

PALAVRA DO GESTOR

AGOSTO 2020

Prezados investidores,

O conjunto da obra é mais importante que seus atores.

Apresentamos aqui a “primeira segunda parte” de nossa **Palavra do Gestor**, agora divulgada quinzenalmente. Nela abordaremos, como já era a praxe no formato anterior, nossa estratégia atual e um tema livre.

Nesta edição faremos uma breve descrição de algumas empresas investidas e comentaremos resultados e perspectivas. Não é nosso objetivo fazer qualquer recomendação de compra de ações. Apenas apresentamos algumas (não todas) dentre as principais posições de nossos fundos. Há também toda uma racionalidade na composição das carteiras e da estratégia para cada fundo. O importante, como se diz, é “o conjunto da obra”: como num filme, o que importa é a história, não os atores, e que o conjunto final satisfaça a todos, mesmo que uma ou outra cena se destaque ou desagrade. O cineasta dedica seu tempo a selecionar um astro principal, e às vezes o coadjuvante acaba roubando a cena. Para ele, isso não é tão relevante: o que importa é o resultado final. Na Trigono e com nossas carteiras de investimento é a mesma coisa.

ESTRATÉGIA

Tendo em vista as condições atuais da economia e novos eventos, a estratégia mantém-se inalterada: privilegiamos empresas com receitas referenciadas em moeda estrangeira, exportadoras e com subsidiárias no exterior. Setorialmente, nossos fundos estão mais concentrados em agronegócio, atividade industrial relacionada a veículos pesados (inclui concessionárias), notadamente fabricantes de componentes, distribuição de gás natural e logística. Este último tem relação indireta com agronegócio, mineração e algumas indústria, como alimentos, e é muito sensível ao nível de atividade da economia.

Nossa moeda continua a mais desvalorizada no ano entre as dos principais países emergentes e das maiores economias mundiais. O agronegócio mantém grande vigor e é o único setor com crescimento no 2º trimestre deste ano (2T20) – e excelentes perspectivas para 2021. A produção de veículos pesados – notadamente tratores, mas igualmente *off-road* e caminhões – vem recuperando-se, mas ainda se adapta às restrições relacionadas à covid-19. Já no gás natural, o novo marco regulatório foi aprovado na Câmara dos Deputados e aguarda votação no Senado. O documento está em linha com as demandas dos principais agentes envolvidos, que manifestaram apoio às novas diretrizes. Alguns segmentos industriais e empresas investidas poderão beneficiar-se da queda do preço do gás e de novos atores nesse mercado.

A seguir comentamos os pontos que julgamos mais importantes no 2T20 e nossas expectativas para este 2º semestre e para 2021. A sequência das empresas não é aleatória: muitas delas e muitos setores estão rela-

cionados ou sujeitos aos mesmos fatores macroeconômicos. Daremos maior destaque e detalhamento para empresas menos conhecidas e que anteriormente não havíamos comentado.

Ferbasa-FESA4

Fundada em 1961, a Ferbasa é a única produtora integrada de FeCr (ferro cromo) nas Américas e produz cerca de 50% do FeSi75% (ferro silício) do Brasil. Possui minério de cromo para cerca de 80 anos de produção, sendo este seu principal ativo. Apenas o minério contido (cerca de 40 milhões de toneladas), e considerando um preço de US\$ 150/t, representa um valor mineral de US\$ 6 bilhões, enquanto o valor de mercado da empresa é de apenas US\$ 300 milhões. O valor mineral não é contabilizado, apenas os custos de desenvolvimento das minas e de suas galeria de produção. No final destes comentários, voltaremos ao tema valor de alguns ativos.

Em relação aos resultados do segundo trimestre, destacamos tanto o aumento de volume de produção quanto o de vendas num período em que toda a economia se retraiu. A produção de ferro-ligas cresceu 19,2% no 2T20, em relação a um ano antes. No semestre houve crescimento de 14,2% sobre um ano antes e de 47% sobre 2T19 – fato bastante positivo, dado o ambiente tão desafiador. Destacamos o crescimento de 17,4% no volume de vendas de abril a junho, sobre um ano antes, e de 13,5% no semestre, também contra 2019.

Traduzindo para resultados: **a receita líquida de R\$ 426 milhões no 2º trimestre foi a maior da história da empresa para um único tal período.** Sobre o ano anterior, o crescimento foi de 32%. O EBITDA ajustado, de R\$ 132 milhões (margem de 31%), foi o maior desde o 3T18 (R\$ 153 milhões, margem de 39%). Sobre o 1T20 (R\$ 67 milhões), o aumento foi de 94%. Poucas empresas no Brasil (ou no mundo) puderam reportar resultados semelhantes.

Tal EBITDA reflete a combinação de dois fatores positivos (volume e câmbio) e dois negativos (preços em dólar e mix de mercado). As exportações de 46 mil toneladas no 2T20 representaram 70% das vendas (em volume) e refletem a estratégia de maximizar vendas convertendo produção e estoques em receitas e geração de caixa. Desse modo, a empresa aproveitou o câmbio favorável (100% de suas receitas são referenciadas em moeda estrangeira). O outro lado da moeda (sem trocadilho) foi o sacrifício de preços – especialmente devido às exportações, já que a Ferbasa usou estratégia agressiva para conquistar mercado. Desta forma, o preço médio das ferro-ligas praticado pela empresa caiu de US\$ 1.328/t no 2T19 para US\$ 1.046/t no 2T20 (menos 21,2%), sendo de US\$ 1.137/t no 1T20 (redução de 8%). Cabe destacar que os preços médios das ferro-ligas praticados pela Ferbasa foram de US\$ 1.523/t em 2018 e de US\$ 1.294/t em 2019, o que evidencia o nível atual muito baixo e o potencial de recuperação, especialmente do FeCr, devido a problemas de toda natureza na África do Sul. O país responde por 75% do minério de cromo consumido pela China (que não produz este minério) e é o maior exportador mundial de FeCr, abastecendo principalmente a China, maior produtor e também importador mundial desta liga.



Embora a China seja o maior produtor de FeCr utilizando minério sul-africano, suas necessidades de consumo são muito maiores para abastecer sua produção de aço inoxidável, que deverá representar em 2020 cerca de 60% da produção mundial. Neste ano, os preços-base de referência que a Ferbasa utiliza para alguns clientes no Brasil e negociados trimestralmente tiveram reajuste de 13% no 2º trimestre, mantendo-se constante nos 3º e 4º trimestres (já anunciados). Já as exportações e algumas vendas baseiam-se no preço *spot* praticado na China, o qual vem ganhando corpo mais recentemente devido ao aquecimento do mercado chinês.

A última linha dos demonstrativos mostrou prejuízo de R\$ 600 mil no 1T20 e lucro de R\$ 21,5 milhões no 2T20. O resultado foi impactado pela política de *hedge* com venda de dólar a termo, causando perda cambial de R\$ 23 milhões no 1T20 e de R\$ 64 milhões no 2T20; no 1º semestre deste ano, a perda somou R\$ 87 milhões (contra ganho de R\$ 14 milhões um ano antes).

A política de *hedge* da empresa é determinada pelo conselho de administração, que permite a venda a termo de 30% a 50% das receitas em dólares orçadas para os próximos 12 meses. A estratégia de preservação de receitas, empregada ao longo de 2019, baseava-se nas estimativas do *Boletim Focus* (elaborado pelo Banco Central) para o câmbio – e proporcionou ganho.

Com o evento da covid-19 e a desvalorização do real, no entanto, o efeito foi contrário, neutralizando os excelentes resultados operacionais. Com base nos dados divulgados pela empresa, e estimando cotação média do dólar a R\$ 5,35, projetamos perda cambial de R\$ 96 milhões (quase R\$ 10 milhões acima do 1S20) no 2º semestre. Para 2021, com base nas contratações de *hedge* reportadas no 2T20, e estimando os mesmos R\$ 5,35 (em média) por dólar, haveria perda de R\$ 65 milhões. Mas destacamos que para o 4T21 já existem US\$ 5 milhões vendidos a R\$ 5,81, o que neste nível de câmbio se traduzirá em ganho. Acreditamos que tais perdas serão reduzidas com novas contratações a taxas acima de R\$ 5,35. Uma eventual queda do dólar reduziria a perda, compensando em parte a redução nas receitas operacionais.

Por outro lado, os resultados operacionais deverão beneficiar-se dos volumes de produção e vendas e, principalmente, do aumento da demanda interna, com conseqüente desempenho menor das exportações. Em suma: o melhor mix de mercado e o movimento atual de aumento nos preços internacionais devem levar ao crescimento dos preços médios. Estimando-se para 2021 vendas de 300 mil toneladas de ferro-ligas a US\$ 1.100/t (em média) e dólar a R\$ 5,35, a receita líquida poderá chegar a R\$ 1,8 bilhão e o EBITDA, a R\$ 540 milhões. Essas estimativas baseiam-se na margem de cerca de 30% reportada no 2T20 (ainda que com preços 5% mais baixos).

A controladora reportou em junho R\$ 240 milhões em caixa e aplicações financeiras, R\$ 211 milhões de créditos de PIS e Cofins e R\$ 23 milhões de adiantamentos a fornecedores de energia. No total, R\$ 474 milhões. Esse montante contrapõe-se a R\$ 306 milhões de empréstimos e R\$ 200 milhões em provisões relacionadas ao *hedge*, um saldo negativo total de apenas R\$ 23 milhões. A empresa está precificada a R\$ 1,6 bilhão (valor de mercado com preço da ação cotado a R\$18,93). Considerando e subtraindo R\$ 564 milhões em investimentos em subsidiárias (principalmente o parque eólico BW) e cerca de R\$ 400 milhões (estimativa) para 65 mil ha de florestas (contendo 26 mil ha de eucaliptos), o valor da empresa relacionado a mineração e metalurgia (ferro-ligas) seria de R\$ 636 milhões (pouco menos de 1,2 x o EBITDA estimado para 2021).

As condições atuais de mercado favorecem alta nos preços tanto de FeCr (60% das receitas) na China quanto de FeSi75 (35%). No primeiro caso, devido à queda nos estoques chineses de minério de cromo e FeCr e a uma retomada mundial na produção de aço inoxidável. No segundo, China, Rússia e Malásia – grandes produtores e exportadores – reduziram a produção (o último país ainda centrou parte da atividade no ferro-manganês, mais rentável). Brasil e Noruega aproveitaram-se da situação e têm ampliado presença no mercado internacional de ferro-silício, liga usada na produção de aços dos mais variados tipos. Na Europa, a recuperação de preços tem sido consistente, especialmente devido a algumas paradas de produção no continente e à menor oferta da China e Malásia.

O Brasil ainda é favorecido pela taxa de câmbio e por ser o único produtor mundial a usar biorredutor de eu-

calipto (os demais usam coque de origem mineral, grande gerador de CO₂, ou efeito estufa). O biorredutor também favorece a qualidade por ter menos contaminantes para a produção de aço. Assim, o aço que utiliza o FeSi75% do Brasil reduz a pegada de carbono de seus produtos. O Brasil emprega, ainda, energia limpa e renovável, enquanto a China – maior produtor e exportador mundial de FeSi75% – utiliza principalmente energia térmica de carvão.

Além das questões relacionadas a câmbio e mercado internacional de ligas, a Ferbasa poderá ter importantes catalisadores de geração de valor, como novos investimentos em energia elétrica, em busca de 70% de autosuficiência, migração para novo mercado ou mesmo obtendo a condição de autoprodutora de energia e, nesse caso, mudanças na sua exposição regulatória envolvendo o horário de ponta. Hoje a empresa interrompe sua produção de ferro-ligas por três horas diariamente, pois o preço da energia e encargos regulatórios tornam inviável a produção nesse horário, o que seria mitigado se consumisse energia no regime de autoprodutora.

A empresa continua a investir em tecnologia de ponta em mineração, o que permite aumentar produção, reduzir custos e exportar minérios regularmente. Ainda busca agregar valor aos produtos, como se viu com a recente duplicação da capacidade de produção de FeSi75% de alta pureza (100% destinado ao exterior).

