

**EQUITY RESEARCH**
**Estabilidade no plano de voo**

A continuidade do case de investimento com a atualização das nossas premissas mantêm nossa projeção de valor de mercado na ordem de R\$ 17,5 bilhões para a companhia e um preço alvo de R\$ 24,00 por ação de EMBR3.

**Destaques do case de investimento**

- A estratégia de redução de custos, anunciada no trimestre anterior, que se estenderá por este ano, já rendeu bons resultados e melhoras nas margens da Embraer;
- Estabilidade do dólar (próximo de R\$ 3,35 no final do ano) proveniente da previsibilidade à estrutura de capital e controle de margens;
- Expectativas positivas para a demanda da nova geração de E-jets (E2) que está em fase de construção e com a primeira entrega prevista para 2018;
- Esforço de internacionalização do KC-390 com boas perspectivas de demanda por meio de sinalizações de possíveis compradores em diversos países da Europa, Ásia e Norte da África;
- Foco em *compliance* com pretensões de se tornar uma referência no mercado brasileiro;
- Entrega total de aeronaves de ano acima do *guidance* informado, mostra o reconhecimento de qualidade de seus produtos e serviços no mercado internacional.

**Indústria**
**Ticker: EMBR3**
**Recomendação: Compra**
**Preço Alvo: R\$ 24,00**
**Preço 24/03: R\$ 17,76**
**Beatriz Martins**

Research Analyst, CNPI

[bm@elevenfinancial.com](mailto:bm@elevenfinancial.com)

+55 11 4302-3340

**Luiza Midlej**

Research Analyst

[lm@elevenfinancial.com](mailto:lm@elevenfinancial.com)

+55 11 4302-3340

**Adeodato Netto**

Estrategista-Chefe

[ln@elevenfinancial.com](mailto:ln@elevenfinancial.com)

+55 11 4302-3340

**A Embraer**

Considerada um dos maiores players no mercado de fabricação de aeronaves, a Embraer tem estratégias bem definidas para os seus principais segmentos de aviões. A empresa direciona a sua atuação para nichos de mercado não explorados por seus concorrentes, o que vem se mostrando uma estratégia assertiva. Por exemplo, a Embraer é a maior fabricante mundial de jatos comerciais com até 130 assentos, detendo a liderança desde 2004.

A Embraer está desenvolvendo uma nova geração de E-Jets que deverão entrar em serviço no primeiro semestre de 2018 com o modelo E190-E2. Trata-se do modelo mais avançado, já em fase de testes e em processo de certificação. As aeronaves estão com o cronograma dentro do esperado, de acordo com o orçamento e com as especificações técnicas adequadas.

Estas aeronaves possuem vantagens em relação à geração anterior (E1): melhoria dos sistemas e economia de combustível. Além disso, a companhia se preocupa com uma transição suave de pilotagem entre os modelos E1 e E2, o que ajuda a manter a sua posição de liderança no mercado.

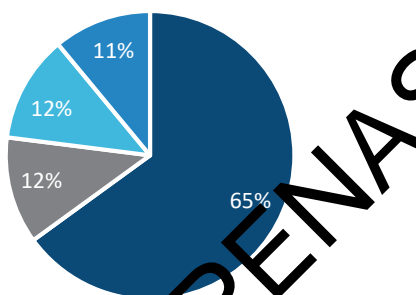
A Embraer foca a estratégia de aviação executiva na qualidade e conforto das cabines, pois acredita que este é o fator competitivo mais decisivo. Além disso, espera melhores margens neste segmento devido à estratégia de aprimoramento de negociações e redução de custos.

Na divisão de Defesa e Segurança, o novo modelo KC-390, cuja operação deverá ser iniciada em 2017 tem passado por diversos testes com resultados melhores do que o esperado pelo fabricante. Trata-se de uma aeronave bastante versátil e é a grande aposta da companhia no segmento. Espera-se que ela anuncie o primeiro contrato internacional de compra este ano. A Embraer aumentou o esforço realizado para melhorar suas vendas, com apresentações para o mercado em diversas feiras internacionais, e está bastante confiante da aceitação pela aeronave. De fato, o desenrolar da nova estrutura geopolítica deve garantir a demanda por ela, além de seu desempenho acima das expectativas.

