

Caio Farne – CNPI 1668

Código: POMO4

## MARCOPOLO (POMO4)

### PERSPECTIVA: NEGATIVA

Preço: R\$ 3,19

Data: 24/01/2022

#### DADOS DE MERCADO / VALUATION

Valor de Mercado: R\$ 3,02 bilhões

Número de Ações: 946,89 milhões

Mín-Máx (1 Ano): R\$ 2,42 – R\$

3,53

Valor Justo Estimado: R\$ 2,52 bi

Valor Justo / ação: R\$ 2,66

Potencial de Valorização: **-16,68%**

Potencial de Dividendos: 0,34%

Índice P/L (2021E): 57,45 x

Índice P/ Valor Patrimonial: 1,06 x

Dívida Líquida/ EBITDA: 1,50

ROE: 15,4%

A empresa atua na fabricação e comércio de ônibus, veículos automotores, carrocerias, tratores, autopeças, máquinas agrícolas, máquinas e motores industriais, aparelhos e móveis de ferro e aço, ferramentas, ferragens, cutelaria e estruturas metálicas. Em sua linha de produtos existe uma ampla variedade de produtos, composto pelos grupos de ônibus rodoviários, urbanos e micros, além dos ônibus completos, com chassi e carroceria (família Volare). Desde 2005, a companhia controla o Banco Moneo S.A que fora constituído para dar suporte ao financiamento dos produtos da empresa. Além disso, a Marcopolo possui 40% de participação na empresa Spheros (climatização e ar-condicionado), 30% na Wsul (espumas para assento), 65% na Apolo (soluções em plástico) e 10,8% na New Flyer Industries (produção de ônibus).

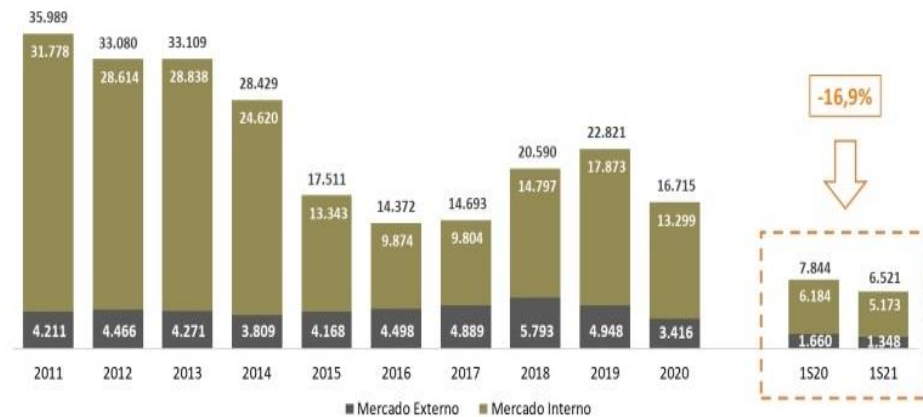
## TESE DE INVESTIMENTO:

Com a crise da pandemia do novo coronavírus iniciada no ano de 2020, o principal setor de atuação da empresa, produção de ônibus, foi bastante atingido conforme podemos visualizar no quadro abaixo que vinha em recuperação após a severa crise econômica que atingiu o Brasil de 2014 a 2016:

### Resultados

Produção Brasileira de Ônibus (un.)

Fonte: FABUS



Fonte: <https://ri.marcopolo.com.br/>

Diante disso, no referido ano, a Marcopolo teve forte queda na sua lucratividade conforme podemos constatar abaixo:

Dados DRE (R\$ milhões)	2020	2019	Δ %
Lucro Líquido	90,7	212,0	-57,2
Margem Líquida	2,5%	4,9%	-2,4 p.p

Fonte: <https://ri.marcopolo.com.br/>

Devido a crise da pandemia da COVID – 19, a companhia tomou uma série de medidas que visavam a sua reestruturação em todos os aspectos.

Com isso, as principais medidas tomadas foram:

- Redução das despesas não obrigatórias e revisão dos processos que permitissem economias.
- Contingenciamento de investimentos para novos projetos.
- Cancelamento de novas etapas do programa de distribuição de proventos.
- Renegociação de prazos de pagamento.
- Redução da jornada dos colaboradores.
- Conclusão da otimização das plantas, dentre as quais fechou a unidade de ônibus urbanos localizada no estado do Rio de Janeiro.

