

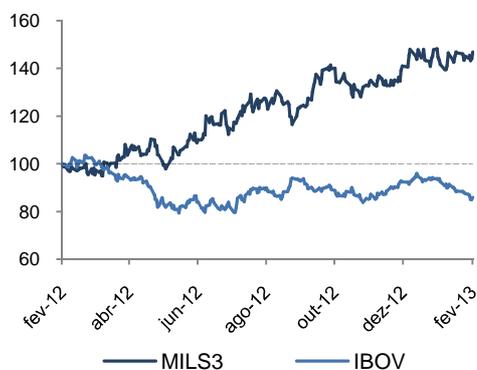
Outperform

Ticker	MILS3
Preço de mercado em 22/02/2013	R\$ 33,60
Preço para 31/12/2013	R\$ 36,50
Upside	8,6%
Sector	Engenharia e Construção
Free Float	61,4%
Min (52 sem)	R\$ 21,79
Máx (52 sem)	R\$ 35,00
Volume em R\$ (21d)	11.077k

Fonte: Bloomberg / BB Investimentos

Múltiplos	2013E	2014E	2015E
EV/EBITDA	9,9x	8,2x	7,3x
P/BV	4,5x	3,7x	3,1x
LPA	1,72	2,18	2,51

Fonte: BB Investimentos



Fonte: Bloomberg / BB Investimentos

Bons fundamentos e expectativa de crescimento

Iniciamos a cobertura da Mills (MILS3) com *rating outperform* e preço-alvo de R\$ 36,50, o que representa um *upside* de 8,6% sobre o fechamento de 22/02. Acreditamos que a companhia seja uma das poucas listadas na bolsa brasileira apta a se beneficiar das oportunidades de investimentos em infraestrutura no país sob a ótica de diversos setores da economia. Destacamos, ainda, seu histórico de cumprimento de metas desde a abertura de capital em 2010 e a flexibilidade para alocação de capital nos segmentos de maior retorno. Atualmente, seus papéis são negociados a um múltiplo EV/EBITDA de 13,5x, o que representa um prêmio em relação aos *players* de infraestrutura, mas que se justifica de acordo com a análise a seguir.

Estratégias de alocação de capital. Nem todas as empresas têm a habilidade ou a oportunidade de direcionar seus investimentos às atividades mais rentáveis ou cujo momento de mercado seja mais favorável ao crescimento. No caso da Mills, observamos que a participação da divisão Rental aumentou ao longo do tempo, tendência que deve ser mantida. Esperamos que em dois anos o segmento de alugueis de equipamentos seja responsável por 32,2% da receita líquida da total e 41,5% do EBITDA, o que trará uma melhora nos níveis de rentabilidade da companhia.

Captura das oportunidades de investimento no Brasil. Os principais *drivers* do crescimento da companhia são (a) os investimentos em infraestrutura para os próximos anos como os previstos no Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), (b) os investimentos em habitação com foco na diminuição do déficit habitacional, como o programa “Minha Casa, Minha Vida” (MCMV), e (c) os investimentos em diversos segmentos da indústria no Brasil. De acordo com o último balanço do governo federal em relação ao PAC2, 46% da meta prevista até 2014 foi cumprida, o que significa que mais R\$ 554 bilhões ainda serão investimentos ao longo da segunda fase do programa.

IPO que não desapontou o mercado. Desde a abertura de capital em 2010, a Mills deu continuidade ao seu plano de investimentos, ampliando a divisão Rental e adquirindo 25% de participação em uma de suas principais concorrentes no segmento de engenharia, a Rohr. Esse forte crescimento se refletiu na valorização de seus papéis, movimento que deve continuar em 2013.

Prévia do 4T12. Esperamos que a Mills encerre 2012 com receita líquida de R\$ 858 milhões, aumento de 26,7% A/A. Os números do 4T12 devem trazer uma leve queda nas margens EBITDA das divisões de Construção (48,0%) – reflexo da desmobilização de equipamentos nos estádios que estão sendo concluídos – e Jahu (47,7%), por conta da desaceleração do ritmo de lançamentos de imóveis em 2012. A divisão de Serviços Industriais, recém estruturada, ainda deve apresentar um resultado fraco, com margem EBITDA de 7,0%. Projetamos um lucro por ação de R\$ 1,18, crescimento de 61,4% em relação a 2011.

Sumário

I. Tese de investimento	2
II. Valuation: principais premissas	3
III. Mills	6
Construção	8
Jahu	10
Serviços Industriais	11
Rental	12
IV. Principais estimativas	14

R\$ milhões	4T12	A/A	T/T	2012 E	A/A
Receita líquida	226,1	16,8%	1,7%	858,5	26,7%
Construção	49,1	36,1%	7,9%	175,8	33,6%
Jahu	61,9	18,0%	2,2%	233,8	50,1%
Serviços Industriais	46,3	-7,7%	-5,1%	200,8	-6,5%
Rental	68,8	25,4%	2,1%	248,0	41,4%
EBITDA	96,4	26,1%	0,3%	363,1	52,5%
Margem EBITDA (%)	42,6%	3,1 p.p.	-0,6 p.p.	42,3%	7,2 p.p.
Lucro líquido	39,0	32,2%	2,8%	148,9	61,6%
Margem líquida (%)	17,3%	2,0 p.p.	0,2 p.p.	17,3%	3,7 p.p.
LPA (R\$)	0,31	31,5%	2,8%	1,18	60,6%

Fonte: BB Investimentos

I. Tese de Investimento

Iniciamos a cobertura da Mills (MILS3) com *rating outperform* e preço-alvo de R\$ 36,50, o que representa um *upside* de 8,6% sobre o fechamento de 22/02. Acreditamos que a companhia seja uma boa alternativa de investimentos, pois é uma das poucas empresas listadas na bolsa brasileira apta a se beneficiar das oportunidades de investimentos em infraestrutura no país sob a ótica de diversos setores da economia. Destacamos o seu histórico de cumprimento de metas desde a abertura de capital em 2010 e a flexibilidade para alocação de capital nos segmentos de maior retorno como principais fatores que reforçam nossa tese de investimento e que justificam, na nossa opinião, o atual prêmio em relação aos *players* de infraestrutura de capital aberto.

Engenharia especializada = valor agregado = serviço premium. A Mills é a maior empresa brasileira no mercado de fornecimento de formas para concretagem e estruturas tubulares e para locação de equipamentos motorizados de acesso. Atualmente, a companhia presta serviços por meio de quatro divisões de negócios: (a) Construção; (b) Jahu; (c) Serviços Industriais; e (d) Rental. Além do aluguel de equipamentos, a empresa também participa da elaboração dos projetos, o que agrega maior valor aos seus serviços. Estima-se que, para projetos de engenharia de grande porte, os gastos com escoramento e acesso representem de 1% a 2% do custo da construção, valor pequeno quando comparado à criticidade desse tipo de serviço na segurança e seu impacto em todo cronograma de execução.

Estratégias de alocação de capital. Nem todas as empresas têm a habilidade ou a oportunidade de direcionar seus investimentos às atividades mais rentáveis ou cujo momento de mercado seja mais favorável ao crescimento. No caso da Mills, observamos que a participação da divisão Rental aumentou ao longo do tempo, tendência que deve ser mantida. Esperamos que em dois anos o segmento de aluguéis de equipamentos seja responsável por 32,2% da receita líquida total e 41,5% do EBITDA.

