empresa, ou o investidor é mais afeito a risco e trabalha com renegociações e reestruturações de dívida para reequilibrar a empresa adquirida.

Perspectiva Mundo: Otimista/Neutro

EUA: Neutro

Lamentavelmente, os piores prognósticos vão se confirmando em relação ao governo Trump. Toda a questão da relação com a Rússia tem ganhado uma dinâmica própria e a troca de inúmeros assessores de alto escalão é o melhor indicativo da crise pela qual o novo governo passa. Para sorte dos Estados Unidos, a forte estrutura institucional (conhecida como *check and balances*) minimiza o efeito negativo do governo, mas não deixa de ser um elemento negativo, especialmente no que tange à atração de investimentos. Não é à toa, que o dólar, após um período de alta pós eleição, devolveu todo o movimento e se encontra no menor nível em 3 anos ante o Euro (vide gráfico 6).



O impacto mais negativo do novo governo, até o momento, foi a saída do acordo climático, que literalmente isolou os Estados Unidos do resto mundo. Outro ponto de tensão tem sido a questão da Coreia do Norte, onde ambos os lados fazem ameaças via imprensa e, pelo menos até o momento, são apenas ameaças. Mas quando se tem líderes imprevisíveis de cada lado, não podemos descartar uma escalada. E claramente o perdedor nesta história é a Coreia do Sul. Tudo mantido constante, um investidor certamente consideraria realizar um novo investimento em outro país da Ásia em caso de custo semelhante ao da Coreia do Sul. Porque o evento aqui é binário: ou não acontece nada, ou é uma catástrofe, o que não pode ser descartado dado a proximidade entre os dois países, pois Seul fica a apenas 50 km da fronteira com o vizinho do Norte!

Europa: Otimista

Se por um lado os Estados Unidos estão com um líder fraco, por outro lado a Europa está mantendo líderes relevantes como a Merkel na Alemanha e Emanuel Macron está emergindo como uma nova liderança, capaz talvez de alçar a França a um protagonismo que há muito não se via. Um dos pontos mais claros disso foi no Acordo de Paris, que envolve a questão climática. O continente parece ter

superado boa parte dos problemas dos PIIGS, com exceção, claro, da Grécia, que é um problema sem fácil solução, e mesmo aqui, algumas boas notícias, como o retorno de um crescimento, têm surgido. De um modo geral, a crise forçou os países a buscar mais competitividade, com redução da presença do estado e de benesses no campo do mercado de trabalho.

O grande ruído continua sendo a saída da Grã-Bretanha da União Europeia, um processo que a cada dia deixa mais claro o erro dos britânicos. O país talvez aprenda do pior modo a importância que a City (mercado financeiro de Londres) tem para o país. Muitas instituições já estão divulgando planos de transferência de operações para países da União Europeia e um dos grandes beneficiários é a Irlanda do Norte, que tem a vantagem de estar até mais próximo do outro grande centro financeiro do lado de lá do Atlântico, que é Nova Iorque.

China: Neutro

A China tem apresentado um desempenho da economia na média superior ao esperado há 3-6 meses atrás. Realmente a caixa de surpresas do país continua ativa. Por mais que apareçam temores e sinais de problemas de crédito ou bolhas imobiliárias, é algo que nós e inúmeros analistas falamos há 5 anos pelo menos. O país continua a apresentar um desempenho consistente, com crescimento da produção industrial acima de 6,5% nos últimos 6 meses e um aumento acima de 10,5% nas vendas do varejo no mesmo período. Uma das variáveis de preocupação, a queda nas reservas internacionais, tem se mantido estável/levemente crescente após atingir um fundo do poço em janeiro, ao nível de US\$3 trilhões. O governo chinês tem ampliado o escrutínio sobre empresas chinesas que realizam aquisições no exterior e isso tende a reduzir este movimento e limitar a sangria de dólares do país.

Por outro lado, em alguns mercados já é possível observar a tão esperada segunda onda, com o crescimento da demanda da China via produtos de consumo impactando mercados globais, em vez de apenas infraestrutura. Na celulose, a China tem crescido substancialmente acima do resto do mundo e em 2016 demandou 20% mais do produto enquanto os outros países apresentaram queda de 3%. Em 2017, em especial, o preço da celulose já subiu 25% segundo o Valor Econômico, e a China é um dos principais responsáveis por isso, com alta de 7% na demanda, junto com uma redução na produção de algumas empresas.

América Latina: Otimista

Com um clima favorável, a América Latina voltou a ter uma safra recorde de grãos: o Brasil lidera com uma safra recorde de 238 milhões de toneladas (dados da Conab), que representam um crescimento de 28%! A Argentina também teve uma boa safra, com produção de 128 milhões de toneladas, um crescimento de 14%. Também temos destaque para o Paraguai, com produção de 10,8 milhões de toneladas somente de soja (segundo o USDA), apresentando uma alta de 15%. Um efeito colateral dessa supersafra é que a avicultura e a suinocultura, que são intensivas em ração (basicamente milho e soja), tendem a ganhar grande competitividade, e a América do Sul tende a ganhar share no mercado global. Não é à toa que a China, por exemplo, está ameaçando colocar medidas antidumping contra o produto do Brasil. Já observamos nas exportações um acréscimo superior a 10% no volume dos dois produtos no Brasil, apesar de todo o ruído da operação Carne Fraca, ocorrida em abril. Segundo o USDA, o Brasil deve apresentar em 2017 um crescimento de 9% na produção de frango, enquanto a Argentina deve ter uma alta de 5% na sua produção.