Além disso, a companhia já possui uma posição consolidada com o modelo Super Tucano. Tem empreendido esforço para reduzir a dependência do governo local e, inclusive, já apresenta posição de liderança neste tipo de aeronave nos EUA. Atualmente, existem mais de mil aviões de modelos antigos em operação, com idade média de 36 anos e que precisarão ser substituídos.

Com relação à distribuição geográfica das vendas, a participação da receita líquida proveniente dos Estados Unidos ficou praticamente estável em relação à 2015 (65%). Porém, o esforço de vendas no país nos últimos anos vem apresentando resultados. Para ilustrar, em 2016, a Embraer inaugurou em Melbourne (Flórida) uma linha de montagem para aviões executivos visando capturar o mercado local neste segmento. Atualmente, entre 60% e 65% da receita de jatos executivos são provenientes deste país.

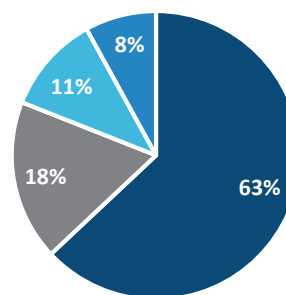
Figura 1 – Receita Líquida por Região (2015)



- Estados Unidos
- América Latina, China, Ásia Pacífico, África e Oriente Médio
- Brasil
- Europa

Fonte: Embraer e Eleven Financial

Figura 2 – Receita Líquida por Região (2016)



- Estados Unidos
- América Latina, China, Ásia Pacífico, África e Oriente Médio
- Brasil
- Europa

Fonte: Embraer e Eleven Financial

Há destaque para o aumento de participação nas regiões da América Latina, China, Ásia Pacífico, África e Oriente Médio que passou de 12% para 18%. Além disso, os mercados do Sudeste Asiático, onde há diversas cidades cosmopolitas e grande concentração populacional passando por momento de crescimento de renda, o que significa aumento de demanda por viagens.

Na fase de desenvolvimento de um avião, a Embraer realiza uma grande quantidade de testes com a aeronave ainda em solo. O objetivo é avaliar aspectos como mecânica, sistemas e estabilidade. A intensidade dos testes em solo é

importante tanto para a questão de segurança quanto para a redução de custos, uma vez que é mais barata e proporciona solução de possíveis problemas com mais agilidade.

Após o encerramento das investigações do FCPA (Foreign Corrupt Practices Act), a companhia tem se preocupado com sua imagem e vem realizando esforços para aprimorar a sua governança. Para tanto, ela chegou a constituir uma nova área destinada às atividades de *compliance*, com objetivo de se tornar uma referência brasileira neste quesito.

## Resultados de Embraer

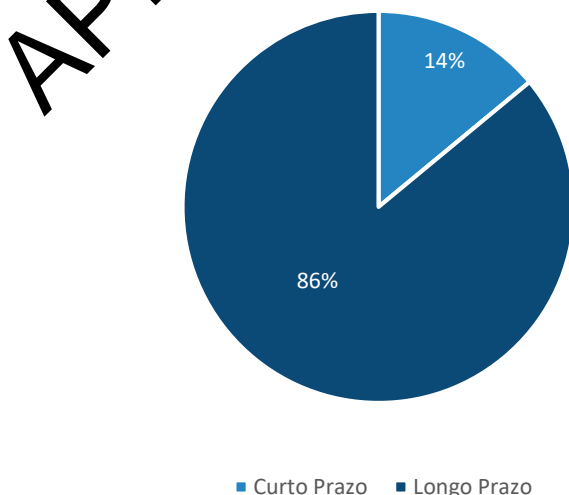
A Embraer apresentou bons resultados no 4T16, em linha com o *guidance* e com a sazonalidade da companhia, quando as entregas de jatos executivos aumentam. Nesse período, ocorre o planejamento para o ano posterior pelas empresas em geral e aumenta o número de pedidos. Foram entregues 32 aeronaves comerciais e 43 executivas no 4T16 contra 33 aeronaves comerciais e 45 executivas no 4T15.

Com relação aos dados consolidados do ano, foram entregues 108 aeronaves comerciais e 117 executivas, dentro das previsões da companhia e no segmento de Defesa & Segurança foram 15 aeronaves, totalizando 240 aviões em 2016 contra 241 em 2015. Apesar da pouca variação na comparação anual, o mix de venda de aeronaves foi mais favorável, tendo como consequência receita líquida (R\$ 21,4 bilhões) 6% superior em relação ao ano anterior. Houve aumento no número de entregas de aviões comerciais e de Legacys 450 e 500. Ademais, o segmento de Defesa & Segurança também contribuiu para a melhora da rentabilidade.