Captura das oportunidades de investimento no Brasil. Os principais *drivers* do crescimento da Mills são (a) os investimentos em infraestrutura para os próximos anos como os previstos no Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), (b) os investimentos em habitação com foco na diminuição do déficit habitacional, como o programa “Minha Casa, Minha Vida” (MCMV), e (c) os investimentos em diversos segmentos da indústria no Brasil.

- **PAC 2** – de acordo com o último balanço do governo federal em relação, 46% da meta prevista até 2014 foi cumprida, o que significa que mais R\$ 554 bilhões ainda serão investimentos ao longo da segunda fase do programa. Acreditamos que por estar envolvida diretamente no *pipeline* de investimentos em infraestrutura, a companhia possa capturar, por meio da divisão de Construção, todo o crescimento esperado para os próximos anos.
- **Mercado imobiliário** – sob a ótica do crescimento sustentável, o arrefecimento observado no lançamento de imóveis 2012 fará com que as construtoras enfrentem a nova realidade do mercado, onde a recuperação dos níveis de rentabilidade será dada a partir da melhora da eficiência nos canteiros e não pelo repasse do aumento sistemático dos custos diretamente no preço dos imóveis.

Legado dos eventos esportivos. Apesar de já posicionada nas principais construções relativas à Copa do Mundo de 2014 e Jogos Olímpicos de 2016, acreditamos que todos os esforços realizados para viabilizar esses eventos no Brasil tragam novos ciclos de investimento, principalmente em infraestrutura urbana, o que deve beneficiar a companhia no longo prazo.

IPO que não desapontou o mercado. Desde a abertura de capital em 2010, a Mills deu continuidade ao seu plano de investimentos, ampliando a divisão Rental e adquirindo 25% de participação em uma de suas principais concorrentes no segmento de engenharia, a Rohr. Esse forte crescimento se refletiu na valorização de seus papéis, movimento que deve continuar em 2013.

Principais riscos relativos à tese de investimento

- Atraso na execução do *pipeline* de investimentos no Brasil: apesar da expectativa de crescimento, eventuais atrasos na execução das principais obras podem afetar nossas projeções de receita para os próximos anos.
- Ruptura da estabilidade econômica: embora menos provável, entendemos que uma instabilidade do cenário macroeconômico doméstico pode interferir no plano de investimento das empresas, com impacto direto no crescimento da Mills.
- Concorrência no mercado de locação de equipamentos e consequente pressão sobre as margens.
- Possível concentração de clientes na divisão de Serviços Industriais dada a expectativa de expansão no mercado *off-shore*.
- Liquidez das ações no mercado de capitais.

II. Valuation: principais premissas

Determinamos o preço alvo das ações da Mills (MILS3) para o final de 2013 utilizando o modelo de fluxo de caixa livre de 10 anos trazido a valor presente a um custo médio ponderado de capital (WACC) nominal de 10,4% e crescimento na perpetuidade de 5%. Estimamos um custo de *equity* (K_e) de 13,0%.

Elaboramos, ao final, uma análise de sensibilidade para o preço dos papéis considerando deslocamentos de 0,3 p.p. para ambos WACC e crescimento na perpetuidade (g), o que nos dá um intervalo de valor justo entre R\$ 4,2 bilhões e R\$ 5,1 bilhões.

Análise de sensibilidade

Crescimento (g) vs. WACC

$g \backslash$ WACC	9,9%	10,1%	10,4%	10,6%	10,9%
4,5%	37,9	35,9	34,1	32,4	30,9
4,8%	39,3	37,2	35,2	33,4	31,8
5,0%	40,9	38,6	36,5	34,6	32,8
5,3%	42,6	40,1	37,8	35,8	33,9
5,5%	44,6	41,8	39,3	37,1	35,1

Fonte: BB Investimentos

Resumo da avaliação e principais premissas

R\$ milhões

Valor total para a firma (EV)	5105,2	Premissas	
VP do FCFF	1780,8	Beta	1,0
VP da Perpetuidade	3324,4	WACC	10,4%
Dívida líquida	497,9	Taxa livre de risco	5,2%
Valor para os acionistas	4607,3	Prêmio de risco	4,3%
Valor justo por ação (R\$)	36,5	Crescimento na perpetuidade (g)	5,0%

Fonte: BB Investimentos

Fluxo de Caixa Livre (FCFF)

R\$ milhões

Fluxo de caixa livre	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E
EBIT	259,7	354,3	433,3	490,9
(-) IR & CS sobre o EBIT	(77,7)	(106,3)	(130,0)	(147,3)
NOPLAT	182,0	248,0	303,3	343,6
(-) D&A	(103,5)	(110,7)	(126,4)	(140,7)
Capex	(233,3)	(296,0)	(266,8)	(310,7)
Varição do capital de giro	(42,1)	(24,9)	(9,5)	(17,4)
FCFF	10,1	37,8	153,4	156,3

Fonte: BB Investimentos

Múltiplos implícitos

Múltiplos	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E
EV/EBITDA	12,7x	9,9x	8,2x	7,3x
LPA (R\$)	1,18	1,72	2,18	2,51
P/L	30,2x	20,7x	16,3x	14,2x
P/BV	5,4x	4,5x	3,7x	3,1x

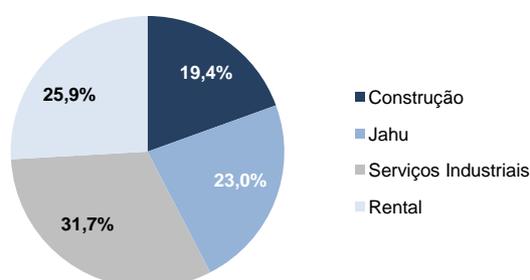
Fonte: BB Investimentos

Tratamos individualmente as quatro divisões de negócios da Mills com seus *drivers* específicos de receitas e custos e projetamos o desempenho de cada unidade até o resultado operacional. A partir daí, consolidamos todas as áreas, apuramos o resultado financeiro e lucro líquido. Para o balanço patrimonial, projetamos de forma consolidada todas as linhas, exceto o imobilizado, que foi apurado a partir das previsões de dispêndios de capital de cada área.

Nossa abordagem para a projeção de receitas foi a da utilização de *yields* históricos sobre o capital investido em cada divisão, dadas as respectivas expectativas de taxa de utilização dos equipamentos, exceto para Serviços Industriais, para a qual consideramos um múltiplo da expectativa de crescimento do PIB da indústria no Brasil. Outros métodos, no entanto, partem da apuração de mercados-alvo para cada divisão, aplicando-se a participação de mercado da Mills, modelo que entendemos ser mais restrito para aplicação em virtude da dificuldade de obtenção de dados do setor e de seus participantes, que em sua maioria são pequenas e médias empresas não listadas em bolsa.