Tronox Pigmentos (CRPG5 e CRPG)

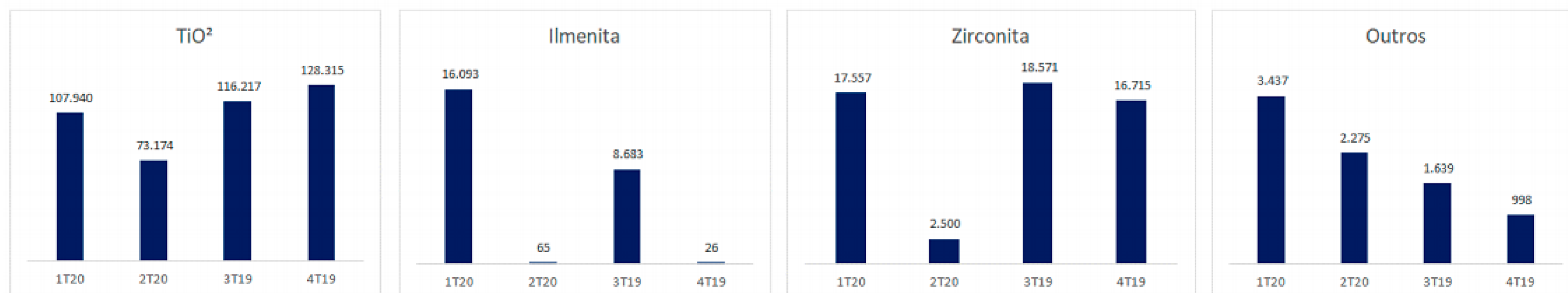
Única produtora de TiO₂ (dióxido de titânio, pigmento essencial, por exemplo, na produção de tintas e plásticos) da América do Sul – ambas as indústrias cuja atividade caiu de forma acentuada devido às restrições da covid-19. A demanda subjacente, especialmente relacionada a construção (reformas) e bens de consumo e embalagens, deverá ensejar retomada e recomposição de estoques em toda a cadeia de produção e varejo. A Tronox também é a única fornecedora no Brasil de zirconita, minério essencial na produção de cerâmicas, azulejos e porcelanatos – todos impactados pela pandemia, mas cujas demandas, ligadas a construção e reformas, devem voltar a crescer. O terceiro produto em importância é a ilmenita, minério que contém titânio e que a Tronox exporta regularmente para empresa coligada baseada em Thann (França). No 2º trimestre não houve exportações de ilmenita.



Com a paralisa das cadeias de produção e do setor de material de construção no 2º trimestre, a empresa sofreu forte retração nas vendas, mas a produção se manteve quase normal, elevando seus estoques de produtos acabados de R\$ 195 milhões em dezembro para R\$ 219 milhões em março e R\$ 251 milhões em junho, salientando que estes estoques são contabilizados a custo mas têm seus preços baseados em moeda estrangeira, seguindo cotações internacionais.

Além de precificar seus produtos em dólar, a Tronox não pratica hedge e não possui dívidas, o que deverá traduzir-se em forte elevação nas margens de rentabilidade no 2º semestre. Mesmo com 46% de queda nas receitas no 2T20, o EBITDA de R\$ 25 milhões representa recuo de apenas 6% sobre o 2T19, enquanto sobre o 1T20 houve alta de 34%. A margem de rentabilidade do EBITDA saltou de 18% no 2T19 para 32% no 2T20; o baixo volume de vendas prejudicou a absorção dos custos fixos. Desta forma, esperamos também maior margem no 2º semestre, acompanhada de forte expansão nas receitas e volume faturado. O lucro líquido subiu de R\$ 13 milhões (margem de 9%) no 2T19 para R\$ 16 milhões (margem de 20%) no 2T20.

Receita Líquida por Trimestre - 2º trimestre de 2020



Quando consideramos os R\$ 120 milhões da posição de caixa e aplicações financeiras, adicionados a R\$ 40 milhões de adiantamento a fornecedores e R\$ 50 milhões de créditos de PIS e Cofins, e nenhuma dívida, a empresa exhibe confortável posição de caixa ou equivalentes e créditos de R\$ 210 milhões. A esse último valor somam-se R\$ 401 milhões da posição de estoques (sendo R\$ 251 milhões de produtos acabados), com valor em dólar, mas contabilizados a custo em moeda local – e o total supera os R\$ 590 milhões de valor de mercado da empresa baseado na cotação da ação em R\$ 20,40 (o valor contábil dos estoques não reflete o valor de mercado devido ao efeito câmbio). Se considerarmos o lucro líquido dos últimos 12 meses (R\$ 101 milhões), seu valor de mercado corresponde a menos de seis vezes o lucro líquido, embora 85% das receitas tenham sido geradas antes da desvalorização cambial. Este múltiplo deverá retrair-se fortemente (desde que o preço das ações se mantenha inalterado) devido a forte expansão da receita e do lucro líquido esperada para o segundo semestre e conversão dos estoques em caixa.

A nosso ver, esses indicadores mostram que a Tronox é uma das empresas mais descontadas na B3, e com solidez financeira sem paralelo. Para a segunda metade deste ano, câmbio, retomada do mercado e monetização de estoques se traduzirão em resultados muito acima dos reportados nos últimos 12 meses (além do contínuo aumento do caixa) e potencial distribuição de dividendos elevados, já que 25% do lucro líquido tem de ser distribuído e lembrando que a empresa detém 75% de incentivo fiscal sobre imposto de renda, além de prejuízos fiscais compensáveis, o que torna a provisão para IR muito baixa.

A empresa vem investindo em busca de maior produtividade, e o gás natural é um custo importante que terá o preço reduzido com o novo marco regulatório. Apesar do fechamento da mina que fornece 50% das necessidades de titânio (ilmenita), os estoques bastam para chegar até 2023, gerando caixa, e após o consumo destes estoques sua controladora será a principal fornecedora, já que é uma das três maiores produtoras mundiais de minério de titânio e a maior do mundo 100% integrada, ou seja, produz todo minério consumido e ainda comercializa parte das matérias-primas e minérios produzidos.

Diante desse cenário, e com perspectivas de aumento na geração de caixa, fica a questão: a quem o caixa, os dividendos ou os investimentos em suas operações serão dirigidos? A empresa opera a menos de 70% do volume autorizado pelas agências ambientais até 2026 (70 mil t/ano, embora produza menos de 50 mil toneladas anualmente) e conta com 75% de redução no Imposto de Renda até 2026 (ambos renováveis) e com R\$ 55 milhões de créditos do mesmo imposto (não contabilizados no balanço) relacionados a prejuízos fiscais compensáveis, conforme comentado anteriormente.

A mudança de controle acionário da Cristal Global (do grupo árabe saudita Tasnee) para a Tronox (empresa norte-americana, vice-líder mundial no negócio de TiO₂ e 100% integrada no fornecimento de minério de titânio)

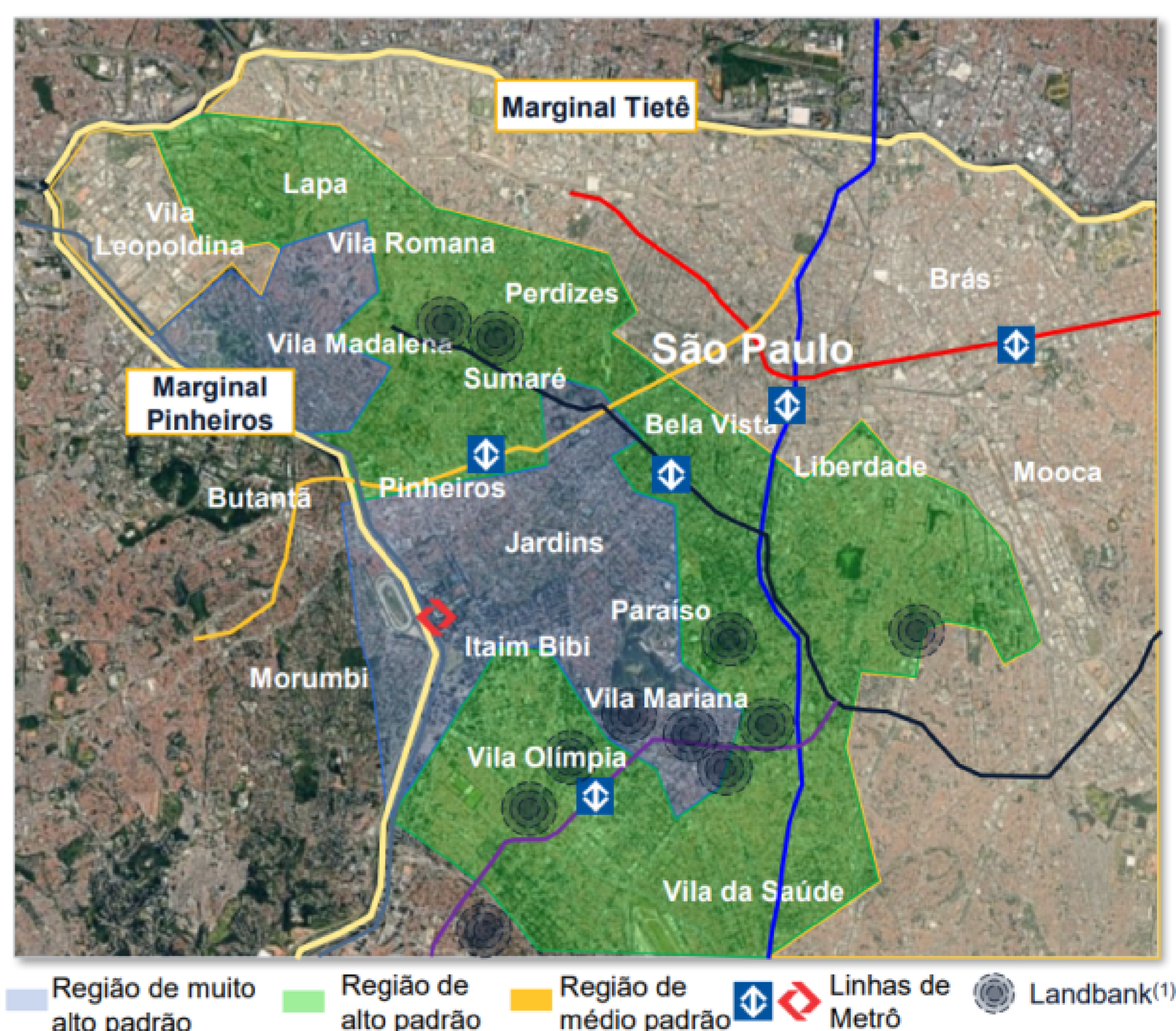
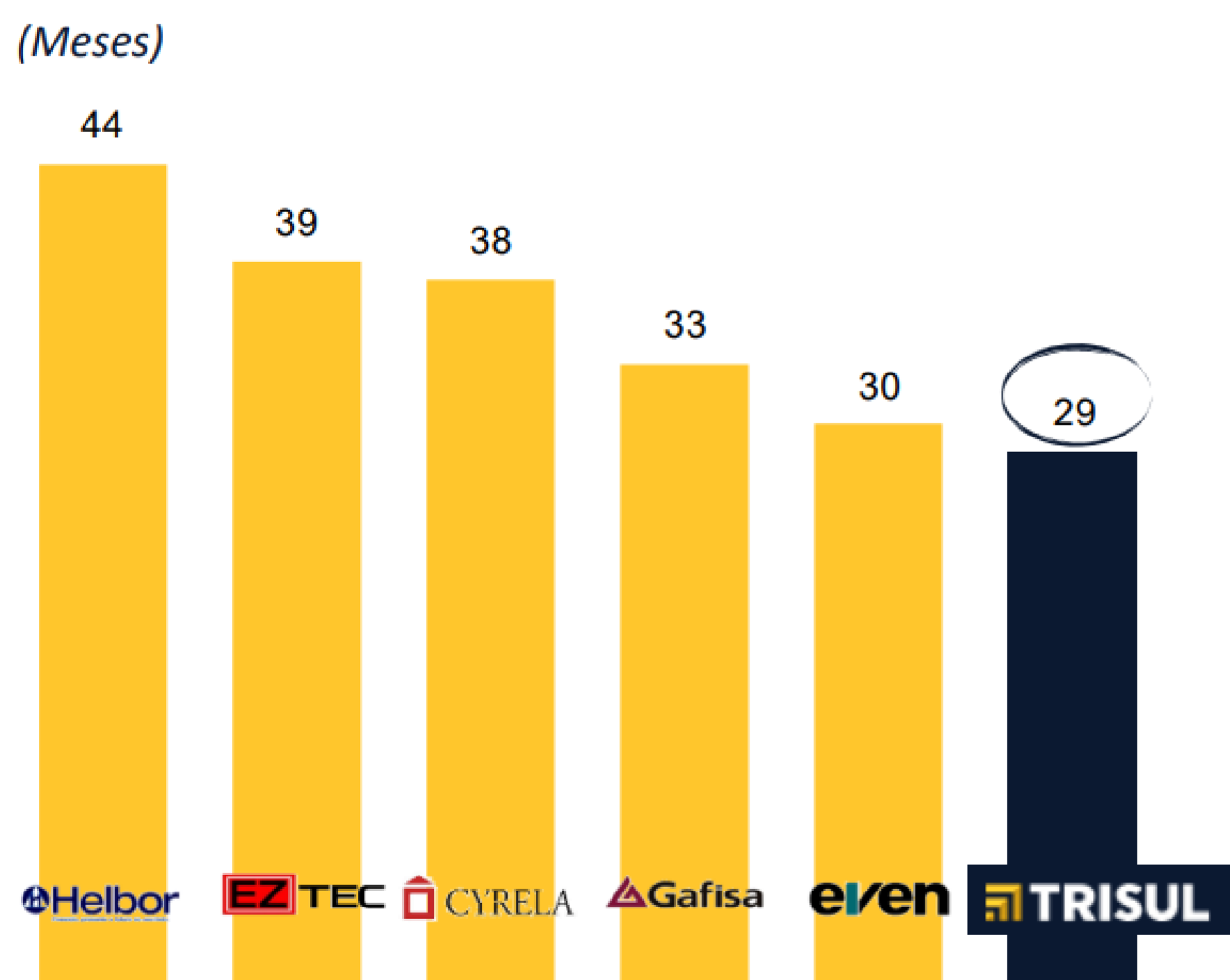
foi, julgamos, um importante catalisador de valor: a Tronox é listada nos EUA e seu objetivo é gerar valor para o acionista. O ex-controlador nunca demonstrou tal preocupação e debatia-se com elevado endividamento, limitando investimentos de suas subsidiárias, notadamente no Brasil, de forma a reduzir em seu balanço consolidado a dívida líquida, satisfazendo obrigações contratuais com seus credores. Tal procedimento prejudicou sua modernização e ganhos de eficiência, o que já está sendo corrigido pelos novos controladores. Em nossa opinião, o Brasil é o único local que justifica uma ampliação de capacidade para a Tronox no mundo. A América do Sul importa cerca de 80% de suas necessidades de TiO_2 , o que se traduz num mercado de enorme potencial para a companhia, além de futuramente se tornar um consumidor cativos do minério ilmenita e *slag* (concentrado de ilmenita) produzidos pela controladora e fonte das necessidades de titânio. Para a controladora o ganho poderá ser duplo: melhora os resultados no Brasil e aumenta suas vendas para a subsidiária brasileira.