Contudo, apesar de tais medidas, as ações da companhia (POMO4) ainda estão sendo negociadas bem abaixo do pico atingido em fevereiro de 2020 (R\$ 5,29), período que antecedeu a crise da pandemia da COVID-19, conforme destacado no quadro abaixo:



Fonte: Profitchart

Entre os fatores que explicam ainda a fraca performance das ações da empresa podemos citar:

- Segunda onda da COVID-19 entre março e junho de 2021 que afetou a carteira de pedidos da companhia.
- Concessão de férias coletivas nas unidades da empresa pelo período de 20 dias a partir de 23 de agosto de 2021 devido a escassez de determinados componentes eletrônicos para a produção.
- Aumento dos juros no Brasil que encarece o financiamento para a compra de ônibus podendo assim prejudicar a venda de ônibus no mercado doméstico da empresa.

Entretanto, em sua última teleconferência (3T21), a Marcopolo frisou que as perspectivas a partir do 4T21 são positivas devido aos seguintes fatores:

- Vacinação em massa atingida no Brasil e na maior parte dos principais países atuantes da empresa permitirá a normalização do fluxo das pessoas nas cidades e ainda impulsionará as viagens principalmente de turismo, o que deve voltar a fomentar a carteira de pedidos da companhia.

- A reestruturação iniciada em 2020 deve começar a gerar seus primeiros resultados.

- O uso frequente de mecanismos como férias coletivas e layoff não devem ser mais utilizados pelo menos no curto prazo.

- A companhia ganhou o direito de fornecer até 3.900 ônibus na recente licitação que teve do programa Caminhos da Escola do governo federal.

A tendência de eletrificação tem colaborado para que a companhia invista de forma contínua em inovação e tecnologia.

Nesse sentido, vale destacar alguns projetos da companhia como o modelo Attivi de ônibus urbanos que conta com 100% de propulsão elétrica e desenvolvido entre a Marcopolo em parceria com a BYD e EDP Smart.

Ainda podemos citar os projetos Marcopolo Next e Marcopolo Ventures com o primeiro focado na criação e

desenvolvimento de startups bem como na aplicação de tecnologia e desenvolvimento de novos produtos.

Já o segundo projeto citado (Marcopolo Ventures), visa acelerar as soluções desenvolvidas pelo primeiro projeto (Marcopolo Next) através da aceleração dos investimentos em startups e negócios que são voltados para a inovação do transporte coletivo.

No entanto, na nossa visão a Marcopolo ainda enfrenta um ambiente bastante desafiador no curto prazo já que a variante ômicron da COVID – 19 voltou a impor medidas restritivas em alguns países sem contar que o Brasil segue com a política de aumento dos juros para conter a inflação fatores estes que devem frustrar parte das expectativas da companhia para o resultado do 4T21.

## Preço Justo

Para calcular o preço justo das ações da companhia optamos pelo modelo de fluxo de caixa descontado na qual teve como base a projeção de resultados da companhia até o ano de 2026.

Com base nesse método obtivemos um valor justo para a companhia de R\$ 2,52 bilhões, o que representa um preço-justo de R\$ 2,66 por ação, implicando em um potencial de desvalorização de -16,68% considerando o preço de fechamento das ações da companhia de R\$ 3,19.

Segue abaixo uma tabela com as principais premissas consideradas e o cálculo do valor presente dos fluxos de caixa.

Ke	12,98%
RF	1,37%
(RM-RF)	5,00
Beta	0,96
Risco-Brasil	3,50%
Kd	8,37%

Ano	2021'	2022'	2023'	2024'	2025'	2026'
Inflação EUA	2,20%	2,20%	2,20%	2,20%	2,20%	2,20%
Inflação BR	10,18%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%

Com a premissa de que a inflação brasileira será de 10,18% em 2021 e nos demais anos até o final da projeção de 4,50% foi encontrado um wacc (taxa de desconto) de 19,19% no referido ano e nos demais de 13,05%. Segue abaixo as taxas de desconto encontradas, com seus respectivos fatores de desconto:

Ano	2021'	2022'	2023'	2024'	2025'	2026'
Wacc nominal	19,19%	13,05%	13,05%	13,05%	13,05%	13,05%
Fator de desconto	1,19	1,35	1,52	1,72	1,95	-

Com as taxas de desconto encontradas segue no quadro abaixo os valores presentes dos fluxos de caixa em cada ano:

Período	Valor Presente dos Fluxos de Caixa (R\$ mil)
2021'	R\$ 88.395
2022'	- R\$ 85.910
2023'	- R\$ 22.419
2024'	R\$ 39.351
2025'	R\$ 125.937
2026'	R\$ 2.895.491 - (Perpetuidade)

Fluxo Cx R\$ mil	2021'	2022'	2023'	2024'	2025'	2026'
Receita Líq	3.410.179	4.092.215	4.787.891	5.506.075	6.166.804	6.783.484
Ebit	193.809	198.472	305.873	440.480	616.680	814.018
Impostos	11,15%	11,15%	11,15%	11,15%	11,15%	11,15%
Capex	(115.946)	(163.689)	(177.152)	(192.713)	(197.338)	(114.559)
Depreciação	102.774	107.038	111.946	117.599	123.181	114.559
CDG/ Rec.Liq	(53.669)	(235.449)	(240.711)	(248.498)	(228.618)	(213.377)
Fluxo de Cx	105.358	(115.757)	(34.149)	67.760	245.145	509.878