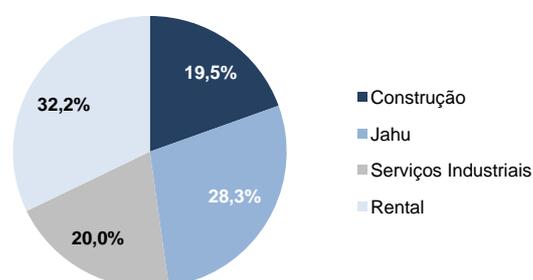
Composição da receita por divisão

2011R



Composição da receita por divisão

2014E

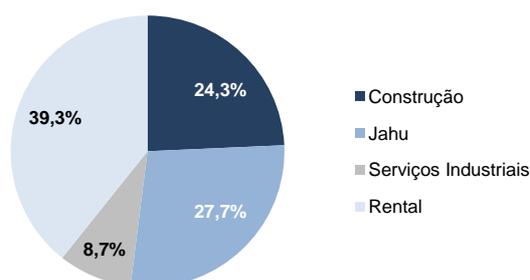


Fonte: Mills / BB Investimentos

Ao longo dos anos, a divisão Rental deve ganhar mais espaço na composição geral da receita, ao mesmo tempo em que a divisão de Serviços Industriais tende a perder participação, principalmente em função das decisões de investimentos baseadas na rentabilidade dos negócios observada nos últimos anos.

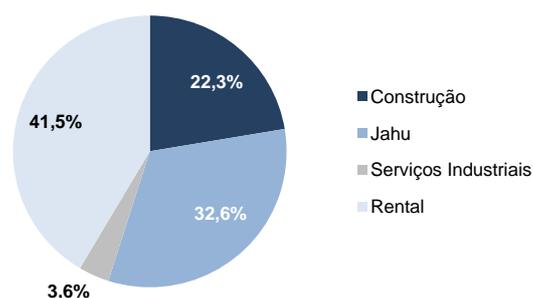
Composição do EBITDA por divisão

2011R



Composição do EBITDA por divisão

2014E



Fonte: Mills / BB Investimentos

Decisões de alocação de capital

A análise a seguir mostra o histórico recente da estratégia de alocação de capital da companhia e a tendência que estimamos para os próximos anos. O resultado do indicador foi extraído a partir da divisão da contribuição de cada segmento no capex anual consolidado por sua respectiva participação na formação dos ativos totais da empresa. Indicadores acima de 1 indicam maior alocação de capital (no período analisado) relativamente às demais áreas de negócios. Em seguida, realizamos a comparação com a margem operacional de cada divisão, para que fosse possível identificar se a alocação de capital segue a lógica de priorização das áreas mais rentáveis.

Margem EBIT (%) e % do Capex sobre % dos ativos por divisão

Margem EBIT %	2010 R	2011 R	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E
Construção	36,8%	28,0%	36,0%	37,5%	38,2%	38,4%
Jahu	35,2%	31,8%	37,2%	39,2%	39,7%	40,0%
Serviços Industriais	9,4%	4,7%	1,4%	2,0%	3,3%	4,6%
Rental	37,2%	37,3%	42,9%	46,8%	45,9%	45,4%

% Capex / % Ativos	2010 R	2011 R	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E
Construção	0,65	0,46	0,94	0,86	1,07	1,04
Jahu	1,37	1,58	0,73	1,17	0,99	0,93
Serviços Industriais	0,45	0,30	0,24	0,19	0,57	0,64
Rental	1,47	1,21	1,55	1,18	1,08	1,12

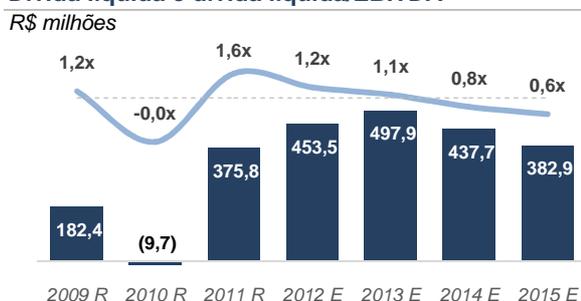
Fonte: Mills / BB Investimentos

A leitura pode parecer óbvia, mas nem todas as companhias têm a habilidade ou a oportunidade de direcionar seus investimentos às atividades mais rentáveis ou cujo momento de mercado seja mais favorável ao crescimento. No caso da Mills, a participação da divisão Rental aumentou ao longo do tempo, tendência que deve se manter, justificando a elevação gradual da margem EBIT nos próximos anos. Os investimentos na Jahu também acompanharam o bom momento do mercado imobiliário em 2011 com o crescimento do número de obras após os fortes lançamentos de 2010.

Endividamento

Esperamos que a Mills encerre o ano de 2012 com uma relação de dívida líquida/EBITDA de 1,2x, situação confortável em relação aos *covenants* das debêntures (3,0x). O endividamento diminui de forma mais acentuada a partir de 2015, momento em que entendemos que a companhia deva ajustar sua estrutura de capital tomando por base o índice em torno de 1,0x.

Dívida líquida e dívida líquida/EBITDA



Fonte: Mills / BB Investimentos

III. Mills: para contextualizar...

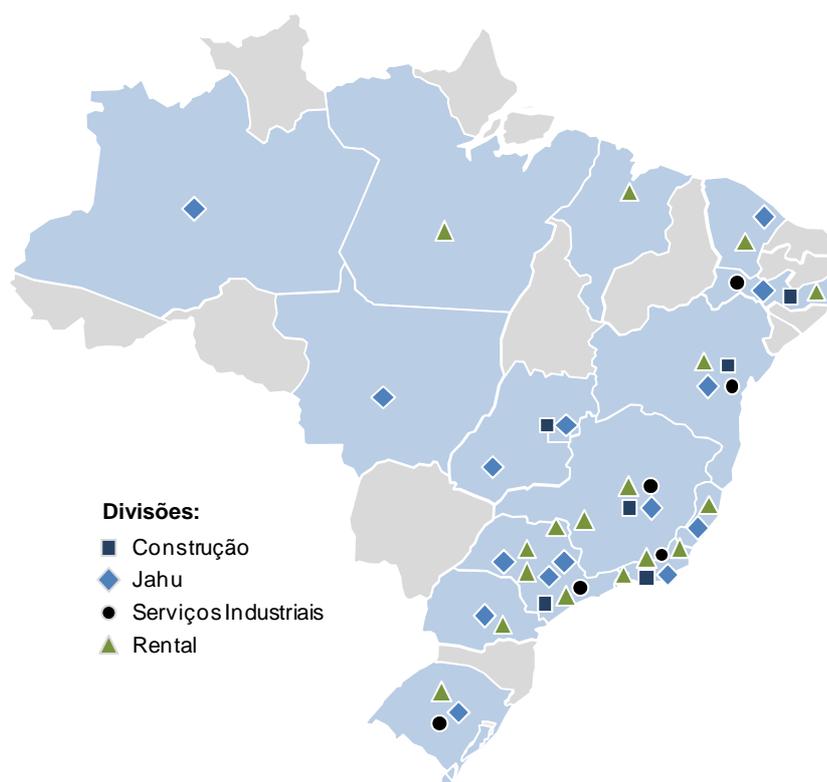
A Mills é a maior empresa brasileira no mercado de fornecimento de formas para concretagem e estruturas tubulares e para locação de equipamentos motorizados de acesso. Os dados são do *ranking* de 2012 da publicação “O Empreiteiro”, uma das mais reconhecidas entre as empresas do setor. A companhia também presta serviços industriais (ex: equipamentos de acesso, pintura industrial e isolamento térmico). Seus principais clientes são as grandes empresas de construção pesada, construção residencial e comercial e do segmento industrial.

Atualmente, a companhia presta serviços por meio de quatro divisões de negócios: (a) **Construção** – obras ligadas à infraestrutura e construção pesada em geral; (b) **Jahu** – construção residencial e comercial; (c) **Serviços Industriais** – montagem e manutenção industrial; e (d) **Rental** – aluguel de equipamentos de acesso.