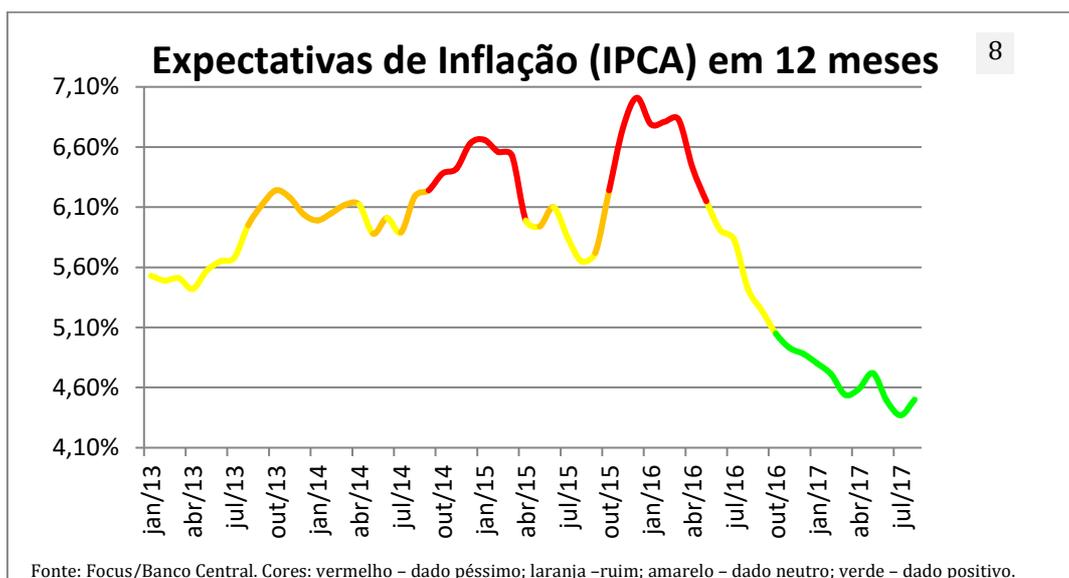
Dentro de um ambiente político e econômico mais favorável, observamos que na maioria dos países o número de operações de Fusões e Aquisições (M&A) apresentou crescimento (vide tabela 7). Ao mesmo tempo, aumentou também a quantidade de operações no mercado de capitais e várias empresas da região cogitam ampliar a lista, como é o caso da Despegar (Decolar) da Argentina, que está realizando Oferta Pública Inicial (IPO) na bolsa de Nova Iorque.

Transações de M&A Jan-Jul 2017					7
País	# Transações	Valor USD MM*	Variação # Transações	Variação Valor	
Brasil	589	42,9	6%	90%	
México	173	12,0	0%	-20%	
Chile	136	5,5	13%	-48%	
Argentina	143	4,6	21%	-16%	
Colômbia	97	13,5	9%	158%	
Peru	72	1,7	-23%	-24%	

*Considerando o valor de operações com valor divulgado. Fonte: TTR Latin America M&A July 2017 Report

Perspectiva Brasil: Otimista

Ex governo, o Brasil definitivamente caminha para o mundo ideal. A inflação continua em queda relevante e o indicador mais importante a ser observado, além da inflação em si, é o índice de difusão, que destaca o percentual de itens que subiu no mês. Enquanto no histórico de 5 anos, segundo o Banco Itaú, observamos um índice de difusão de 65%, no IPCA de julho este mesmo índice caiu para 41%, significativamente abaixo do histórico. Da outra variável, crescimento econômico, estamos observando uma aceleração da economia, com crescimento acima do esperado na produção industrial, nas vendas do comércio, no setor de serviços e nas exportações de produtos. Não são números fortes, mas indicam consistência. Assim, temos inflação sob controle, o que é positivo para a renda, taxa de juros em queda, o que é positivo para a renda e para o crédito e atividade em alta, o que é positivo para emprego e, por sua vez, para a renda e crédito. A se manter uma inflação controlada e um nível de juros abaixo de 8%, teremos um forte impacto positivo nas contas do governo e nas contas do cidadão comum, que terá a oportunidade de reduzir o relevante item de despesa com dívida e juros, que hoje é superior a 20% da renda.



Só reforçando a questão da inflação, há um risco crescente da inflação estrutural cair abaixo de 3% e de atingir isso já em 2017 mesmo após a alta de impostos promovida pelo governo. Como a missão do Banco Central é calibrar os juros com vistas a manter a inflação entre o intervalo de 3% a 6% (regime de metas de inflação) há um risco real do BC precisar reduzir ainda mais os juros. Tem o lado bom, que teríamos a menor taxa de juros da história, mas tem o lado ruim, que indica que tem muito paciente na beira da UTI. Nada que um cidadão comum não esteja observando no dia a dia, como inúmeras lojas fechadas (no comércio de rua e em shoppings), hotéis que possuem andares inteiros fechados (o Rio de Janeiro é o grande retrato disso) e fábricas com nível de ociosidade de 50% ou mais. A guerra de preços em muitos segmentos ainda está por vir. Um exemplo é lançamento do Kwid pela Renault, que custa apenas R\$29.990 e forçou a Fiat a reduzir em 10% o preço de um competidor direto e deve forçar outras montadoras a fazer o mesmo. Uma das únicas certezas deste cenário é que não há mais espaço para uma ineficiência operacional relevante – é evoluir ou perecer.

Atividade: Otimista

Um dos setores que começa a retomar o crescimento é o setor de Turismo. Vários indicadores estão mudando para o positivo, como a demanda de transporte aéreo de julho que cresceu 3,8% (5º mês consecutivo de resultado positivo), o tráfego nas estradas que cresceu 2,1% segundo a ABCR em julho (considerando veículos leves) e os hotéis da cidade de São Paulo que apresentaram alta de 10% na taxa de ocupação no mês das férias na comparação anual segundo a Mercados e Eventos.

E, apesar de toda a crise, é importante ressaltar que o país melhorou sensivelmente a sua infraestrutura, possuindo hoje vários aeroportos relevantes de nível internacional – Guarulhos, Galeão, Viracopos, Brasília e Belo Horizonte – e, inclusive, várias atrações também de nível internacional conforme a tabela 9. O Brasil, pasmem, possui 3 dos 10 melhores parques aquáticos do mundo segundo a Trip Advisor. E este tem sido um desempenho consistente, pois o Beach Park, localizado no Ceará, apareceu como o segundo melhor do mundo em 3 das quatro últimas pesquisas. E o Beto Carrero, parque localizado em Santa Catarina, que também foi top 10 em 2016, avançou 3 posições e está à frente inclusive do Epcot Center!