Trisul- TRIS3:

Construtora cujo foco está nas regiões mais nobres da cidade de São Paulo e no segmento de média/alta renda há quase dez anos. Em tempos eufóricos de IPOs, a Trisul continua sendo nosso único cavalo no setor imobiliário desde que iniciamos o fundo Flagship Small Caps em abril de 2018. Nesse período o investimento na Trisul, proporcionou um retorno de 355% (até o fim de agosto), comparado a 16% do Bovespa, 39% do índice SMLL do qual faz parte e 86% do nosso fundo Flagship Small Caps, sendo uma das posições que mais contribuíram positivamente para o desempenho dele.

A companhia vem apresentando resultados consistentes há anos. Desde seu IPO, em 2007, reportou apenas um prejuízo – em 2010, de R\$ 40 milhões. Essa consistência, acreditamos, deve-se à estratégia de construir em regiões nobres com alta densidade populacional e poder aquisitivo, e de não atuar no segmento comercial e no Minha Casa Minha Vida, este dependente de ações governamentais. São terrenos com VGV de cerca de R\$ 1,5 bilhão, não contabilizados no balanço por estarem amparados em contratos de compra e venda com cláusulas de rescisão unilateral. Isso significa que a companhia tem o direito de exploração de compra do terreno, mas só inicia o pagamento quando a execução de um projeto se torna viável. No total o VGV, ou potencial de valor imobiliário de seus terrenos, é de R\$ 5,1 bilhões. Essa estratégia, além de fomentar a demanda, reduz o risco da execução dos projetos – as regiões onde atua dispõem de infraestrutura básica e têm baixo potencial de risco regulatório.

Assim, presente em áreas nobres da cidade, o ciclo de desenvolvimento de terrenos (período entre a aquisição do lote e o lançamento do projeto) da Trisul é de menos de 30 meses, o menor do setor. Isso significa entregas rápidas e com alto percentual de unidades vendidas. Ou seja: a companhia monetiza seus ativos com agilidade e eficiência.



Tal combinação assertiva de estratégia e execução resulta no melhor ROE do setor (19%). Eis aí um cavalo vencedor.

Agora comentando os resultados do 2T20: o contexto que se desenhava era o de uma “tempestade perfeita” para o setor e para a companhia: estandes (principal canal de vendas da Trisul) fechados; INCC (Índice Nacional de Custo da Construção) em ascensão, afetando custos de produção (e margens da companhia); cartórios fechados, atrasando certificações de terrenos e novos projetos e dificultando as vendas; e canal de vendas *on-line* ainda em desenvolvimento.



Mas nosso cavalo, repetimos aqui, é de ponta: lançou três empreendimentos com VGV de R\$ 319 milhões, as vendas brutas somaram R\$ 195 milhões (25% acima do 1T20), o EBITDA ajustado ficou em R\$ 46 milhões (alta de 27%) e o lucro líquido, em R\$ 36 milhões (31% acima do 2T19). O impacto negativo na margem bruta (de 35% no 1T20 para 33% no 2T20) veio do aumento dos custos de materiais de construção, principalmente aço e concreto. A companhia ainda tem 23 obras em andamento, com VGV total de cerca de R\$ 2,3 bilhões, ou 2,6 vezes seu faturamento em 2019. Esses empreendimentos inclusive já incorporam novos padrões para atender demandas pós-pandemia, como espaço para *home office*.

Comparativamente, os resultados reportados pela Trisul estão entre os mais fortes e consistentes da nossa carteira e, acreditamos, de todo o setor (entre empresas similares). A companhia ainda conta com recursos do *follow-on* levantados no 4T19. Ao todo, são mais de R\$ 400 milhões para pagar empréstimos para capital de giro de curto prazo e compra de terrenos estratégicos.

Seguimos confiantes com o *case*. Projetamos um cenário conservador, mas o mercado se ajustou à nova realidade e a demanda por imóveis do padrão atendido pela Trisul continua muito positiva. Nossa maior preocupação é o custo da construção, especialmente na fase final. Isso deve afetar todo o setor e, de certa forma, os preços refletirão o “novo normal” dos custos. Já o mercado acionário sofre com excesso de IPOs dentro do segmento, limitando a exposição setorial por parte de fundos que usam o *top-down* como estratégia de construção das carteiras, alocando determinada percentagem em setores. Desta forma, ao investir em nova empresa do setor, necessitam vender posições existentes, de forma a manter a mesma alocação setorial. Não

usamos este conceito, mas o *bottom-up*, que considera o valor das empresas e não limita a exposição setorial nem busca alocar um determinado percentual em setores.

Comgás-CGAS5:

A Comgás é uma empresa concessionária distribuidora de gás natural encanado em SP – e a área de concessão em que atua dentro concentra 27% do PIB nacional. Seu controle acionário concentra-se na *holding* Compass (99,2%), criada pelo Grupo Cosan para participar dos negócios relacionados ao gás. Suas atividades proporcionam grande previsibilidade de receita e lucratividade recorrente por conta das características do setor. Os clientes são totalmente dependentes da empresa para o fornecimento de gás, uma vez que, quando adaptados ao gás encanado, dificilmente buscarão conversão para outra fonte (até pelo custo de conversão para outra alternativa).



Isso vale para todos os tipos de clientes: comerciais (principalmente hotéis e restaurantes), industriais, residenciais ou mesmo veiculares (GNV) que já fizeram adaptações para o gás natural.

Nos últimos dez anos, a Comgás demonstra uma dinâmica mista: por um lado, tem expandido sua malha de gasodutos para o interior paulista, ampliando sua carteira de clientes residenciais e comerciais. Por outro, tem perdido volume de consumo por conta das dificuldades do setor industrial e pela baixa competitividade do preço do gás. Como as margens do setor residencial são consideravelmente maiores, mesmo com a perda de volume no agregado a empresa conseguiu aumentar a lucratividade e distribuir elevados dividendos (19,3% nos últimos 12 meses).

Para os próximos dez anos, acreditamos numa nova dinâmica para a companhia: com o novo marco regulatório do gás implementado, quatro transformações importantes devem acontecer: 1) o preço da molécula cairá substancialmente – talvez pela metade –, alinhando-se ao mercado internacional; 2) os contratos de fornecimento serão mais flexíveis, dos pontos de vista espacial, temporal, volumétrico e de fornecedores; 3) intensificação de seu uso como fonte de energia, combustível e molécula; e 4) ganho de competitividade das indústrias que usam o gás como insumo e/ou substituto de outras opções.

Com apenas a Petrobras a fornecer gás no Brasil, o preço fica muito acima do praticado internacionalmente: a estatal se aproveitada *spread* monopolista. Por exemplo: neste ano, a petroleira importou gás pelo seu terminal de regaseificação a U\$ 2,40/MM BTU, mas revendeu às distribuidoras a U\$6/MM BTU – margem altíssima para um mercado competitivo. Com relação à mudança dos negócios, atualmente, quando se vai fechar um contrato de fornecimento de gás, além de contar com apenas um fornecedor da molécula, os prazos são longos e as condições desfavoráveis e inflexíveis. No futuro, espera-se ter contratos com diversos fornecedores, com retirada de gás em vários pontos diferentes, por um tempo determinado e com volumes menores. Assim, se forma um mercado livre de gás, parecido com o que existe no setor de energia elétrica. A Petrobras também tem optado por reinjetar o gás em seus poços de petróleo como forma de estocagem e para aumentar a produção de óleo devido à maior pressão nos poços.

Apesar dessa mudança, o papel da Comgás continua o mesmo: monopolista da distribuição em sua área de concessão. Assim, independentemente da forma do contrato, a empresa deve ser remunerada segundo uma tabela de preços pré-determinada pelo regulador, reajustada periodicamente. É importante mencionar que a Comgás é remunerada pelo volume distribuído, e não pelo volume vendido (preço). Isto é: quanto maior o volume distribuído, melhor, e quanto menor o preço, maior o incentivo para consumo e uso do gás natural. Gás mais barato e contratos mais atrativos serão muito favoráveis à empresa, pois há potencial de aumento do consumo do gás, principalmente na indústria, na geração de energia termelétrica e por veículos, mais sensíveis a preço. No caso da indústria destacamos cerâmica, vidros, fertilizantes, química e petroquímica, inclusive por meio de pequenas termelétricas e autoprodução, o que reduz muito custos ligados a encargos regulatórios e transmissão.



Veículos e Empilhadeiras



Energia Térmica



Climatização



Geração de Energia



Cogeração

Dito isto, é difícil estimar o efeito dessas transformações na demanda da companhia, mas há certas dinâmicas interessantes a se destacar: primeiro, o impacto mais rápido deve ocorrer em indústrias que já possuem capacidade instalada, mas que produzem de forma limitada por conta de custo e mix de produtos – o setor de cerâmica é um exemplo claro. Com custo do gás mais atrativo, o exportador brasileiro se torna mais competitivo e pode aumentar a produção, ganhando competitividade em relação a produtos importados impactados pela desvalorização cambial. Como a utilização na indústria estava abaixo de 80% da capacidade (antes da pandemia), uma simples mudança no preço da molécula pode aumentar a produção para capacidade plena, sobretudo explorando as exportações. A Comgás fornece para um importante parque industrial cerâmico na região de Santa Gertrudes e Rio Claro. O decréscimo do volume consumido de dez anos para cá indica que a capacidade instalada está subutilizada e que esse primeiro impacto é relevante para a demanda da companhia. Como os investimentos em dutos já foram realizados, a maior utilização eleva as receitas com a mesma base de custos, pois quem paga o preço do gás é o cliente.

Uma segunda dinâmica a destacar é a da expansão de capacidade e investimentos mais rápidos e de menor intensidade de capital: reformas de expansão e conversões de veículos para GNV, de fogões de GLP e de chuveiros elétricos para gás natural. Já para um prazo maior, a mudança de demanda pode ser enorme. Em Santa Gertrudes, quando a Comgás fez a expansão, previa-se uma demanda várias vezes menor que a atual – mas foi surgindo um ecossistema industrial no local, com alta concentração de consumidores, embora ainda com grande capacidade ociosa.