Os principais *drivers* do crescimento da empresa são (a) os investimentos em infraestrutura para os próximos anos como, por exemplo, a construção de grandes usinas hidrelétricas e outros previstos no Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), (b) os investimentos em habitação com foco na diminuição do déficit habitacional, como o programa “Minha Casa, Minha Vida” (MCMV), e (c) os investimentos em diversos segmentos da indústria no Brasil. Com presença nos principais estados onde tais investimentos ocorrerão (ao todo são 45 filiais em 14 estados), a Mills tem fortes condições de se beneficiar dessa pauta prevista para os próximos anos. Atualmente, a empresa possui exposição em diversas obras no âmbito do PAC, Copa do Mundo 2014 e Jogos Olímpicos 2016, bem como os investimentos na indústria de óleo e gás e no mercado imobiliário.

Presença geográfica

Setembro / 2012



Fonte: Mills

Histórico

A Mills foi constituída em 1952, quando a família Nacht criou uma empresa de andaimes e escoramento para a prestação de serviços na cadeia da construção civil, mas foi o histórico recente que trouxe grandes mudanças à estrutura da companhia, como a entrada dos fundos de *private equity* Península FIP, gerido pela IP, e a sociedade Natpriv Global L.L.C., gerido pelo Axxon Group, que passaram a ser acionistas em 2007.

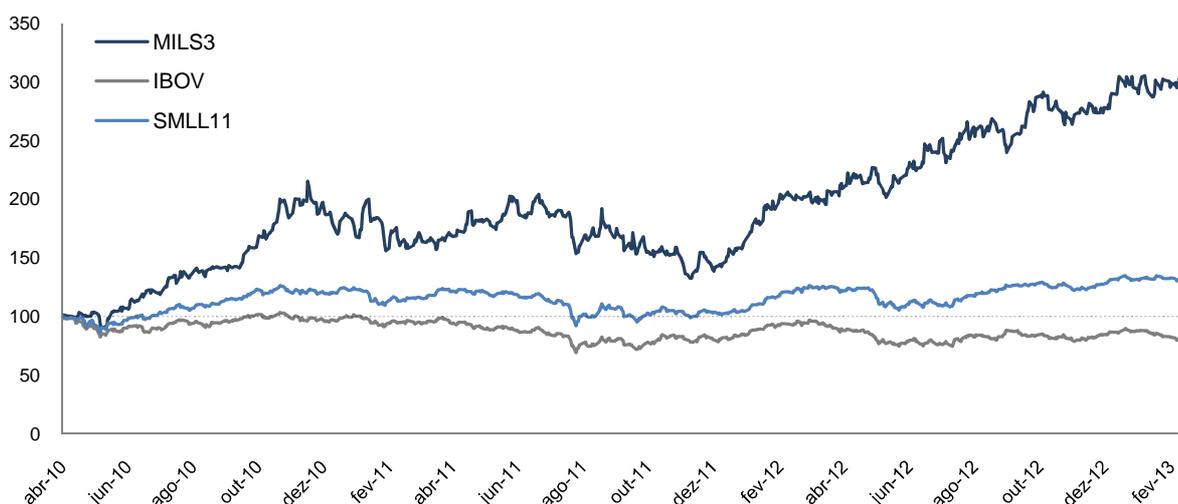
Desde então, foi desenvolvida a divisão Rental para locação de equipamentos (2008), descontinuada a divisão de Eventos – que fornecia estruturas temporárias para eventos de entretenimento –, adquirida a empresa Jahu (2008) que passou a ser a divisão Jahu, além de 25% de participação na empresa Rohr (2011).

O IPO da companhia ocorreu em abril de 2010, em uma operação que totalizou R\$ 685 milhões, dos quais R\$ 411 milhões foram relativos à oferta primária, viabilizando as aquisições e o *pipeline* de investimentos. Os fundos de *private equity*, após o término da restrição de negociação das ações, venderam sua participação.

Desde a abertura de capital, as ações da Mills valorizaram 202,4%, enquanto o Ibovespa e o índice de ações *Small Caps* tiveram desempenho de -19,6% e +31,9% respectivamente. A forte valorização foi interrompida ao longo de 2011, período no qual diversas obras de infraestrutura foram postergadas, mas foi retomada no ano seguinte e se mantém constante desde então. Acreditamos que o histórico de cumprimento das metas da empresa desde o IPO, aliado à perspectiva de investimentos no país, reforcem a expectativa de que esse movimento continue ao longo de 2013.

Mills vs. Ibovespa e Índice de ações *Small Caps*

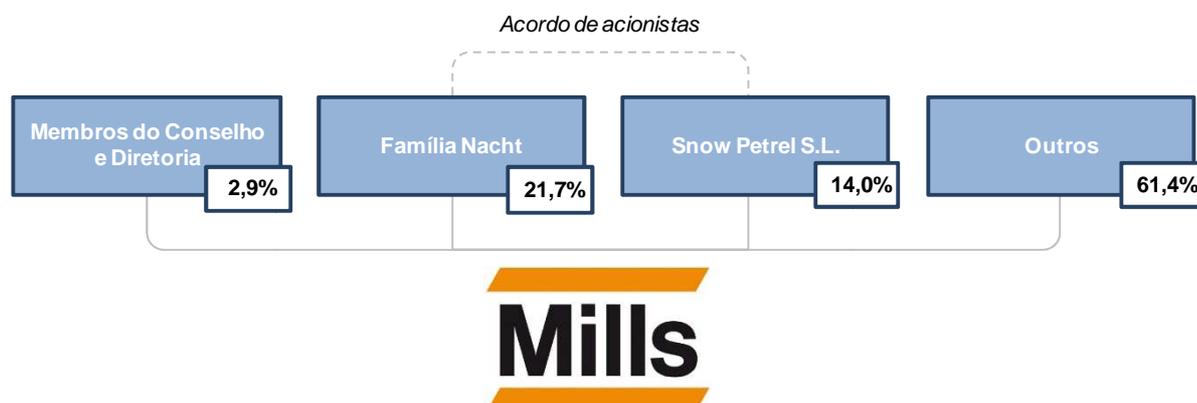
Base 100 = abril/2010



Fonte: Bloomberg / BB Investimentos

Estrutura acionária

Posição em dez/12

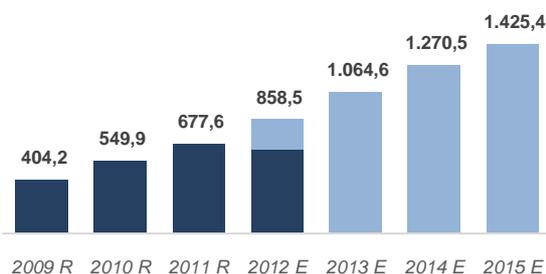


Fonte: Mills

Mills – dados consolidados

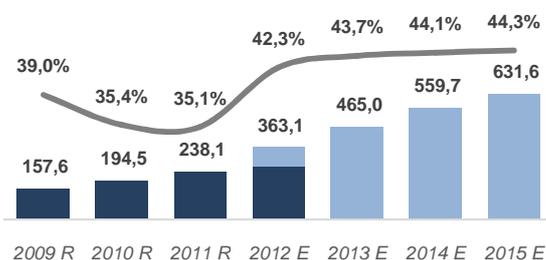
Receita líquida

R\$ milhões



EBITDA

R\$ milhões



Fonte: Mills / BB Investimentos

Construção

Ligada diretamente ao desenvolvimento da infraestrutura no Brasil, a divisão de Construção atua, basicamente, nos grandes projetos de engenharia voltados à logística, infraestrutura urbana e social e construção industrial. A divisão tem por principal objetivo oferecer soluções em engenharia para projetos que busquem a redução de custos, segurança e cumprimento dos cronogramas de obras. Em alguns casos, a Mills pode trabalhar junto com o cliente no desenvolvimento do projeto, dada a complexidade e necessidade de estruturação de soluções específicas para as diversas obras.