Receita Líquida – Foi previsto para 2021 queda de -5,0%, praticamente em linha com o acumulado dos nove meses do referido ano devido aos sucessivos aumentos dos juros no Brasil somado ainda com o surgimento da variante Ômicron do novo coronavírus que impôs fechamento parcial de algumas economias e medidas restritivas em outras, acreditamos que a expectativa de melhora no resultado do 4T21 da companhia será em parte frustrada. Em 2022 previmos crescimento de 20,0%, pois em nossa visão haverá normalização no fluxo de pessoas no Brasil e nos principais países atuantes da empresa devido a expectativa de vacinação em massa da população voltando a impulsionar assim a carteira de pedidos da empresa. A partir de 2023 adotamos maior conservadorismo e acreditamos que as vendas da empresa irão desacelerar até chegar a 10% no final da projeção (2026) pois acreditamos que não haverá nova crise econômica mundial até o ano citado e além disso a empresa vem tomando



iniciativas para alavancar as vendas como o contínuo investimento em tecnologia e inovação que estão posicionando a companhia para aproveitar a tendência de eletrificação na economia.

Margem Ebit – Em 2021 estamos projetando margem ebit de 5,68% ligeiramente acima daquela apresentada no ano anterior pois a empresa teve ganhos não recorrentes no ano de 2021 como a não incidência de Imposto de Renda e a Contribuição Social sobre o Lucro Líquido sobre a atualização de indêbitos tributários conforme julgamento recente do Superior Tribunal Federal. Para 2022, projetamos 4,85% de margem ebit na qual não fora considerado ganhos não recorrentes com gradativas expansões até chegar a 12,0% no final da projeção (2026) que virá com o crescimento das vendas o que diluirá os custos fixos e ainda com as medidas de reestruturação implantadas pela empresa no ano de 2020.

Depreciação – No cálculo da depreciação, utilizamos o valor de aproximadamente 7,0% sobre os ativos imobilizados e intangíveis da empresa, que foi a média dos últimos anos da empresa.

CAPEX – Em relação ao CAPEX previmos para 2021 o equivalente a 3,4% da receita que foi o mesmo nível do ano anterior, já que o cenário permaneceu desafiador no referido ano levando a empresa a manter o conservadorismo em seus investimentos. Já em 2022 acreditamos que a empresa investirá o equivalente a 4,0% da sua receita que fora próxima a média dos anos anteriores a crise da pandemia da COVID-19 com gradativas quedas até se igualar a depreciação no final da projeção, ou seja, investindo assim somente na manutenção das suas operações a partir de 2026.

Varição da Necessidade de Capital de Giro – Para esta rubrica os valores projetados tiveram como base o Giro dos Estoques, Contas a Receber e a Pagar do último exercício. Isto levou a uma variação de capital de giro de aproximadamente R\$ 53,7 milhões negativos para 2021, R\$ 235,4 milhões negativos para 2022 e R\$ 240,7 milhões negativos para 2023. Para os anos seguintes, estamos prevendo que a variação de capital de giro equivalerá a aproximadamente 34,6% da variação da receita, que foi similar ao patamar do ano anterior (2023).

Impostos – Para a alíquota de Imposto de Renda e Contribuição Social a Pagar usamos o valor de 11,2% para os próximos anos que foi a média dos últimos anos (exceção ano 2020 que houve ganhos tributários).

**PREÇO ALVO – MODELO DE FLUXO DE CAIXA DESCONTADO (R\$ mil)**

Valor Presente dos Fluxos de Caixa (+)	R\$ 145.354
Valor Presente da Perpetuidade (+)	R\$ 2.895.491
Caixa / Aplicações Financeiras	R\$ 1.178.295
Ativos não Operacionais	R\$ 644.434
(-) Dívidas Financeiras	(R\$ 2.346.852)
Valor Econômico da Empresa	R\$ 2.516.722
Quantidade de ações (mil)	946.893
<b>Preço – Alvo</b>	<b>R\$ 2,66</b>

## Conclusão

Diante do que foi exposto acima recomendamos **MANUTENÇÃO** para as ações da Marcopolo (POMO4), pois atualmente a empresa está sendo negociada praticamente em linha com o preço – alvo encontrado.