Mudanças tecnológicas em motores de veículos leves e principalmente pesados também podem impulsionar muito a demanda por gás nos próximos anos. A Scania já vende caminhões movidos a gás – com tecnologia de motores muito parecida com a dos movidos a diesel, mas cujo custo poderá ser substancialmente menor, além do efeito ambiental positivo, com menor emissão de CO₂ e eliminação de particulados. O ruído é menor, mas sem perda de desempenho. Para ônibus urbanos e serviços logísticos, o incentivo ao uso de veículos movidos a gás seria muito grande e com custo muito menor em relação a veículos elétricos.

O aumento da demanda das termelétricas a gás deve ser igualmente substancial. Pelo Brasil, já há diversas iniciativas: Pará e Sergipe têm projetos assinados de grandes usinas térmicas integradas a terminais de GNL; o mesmo pode se dar em São Paulo, com o terminal GNL em instalação na região de Santos, da Compass. O estado importa cerca de 60% da energia que consome; com custos competitivos das térmicas a gás, existe um enorme potencial de geração na região.

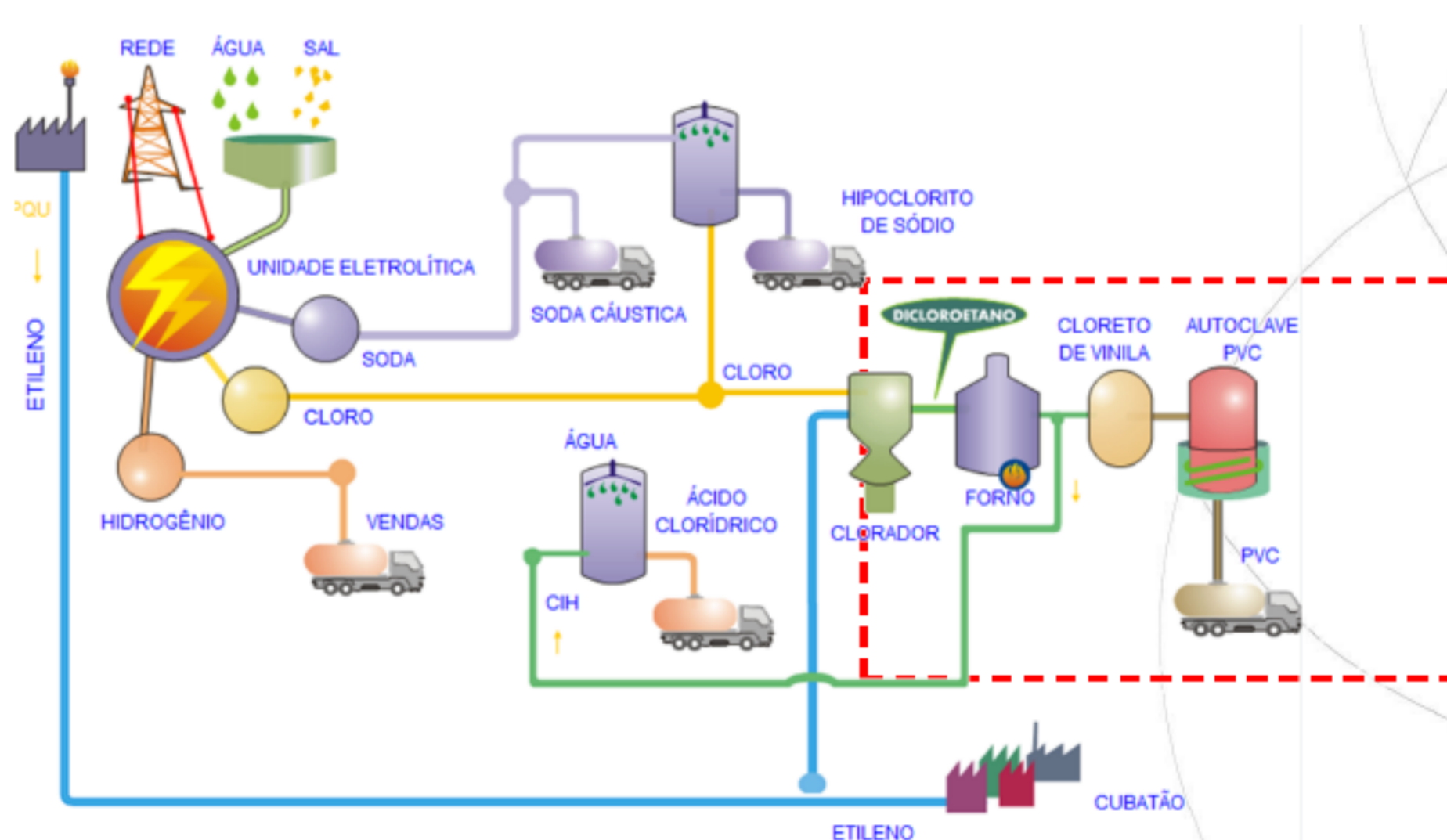
Um projeto importante que pode sair do papel no fim do ano ou em 2021 é uma parceria entre EMAE e o consórcio Gasen (tendo ainda a Siemens como parceira), que prevê a construção de uma termelétrica de até 2 GW, que deve consumir 6 milhões de m³ de gás por dia. Para se ter uma ideia do tamanho desse projeto: no 2T20 foram consumidos 841 milhões de m³ de gás na região de concessão da Comgás (ou 9,3 milhões de m³ por dia). Ou seja: o consumo dessa parceria representaria expansão de 65% no volume transportado pela Comgás.

Devido aos efeitos da covid no 2T20, o volume de gás distribuído teve queda de 26,5% sobre o 1T19, ainda que o segmento residencial apresentasse avanço de 15%, com queda de 12,6 milhões para 9,2 milhões de m³/dia no conjunto de suas operações. A receita líquida também caiu, mas em ritmo menor (18,8%): as tarifas residenciais, que são mais altas, amorteceram o efeito do volume. No semestre, a queda das receitas foi de apenas 4%. O EBITDA teve retração ainda menor no trimestre (16,8%) e no semestre, de apenas 1,6%. O lucro líquido recuou 48,4% no 2T20 sobre o 2T19, para R\$ 159 milhões, mas no semestre a queda foi de apenas 1,9%, acumulando R\$ 538 milhões. Os investimentos mantiveram-se de acordo com o planejamento: R\$ 231 milhões de abril a junho, para aumentar a malha de dutos e ampliar o número de clientes atendidos, que cresceu 4,9% nos últimos 12 meses. A posição de caixa e equivalente é bastante confortável, com R\$ 3,4 bilhões (contra R\$ 2,2 bilhões de endividamento de curto prazo).

Com a retomada da economia, a empresa deverá aos poucos voltar a distribuir volumes como os anteriores à pandemia, notadamente no setor industrial, um dos mais impactados. Assim, esperamos que os resultados no 2S20 se normalizem, baseados principalmente nos apresentados no 1T20, e com o novo marco regulatório do gás abre-se uma enorme avenida de crescimento para o Grupo Cosan através da Compass (em processo de IPO buscando R\$ 5 bilhões no mercado), tendo a Comgás como principal veículo de investimento no setor e distribuidora na “última milha”, ou seja, ponta final de toda a expansão do setor em sua área de concessão, onde se concentra quase um terço do PIB do Brasil.

Unipar – UNIP6:

Empresa do segmento químico e petroquímico desde 1969, e já em 1971 listada em bolsa de valores. Desde o início tinha participação de 50% na Carbocloro em parceria com a Occidental (os outros 50% foram comprados em 2013). Em 2016, comprou os negócios da belga Solvay Indupa na Argentina e no Brasil, por US\$ 200 milhões – que representaram 70,6% da Solvay Indupa, que por sua vez controlava 99,9% da Solvay no Brasil. Em 2017 e 2019, mediante ofertas públicas na Argentina, a Unipar passou a controlar 98,4% da Solvay Indupa e fechou o capital da subsidiária argentina.

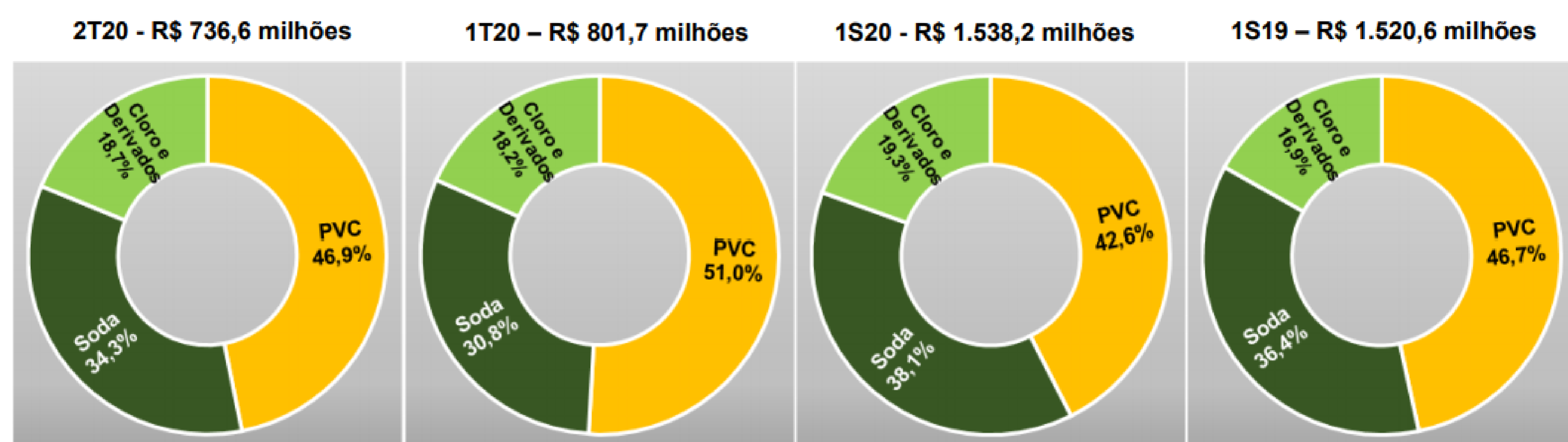


Atualmente, a empresa é a maior produtora de cloro e de soda da América Latina e a segunda maior produtora de PVC (mercado liderado pela Braskem). A companhia ainda produz hipoclorito de sódio e ácido clorídrico, insumos para indústrias têxteis, de papel e celulose, alimentos, bebidas e farmacêutica, além de aplicações de natureza sanitária; e di-cloro-etano, matéria-prima básica para produção do PVC. A Unipar tem capacidade produtiva anual de 700 mil toneladas de cloro e derivados, 190 mil toneladas de soda, e 276 mil toneladas de PVC. No 2T20, a capacidade ociosa média das suas unidades produtivas ficou em torno de 40%, mas isso deve diminuir com a retomada do mercado já no 3T20, repercutindo em forte elevação das receitas.

A Unipar opera em três unidades produtivas: Cubatão (SP/Brasil), Santo André (SP/Brasil) e Bahia Blanca (Argentina). Essa disposição geográfica é crucial para o sucesso estratégico da companhia: ela está nas proximidades dos principais mercados consumidores do país e perto de portos para escoamento. Dado o risco corrosivo e de explosão de seus produtos, há um limite de quilometragem para o transporte do cloro-soda, reduzindo a concorrência, pois as principais unidades produtivas da Braskem no Brasil estão da região Nordeste, longe dos centros consumidores.

Produtos / Serviços (mil toneladas/ano)	Cubatão	Santo André	Bahía Blanca	Total
Cloro Líquido	355	160	165	680
Soda Cáustica Líquida e em Escamas	400	180	186	766
PVC (policloreto de vinila)	-	300	240	540
VCM (MVC – cloreto de vinila)	-	317	248	565
Dicloroetano EDC	140	406	431	977
Ácido Clorídrico	630	37	-	667
Hipoclorito de Sódio	400	60	12	472

Receita Operacional Líquida Consolidada Por Produto



Tivemos a oportunidade de visitar duas das unidades produtivas da companhia – Cubatão e Santo André. O programa Fábrica Aberta já funciona há 20 anos e recebe escolas, universidades, empresas e investidores do Brasil inteiro, todos os dias do ano. Durante nossas visitas, ficou evidente o cuidado especial da companhia com a segurança dos colaboradores e com a região de preservação florestal.