Maiores Parques de Diversões do Brasil em 2016				
Parque	# Atendentes ¹	Variação Anual	# Posição Mundo ¹	# Avaliação Mundo ²
Beto Carrero	2.080.000	4,0%	2º (América Latina)	7º (parque temático)
Thermas do Laranjais	1.959.000	11,2%	4º (parq. aquático)	5º (parque aquático)
Hot Park	1.381.000	7,2%	10º (parq. aquático)	7º (parque aquático)
Hopi Hari	1.468.000	-12,0%	4º (América Latina)	
Beach Park	1.044.000	7,6%	18º (parq. aquático)	2º (parque aquático)

Fonte: TEA/AECOM 2017; 1-posição mundo: Ranking TEA/AECOM 2017; 2-avaliação mundo: Trip Advisor: Travelers' Choice 2017 - Top 25 Water Parks; Top 25 Amusement Parks ranking 2016 Travelers Award.

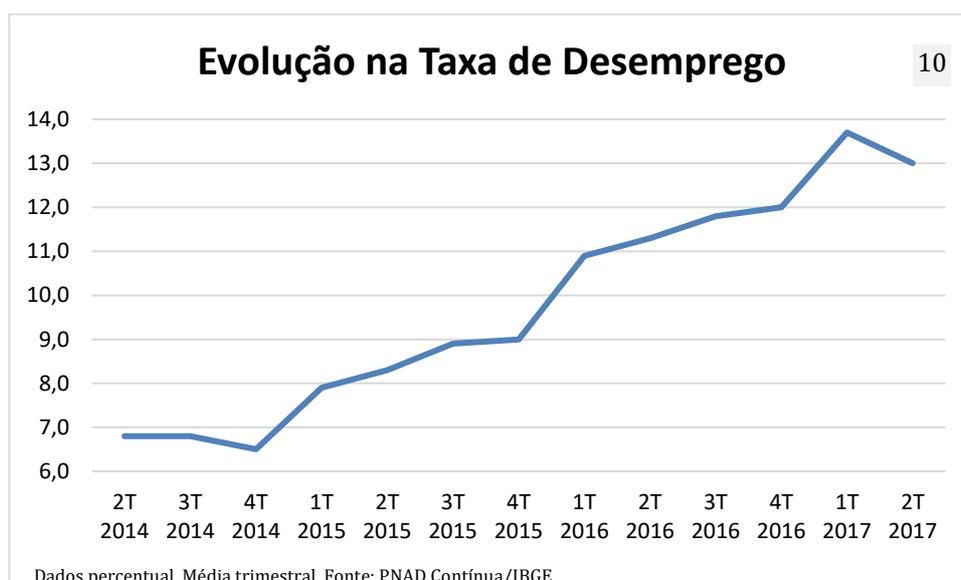
Ainda neste setor, tudo indica uma aceleração do crescimento até o final de 2017, não só do turismo doméstico, mas também do internacional. A LATAM, maior empresa do setor, passou a adicionar novos vôos para os EUA, ampliando em mais de 10% a oferta para a região. Já a Azul, está com uma atitude ainda mais agressiva, e deve expandir em mais de 50% a sua oferta internacional nos próximos meses. E na aviação doméstica, as empresas também estão abrindo novos destinos, como Jericoacoara/CE e Santo Ângelo/RS, e há um claro reforço nas ligações entre as principais capitais. Um estímulo para o crescimento na aviação é a recente desregulamentação do setor, que acabou, por exemplo, com a franquia de bagagem, permitindo uma queda nos preços das passagens. Do lado da hotelaria, como há uma enorme capacidade já implantada devido à Copa e Olimpíadas, é possível absorver um grande crescimento de demanda sem incorrer em gargalos e é muito provável que os preços continuem achatados.

O grande limitador deste setor tem um nome bem conhecido: violência. O Rio de Janeiro, em particular, tem apresentado um desempenho sofrível no turismo pela má propaganda do seu dia a dia com a sensação de que a cidade está cada vez mais parecida com um grande faroeste. O Nordeste teoricamente

também sofre desse mal, porém boa parte da área onde os turistas transitam tende a ser mais segura, como é o caso do Beach Park, que fica isolado no município de Aquiraz e possui um controle (via segurança privada) de ambulantes etc.

Emprego: Otimista/Neutro

Depois de mais de um ano sem este item no Perspectivas, finalmente voltamos a ele, pois temos novidades relevantes e, pasmem, positivas. Após 3 anos seguidos de alta forte e consistente no nível de desemprego, o 2º trimestre está mostrando uma reação, embora ainda de baixa qualidade e sobre um nível de desemprego muito ruim conforme observamos no gráfico 10. Em um cenário de alto desemprego, muitos acabam migrando para a informalidade ou o subemprego, o que melhora superficialmente o número, mas ainda é aquém do ideal. Mesmo no CAGED, que mede a quantidade de empregos formais, já observamos um leve saldo positivo, embora muito distante do ritmo ideal de 2 milhões de empregos por ano – se 2017 fechar com 20% deste número podemos comemorar.