Por meio dessa unidade, são ofertados contratos de locação ou venda de equipamentos, como formas de concretagem e estruturas de escoramento. O valor agregado do serviço está na elaboração de projetos e estudos técnicos, suporte e treinamento para utilização dos equipamentos nas obras pelos clientes que, em sua maioria, compõem o grupo das maiores construtoras do país, como Andrade Gutierrez, Camargo Corrêa, Odebrecht, OAS, Queiroz Galvão Construtora, entre outras. Em alguns contratos, a Mills também pode oferecer mão de obra qualificada para a montagem e desmontagem dos equipamentos nos canteiros.

Os principais equipamentos ofertados pela divisão de Construção compreendem:

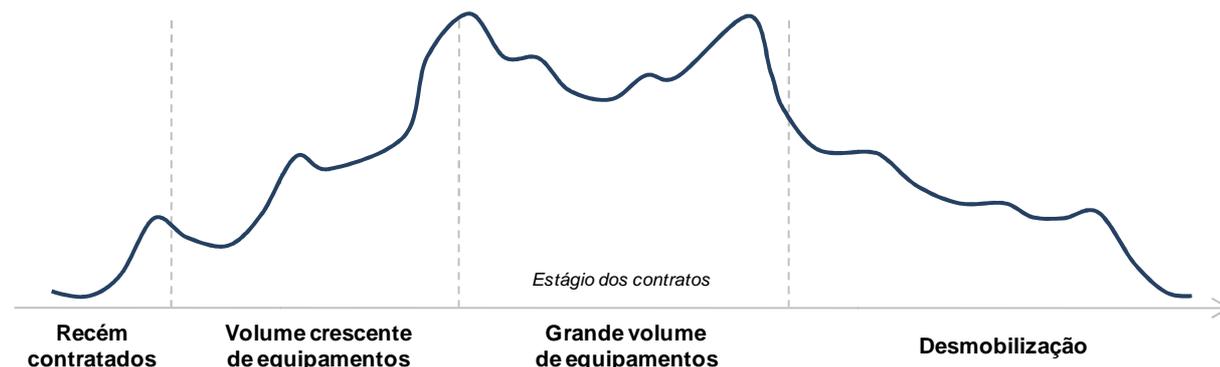
- Escoramento de aço (Millstour)
- Escoramento de alumínio (Alu-Mills)
- Trelças
- Formas metálicas de concretagem reutilizáveis
- Andaimos de acesso

Dado que o ciclo dos projetos nos quais esses clientes estão envolvidos é de longo prazo, os contratos da divisão de Construção podem variar de 6 a 24 meses. Estima-se que o fornecimento de equipamentos para escoramento e concretagem represente entre 1% e 2% do custo total de uma obra, valor baixo quando comparado à criticidade desse tipo de serviço na segurança do projeto e seu impacto em todo cronograma de execução.

A receita mensal varia de acordo com o volume de equipamentos disponibilizados, conforme representação gráfica a seguir:

Índice de receita por fase de execução dos contratos

Base 100 – receita mensal no decorrer do ciclo de vida da obra



Fonte: Mills

Exemplos de contratos da divisão de Construção

Foram selecionados apenas alguns dos 253 contratos (3T12) de acordo com a fase de evolução das obras

Recém contratados	Volume crescente de equipamentos	Grande volume de equipamentos	Desmobilização
Novas fases da hidrelétrica de Belo Monte	Hidrelétrica de Belo Monte	Hidrelétricas de Jirau, Colider e Teles Pires	Estádios (Maracanã, Mané Garrincha)
Novos trechos das linhas 4 e 5 do Metrô	Metrô linha 5 (SP) e Linha 4 (RJ)	Refinaria Abreu e Lima	Porto Sudeste
Aeroportos (Guarulhos, Fortaleza, Natal, Viracopos, Brasília)	Porto do Açu	Porto Maravilha	Ponta da Madeira

Fonte: Mills / BB Investimentos

Sistemas de escoramento

Millstour



Fonte: Mills

Sistemas de escoramento

SM Mills (Metrô – Linha 5 SP)



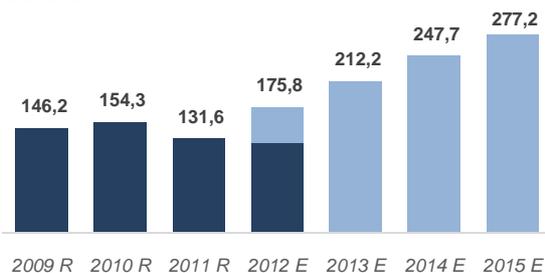
Premissas da avaliação (Construção)

Acreditamos que por estar envolvida diretamente no *pipeline* de investimentos em infraestrutura, a Mills poderá capturar por meio da divisão de Construção todo o crescimento esperado para os próximos anos. Nesse contexto, estão em execução grandes obras para ampliação da capacidade de geração de energia, ampliação e melhora da malha rodoviária e ferroviária, entre outros projetos. No âmbito do PAC, por exemplo, de acordo com o sexto balanço divulgado em fevereiro de 2013 pelo governo federal, foram realizados R\$ 472 bilhões em investimentos, o que representa 46% das ações previstas para a segunda etapa do programa, que vai até 2014.

A partir daí, estimamos que o crescimento da receita para 2013 e 2014 seja de 20,7% e 16,7% respectivamente. Em seguida, aplicamos um múltiplo em relação ao PIB como uma *proxy* do desempenho da unidade nos anos subsequentes (crescimento do capex x taxa de utilização dos equipamentos x *yield*). Considerando o desempenho histórico, a evolução das receitas até 2014 representa um CAGR (2009-2014) de 11,1%. Projetamos a recuperação gradual da rentabilidade operacional aos patamares históricos.

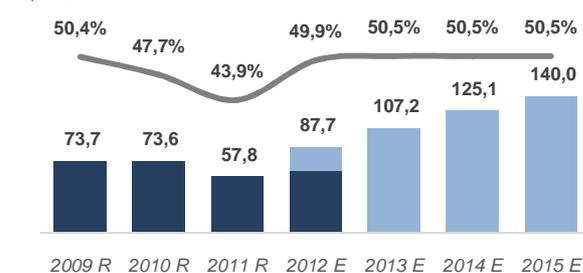
Receita líquida (Construção)

R\$ milhões



EBITDA (Construção)

R\$ milhões



Fonte: Mills / BB Investimentos

Jahu (Residencial e Comercial)

Seguindo a mesma linha da divisão de Construção, a Jahu – adquirida em 2008 pela Mills –, oferece projetos e serviços de locação de formas para concretagem e de equipamentos de escoramento e acesso às construtoras voltadas aos segmentos residencial e comercial.