Na planta de Cubatão, a água do rio que a companhia utiliza em seu processo produtivo retorna mais limpa e oxigenada para sua origem do que quando captada. Como prova da qualidade do tratamento efetuado, os efluentes, antes de serem descartados no rio Cubatão, passam por um aquário, denominado Carboquarium. A planta de Cubatão fica próxima a uma área verde de 650 mil m² de Mata Atlântica preservada. A companhia mantém um criadouro conservacionista outorgado pelo Ibama que acolhe animais da fauna local. Além disso, a Unipar conduz projetos assistencialistas recorrentes com a população do entorno da fábrica. Em nossa visão, a Unipar é um exemplo evidente de ESG em relação as práticas ambientais e sociais. A “cereja do bolo” virá com o encerramento do processo produtivo que utiliza mercúrio para produção de soda numa das unidades da planta de Cubatão. Esse descomissionamento deve ocorrer até 2025. No entanto, o uso de mercúrio se dá em processo fechado, com 100% de recuperação, pois não há comércio de mercúrio e qualquer dano ao meio ambiente.

No cenário de pandemia, a operação da Unipar foi considerada essencial por produzir materiais indispensáveis ao tratamento de água e à indústria de limpeza. Portanto, as três plantas não tiveram suas atividades interrompidas, apenas operando em condições ajustadas à demanda de seus produtos. Por outro lado, a procura por PVC, altamente relacionada ao setor de construção civil, recuou no período. Como o cloro (também usado na produção de PVC) é altamente corrosivo, não ocorre descarte; portanto, se a produção de PVC recua, a produção de soda-cloro deve ser ajustada. Como a fabricação de cloro resulta necessariamente na produção simultânea de soda cáustica (sal + água + energia = soda + cloro, através da eletrólise), houve redução na oferta de soda devido ao menor volume demandado de cloro.

Alguns segmentos consumidores de soda (alumínio e papel/celulose, por exemplo) mantiveram ritmo de produção mais intenso em relação a outros. Assim, durante a maior parte do 2T20, a demanda por cloro caiu mais que a demanda por soda. Conseqüentemente, o preço da soda líquida (base: mercado americano para exportação) registrou preço médio 49% acima do verificado no trimestre anterior (embora 10% abaixo do 1T19). Apesar do cenário desafiador, os preços no Brasil, seguindo base internacional (em dólar), mitigaram em parte a menor demanda por PVC e cloro.



A receita líquida de R\$ 737 milhões no 2T20 recuou apenas 1,7% sobre o 1T19, enquanto o EBITDA de R\$ 136 milhões cresceu de forma robusta: 53,5% sobre o 1T20 e 9,1% sobre o 2T19. A dívida líquida da empresa teve uma redução drástica: em junho, estava em R\$ 3,5 milhões, contra R\$ 216 milhões um ano antes. Isso mostra forte geração de caixa nos últimos 12 meses, em que pese a adversidade do mercado e os efeitos da pandemia no 2T20. A utilização média da capacidade de produção de cloro/soda da Unipar ficou em 76,4% no 1S20, um aumento de 1,9% sobre o 1S19 e acima da média da indústria brasileira (49%, segundo a Abiclor). Na Argentina, foi de apenas 43% no 2T20, comparada a 74% no 1T20 e 70% no 2T19, mostrando que as operações argentinas vinham crescendo, mas foram penalizadas com os efeitos da covid no segundo trimestre.

Apesar do atual cenário desafiador, novo contexto favorável vem-se desenhando. Estamos otimistas com o futuro da companhia: acreditamos que a demanda por PVC deve recuperar-se nos curto e médio prazos, com a rápida retomada das atividades no setor de construção civil. O novo marco do saneamento – cuja meta é levar água potável a 99% da população e coleta de esgoto a 90% até 2033 – deverá ser positivo para a demanda de cloro. Além disso, a Braskem (hoje sua principal concorrente regional) está com sua planta de cloro-soda em Alagoas paralisada devido ao impacto que a mineração de sal-gema teve na estrutura das casas da população residente próxima à área de exploração. Eis aí uma excelente oportunidade competitiva para a Unipar ganhar mercado. ESG atuou em favor da Unipar, pois a Braskem foi duramente penalizada pelas práticas ambientais e sociais em seu entorno, além de multas bilionárias relacionados aos danos em Maceió (R\$ 8,3 bilhões) e da corrupção apurada na Lava Jato. Com sempre observamos, um dia a conta chega e o acionista, inclusive minoritário, vai ajudar a pagar.

Outro evento relevante para a companhia é a aprovação do novo marco regulatório do gás. Sendo uma exportadora de *commodities*, a única forma de proteger as margens da companhia, além de uma política de *hedge*, é gestão de custos. Assim, é preciso entender a composição de custos da Unipar: mais de 50% são custos produtivos – água, sal e energia elétrica (insumos da produção de cloro-soda). A operação é intensiva em consumo de energia, por isso a queda de preço relevante do gás, com a quebra do monopólio da Petrobras, vai beneficiar suas margens.

Quando o gás apresentar preço competitivo no mercado brasileiro, a companhia poderá até substituir o etileno usado na produção de PVC (cujo preço é determinado pelo valor da nafta) pela molécula do gás. Em linha com essa estratégia, a companhia anunciou recentemente uma *joint venture* com a AES Tietê para construir um parque eólico na Bahia, previsto para entrar em operação no 2S22. O projeto tem capacidade de gerar 155 MW de energia elétrica instalada – equivalentes a 78 MW médios de energia assegurada, sendo que 60 MW médios foram comercializados por meio de contrato com prazo de 20 anos para a própria Unipar. Estamos plenamente alinhados com a estratégia de investimento dela.

Lembremos: a Unipar possui baixo endividamento e capacidade ociosa em todas as unidades produtivas. Acreditamos, portanto, que o melhor investimento atualmente são suas próprias ações. Precificada a R\$ 28,50 (ação UNIP6) a empresa possui valor de mercado de R\$ 2,7 bilhões e queda de 5% em 12 meses. A desvalorização do real, o aumento do preço da soda, a recuperação do mercado do PVC e a queda no preço do gás natural em agosto catalisarão resultados já no 3T20, mas que deverão consolidar-se ao longo do 2S20 e potencialmente em 2021. Recentemente a companhia ampliou o seu programa de recompra de ações, após cancelamento das ações em tesouraria. É uma ótima sinalização de que o mais rentável destino do seu caixa atualmente são as ações da própria companhia, decisão com a qual concordamos plenamente.

São Martinho- SMT03:

Fundada em 1914, a São Martinho é uma das mais antigas empresas do setor e da B3, tendo realizado seu IPO em 2007, com uma capacidade de esmagamento de 24,5 milhões de toneladas de cana-de-açúcar, crescendo quase 2,5 vezes de tamanho (crescimento anual composto de 8%) desde seu IPO, quando esmagava 9,8 milhões de toneladas. Já suas receitas cresceram 380% no período, ou quase 13% anualmente. Refletindo contínua expansão nas margens e crescimento físico, o EBITDA aumentou de R\$ 290 milhões na safra de 2006/07, ano de seu IPO, para R\$ 2 bilhões em 2019/20, nada menos de 590%, ou 16% de crescimento anual em 13 anos. Avaliamos que se trata de uma das empresas de maior rentabilidade do mundo no setor sucroalcooleiro, e das mais sustentáveis no conjunto de operações agrícolas e industriais. Seu potencial de expansão de margens e produção não se esgotou, especialmente devido a ações internas da companhia, bastante diligente em seus investimentos e decisões de alocação de capital, evitando aquisições destrutivas em valor com propósito único de crescimento. Assim rejeita prática muito usual no mercado e que na maioria dos casos contraria os preceitos do EVA, que é gerar valor aos acionistas; se o excesso de capital não tiver destino racional, o melhor é distribuir dividendos, tese que acreditamos poderá ser implementada pela empresa.



Comentando seus resultados neste ano (a empresa fecha seu balanço em março e junho reflete seu primeiro trimestre), a queda do preço do petróleo afetou a demanda por etanol e, com a redução dela, a produção de açúcar subiu (pressionando os preços para baixo); mesmo assim, a São Martinho viu suas receitas crescerem 36% no 1T21 (jun/20), para R\$ 1,024 bilhão, enquanto o EBITDA ajustado cresceu 41%, para R\$ 491 milhões, com margem de 48% (ante R\$ 348 milhões e margem de 46% no 1T20). O lucro líquido cresceu 28%, para R\$ 116 milhões. O resultado reflete a alta de 10,8% na cana processada, atingindo 10 milhões de toneladas (ou 43% do estimado para a presente safra) com a antecipação da moagem viabilizada pelas boas condições climáticas. Ou seja, muito diferente do que as corretoras de valores antecipavam, penalizando a São Martinho com suas projeções pessimistas, a empresa surpreendeu o mercado. Em nosso caso, porém, sempre tivemos uma expectativa contrária à visão do mercado e nos mantivemos otimistas em relação aos resultados e perspectivas para a empresa, não só para 2020, mas especialmente para 2021 em diante.

A produção de açúcar cresceu 36,7% e a de etanol, 6,3%, devido ao excelente rendimento agrícola e industrial, com o ATR (açúcar total recuperável) avançando 6,9% – de 122,7 kg/t para 131,2 kg/t. Tais indicadores antecipam um ano positivo e um olhar mais focado no açúcar. Com crescimento de 3% no volume de vendas de etanol, o resultado só não foi melhor devido à redução de 14,3% nos preços médios praticados (decorrência da forte queda no preço da gasolina e no consumo de combustíveis). Para a presente safra 2020/21, a empresa estima esmagar 23,2 milhões de toneladas de cana-de-açúcar (2,5% a mais que na safra anterior). Apesar dos resultados do primeiro trimestre já serem bastante positivos, grande parte foi vendida a preços com *hedge* do dólar a R\$ 4,41 e açúcar em torno de US\$ 0,13 por libra (R\$ 1.315/t). Para a safra seguinte (2021/22), a empresa já fechou cerca de 16% das vendas relacionadas a cana própria a R\$ 1.424/t (atualmente, já acima de R\$ 1.600/t).

A condição negativa do mercado de etanol vem sendo revertida, com crescimento progressivo da demanda e reajustes no preço da gasolina. Assim, na primeira semana de setembro, o preço já estava cerca de 10% acima do visto um ano antes. Isso jogou luz sobre uma análise equivocada de corretoras a respeito do setor e da São Martinho (associavam seu valor ao mercado de petróleo). Com entressafra, recuperação da demanda, e foco na produção de açúcar (por parte daquelas empresas do setor que puderam fazer esse direcionamento), um cenário possível é o de escassez de etanol, com aumento de preços (mas dependendo também do preço da gasolina).

Em termos de fundamento de mercado, chamamos atenção para a quebra de 43% na produção de açúcar na Tailândia (segundo maior exportador mundial) na última safra, e de 15% na Índia (segundo maior produtor mundial, atrás do Brasil). Isso ajudou a sustentar os preços apesar do forte incremento na produção brasileira. Mesmo com uma recuperação da próxima safra na Tailândia, o Brasil deverá elevar a produção de etanol, equilibrando o mercado (que deverá apresentar déficit uma vez mais).

Chamamos atenção para dois fatores relacionados à Índia. O país inicia a colheita da próxima safra em outubro, quando a do Brasil se encerra. Mas o número de pessoas infectadas pela covid-19 naquele país vem crescendo rapidamente, ao ritmo de quase 100 mil ao dia. Isso poderá (deverá?) prejudicar o deslocamento de quem atua na colheita manual. Ao contrário do Brasil, que praticamente erradicou queimadas e colheita manual, a Índia ainda usa esses dois métodos (empregando crianças e mulheres, inclusive). A Índia pretende adicionar 20% de etanol à gasolina até 2030. Isso significa menor oferta de açúcar – talvez até a saída da Índia do mercado como exportador. Por outro lado, a China vem importando mais açúcar. Esses fatores em conjunto poderão desequilibrar o mercado.

Trump anunciou que poderá aumentar a adição do etanol na gasolina de 10% para 15% a fim de ajudar seus eleitores do *cornbelt*, movimento de cunho eleitoral, óbvio. Se isso se concretizar – ainda que numa eventual gestão Biden –, os mercados de etanol, açúcar e milho poderão sentir um solavanco. Seria uma excelente notícia para o Brasil e empresas relacionadas a tais setores.