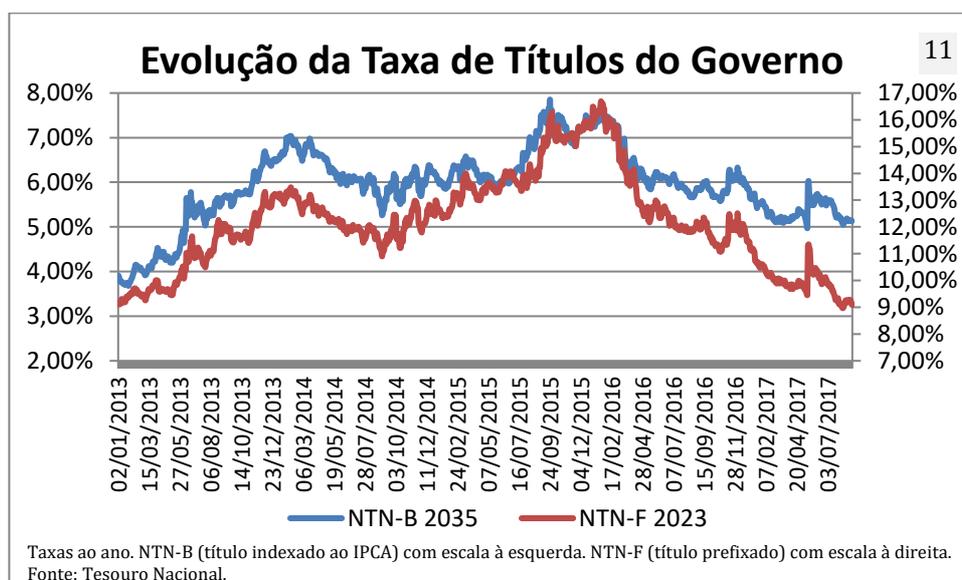
Mas a melhor notícia do mercado de emprego é, sem sombra de dúvidas, a reforma trabalhista, que moderniza parcialmente um sistema que já era velho na sua criação há quase um século atrás. Já colocávamos no Blog do Analista que o mercado talvez estivesse subestimando a importância dessas medidas. Mas um estudo do Banco Itaú, colocou em números relevantes alguns possíveis impactos: criação de 1,5 milhão de empregos adicionais e de 0,8% do PIB per capita nos próximos 4 anos. Outro efeito que deve ocorrer mas que é mais difícil de mensurar, é um estímulo a médio prazo para uma maior formalização do mercado de trabalho, o que terá impacto nos direitos desses trabalhadores até então marginalizados e na esfera fiscal, com maior arrecadação de IRPF e previdência, dentre outros.

Outro ponto relevante é a redução nos próximos anos na demanda da Justiça Trabalhista, que é um verdadeiro Frankenstein brasileiro, com custo altíssimo – cerca de R\$20 bilhões ao ano – e um custo maior ainda na insegurança jurídica, pois o juiz trabalhista muitas vezes é um semi-Deus que toma decisões relevantes a outrém mas com uma sabedoria divina que os devedores mortais muitas vezes não conseguem entender, muito menos pagar. Outro grande perdedor é o sindicalista, que finalmente,

após várias décadas, sofreu grande redução de atribuições e perda de receita mandatória e vai ter que produzir algo mais do que protestos durante o horário de trabalho dos que trabalham e greves para sobreviver.

Governo: Neutro

O fator Joesley infelizmente piorou a qualidade do desempenho do atual governo. Houve a necessidade de se realizar várias concessões para não ser aprovado a abertura de investigação do presidente e isto resultou em mais despesa ou menos receita, que no final resulta em piora do resultado fiscal. Este contexto, em conjunto com o fato da desaceleração da inflação estar contribuindo para um menor crescimento da receita, forçou o governo a capitular e ampliar a meta de déficit para 2017 de R\$139 bilhões para R\$159 bilhões. Na realidade, os grandes erros que poderiam ter sido evitados foram os aumentos generosos a funcionários públicos e o reajuste de benefícios da Previdência, inclusive daqueles acima do salário mínimo. É simplesmente uma conversa de maluco. Estou quebrado, mas vou te dar aumento... No final, ao aumentar a meta de déficit o governo quis transparecer uma certa disciplina ao postergar aumentos do funcionalismo e reduzir cosmeticamente alguns auxílios, mas precisamos atacar sem medo. No Brasil político só adiciona benefício, nunca tira. E é isto que precisa ser feito. Extinguir e/ou consolidar programas e benefícios sociais, aumentar a contribuição de previdência de funcionários públicos, reduzir os salários iniciais - este talvez tenha sido o movimento mais relevante do pacote fiscal de agosto. Gastos como auxílio doença e abono previdenciário deveriam ser eliminados dado a atual situação. Isso não existe em nenhum país respeitável do mundo. O auxílio presidiário então, é um escárnio - você paga uma remuneração ao familiar do indivíduo que foi preso porque cometeu um crime. Se ele fosse honesto e estivesse sem emprego, poderia passar fome. Mas aí é só assaltar alguém, e ele garante um sustento à família...

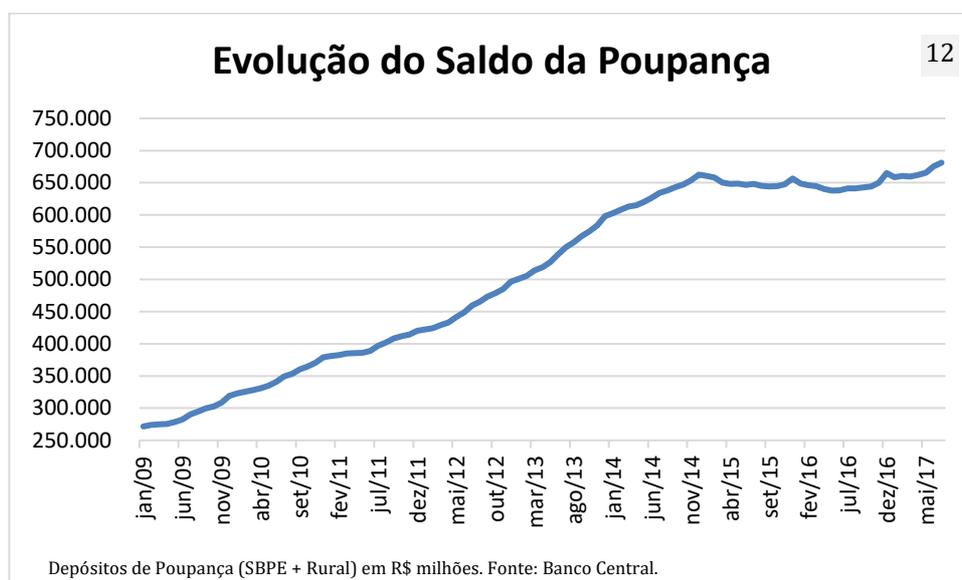


A única frente relevante, concreta e positiva da questão fiscal é a despesa com juros (vide o gráfico 11 com a evolução de algumas taxas de títulos do governo) e as despesas escondidas com subsídio do BNDES. A SELIC saiu de 14,5% e pode atingir 7% no final do ano, o que é uma queda nominal de 50% na taxa de juros! Mais importante, o diferencial que já falamos várias vezes entre a SELIC e a TJLP cairá

de 7% para talvez zero! Então esta despesa, que hoje equivale a cerca de 4,2% do PIB, pode encolher para 2,0% no longo prazo – a resposta não é direta, pois apenas 30% da dívida é indexada à SELIC.