A companhia iniciou no 3T16 uma política de redução de custos que já está apresentando resultados. As despesas administrativas totalizaram R\$ 145 milhões no 4T16, uma redução de 24% frente ao 4T15. As despesas comerciais (R\$ 267,4 milhões no 4T16) também apresentaram queda de 28% na mesma comparação. A margem EBITDA (ajustada) do trimestre também refletiu este esforço, passando de 12,7% no 3T16 para 17,2% no 4T16.

Apresentou redução na dívida bruta (R\$ 12,3 bilhões no 4T16) de 11% na comparação com o 4T15, favorecida pela desvalorização do dólar. O prazo médio das dívidas passou de 6,2 anos para 5,3 anos na mesma comparação. As despesas financeiras também foram favorecidas pelo câmbio e pela queda da taxa de juros.

Figura 3 – Perfil de Endividamento



Fonte: Embraer e Eleven Financial

No 4T16, alguns eventos não recorrentes influenciaram os resultados do período. A companhia se beneficiou de impactos positivos, na ordem de R\$ 175 milhões, referentes às negociações com a Republic Airways Holdings, após seu pedido de concordata no primeiro trimestre do ano, além de uma reversão de provisão líquida na ordem de R\$ 4,8 milhões referente ao Programa de Demissão Voluntária. Ainda em consequência do acordo para finalização das investigações do FCPA, houve um impacto negativo de R\$ 75,2 milhões relativo a pagamentos de impostos.

Além dos eventos citados, os resultados de 2016 foram prejudicados por outros dois eventos não recorrentes: o desembolso de R\$ 702,9 milhões relativo ao acordo de encerramento das investigações do FCPA com as autoridades brasileira e americana e o Programa de Demissão Voluntária, iniciado em agosto, que obteve a adesão de 1.650 colaboradores, demandando provisão na ordem de R\$ 379,6 milhões, ainda que parte tenha sido revertida. Os desembolsos ocorreram no final do ano passado e serão continuados no começo deste ano.

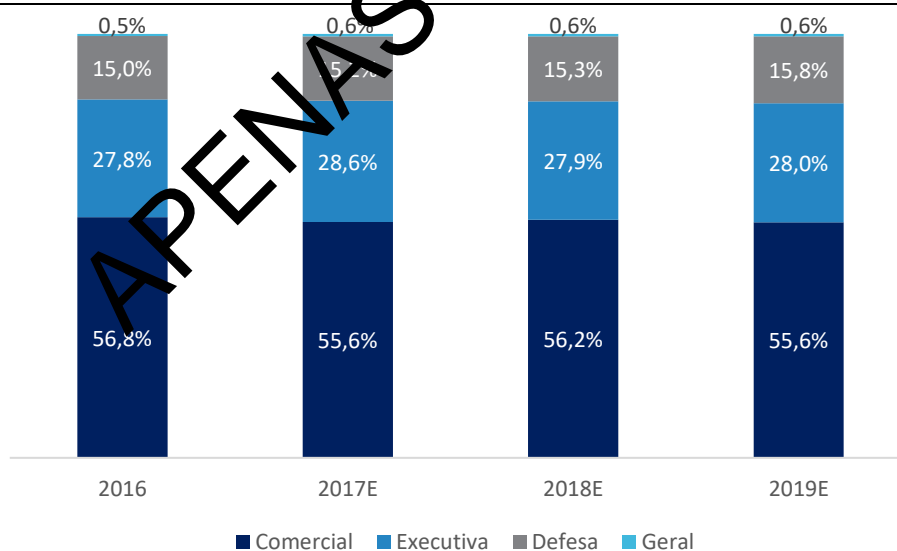
No último trimestre, apresentou lucro líquido de R\$ 694,2 milhões e R\$ 969,4 milhões no ano, 10% superior ao resultado de 2015 (lucro líquido exclui impostos diferidos e itens não recorrentes).