O valor de mercado da São Martinho, de R\$ 8,1 bilhões (ao preço de R\$ 23,45 por ação), nos parece excessivamente descontado. O mercado ainda a associa ao petróleo, o que consideramos equivocado; basta ver os resultados positivos, quando estava teoricamente no olho do furacão, e que deverão melhorar especialmente na safra 2021/22, com o novo patamar do câmbio. Apenas para chamar atenção a tal discrepância entre preço (ação) e valor (empresa), os 55 mil ha de terras próprias valem cerca de R\$ 3,3 bilhões. Somem-se às terras outros R\$ 2 bilhões (valor contábil) das lavouras de cana e ativos biológicos e créditos junto ao IAA (Instituto do Alcool e Açúcar) através da Copersucar (da qual a São Martinho foi associada), no valor de R\$ 16,2 bilhões de precatórios da União em favor da cooperativa (cabendo 13% proporcionalmente à São Martinho). Desse total, apenas 22% foram recebidos com saldo corrigido (IPCA + 6%) – o recebimento deve acontecer ao longo dos próximos três anos e meio. Há ainda uma parcela de R\$ 2,2 bilhões em discussão. Estimamos em R\$ 1,7 bilhão os créditos da empresa relacionados ao IAA. Já temos cerca de R\$ 7 bilhões – e nem se considerou ainda o valor de usinas, equipamentos e maquinários (e o fluxo de caixa gerado).

Com dívida líquida de apenas 1,5 vez o EBITDA dos últimos 12 meses, e sem grandes investimentos ou aquisições no radar, consideramos a São Martinho subalavancada e apta a aumentar de forma significativa seus

dividendos. Investimentos em curso na cogeração de energia elétrica (200 MW, com início das operações em abril de 2023) e as maturações do processo de plantio de cana através de meiose e do projeto COA (controle via satélite dos equipamentos móveis que permite otimizar o uso dos equipamentos) trarão ganhos progressivos de rentabilidade e no retorno sobre os ativos econômicos, o que, para a Trígono, é o princípio básico do EVA. A companhia, por fim, ainda tem diversas questões de natureza tributária em tramitação, que poderão trazer novos ganhos não recorrentes. Some-se a tudo isso tratar-se de empresa referência em ESG, e neste ano o setor já começa a vender crédito de carbono (CBIOS), conforme legislação em vigor, cabendo às distribuidoras de combustíveis comprar tais créditos de acordo com sua participação no mercado.

BrasilAgro- AGRO3:

Uma das maiores empresas brasileiras detentoras de terras agricultáveis. Sua principal estratégia de geração de valor é comprar propriedades rurais subutilizadas ou não-produtivas e introduzir técnicas modernas e melhores práticas de manejo agrícola para aumentar a produtividade; isso valoriza as propriedades, que então são colocadas à venda em momentos oportunos, cujo resultado é realocado em novas propriedades e/ou distribuído aos acionistas por meio de dividendos.

O preço da terra do Brasil subiu 148% nos últimos 120 meses (contra 151% do CDI e 22,6% do IBOV). Entre 2009 e 2019, o dólar teve variação de 130% – a moeda americana serve como grande indicador do preço da terra, a qual é balizada por preços e rentabilidade dos produtos agrícolas. Com a desvalorização de 30% nos últimos 12 meses, o câmbio terá impacto positivo no preço da terra, tal como já se vê na renda do agronegócio e no capital disponível para investimentos (em terras inclusive). Terra agricultável no Brasil é um ativo que ganha valor ao longo do tempo; quando a ela aplica o processo de desenvolvimento e transformação, a BrasilAgro monetiza seu portfólio de terras com impressionantes TIRs (Taxa Interna de Retorno) de 14% a 27%. Ao longo de seus 11 anos de operação, a empresa já transformou mais de 125 mil ha de terras no Brasil e no Paraguai. Hoje dispõe de 16 fazendas, sendo 72% áreas próprias e 28%, arrendadas, na região do MATOPIBA (Maranhão, Tocantins, Piauí e Bahia) e no Paraguai. No total, formam uma área de cerca de 270 mil ha, dos quais 196 mil são agricultáveis.

A partir do seu modelo de negócios, além do ganho imobiliário no momento da venda da terra madura e desenvolvida, a companhia conta com fluxo de caixa operacional recorrente advindo da operação agrícola, que ostenta um mix de produtos composto por cana-de-açúcar, soja, algodão, milho, pecuária e feijão. Cerca de 41% da receita total da companhia são gerados pela venda de grãos – soja e milho – e 35%, de cana-de-açúcar, culturas que consideramos chave na balança de exportação do país. Dados recentes do Ministério da Agricultura mostram que as exportações do agronegócio em agosto subiram 7,8%, puxadas pelas vendas de soja (dado o aumento de demanda da China por grãos) e açúcar (em resposta à queda de produção na Índia e Tailândia). Projeções da USDA indicam que o Brasil deve aumentar a exportação de soja em 24% e de milho em 92% até 2029.

É muito importante para a operação consolidada da BrasilAgro dispor de uma receita recorrente da venda de produtos agrícolas, dado que o processo de desenvolvimento e transformação das terras agrícolas leva em média cinco anos. Assim, a companhia procura manter um equilíbrio contínuo do seu portfólio de terras dividido entre não desenvolvidas (35%), em desenvolvimento (30%) e desenvolvidas (34%).

O Brasil é o país com maior área agricultável do mundo, fazendo justiça ao carinhoso apelido de “celeiro do mundo”. O tamanho do potencial agrícola brasileiro é impressionante: o solo do país totaliza 8,5 milhões de km² (60% dele, florestas), e mesmo grande parte desse território sendo agricultável, somente 65 milhões de hectares (ou 7,6% da área total) são cultivados, de acordo com a Embrapa. Historicamente, apenas os ganhos de produtividade não foram suficientes para suprir o aumento da demanda por alimento: nos últimos 40 anos, a produção agrícola avançou 400% e a área plantada cresceu apenas 60%.

A ESALQ (Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz da USP) estima que, na próxima década, 50% da oferta de alimentos virão do aumento da produtividade de terras, e 50%, da abertura de novas áreas agrícolas, sendo que 40% desse potencial estão na América do Sul. Assim, consideramos a BrasilAgro muito bem posicionada

em termos geográficos e de estratégia no principal vetor de crescimento agrícola desse período. Como pioneira nas novas fronteiras agrícolas, inclusive no Paraguai, adquiriu propriedades com valores muito atraentes. Novas ferrovias e melhorias em toda a cadeia logística são catalisadores para redução de custos de produção e escoamento. Isso valoriza as propriedades, cujos preços sempre são relacionados à renda que produzem, ou seja, receitas deduzidas os custos, inclusive do capital.

Em 2018 tivemos a oportunidade de visitar a Fazenda São José (MA) e observamos na prática o processo de transformação da terra executado pela BrasilAgro. Desde que assumiu a gestão da fazenda, a companhia mostrou excepcionais ganhos de produtividade mediante aprimoramento da técnica de cultivo e irrigação. Trata-se de uma área com mais de 18,6 mil ha de cana-de-açúcar e 4,8 mil ha de soja. Fizemos uma rápida visita ao canavial e é muito perceptível a diferença entre a lavoura antiga e a transformada pela companhia – o que fica evidente na evolução da métrica de t/ha desde a compra da fazenda. Sem contar que o preço da cana na região tem em média 20% de prêmio sobre a referência do Consecana, além de fretes mais baixos devido à proximidade do porto de Itaqui (aproximadamente 600 km), o que reduz os custos logísticos dos grãos.

Dividimos com nossos investidores algumas fotografias da visita à Fazenda São José:



A respeito dos resultados do 2T20 (período de encerramento do ano-safra 2019/20 da companhia), alguns fatores podem explicar desempenho comparativamente mais fraco que o do ano-safra anterior. Começando com a política de *hedge*: a companhia sofreu impacto negativo relevante no seu resultado financeiro devido à volatilidade cambial do período. O efeito era esperado e não é recorrente – e afetou também empresas exportadoras com exposição cambial e que realizaram *hedge*, dada a expectativa de valorização do real após as reformas (notadamente a da Previdência). Além disso, no começo da pandemia, diante daquele cenário de incertezas, a companhia antecipou vendas de produtos agrícolas para preservar caixa, medida que aumentou a exposição à volatilidade dos preços das *commodities* – especialmente da cana-de-açúcar, que sofria com os conflitos geopolíticos que afetaram o preço do petróleo.

Por fim, talvez o principal impacto negativo no ano-safra corrente tenha sido um resultado imobiliário 60% menor (R\$ 72 milhões, ante R\$ 177 milhões na safra anterior) devido a uma venda 75% menor de terras (3,2 mil ha contra 13 mil ha na safra passada). Para explicar essa estratégia é preciso recordar como a lei da oferta e da demanda afeta os preços dos ativos: quando há abundância de oferta – ou seja, quando todos querem vender – o os preços caem. Quando há escassez, os preços sobem. É nesse contexto que a BrasilAgro procura maximizar suas taxas de retorno na venda de terras desenvolvidas, agindo inversamente, limitando a venda das propriedades.

Além disso, mediante cenário favorável de preços de terra e baixas taxas de juros, a companhia adicionou cerca de 34 mil ha de terras para desenvolvimento a seu portfólio, incluindo a aquisição da Fazenda Serra Grande,

em Baixa Grande do Ribeiro (PI). A propriedade tem 4,5 mil ha, dos quais 2,9 mil ha são agricultáveis a serem desenvolvidos, com aptidão para o cultivo de grãos. Por outro lado, a operação agrícola apresentou resultados positivos. Os números de produtividade de soja (10,4% superior à da safra anterior) e milho (57,8% superior à da safra anterior) são impressionantes. Esse desempenho alinha-se com os dados do PIB divulgados pelo IBGE: enquanto o Brasil afundou 11,4% no 2T20 em relação ao 2T19, o único setor que apresentou variação positiva foi o agropecuário (1,2% de alta no período).

A companhia ainda estreou na exportação de feijão, lavoura herdada da incorporação da fazenda Agrifirma (BA), próxima às fazendas Jatobá e Chaparral (esta, adquirida no início de 2020). Ao todo, foram adicionados ao portfólio da BrasilAgro 28.930 ha aptos para grãos e pecuária, além de relevante potencial para irrigação, o que se traduz em ganho de escala e sinergia com operações na região.

No consolidado da safra 2019/20, a BrasilAgro produziu 315 mil toneladas de grãos, 7,5 mil toneladas de algodão, 2,2 mil toneladas de cana e 2,5 mil toneladas de carne. Em termos de receita líquida, a combinação de expressivos volumes de produção e mesmo com câmbio antes de da desvalorização gerou receitas de R\$ 488 milhões na safra 2019/20, valor 36% superior ao da safra anterior. Lembro aqui que o câmbio médio praticado pela companhia ficou em torno de R\$ 4,06 – agora que o câmbio supera os R\$ 5,30, pode haver um aumento expressivo na receita (57% da próxima safra já foi travada em R\$ 5,12, taxa que deverá aumentar progressivamente).



Outro evento que pode destravar valor no futuro é o projeto de lei que flexibiliza a venda de terras para estrangeiros. Atualmente, a Lei 5.709/1971 prevê uma série de restrições para aquisição de imóvel rural por estrangeiros – por exemplo, a limitação de dimensões das áreas a serem compradas e a exigência de autorização prévia do Incra (Instituto Nacional de Colonização e Reforma Agrária) para implantação de projetos agrícolas. Essa “novela” é debatida há décadas e, como a BrasilAgro possui um controlador Argentino (Cresud), essa flexibilização pode destravar a operação da companhia. O projeto está atualmente em tramitação na CCJ (Comissão de Constituição e Justiça) da Câmara dos Deputados.

Em termos de precificação, o valor de mercado da BrasilAgro é de cerca de R\$1,32 bilhão (com ação a R\$ 22,24). Segundo avaliação interna mais recente, o valor de mercado do portfólio de fazendas da companhia era em torno de R\$ 1,9 bilhão (ou seja: a empresa negocia com um desconto de 30% sobre o valor das propriedades), sem contar o potencial de valorização das propriedades, geração de caixa e distribuição de dividendos. Em 12 meses a valorização das ações em torno de 30% acompanhou a alta do dólar.

Kepler Weber-KEPL3:

Fundada em 1925, a Kepler Weber é líder na manufatura de equipamentos para armazenagem, beneficiamento e movimentação de grãos, com cerca de 40% do mercado no segmento (o segundo colocado tem cerca de 10%). Suas fábricas ficam em Campo Grande (MS) e Panambi (RS). O portfólio de produtos inclui silos metálicos, transportadores horizontais e verticais, secadores e máquinas de limpeza de grãos. A receita em 2019 veio de armazenagem (71%), construção de transporte de granéis (6,2%), peças e serviços (12,2%) e exportações (10,6%). É o *one-stop-shop* da pós-colheita, provendo equipamento para secagem e beneficiamento do grão, construção de silos, serviço de manutenção e movimentação de granéis, incluindo não relacionados aos agrícolas, em ferrovias, hidrovias e portos.