Investimento: Neutro/Otimista

O nível de investimento do Brasil ainda está nas mínimas após 3 anos seguidos de forte queda, seja pelo aumento do custo, seja pela queda na confiança, seja por problemas ligados à corrupção, seja por mudanças na política de governo. Dentro das variáveis fundamentais, podemos dizer que algumas já mudam de modo relevante, como o custo do dinheiro – via queda da taxa de juros – e o aumento da confiança. Mas o desgoverno anterior foi tão grande, que a lista de esqueletos a serem tirados do armário e tratados ainda é extensa. Em nenhum setor isso é tão claro como no elétrico, onde o *frisson* do momento é a possível privatização da Eletrobrás (Ufa!). A gente precisa matar o paciente para depois dizer que ele não precisa mais de cuidados do estado... (e que cuidados)



Um indicador importante que pode ser monitorado e que já mudou de tendência – para positivo – é o saldo da poupança. Com a queda da taxa de juros, o alívio da inflação e um estancamento no mercado de emprego, o saldo dessa aplicação, que é largamente utilizada para financiar a construção civil, voltou a crescer após 3 anos conforme o gráfico 12. Mas independente de recursos direcionados, vamos observar ao longo do tempo o benefício de ter uma taxa de juros estrutural mais baixa, onde o próprio mercado definirá que projetos valem a pena receber recursos, sem amigos do Rei para direcionar verbas em proveito próprio.

Setor Externo: Otimista

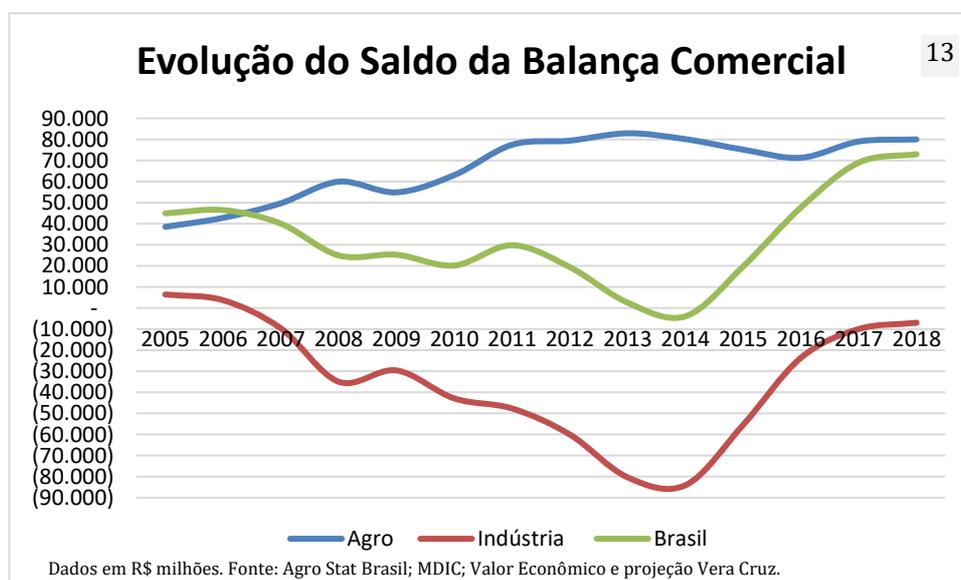
Os próximos meses possuem todos os requisitos para um crescimento do saldo da balança comercial de 12 meses, combinado com o aumento na quantidade e preços das exportações e da quantidade nas importações. Teremos provavelmente um cenário atípico para o Brasil com forte exportação de grãos ao longo de todo o ano, agora com destaque maior para a venda de milho. Ainda dentro do segmento agro, as informações que observamos dão conta de que a venda de carnes vai acelerar mais nos

próximos meses, refletindo a maior competitividade do país com o menor custo de grãos e a diluição do impacto negativo da operação Carne Fraca em abril, conforme já comentamos na página 7.

Outros segmentos de produtos básicos e semimanufaturados também estão com dinâmica positiva, como é caso das commodities metálicas, que apresentaram recuperação de preço (conforme abordamos na página 18), a celulose e até o suco de laranja, que após 5 anos de safras terríveis deve apresentar forte crescimento na produção da safra 2017/2018, da ordem de 72%! E nem precisa falar que o Brasil é o grande produtor e exportador deste cítrico, sendo responsável por mais de 50% das exportações globais.

E o segmento de produtos manufaturados, que historicamente é o mais penalizado pelo custo Brasil e real mais forte, ainda continua na quinta marcha, batendo recorde após recorde de vendas em setores tais como o automotivo. Um dos motivos é que há um grande atraso entre o momento que as indústrias decidiram se voltar para o mercado externo e o momento em que colhem os pedidos de venda e a entrega dos produtos. Além disso, ao buscar novos mercados e buscar ganhos de eficiência na marra com a crise, o país melhorou seu patamar de competitividade e tende a continuar ganhando mercado. Um elemento que indica esta mudança de paradigma é o fato do prêmio do aço no Brasil estar inferior a 5%, quando há anos atrás este índice seria superior a 15%. O país está ficando mais aberto e isso está consolidando uma relação ganha-ganha. Por isso, esperamos para 2017 e 2018 uma melhora no saldo comercial, embora mais lenta que o movimento de 2015 e 2016, pois a volta do crescimento da economia também aumenta a importação de manufaturados.