Os principais equipamentos ofertados pela divisão Jahu compreendem:

- Escoramento – torres modulares metálicas
- Andaimés tubulares
- Andaimés suspensos
- Formas de concretagem em painéis modulares reutilizáveis
- Formas de concretagem de alumínio “easy-set” – para o programa “Minha Casa, Minha Vida”
- Forma de laje plana (Mills Deck Light)
- Plataforma cremalheira automatizada

Diferente dos contratos relacionados à construção pesada, os firmados pela Jahu são mais pulverizados e, de modo geral, têm prazo médio de quatro a seis meses. Ao final do 3T12, a companhia possuía 4.387 contratos vigentes, daí a necessidade de mais filiais comparativamente à Construção. Entre os principais clientes, figuram algumas das incorporadoras de capital aberto, como Brookfield, Cyrela, Gafisa e Direcional e outras grandes construtoras não listadas em bolsa.

Considerando o longo ciclo operacional das empresas de construção residencial no Brasil e a perspectiva favorável em relação aos principais direcionadores macroeconômicos do setor, como a estabilidade da economia doméstica e a manutenção dos níveis de emprego e renda, entendemos que o cenário de 2013 seja de estabilidade, com um viés positivo na visão de longo prazo.

Sob a ótica do crescimento sustentável, o arrefecimento observado em 2012 pode contribuir para que as construtoras enfrentem uma nova realidade de mercado (equilíbrio entre demanda e oferta), onde a recuperação dos níveis de rentabilidade – comprometida por conta de problemas de execução que geraram descumprimento do orçamento de obras de muitas incorporadoras – será dada a partir da melhora da eficiência nos canteiros e não pelo repasse do aumento sistemático dos custos diretamente no preço dos imóveis.

Nesse cenário, acreditamos que a Mills possa se beneficiar da agenda das construtoras nos próximos anos e exercer papel fundamental no desenvolvimento de alternativas que reduzam os custos das obras e melhorem a eficiência operacional dos clientes (fatores que resultarão no cumprimento dos cronogramas e orçamentos).

Formas

Formas easy-set



Escoramentos

Escoramento metálico



Fonte: Mills

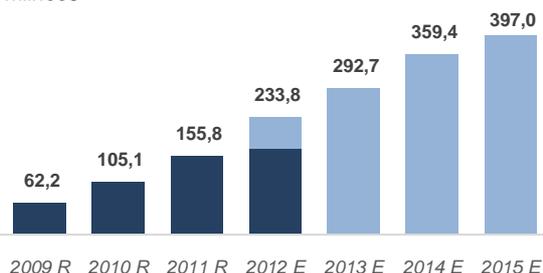
Premissas da avaliação (Jahu)

A introdução de processos automatizados nos canteiros e aplicação de formas para a construção de moradias serão, sob nosso ponto de vista, os principais *drivers* de crescimento da Jahu para os próximos anos. No segmento comercial, a perspectiva de ampliação do número de shopping centers também favorecerá a prospecção de novos contratos. De acordo com dados da Abrasce (Associação Brasileira de Shopping Centers), são esperadas 47 inaugurações para 2013 e mais 23 para 2014.

A partir daí, projetamos que a divisão Jahu tenha um forte crescimento em 2013 e 2014 (25,2% e 22,8% respectivamente), o que representa um CAGR (2009-2014) de 42,2%. No longo prazo, a lógica é a mesma da Construção, onde aplicamos um múltiplo em relação ao PIB (crescimento do capex x taxa de utilização dos equipamentos x *yield*).

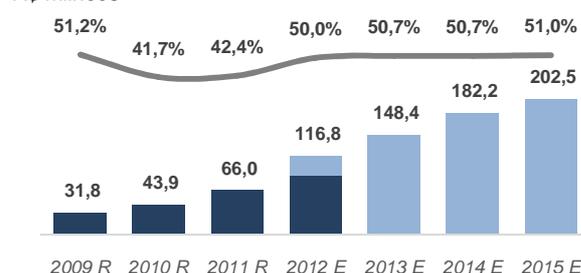
Receita líquida (Jahu)

R\$ milhões



EBITDA (Jahu)

R\$ milhões



Fonte: Mills / BB Investimentos

Serviços Industriais

Ao contrário das divisões de Construção e Jahu, a unidade de Serviços Industriais é intensiva em mão de obra, pois, além dos equipamentos, também presta os serviços de montagem de estruturas de acesso a plantas industriais. A companhia tem como foco os setores de óleo e gás, químico, petroquímico, naval, siderúrgico, mineração e papel e celulose.

Dentro da gama de serviços, além do aluguel de equipamentos, também são ofertados trabalhos de montagem e desmontagem industrial, bem como serviços especializados de manutenção, sobretudo pintura industrial e isolamento térmico. De acordo com a Mills, a prestação de serviços integrados melhora e facilita o gerenciamento de fornecedores por seus clientes. Os contratos dessa divisão são, em geral, de longo prazo e podem variar de um a três anos, com possibilidade de renovação. A remuneração é baseada em unidades de serviços acabados ou níveis de serviços (metragem de andaimes montados ou metros quadrados de superfícies pintadas ou isoladas), geralmente na métrica de homem/hora trabalhada.

Os principais serviços prestados/produtos oferecidos pela divisão de Serviços Industriais são:

- Acesso – para construções, fábricas e estruturas voltadas à manutenção industrial
- Montagem e desmontagem de equipamentos de acesso
- Pintura industrial
- Isolamento térmico
- Módulos de ambiente pressurizado – instalações para trabalhos a quente em unidades de óleo e gás

Acesso industrial

Andaime de encaixe modular



Isolamento térmico

Isolamento térmico industrial



Fonte: Mills

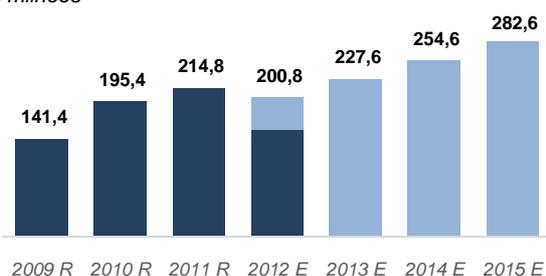
Premissas da avaliação (Serviços Industriais)

Em virtude dos fracos resultados que a unidade vem apresentando ao longo dos últimos trimestres, a companhia decidiu reestruturá-la e passará a focar o desenvolvimento do mercado *off-shore*, decorrente da expectativa de investimentos no setor de petróleo.

Estimamos que a divisão de Serviços Industriais tenha um crescimento baixo das receitas comparativamente às demais áreas de negócios. Para 2013, por exemplo, esperamos que a receita líquida aumente 13,3%. Para o longo prazo, acreditamos que a evolução acompanhe o PIB da indústria no Brasil. Também optamos por uma abordagem mais conservadora no que se refere à rentabilidade em virtude dos esforços para reestruturação, projetando uma margem EBITDA da divisão ainda abaixo dos 10% até 2015.