### Valuation e Projeções

A companhia é extremamente sensível ao câmbio e estimamos uma relação média de R\$ 3,35/US\$ durante 2017, menor do que nos anos anteriores. Porém, a queda da receita em moeda local devido a relação cambial deverá ser compensada pela melhora nas margens com o foco na redução de custos e rentabilidade.

Esperamos continuidade no aumento da participação das aeronaves de Defesa e Segurança nas receitas da Embraer neste ano com a abertura de possíveis novos mercados para o KC-390, intensificando suas vendas. Já em 2018, esperamos que os aviões comerciais voltem a melhorar sua contribuição para a receita a partir da entrada em serviço da nova geração dos E-Jets (E2).

Figura 4 – Receita Líquida Segmentada



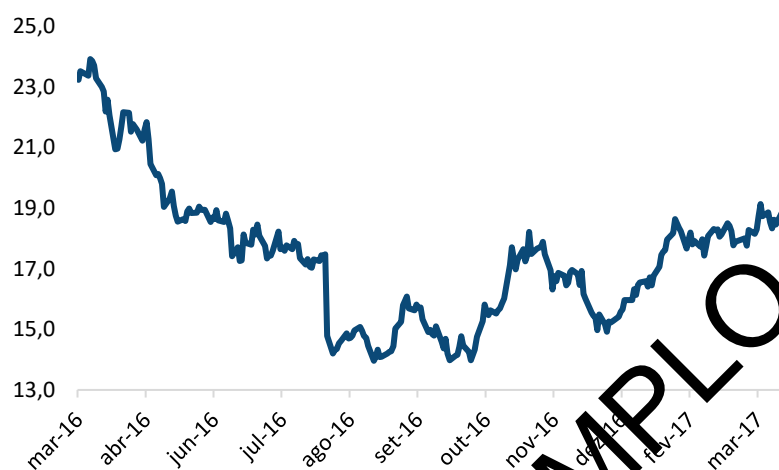
Fonte: Embraer e Eleven Financial

Com os pagamentos dos eventos não recorrentes já tendo sido, em grande parte, superados, esperamos melhora e retomada aos patamares históricos da margem EBITDA da companhia, reforçando nossa recomendação de compra.

**Figura 5 – Projeções Financeiras (R\$ Milhões)**

	2016	2017E	2018E	2019E
Receita Líquida	5.982	5.936	6.529	6.967
EBITDA	516	965	1.015	1.102
Margem EBITDA	8,6%	16,3%	15,5%	15,8%
Lucro Líquido	165	326	334	378
Margem Líquida	2,8%	5,5%	5,1%	5,4%

**Figura 6 – EMBR3 Preço Ação R\$**



Fonte: Thomson Reuters Eikon. Elaborado por Eleven Financial Research

APENAS EXEMPLO

## DISCLAIMER

Este documento foi elaborado e distribuído pela Eleven Financial Research unicamente para uso do destinatário original, e tem como objetivo somente informar os investidores, não constituindo oferta de compra ou de venda de nenhum título ou valor mobiliário contido neste relatório. As decisões de investimentos e estratégias financeiras devem ser realizadas pelo próprio leitor.

Nossos analistas elaboraram o presente relatório de forma independente, e o conteúdo do mesmo não pode ser copiado, reproduzido ou distribuído, no todo ou em parte, a terceiros, sem prévia e expressa autorização.

Todas as informações utilizadas neste documento foram redigidas com base em informações públicas, de fontes consideradas fidedignas. Embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não são incertas ou equívocas no momento de sua publicação, a Eleven Financial e os seus analistas não respondem pela veracidade das informações do conteúdo.

Conforme o artigo 16, parágrafo único da ICVM 483/2010, o analista **Beatriz de Almeida Martins** declara-se inteiramente responsável pelas informações e afirmações contidas neste relatório de análise. De acordo com a exigência regulatória do artigo 17 previsto na ICVM 483, de 06 de julho de 2010, o analista de valores mobiliários, responsável principal por este relatório, declara:

- (i) que as recomendações contidas neste relatório refletem única e exclusivamente sua opinião pessoal sobre a companhia analisada e seus valores mobiliários e foram elaborados de forma independente e autônoma.
- (ii) que as informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas às mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança.

Para maiores informações, pode-se ler a Instrução CVM 483, de 2010, e também o Código de Conduta da Apimec para o Analista de Valores Mobiliários.

APENAS EXEMPLO