Acreditamos que uma próxima onda do empresariado brasileiro seja adotar definitivamente a América Latina como mercado chave, instalando subsidiárias também. Este é um movimento que até hoje é tímido e concentrado somente em grandes empresas, mas que está sendo considerado cada vez mais por empresas de outros segmentos. A aquisição da The Body Shop pela Natura, a expansão da Bodytech no México e outros mercados da região, a expansão da Duas Rodas na Colômbia e assim por diante. Tendo como facilitador um governo mais pragmático que busca sair da retórica e fechar acordos de livre comércio com os países vizinho, com agenda mais comercial e menos ideológica.

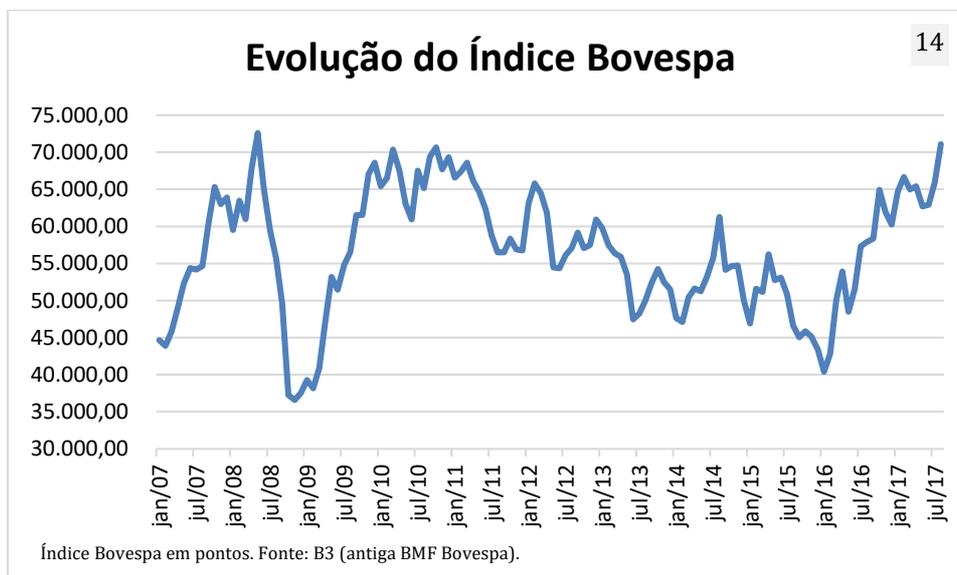


Perspectiva dos Mercados

Bolsa: Otimista

O abalo de maio apenas atrapalhou um pouco as operações de captação de junho, mas o mercado já voltou ao nível pré-crise política e o humor indica que teremos uma forte temporada final em 2017, caminhando para fazer deste o segundo melhor ano da história de mercado de capitais do país. Se tudo ocorrer como previsto, teremos um volume total superior a R\$50 bilhões, incluindo aberturas de capital (IPOs) e operações primárias de empresas já listadas (*follow-ons*). Nos últimos meses tivemos várias operações grandes com valor próximo ou superior a R\$2 bilhões, como Carrefour Brasil e IRB, estando em vias de concluir pelo menos mais duas operações do porte, TIVIT e Camil. Teremos pelo menos mais uma grande operação até o final do ano, a Neoenergia, que poderá movimentar até uns R\$6 bilhões segundo especulações de mercado. Também é possível que tenhamos a BR Distribuidora, uma vez que a Petrobrás está resolvendo uma pendência relevante – os recebíveis com a Eletrobrás – e é uma operação para até R\$10 bilhões (ou mais), a depender da fatia que será negociada com o mercado.

De certa forma, a bolsa está sendo um beneficiário colateral de um cenário onde acabou o bolsa empresa, as empresas em geral estão muito endividadas, a taxa de juros baixa aumenta a atratividade de renda variável e o fim do governo do samba do crioulo doido permite uma segurança e confiança de que o mercado de capitais tanto necessita. Portanto, esta nova fase da bolsa pelo jeito veio para ficar e não será absurdo de observarmos centenas de novas empresas abertas nos próximos 3 a 4 anos, especialmente se não tivermos um maluco como novo presidente.



Além do benefício de uma temporada de captações mais robusta, a bolsa também está de volta ao nível das máximas históricas, de vários anos atrás, acima dos 70.000 pontos, conforme observamos no gráfico 14. Esperamos que daqui para frente este seja o piso do mercado...

Juros: Otimista

Não tem jeito, o nível de juros é para baixo. E, conforme já comentamos na página 9, há um risco real da inflação cair abaixo do piso da meta de 3% - na realidade em 12 meses ela já está em 2,68% - e isto vai forçar o Banco Central a reduzir ainda mais os juros. Do mesmo modo que o Fed teve que ir quase para taxa de juros negativa para estimular a economia, não podemos descartar o mesmo com o Banco Central aqui. Se a taxa de inflação estacionar no atual patamar (abaixo de 3%), o BC vai ter que testar 7%, 6%, talvez 5% de taxa SELIC! E há espaço para a taxa de inflação cair mais. Vamos a alguns exemplos: enquanto o milho caiu 42% em um ano segundo o CEPEA, o frango caiu 19% e certamente boa parte desta queda ainda não foi traduzida na ponta final dado o ciclo de operação - entre o pinto e o frango são 45 dias e a cadeia logística deve ter mais 30 a 60 dias de estoque. Do mesmo modo, a redução no trigo ainda não se refletiu plenamente na farinha, que não se refletiu plenamente no pão francês. Por essas e outras, como diz um dos melhores ditados do mercado financeiro, "*The trend is our friend*"!

Dólar: Neutro/Otimista

Além do mercado financeiro ter relevado a crise de maio, que apesar de tudo manteve um governo, mas praticamente liquidou a reforma previdenciária, o cenário internacional tem sido amplamente favorável, com um bom crescimento do mundo e um enfraquecimento do dólar, conforme comentamos na página 6. Pelo menos até o final do ano, tudo indica que o dólar ficará em uma banda entre R\$3,2 e R\$3,0, com risco de romper o piso para baixo, motivado por grandes saldos na balança comercial, grande captação de recursos de investidores com ofertas na bolsa de valores e a dinâmica positiva da inflação.