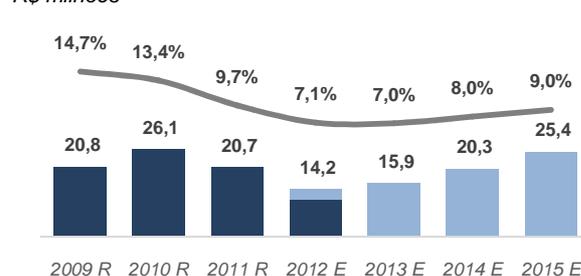
Receita líquida (Serviços Industriais)

R\$ milhões



EBITDA (Serviços Industriais)

R\$ milhões



Fonte: Mills / BB Investimentos

Rental

A divisão de locação de equipamentos de acesso (Rental), na nossa opinião, é o segmento de negócios mais promissor da Mills. Desenvolvida organicamente a partir de 2008, a companhia acredita que já seja a líder no mercado de máquinas motorizadas de acesso, plataformas aéreas e manipuladores telescópicos. A unidade atende os mesmos setores que as demais divisões, assim como automotivo, varejo e logística. O *cross-selling* gerado pelas outras áreas foi um grande impulsionador dos negócios da Rental, gerando maior visibilidade no mercado.

O modelo de negócios consiste no aluguel de equipamentos em bases mensais, com contratos que variam de dois a três meses, podendo chegar a dezoito meses em alguns casos. Os principais produtos ofertados são:

- Plataformas de lança
- Plataformas tesoura
- Manipuladores telescópicos

A Mills estima que o mercado de locação de equipamentos no Brasil seja incipiente e que possa demorar mais de 10 anos para chegar a um estágio maduro, o que pode gerar grande oportunidade de crescimento para os próximos anos. A companhia se baseia no estudo que mostra que a frota dessas máquinas no Brasil chegou a 21 mil unidades ao final de 2012 (novembro), número que representa cerca de menos de 3% do mercado norte-americano.

Equipamentos de acesso

Plataforma tesoura



Equipamentos de acesso

Plataforma de lança articulada



Fonte: Mills

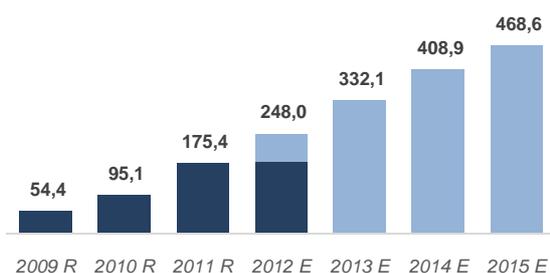
Premissas da avaliação (Rental)

Chama atenção, além do rápido e forte crescimento, a rentabilidade do negócio, que supera os 50% de margem EBITDA. Ao final do 3T12, a companhia possuía 1.464 contratos vigentes. A partir desses dados, e considerando que o mercado ainda não esteja maduro, consideramos um forte crescimento das receitas da divisão Rental para os próximos anos. No entanto, esperamos que a competição nesse mercado tenda a aumentar, o que nos levou a diminuir gradualmente a margem EBITDA no longo prazo.

Outro fator que suporta a premissa de crescimento é a estratégia da empresa de ampliação do número de filiais, que podem contribuir com ganhos logísticos na disponibilidade de equipamentos para clientes de diversos segmentos.

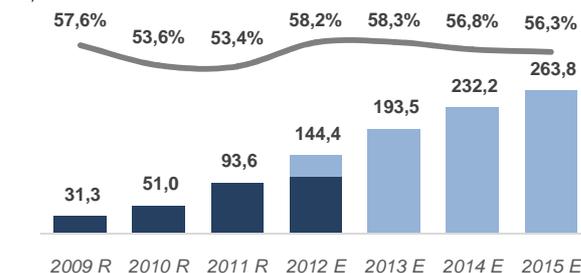
Receita líquida (Rental)

R\$ milhões



EBITDA (Rental)

R\$ milhões



Fonte: Mills / BB Investimentos

IV. Principais estimativas

DRE

R\$ milhões

	2010 R	2011 R	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E
Receita líquida	549,9	677,6	858,5	1.064,6	1.270,5	1.425,4
% crescimento	36,0%	23,2%	26,7%	24,0%	19,3%	12,2%
CPV	(254,8)	(340,4)	(384,8)	(446,2)	(514,9)	(574,6)
Lucro bruto	295,1	337,2	473,7	618,4	755,5	850,9
Margem Bruta (%)	53,7%	49,8%	55,2%	58,1%	59,5%	59,7%
Despesas gerais e administrativas	(147,6)	(175,2)	(214,0)	(264,1)	(322,2)	(360,0)
Lucro operacional (EBIT)	147,5	162,0	259,7	354,3	433,3	490,9
Margem EBIT (%)	26,8%	23,9%	30,2%	33,3%	34,1%	34,4%
EBITDA	194,5	238,1	363,1	465,0	559,7	631,6
Margem EBITDA (%)	35,4%	35,1%	42,3%	43,7%	44,1%	44,3%
Resultado financeiro	(5,6)	(31,8)	(47,2)	(43,6)	(39,7)	(37,1)
Lucro antes do IR e CSLL (EBT)	141,8	130,1	212,5	310,7	393,6	453,7
Margem EBT (%)	25,8%	19,2%	24,8%	29,2%	31,0%	31,8%
Lucro líquido	103,3	92,2	148,9	217,5	275,5	317,6
Margem líquida (%)	18,8%	13,6%	17,3%	20,4%	21,7%	22,3%
Lucro líquido por ação (R\$)	0,89	0,73	1,18	1,72	2,18	2,51

Fonte: BB Investimentos

Indicadores por divisão

R\$ milhões

	2010 R	2011 R	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E
Construção						
Receita líquida	154,3	131,6	175,8	212,2	247,7	277,2
EBITDA	73,6	57,8	87,7	107,2	125,1	140,0
% Margem EBITDA	47,7%	43,9%	49,9%	50,5%	50,5%	50,5%
Jahu						
Receita líquida	105,1	155,8	233,8	292,7	359,4	397,0
EBITDA	43,9	66,0	116,8	148,4	182,2	202,5
% Margem EBITDA	41,7%	42,4%	50,0%	50,7%	50,7%	51,0%
Serviços Industriais						
Receita líquida	195,4	214,8	200,8	227,6	254,6	282,6
EBITDA	26,1	20,7	14,2	15,9	20,3	25,4
% Margem EBITDA	13,4%	9,7%	7,1%	7,0%	8,0%	9,0%
Rental						
Receita líquida	95,1	175,4	248,0	332,1	408,9	468,6
EBITDA	51,0	93,6	144,4	193,5	232,2	263,8
% Margem EBITDA	53,6%	53,4%	58,2%	58,3%	56,8%	56,3%