Em 2019, a razão “capacidade de armazenamento/produção total de grãos” ficou próxima de 70% no Brasil, enquanto o *benchmark* considerado ideal pela FAO (Organização das Nações Unidas para Alimentos) para segurança alimentar é de 120%. Nos EUA, esse nível aproximou-se de 114% em 2016. O armazenamento é importante tanto para vendas a preços mais favoráveis quanto para diminuição dos custos de frete, que encarecem em período de safra pela procura elevada e maior tempo de deslocamento logístico por conta do trânsito nas estradas, congestionamento dos portos e capacidade de embarque.

Como exemplo, a multa para cada dia de atraso de um navio no porto, comum em períodos de escoamento de produção, é de US\$ 30 mil/dia, custo que muitas vezes acaba sob responsabilidade do exportador. Além disso, a armazenagem mantém o grão com o nível de umidade adequado, de forma a otimizar a pesagem do grão vendido pelo produtor, que não vende o grão muito seco, perdendo peso útil e receita. A sanidade dos grãos contra insetos e fungos é também garantida pela armazenagem adequada. A limpeza do grão e a manutenção da umidade máxima permitida são igualmente importantes – grãos muito úmidos ou com impurezas sofrem descontos no preço, além da perda causada pelos insetos, fungos e bactérias. Tudo isso representa custos.

A safra 2020/21 está estimada em 279 milhões de toneladas, pela última avaliação da Conab (Companhia Nacional de Abastecimento), quase 30 milhões de toneladas acima do recorde anterior (crescimento de 8%) em 2019/20. Existe uma estimativa de que, a cada 1 milhão de toneladas de grãos produzidos adicionalmente, são necessários investimentos de R\$ 1 bilhão em armazenagem. Parte será feita por meio de crédito subsidiado via BNDES (programa PCA), que nesta safra será de R\$ 2,4 bilhões para armazenagem. O crédito privado também tem ganhado cada vez mais relevância para a construção de silos, com grandes bancos disputando crédito para o agronegócio. Atualmente o agricultor brasileiro está bem capitalizado, devido a safras recordes e ao patamar do câmbio – e já comercializando a safra 2020/21, que ainda nem foi plantada, recebendo adiantamentos.

Além disso é preciso considerar as incertezas quanto à disponibilidade do frete para escoamento imediato, como observado durante a greve dos caminhoneiros. Fica cada vez mais interessante para produtores investir em silos: o retorno é certo e rápido. Outro *driver* é o melhoramento da infraestrutura brasileira, com ampliação

e construção de ferrovias, hidrovias e portos, todos necessitados de estruturas de armazenagem. O possível aumento da produção do etanol de milho no Brasil pode ainda ser determinante para que se armazenem mais grãos, além do crescimento do setor de proteínas animais. Fora isso, observa-se recentemente o forte aumento dos preços do arroz e do feijão, por absoluta falta de estoques desses cereais, que poderiam ter sido armazenados pela Conab, regulando a oferta durante a entressafra ou escassez, como se observa.

BRASIL: SAFRA DE GRÃOS x CAPACIDADE ESTÁTICA DE ARMAZENAGEM MILHÕES DE TONELADAS



Fonte: Cogo Inteligência 2020. Pela estimativa mais atualizada, o déficit é ainda maior.

Historicamente, o setor tem certa dependência de oferta de linhas de crédito subsidiado aos produtores, atualmente com juros de 5% a 6%, prazo de 15 anos com três de carência. O crescimento dos fundos imobiliários pode ser, assim como foi para o segmento de *shoppings* e galpões logísticos, um grande provedor de recursos ao setor de armazenagem e viabilizar muitos investimentos. Além do GGR Copevi (R\$ 810 milhões de patrimônio) outro FII que investe em silos é o Quasar Agro (R\$ 510 milhões de patrimônio), iniciado em novembro de 2019 e com investimentos exclusivamente em armazenagem agropecuária. O potencial de impacto dos FIIs nesse setor pode ser ainda maior, já que os produtores, como regra geral, são pouco capitalizados e avessos à alavancagem, embora recentemente essa tendência tenha mudado. Uma solução que envolva pagamento de aluguel sem endividamento é atraente para eles. Essa solução passa pelos fundos imobiliários para armazéns e silos.



O agronegócio atravessa um momento muito positivo, em especial pelo efeito na renda proporcionado pela taxa de câmbio, e a Kepler, como líder de mercado, deverá capturar este bom momento com aumento nas encomendas. Acreditamos que este cenário é sustentável no longo prazo. Disponibilidade de novas fronteiras agrícolas (o Brasil é o país com maior área ainda disponível para agricultura), emprego crescente de tecnologia com ganhos de produtividade e redução de custos, melhoria na logística, mais profissionalização no campo, queda nos juros, maior oferta de crédito – todos esses são fatores determinantes para inserir cada vez mais o Brasil no comércio mundial de grãos. Isso só faz crescer a necessidade de silos para abrigar o crescente volume da produção, diante do déficit crescente. O setor de armazenagem, direta ou indiretamente, acaba favorecido.

O nome Kepler Weber é uma referência em silos, pela qualidade e confiabilidade na entrega dos produtos e nos prazos, pela assistência técnica e pela eficiência operacional (margens rivalizam com *benchmark* internacional do setor). Os investimentos realizados em *lean manufacturing* (*just in time* ou *kanban*) já vêm trazendo resultados bastante positivos e as margens de rentabilidade em relação ao histórico deverão crescer. Também proporcionaram mais eficiência na alocação de capital, reduzindo o prazo de execução das encomendas, estoques intermediários e a área ocupada do parque fabril.

A KW possui quatro principais concorrentes: AGI (Canada), GSI (ligada ao grupo AGCO), Comil e CASP. A GSI tentou comprá-la em duas oportunidades – 2007 e 2016. Na segunda tentativa o preço oferecido não agradou aos acionistas, incluindo fundos que investiam na época.

Apesar dos efeitos da pandemia e da necessidade de paralisar atividades industriais por duas semanas, os resultados do 2T20 foram relativamente positivos. A receita líquida, R\$ 94 milhões, foi 19,7% inferior à do ano anterior. O EBITDA ajustado de R\$ 7,4 milhões (excluindo despesas não recorrentes de R\$ 4,9 milhões e ganhos de PIS e Cofins de R\$ 21 milhões) representou queda de 47,6% sobre o do 2T19 (R\$ 14,1 milhões), explicada pela redução de atividades e custos fixos no período. Já o lucro líquido, R\$ 15,2 milhões, foi muito positivo, visto que um ano antes houve prejuízo de R\$ 3,5 milhões. Como comentado anteriormente, grande parte deste lucro foi proveniente de ganho não recorrente (PIS e Cofins), mas será convertido em caixa.

O que mais chamou nossa atenção, porém, foi a posição de caixa e equivalentes em junho: R\$ 145 milhões, contra endividamento total de R\$ 52 milhões (ou seja, caixa líquido de R\$ 93 milhões). Essa solidez financeira é especialmente importante num momento como o atual – e num setor que opera sob encomenda. Os clientes adiantam recursos para execução de pedidos, incorrendo no risco de não serem atendidos no prazo acordado, ou mesmo do não cumprimento da entrega por parte do fornecedor. Este é mais um fator que deverá favorecer a Kepler no segundo semestre.

Acreditamos que existem potenciais de crescimento e destravamento de valor por meio de aquisições e melhor governança. Apesar de ter 100% das ações na classe ON, ainda é negociada no Nível Básico de governança corporativa. Uma migração para o Novo Mercado poderá ser importante, melhorando a percepção do mercado em relação a governança e tornando suas ações mais líquidas.

Com valor de mercado de R\$ 1.078 milhões (preço da ação em R\$ 41,00), acreditamos que a Kepler Weber está subprecificada, dado o enorme potencial de crescimento. Em 2014 a empresa teve faturamento de R\$ 906 milhões e lucro líquido de R\$ 133 milhões (14,7% de margem), comparados a apenas R\$ 584 milhões e R\$ 38 milhões em 2019). Só para voltar ao nível de seis anos atrás, a KW deveria crescer 55% em receitas, sendo que a situação do agronegócio atualmente é muito melhor, o déficit de armazenagem cresceu substancialmente e produção de grãos aumentou 45% desde então, já considerando a projeção da safra 2020/21. Em 2014 a empresa tinha um valor de mercado superior a R\$ 1,3 bilhão (30% acima do atual) e um caixa líquido de R\$ 72 milhões, portanto abaixo do atual. E como comentamos anteriormente, o *lean manufacturing* deverá proporcionar margens de rentabilidade operacional melhores e que serão percebidas à medida que a empresa aumentar o nível de atividade, absorvendo os custos fixos. O Brasil é o celeiro do mundo e a Kepler Weber, a maior fábrica de celeiros. A empresa é recordista mundial em capacidade de silos, com 25 mil toneladas.

Schulz- SHUL4:

Fundada em 1963 (um dos fundadores é o CEO e importante acionista) e baseada em Joinville, é a maior fundição de ferro do Brasil com usinagem, pintura e montagem de sistemas automotivos. Na linha de compressores de ar de pistão e parafuso, possui cerca de 75% do mercado em que atua no Brasil, contando com uma rede de 10 mil distribuidores e 700 assistências técnicas – segunda a empresa, a maior em seu segmento no mundo. Realizou seu IPO em 1994 e atua em 70 países, tendo inaugurado recentemente um centro de distribuição nas cercanias de Atlanta, sede da WEG Américas, importante fornecedora de motores elétricos para a Schulz.



MERCADOS ATENDIDOS		
<ul style="list-style-type: none"> • Montadoras de caminhões e ônibus • Máquinas agrícolas e equipamentos de construção • Motores • Transmissões • Freios 		
PRINCIPAIS CLIENTES		
<ul style="list-style-type: none"> • Grupo Volvo • Scania • Mercedes Benz • Grupo Randon • ZF 	<ul style="list-style-type: none"> • John Deere • Caterpillar • Eaton • DAF • MAN 	

A distribuição das receitas da empresa é: cerca de 25% na divisão de compressores e 75% na divisão de componentes automotivos para veículos pesados (destes, 40% vêm do mercado de caminhões, 30%, do de tratores e veículos *off-road*, e 30% da exportação). Mesmo com a forte queda na produção em abril e maio (reflexo da pandemia) e com o fechamento de vários pontos de venda de compressores (devido a uma natural redução da demanda pelo produto, dadas as circunstâncias), a Schulz surpreendeu.

A receita líquida caiu 37% no 2T20 sobre o 1T20, mas as vendas de compressores cresceram 9,6%, enquanto a divisão automotiva recuou 47%. No trimestre passado, a produção brasileira de tratores e veículos *off-road* diminuiu 36, e a de caminhões, 67% em relação ao ano passado, o que explica a retração da divisão automotiva. O cenário desafiador não foi obstáculo para a empresa, que reportou em junho posição de caixa e aplicações financeiras de R\$ 490 milhões (contra R\$ 430 milhões de passivo circulante, evidenciando excelente liquidez). A dívida líquida encolheu de R\$ 235 milhões em março para R\$ 186 milhões em junho (contra R\$ 241 milhões de junho de 2019). Isso por si só é notável, pois somente nos últimos 12 meses a empresa investiu quase R\$ 100 milhões. O lucro operacional, medido pelo EBITDA, atingiu R\$ 29,3 milhões no 2T20 (margem de 16,3% sobre as vendas), ante R\$ 33,7 milhões no 1T20 (margem de 14,4%) e R\$ 39,6 milhões no 2T19 (margem de 13,9%). Expansão de margens num ambiente tão complicado, e com queda de apenas 13% sobre o 1T20 (quando o mercado estava normal)? Surpreendente. O lucro líquido de R\$ 13,2 milhões representou uma pequena queda de 15,2% sobre o de 1T20, o que não deixa de ser positivo diante da forte retração do mercado.

Na empresa, a expectativa quanto ao 3º trimestre é muito positiva, de crescimento de 80% nos pedidos (inclusive de clientes europeus que transferiram ao Brasil parte de sua produção no período de férias de verão – inverno por aqui). A empresa tem investido pesadamente em novos produtos – de compressores a componentes – com clientes da divisão automotiva (nomes como Mercedes Benz, Volvo, Scania, DAF, Caterpillar, MAN, John Deere e fabricantes de componentes do grupo Randon, ZF e Eaton). A modernização dos veículos produzidos no Brasil em linha com o mercado europeu oferece excelente oportunidade de crescimento e fornecimento para as matrizes no exterior pelo processo de globalização.