Mesmo o diferencial de taxa de juros Brasil Estados Unidos, que está caindo de elevador, não parece impactar o mercado. Na realidade, como a queda dos juros tem como base a queda da inflação e como isso reduz as despesas com juros e o risco de não pagamento do Brasil, acaba sendo um ciclo virtuoso, que também reforça a queda do dólar. O único risco do outro lado é a questão fiscal, mas boa parte desse risco foi jogado para 2018 após a revisão para cima da meta do déficit primário de 2017.

M&A: Otimista

Quando analisamos o segundo trimestre do ponto de vista da quantidade de transações de M&A, observamos uma penalização pela crise de maio, e acreditamos que os próximos meses poderão compensar a fraca atividade. Isto porque a conjuntura está mais leve, com queda forte e contínua dos juros e dados que indicam uma recuperação do crescimento da economia. O interessante é que várias das principais transações relevantes do período foram ligadas ao grupo J&F, como a venda da Vigor, Alpargatas e as operações da JBS Mercosul, conforme demonstrado na tabela 15. Outra operação que vale a pena destacar é a aquisição da The Body Shop pela Natura, que tende a ser transformacional para a empresa, que ganha *footprint* global.

Um movimento que pode crescer é o de aquisições regionais na América Latina, com a expansão das empresas brasileiras para países vizinhos, como foi a aquisição da Synthesis pela Linx. Além disso, poderemos observar também movimentos como o da Biotoscana, que é sediada na Colômbia e decidiu captar recursos na Bovespa. É a integração do continente através do M&A e do mercado de capitais.

Monitor de M&A e Ofertas de Ações

15

Adquirente	Empresa	Setor	Valor da Transação (R\$ milhões)	% do Total	Tipo de Operação
Investidores	Carrefour Brasil	Varejo	5.126	20%	IPO
Lala	Vigor	Alimentos	4.000	100%	Aquisição
Natura	The Body Shop	HPC	3.660	100%	Aquisição
Itaúsa, Cambuhy, Brasil W.	Alpargatas	Vestuário	3.500	24%	Aquisição
Investidores	IRB Brasil	Financeiro	2.004	27%	IPO
Investidores	Biotoscana	Farma	1.342	48%	IPO
Terminal Inv.Limited	Portonave	Transportes	1.300	50%	Aquisição
Minerva	JBS Mercosul	Alimentos	1.020	100%	Aquisição
CJ CheilJendang	Selecta	Alimentos	1.091	90%	Aquisição
Investidores	BR Properties	Imobiliário	953	36%	Follow-On
Investidores	Omega Energia Ren.	Utilities	844	62%	IPO

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

Crédito Privado: Neutro/Otimista

A retomada do crédito privado é uma realidade e está sendo puxada por operações de grandes empresas no mercado de capitais. Podemos destacar, por exemplo, uma das maiores emissões já realizadas no Brasil, a captação de debêntures da Petrobrás realizada em agosto, que envolveu R\$5 bilhões e teve demanda para o dobro deste volume. É padrão de operação de captação externa. E com a queda da taxa de juros, não há dúvida de que o mercado de dívida privada vai deslanchar mais ainda.

Com a recuperação da economia, a redução das despesas financeiras das empresas e o fato de que quase todos os grandes problemas de crédito ficaram para trás, o mercado tem os incentivos para reduzir prêmios. Por enquanto somente os grandes nomes e empresas listadas em bolsa têm se beneficiado dessa onda, mas é provável que empresas de segunda linha retornem ao longo do final de 2017 e, principalmente, 2018, se o cenário político não atrapalhar.

Do lado dos bancos, é inexorável o aumento de empréstimos, pois ou se aumenta os empréstimos ou serão forçados a aceitar quedas de lucro, já que há um limite para a redução de despesas, amplamente realizada nos últimos anos. Muitos deles certamente vão preferir empréstimos via operações de mercado de capitais como debêntures, onde alavancam o seu *investment banking* e adquirem um título mais líquido.

Commodities Agrícolas: Neutro

A supersafra já trouxe quase todo o benefício de preço tanto no milho como na soja (ou seja, os preços caíram bem), e os agricultores estão em um córner, com grãos armazenados a céu aberto esperando uma oportunidade de mercado, que neste caso seria uma alta no preço. Dado que o dólar tende a cair e que a safra americana corre pouco risco de frustração até a sua colheita, não há muito o que fazer. Acreditamos que os preços fiquem estáveis no atual patamar. Por outro lado, boa parte dos produtos

alimentícios que utilizam os grãos como insumo ainda poderiam cair para o cliente final, estimulando assim a demanda dos grãos indiretamente. Este é o caso das produções de frango e de porco, que estão na transição de redução de custo - sai o insumo antigo e caro e entra o insumo novo e barato - e tendem a ampliar as vendas não só no mercado interno, como nas exportações, que estão ampliando o crescimento em volume. Um dos poucos produtos agrícolas que podem ter um comportamento altista seria o açúcar, que hoje negocia a patamares bem inferiores ao do ano passado e que pode se beneficiar de uma safra mais voltada ao álcool, especialmente após o governo aumentar a CIDE na gasolina em nível bem superior ao do etanol.