Vale ressaltar como pontos positivos da empresa: i) Liderança nos principais segmentos em que atua ; ii) Diversificação de produtos ; iii) Reestruturação implantada em 2020 tende a trazer ganhos de margens ; iv) Investimento contínuo em inovação e tecnologia o que tende a levar a ganhos de produtividade além de aproveitar a tendência de eletrificação na economia ; v) Internacionalização permitirá a diversificação de suas receitas em meio a lenta recuperação da atividade econômica interna.

Sobre os riscos (pontos negativos), relacionamos os seguintes; i) Aumento dos juros encarece o financiamento para compra de ônibus o que pode prejudicar assim suas vendas ; ii) Retração da economia brasileira e mundial prejudica suas vendas ; iii) Alta representatividade dos custos dos produtos vendidos sobre a receita o que leva a empresa apresentar margens baixas ; iv) Forte atuação na Argentina, país que passa por grave crise econômica.

As ações da Marcopolo (POMO4) são negociadas a múltiplo P/L projetado de 57,45x para 2021 contra média dos últimos trimestres de 33,60x.

### Quadro Financeiro

DRE (R\$ mil)	2021'	2022'	2023'
<b>Receita Líquida</b>	3.410.179	4.092.215	4.787.891
<b>CPV</b>	(3.069.161)	(3.478.382)	(4.021.829)
<b>Lucro Bruto</b>	341.018	613.832	766.063
<b>Despesa com Vendas</b>	(184.150)	(220.980)	(258.546)
<b>Despesa Gerais e Adm</b>	(204.611)	(214.841)	(225.583)
<b>Outras Rec. e Desp Oper.</b>	224.501	0	0
<b>Resultado Eqv. Patr.</b>	17.501	20.461	23.939
<b>Lucro Operacional</b>	193.809	198.472	305.873
<b>Resultado Financeiro</b>	(134.632)	(131.099)	(170.686)
<b>LAIR</b>	59.177	67.373	135.187
<b>IR</b>	(6.598)	(7.512)	(15.073)
<b>Lucro Líquido</b>	52.579	59.861	120.114

BALANÇO PATRIMONIAL PROJETADO (R\$ mil)	2021'	2022'	2023'
<b>ATIVO TOTAL</b>	5.854.516	5.694.626	6.085.680
<b>1.01 - ATIVO CIRCULANTE</b>	2.699.553	2.483.013	2.808.861
1.01.01 – CAIXA/APLICAÇÕES FIN.	514.585	11.367	13.300
1.01.02 - CONTAS A RECEBER	921.929	1.106.315	1.294.389
1.01.03 – ESTOQUES	767.180	869.471	1.005.313
1.01.04 - OUTROS ATIVOS CIRCULANTES	495.859	495.859	495.859
<b>1.02 - ATIVO REALIZÁVEL A LONGO PRAZO</b>	1.145.106	1.145.106	1.145.106
<b>1.03 – INVESTIMENTOS</b>	644.434	644.434	644.434
<b>1.03 - ATIVO PERMANENTE</b>	1.365.422	1.422.073	1.487.280
<b>PASSIVO TOTAL</b>	5.854.516	5.694.626	6.039.283
<b>1.01 - PASSIVO CIRCULANTE</b>	1.731.094	1.515.169	1.325.272
1.01.01 – FORNECEDORES	367.824	416.867	481.996
1.01.02 - EMPRÊSTIMOS E FINANCIAMENTOS	736.786	469.633	196.531
1.01.03 - OUTROS PASSIVOS CIRCULANTES	626.484	628.668	646.744
<b>1.02 - PASSIVO NÃO CIRCULANTE</b>	1.478.621	1.492.754	1.989.625
<b>1.02.01 - EMPRÊSTIMOS E FINANCIAMENTOS LONGO PRAZO</b>	1.234.457	1.248.590	1.745.461
1.02.02 - OUTROS PASSIVOS NÃO CIRCULANTES	244.164	244.164	244.164
<b>1.03 - PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>	2.644.801	2.686.704	2.770.783

DISCLAIMER

Tendo em vista o disposto na instrução CVM n 20 de 25/02/2021, o analista de investimentos envolvido na elaboração deste Relatório declara que:

- a) A recomendação contida neste relatório reflete exclusivamente sua opinião sobre a companhia e suas ações;
- b) O Relatório foi elaborado de forma independente e autônoma, inclusive em relação a OHM Research;
- c) As informações, opiniões, estimativas, e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas a mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança;
- d) Não possui vínculo com pessoa natural que trabalhe para a empresa objeto deste Relatório Analítico, e tampouco qualquer interesse financeiro;

Não possui diretamente ou indiretamente, ações de emissão da companhia objeto deste Relatório. Todavia, poderá estar envolvido na aquisição e posterior alienação destas ações, dentro dos padrões estabelecidos pela instrução CVM n 20;

Analista Responsável: Caio R. Lyra Farme d'Amoed - CNPI