Fonte: BB Investimentos

Balanco Patrimonial

R\$ milhões

Balanco Patrimonial	2010 R	2011 R	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E
Ativo	924,1	1.280,6	1.662,4	1.850,8	2.069,7	2.326,7
Disponibilidades	142,3	35,2	246,5	202,1	262,3	317,1
Contas a receber	122,1	139,1	166,4	205,0	221,6	248,7
Estoques	5,6	11,2	16,4	22,2	22,3	24,8
Tributos a recuperar	26,2	22,1	27,8	27,8	27,8	27,8
Adiantamento a fornecedores	7,3	11,5	11,6	13,2	14,3	16,0
Outros ativos	4,4	5,8	5,8	7,2	7,7	8,7
<i>Ativo circulante</i>	307,9	224,9	474,4	477,5	556,0	643,1
Não circulante (outros)	23,1	50,0	46,3	46,3	46,3	46,3
Investimento	0,0	87,4	87,4	87,4	87,4	87,4
Imobilizado	551,2	872,9	1.002,7	1.188,0	1.328,4	1.498,4
Intangível	41,9	45,5	51,6	51,6	51,6	51,6
<i>Ativo não circulante</i>	616,2	1.055,7	1.188,0	1.373,3	1.513,7	1.683,7
Passivo e Patrimônio Líquido	924,1	1.280,6	1.662,4	1.850,8	2.069,7	2.326,7
Fornecedores	32,7	35,9	42,3	52,5	54,7	61,1
Empréstimos / Debêntures	46,7	71,4	122,3	122,3	122,3	122,3
Salários e encargos sociais	21,3	25,0	36,1	43,5	48,6	54,3
Outros	60,1	45,5	24,1	29,0	30,5	33,3
<i>Passivo circulante</i>	160,8	177,7	224,8	247,3	256,2	271,0
Empréstimos / Debêntures	85,9	339,5	577,7	577,7	577,7	577,7
Outros	22,2	27,2	21,5	21,5	21,5	21,5
<i>Passivo não circulante</i>	108,2	366,7	599,2	599,2	599,2	599,2
Capital	525,1	527,6	536,2	536,2	536,2	536,2
Lucros retidos	130,0	208,6	302,2	468,1	678,2	920,3
<i>Patrimônio líquido</i>	655,2	736,1	838,4	1.004,3	1.214,3	1.456,5

Fonte: BB Investimentos

Informações Relevantes

Este relatório foi produzido pelo BB-Banco de Investimento S.A. As informações e opiniões aqui contidas foram consolidadas ou elaboradas com base em informações obtidas de fontes, em princípio, fidedignas e de boa-fé. Entretanto, o BB-BI não declara nem garante, expressa ou tacitamente, que essas informações sejam imparciais, precisas, completas ou corretas. Todas as recomendações e estimativas apresentadas derivam do julgamento de nossos analistas e podem ser alternadas a qualquer momento sem aviso prévio, em função de mudanças que possam afetar as projeções da empresa. Este material tem por finalidade apenas informar e servir com instrumento que auxilie a tomada de decisão de investimento. Não é, e não deve ser interpretado como uma oferta ou solicitação de oferta para comprar ou vender quaisquer títulos e valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. É vedada a reprodução, distribuição ou publicação deste material, integral ou parcialmente, para qualquer finalidade.

Nos termos do art. 18 da ICVM 483, o BB - Banco de Investimento S.A declara que:

1 - A instituição pode ser remunerada por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s); o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode ser remunerado por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório, ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s).

2 - A instituição pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), mas poderá adquirir, alienar ou intermediar valores mobiliários da empresa(s) no mercado; o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), e poderá adquirir, alienar e intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado.

Informações Relevantes – Analistas

O(s) analista(s) de investimento, ou de valores mobiliários, envolvido(s) na elaboração deste relatório ("Analistas de investimento"), declara(m) que:

1 - As recomendações contidas neste refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao BB-Banco de Investimento S.A e demais empresas do Grupo.

2 – Sua remuneração é integralmente vinculada às políticas salariais do Banco do Brasil S.A. e não recebem remuneração adicional por serviços prestados para o emissor objeto do relatório de análise ou pessoas a ele ligadas.

Analista	Itens		
	3	4	5
Wesley Bernabé			

3 – O(s) analista(s) de investimentos, seus cônjuges ou companheiros, detêm, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, ações e/ou outros valores mobiliários de emissão das companhias objeto de sua análise.

4 – Os analistas de investimento, seus cônjuges ou companheiros, possuem, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação à companhia emissora dos valores mobiliários analisados neste relatório.

5 – O(s) analista(s) de investimento tem vínculo com pessoa natural que trabalha para o emissor objeto do relatório de análise.

Administração

Gerente-Executivo
Leonardo Loyola

pesquisa@bb.com.br

Equipe de Pesquisa

Gerente - Nataniel Cezimbra

nataniel.cezimbra@bb.com.br

Renda Variável

Agronegócios

Henrique Koch

hkoch@bb.com.br

Bancos e Serviços Financeiros

Nataniel Cezimbra
Carlos Daltozo

nataniel.cezimbra@bb.com.br
daltozo@bb.com.br

Bens de Capital e Small Caps

Mário Bernardes Junior

mariobj@bb.com.br

Construção Civil

Wesley Bernabé

wesley.bernabe@bb.com.br

Consumo

Priscila Tambelli
Thiago Gramari

priscilatambelli@bb.com.br
thiago.gramari@bb.com.br

Logística e Transportes

Mário Bernardes Junior

mariobj@bb.com.br

Petróleo, Gás e Petroquímico

Andréa Aznar
Carolina Flesch

andrea.aznar@bb.com.br
carolinaflesch@bb.com.br

Utilities e Concessões

Rafael Dias
Renato Hallgren

rafaeldias@bb.com.br
renatoch@bb.com.br

Siderurgia, Mineração, Papel e Celulose

Victor Penna

victor.penna@bb.com.br

Telecom

Nataniel Cezimbra

nataniel.cezimbra@bb.com.br

Renda Fixa e Estratégia de Mercado

Hamilton Moreira Alves
Andre Ferreira

hmoreira@bb.com.br
andre.ferreira@bb.com.br

Equipe de Vendas

Atacado bb.distribuicao@bb.com.br

Varejo acoes@bb.com.br

Gerente - Cleber Aguiar

Gerente - Marconi Maciel

Bruno Finotello
João Carlos Floriano
Luciana de Carvalho
Marcela Santa Ritta
Pedro Mendes Rauber
Thiago Cogo Pires
Viviane Ferro Candelária
Wagner Silveira Neustaedter

Distribuição e varejo

Mário Francisco D'Amico
Márcio Carvalho José

BB Securities

4th Floor, Pinners Hall – 105-108 Old Broad St.
London EC2N 1ER - UK
+44 207 7960836 (facsimile)

Managing Director - Eduardo Nascimento
+44 (207) 3675801

Deputy Managing Director

Renato Bezerra +44 (207) 3675802

Director of Sales Trading

Boris Skulczuk +44 (207) 3675831

Institutional Sales

Annabela Garcia +44 (207) 3675843
Melton Plumber +44 (207) 3675833

Trading

Gianpaolo Rivas +44 (207) 3675842

Head of Research

Paul Hollingworth +44 (207) 3675852

Structured Products

Hernan Lobert +44 (207) 3675807

Banco do Brasil Securities LLC

535 Madison Avenue 34th Floor
New York City, NY 10022 - USA
(Member: FINRA/SIPC/NFA)

Managing Director

Rubens Cardoso +1 (646) 845-3710

Institutional Sales

Charles Langalis +1 (646) 845-3714

DCM

Richard Dubbs +1 (646) 845-3719

Sales Trader

Daniela Valle +1 (646) 845-3712
Michelle Malvezzi +1 (646) 845-3715
Myung Jin Baldini +1 (646) 845-3718

BB Securities Asia Pte Ltd

6 Battery Road #11-02
Singapore, 049909

Managing Director

Rodrigo Afonso +65 6420-6570

Institutional Sales

José Carlos Reis +65 6420-6570
Paco Zayco +65 6420-6572

BB-Banco de Investimento S.A. • BB-BI

Rua Senador Dantas, 105 - 36º andar
Rio de Janeiro RJ - Brasil
Tel. (21) 38083625 Fax (21) 38083355