Commodities Metálicas/Petróleo: Neutro

Para nossa surpresa, o preço das commodities metálicas apresentou um desempenho excepcional nos últimos meses, recuperando a forte queda do 2º trimestre. O minério de ferro, que atingiu uma cotação máxima (recente) de US\$90/tonelada na metade de março de 2017, despencou para US\$54/tonelada no início de junho para depois apresentar forte recuperação para o nível de US\$75/tonelada, onde tem estacionado nas últimas semanas. O mesmo movimento foi observado no níquel, que superou na segunda metade de agosto de 2017 o nível de US\$11.000/tonelada, preço que não atingia desde outubro de 2016. Não há toa, falamos aqui dos dois principais produtos da Vale, que é a maior produtora do mundo nos dois produtos e tende a apresentar um ótimo 3º trimestre se os preços se estabilizarem nesse nível. A explicação é a China e, principalmente, o maior crescimento global. No caso do níquel, especificamente, também há um *play* de aumento do consumo pelo forte aumento da demanda por baterias. Segundo artigo na Metal Bulletin, a demanda global de níquel poderia subir 10% ao longo de 4 anos apenas com o aumento da demanda de baterias.

O Petróleo, por sua vez, está negociando entre US\$42 e US\$50 por barril (petróleo WTI), o que é neutro para o mercado e para a economia. Neste nível, as empresas de petróleo em geral conseguem um retorno razoável porque já reduziram substancialmente seu custo operacional e seu investimento em novos poços, e a economia não é machucada, principalmente as empresas aéreas em geral, que estão tendo mais um ano excepcional de resultados - salvo as da América Latina, que sofrem com o cenário do Brasil.

No mercado de petróleo a dinâmica é interessante, pois a OPEP realmente perdeu grande parte do seu protagonismo, uma vez que as empresas de *fracking oil* dos EUA e produtores emergentes como o Brasil continuam em forte ritmo de crescimento de produção. Segundo o *Short Term Energy Outlook* do DOE de agosto, a América do Norte (leia-se EUA) está adicionando cerca de 880 mil barris/dia em 2017 enquanto a América Latina (leia-se Brasil) está aumentando em cerca de 145 mil barris/dia a sua produção (dados ex OPEP). Como o estimado pelo mesmo órgão é um crescimento da demanda global em torno de 1 milhão de barris/dia neste ano, as duas regiões já manteriam a dinâmica de oferta e demanda estáveis.

Insight Vera Cruz: O Laudo de Avaliação CVM artigo 256

Laudo de Avaliação CVM 256 Aquisição Relevante	Base Legal Lei 6.404, artigos 256 e 247 e atualizações	Base Contábil Não há	16
---	---	-------------------------	----

O Laudo de Avaliação CVM artigo 256 refere-se à lei das S.A., artigo 256, onde determina que aquisições relevantes sejam aprovadas em assembleia mediante laudo de avaliação. Também determina que esta avaliação seja realizada caso o preço por ação adquirida seja superior a 3 vezes o valor por ação da maior avaliação de acordo com as metodologias colocadas na lei (cotação média de 90 dias, PL a valor de mercado e valor presente do lucro líquido). Um dos pontos relevantes da lei é que se o valor pago por ação for superior a 3 vezes o valor por ação da avaliação, há o direito de retirada de acionistas discordantes pelo valor patrimonial. Segue abaixo alguns trechos da lei:

“Art. 256. A compra, por companhia aberta, do controle de qualquer sociedade mercantil, dependerá de deliberação da assembleia geral da compradora, especialmente convocada para conhecer da operação, sempre que:

I - O preço de compra constituir, para a compradora, investimento relevante (artigo 247, parágrafo único); ou

II - o preço médio de cada ação ou quota ultrapassar uma vez e meia o maior dos 3 (três) valores a seguir indicados:” (metodologias já mencionadas anteriormente)

“Art.247 ...

Parágrafo único. Considera-se relevante o investimento:

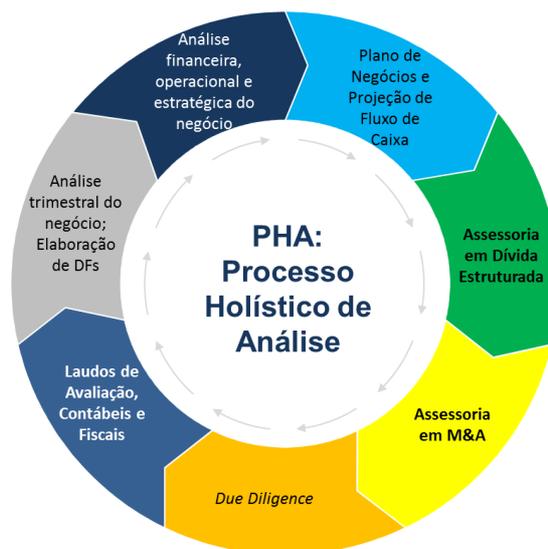
a) em cada sociedade coligada ou controlada, se o valor contábil é igual ou superior a 10% (dez por cento) do valor do patrimônio líquido da companhia;

b) no conjunto das sociedades coligadas e controladas, se o valor contábil é igual ou superior a 15% (quinze por cento) do valor do patrimônio líquido da companhia.”

Um ponto de alto risco que observamos no mercado é a interpretação de algumas empresas de que só está sujeito ao laudo CVM artigo 256 a Sociedade Anônima que fizer uma aquisição direta. Ou seja, uma vez que utilizem alguma subsidiária, especialmente no exterior, essas empresas não estariam sujeitas à regra. Acontece que na contabilidade, assim como em diversas decisões de jurisprudência societária, a essência predomina sobre a forma e esta também é a nossa visão. Para citar um caso, uma S.A. de capital aberto recentemente realizou aquisição relevante no exterior, mas dispensou a demanda do laudo de avaliação CVM dado que quem comprou a empresa foi uma subsidiária no exterior. No entanto, até a dívida para pagar a aquisição foi claramente levantada no Brasil, somente consolidando algo que era óbvio: a compra foi relevante e quem comprou foi a empresa listada, que é quem possui crédito – via ativos e geração de caixa – para pagar a aquisição. Portanto, até entendemos que algumas empresas procurem “simplificar” as suas interpretações, mas normalmente os atalhos podem levar a caminhos que estejam longe do ideal do ponto de vista contábil, societário e legal. Porque exatamente um dos motivos para evitar o laudo – o escrutínio público – é exatamente o sentido do laudo, de haver um terceiro questionando a transação, o que atua em favor da transparência e de uma melhor decisão dos acionistas.

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>.