A Schulz, além da expansão de sua fundição (25% projetados para os próximos dois anos), vem investindo em inovação, tecnologia (indústria 4.0), uso intenso de robôs e ampliação da capacidade de usinagem, oferecendo soluções completas, absorvendo parte do processo das linhas de montagem, melhorando a eficiência e a produtividade das montadoras. A empresa se beneficia da desvalorização do câmbio (um terço da sua produção é exportada) e da ampliação das exportações dos clientes: a globalização dos produtos os leva a buscar regiões de maior rentabilidade para alocar a produção, além da nacionalização de componentes. Com a cotação das suas ações a R\$ 11,04, a Schulz está precificada em R\$ 987 milhões, pouco mais de dez vezes o lucro de 2019, de R\$ 97 milhões. Nos últimos três anos, as receitas cresceram 65% e o lucro mais que triplicou, mesmo o Brasil passando por uma recessão e juros elevados, que contrariam a expansão das atividades nas quais a Schulz está inserida. Mas o futuro parece mais promissor ainda.

Pelo que se disse até aqui, a nós parece bastante provável que a empresa mantenha as condições de continuar a crescer e ampliar suas margens de rentabilidade. O bom momento do agronegócio e as perspectivas de investimentos em infraestrutura, que demandarão equipamentos fabricados pelos seus principais clientes, terão efeito positivo. Segundo a Sobratema (Associação Brasileira de Tecnologia para Construção e Mineração), o setor por ela representado cresceu 62% no 1S20 (incluindo equipamentos importados) e há uma carteira potencial de R\$ 226 bilhões em obras de infraestrutura – portos, aeroportos, ferrovias e rodovias até 2022 por meio de PPPs (Parcerias Público-Privadas). Para o IBRAM (Instituto Brasileiro de Mineração), as empresas do setor investirão R\$ 32 bilhões até 2025. Grande parte destes investimentos serão canalizados para veículos produzidos por montadoras clientes da Schulz.

O agronegócio é outra vertente de crescimento, sendo o segmento de tratores agrícolas um dos principais atendidos pela Schulz, com destaque para a John Deere, um dos mais importantes clientes, com o qual está habilitada a desenvolver componentes em soluções para produtos globais. A Caterpillar também se destaca, transferindo para o Brasil parte de sua produção do exterior, sendo que nosso país, além de oferecer excelentes perspectivas para investimentos e obras no setor de infraestrutura, tornou-se muito competitivo pela desvalorização cambial e deverá ganhar relevância como exportador. Para finalizar, a Schulz investe pesadamente para atuar cada vez mais como sistemista, ou seja, em vez de simplesmente fornecer componentes, passa a vender sistemas completos, como freios. Na linha de compressores, inovação, equipamentos mais econômicos e novos produtos, como para o setor de construção e para reposição em freios (neste caso combinando a divisão automotiva com compressores), abre grande perspectiva de crescimento. Digno de nota o fato de, apenas dois anos depois de seu lançamento, os compressores usados em reposição em sistemas a ar para caminhões da Schulz tornaram-se líder absolutos de mercado. E mais: para cada 100 mil km rodados, os veículos devem fazer uma reposição preventiva dos compressores, já que é um componente envolvido em segurança, no qual não se pode economizar ou reduzir a manutenção.

TUPY-TUPY3:

Fundada em 1938, sediada em Joinville e listada desde 1966 na então Bovespa (hoje B3), a Tupy atua no segmento de componentes automotivos – notadamente no nicho de blocos e cabeçotes de ferro fundido. Com duas plantas industriais (Cifunsa Diesel e Tecnocast) adquiridas em 2013 no México por US\$ 439 milhões, a empresa se tornou uma multinacional brasileira. Sua capacidade instalada saltou 60% e o mercado norte-americano se tornou fonte de mais de 60% de seu faturamento (mais de 80% deste é gerado no exterior). Trata-se da maior exportadora do Brasil no segmento de componentes automotivos.

Em dezembro de 2019, a Tupy anunciou a aquisição dos negócios de fundição de componentes de ferro fundido da Teksid (controlada da Fiat Chrysler-FCA) por € 210 milhões (será 100% financiado). A compra praticamente dobrou sua capacidade de fundição, com plantas em Betim (MG), México, Polônia, Portugal e uma *joint venture* na China. Assim, a Tupy terá uma maior participação no mercado de blocos e cabeçotes de ferro fundido no mercado brasileiro (que também é suprido por importações de várias partes do mundo, além da importação de motores) e vai suprir outras empresas do Grupo FCA, como Case New Holland e Iveco. O preço da aquisição foi equivalente a 4,9x o EBITDA, e a integração com a Teksid trará importantes sinergias – incluindo pesquisa e desenvolvimento, compras, otimização da produção nas plantas, melhores práticas etc. A aquisição está em processo de análise pelos órgãos reguladores. A Tupy também atenderá, através de contratos de sete anos, o Grupo FCA – que deverá reforçar a importância como cliente, integrando uma lista que conta com nomes como Ford, Tracton (VW, MAN e Scania), Daimler, Cummins, John Deere, MAN e Caterpillar.



Sumarizando: a Tupy atua num ambiente de elevada complexidade industrial, com tecnologia de última geração para maximizar eficiência energética e mecânica dos motores que usam seus componentes (desenvolvidos com montadoras e fabricantes). Na realidade, indiretamente seus produtos fazem parte de aplicações em soluções de conversão de energia química (atualmente de origem fóssil; no futuro, de hidrogênio, biogás e biodiesel) em energia mecânica. Com a aquisição da Teksid, consolidará sua posição como importante player mundial nos próximos 3 anos.

A Teksid apresentou margem EBITDA de 8,1% em 2019 e média projetada de 8,8% nos próximos 5 anos. A Tupy acredita que a Teksid poderá melhorar esta margem, sem considerar sinergias e sem a nova realidade de câmbio, que deverá favorecer a rentabilidade de ambas. Em nossa opinião, um alinhamento da margem para próximo da Tupy, é plausível. Além disso, a ociosidade de 30% da capacidade da Teksid em 2019 poderá ser preenchida sem grandes investimentos em novas capacidades, atendendo o mercado doméstico em suas necessidades, ao lado das importações.

A Tupy atende fabricantes de bens de capital para uma série de setores, como construção e infraestrutura, mineração, agronegócio, energia, naval, aeroportuário, e logística, além do enorme mercado norte-americano de pick-ups e SUVs. Entre 2007 e 2019, a Tupy mais que triplicou seu EBITDA – de R\$ 229 milhões para R\$ 700 milhões, mesmo com taxa de câmbio abaixo de R\$ 4. Tudo o mais mantido constante, a desvalorização cambial de 30% do real em doze meses ocasionaria crescimento de ao menos 20% nas receitas – além de ampliação da margem de rentabilidade, principalmente devido as exportações.

O impacto da covid-19 no resultado do 2T20 foi forte. Indústria automotiva e toda a cadeia de produção e vendas pararam. O volume de vendas caiu 60%, a 61 mil toneladas; as receitas recuaram 54%, a R\$ 645 milhões (contra R\$ 1,4 bilhão no 2T19), sendo da receita total, apenas 14% na América Latina. O segmento *offroad* e veículos comerciais (que deverá ser o de recuperação mais acelerada) representou 92% das receitas. A empresa reportou no trimestre passado prejuízo de R\$ 83 milhões (contra lucro de R\$ 59 milhões no 2T19), associado à queda da atividade e alguns efeito não recorrentes. Endividamento e liquidez não preocupam: dos R\$ 2,665 bilhões de dívida total, R\$ 1,9 bilhão vencem em 2024/25, e R\$ 621 milhões em 12 meses; as disponibilidades de caixa, por sua vez, estão em R\$ 1,3 bilhão (ou 2x o tamanho da dívida de curto prazo). A dívida líquida, de R\$ 1,4 bilhão, representa menos de 2 vezes o EBITDA de 12 meses entre abril de 2019 e março deste ano (R\$ 728 milhões). Seria um nível normal, mas o efeito câmbio deve influenciar – e mais de 80% das receitas em moeda estrangeira deverão ser expressas em resultados a partir do 2º semestre, reduzindo favoravelmente a relação de dívida e EBITDA.

Além da recuperação dos mercados – notadamente o norte-americano e o de veículos pesados –, a renovação da carteira com produtos de maior valor agregado e a necessidade de reposição de frota e estoques (além da aquisição da Teksid) dão margem a um sentimento de otimismo. A R\$ 16,12, o valor de mercado, de R\$ 2,3 bilhões, equivale a US\$ 435 milhões (dólar cotado a R\$ 5,33) – ou menos que o das plantas adquiridas no México. Estas, nos últimos 7 anos, passaram por grandes melhorias em processos, desenvolvimento de produtos, redução de custos e ampliação de mercado. Investimentos em infraestrutura nos EUA e em outros países, bem como em mineração e agronegócio, também reforçam esse otimismo quanto aos resultados da empresa, especialmente de 2021 em diante. Acreditamos que, no entanto, a aquisição da Teksid é um evento de grande importância, com a Tupy podendo dobrar de tamanho e capturar geração de valor que não estava embutida no preço de aquisição. Ainda assim, as ações da Tupy estão precificadas 40% abaixo do preço anterior ao comunicado do fato relevante no final do ano passado e ainda sem levar em consideração o efeito positivo do câmbio em seus negócios e resultados que serão exibidos nos próximos trimestres e especialmente em 2021.

WLM-WLMM4:

Fundada em 1946, a empresa atuou inicialmente na distribuição de GLP (gás liquefeito de petróleo) por intermédio da Cia. Supergaz (estabelecida inicialmente na cidade de Campinas) com a aquisição da empresa Paterno & Cia. Ltda., que atuava como distribuidora de gás na região, em sociedade com amigos. Em 1956, o senhor Wilson Lemos de Moraes, fundador do grupo, adquiriu a parte de seus sócios. Posteriormente comprou mais duas empresas do setor, Gasbel e Petrogaz, dando o arranque para seu crescimento.

Curiosidade: a família Lemos de Moraes associou-se a Erling Lorentzen (hoje com 97 anos), norueguês casado com a princesa mais velha, Ragnhild, filha do rei norueguês Olavo V – que em 1953 adquiriu os negócios de gás da Esso (Exxon) no Brasil, denominada Gasbrás. A Supergasbrás nasceu da fusão da Supergás, dos Lemos de Moraes, com a Gasbrás (de Lorentzen) em 1968, que tinha dificuldades operacionais e buscou na parceria com empresa de reconhecida eficiência a resolução de seus problemas. Em 1972, com desavenças na sociedade, o senhor Lorentzen vendeu sua parte na Supergasbrás para dedicar-se à Aracruz Celulose, por ele concebida em 1968. Hoje, mantém negócios de navegação em empresa que leva seu nome e é cunhado do atual rei da Noruega, Harald V. A Supergasbrás continua a crescer graças a várias aquisições, tornando-se uma das três maiores do setor no país.

Voltando: na década de 1970, a Supergasbrás tornou-se concessionária da marca Scania, dadas as sinergias. Em 2004, a família Lemos de Moraes vendeu o negócio de gás ao grupo holandês SHV Energy (controlador da Minasgás), após o que mudou de nome para WLM – as iniciais do fundador, Wilson Lemos de Moraes (a família controla 83% do capital social por meio da *holding* Sajuthá Participações). A WLM é uma das maiores concessionárias da Scania no Brasil e no mundo. Suas unidades estão em SP (Quinta Roda), RJ (Equipo), MG (Itaipu) e PA (Itaipu Norte), e alcançam 944 municípios. A empresa também atua na agropecuária, com fazendas e propriedades que podem ser monetizadas em empreendimentos com diferentes propósitos. Em 2019, a WLM (então apenas uma *holding*) incorporou suas quatro subsidiárias concessionárias Scania e tornou-se uma empresa operacional (os nomes-fantasia foram mantidos). A gestão é 100% profissional: à família cabem apenas dois assentos no conselho de administração, além de três conselheiros independentes, entre eles Luís Octavio da Motta Veiga (advogado e ex-presidente da CVM).

A atividade agropecuária – pecuária com mais de 25 mil cabeças de gado, café e grãos em pequena escala – representava até 2019 cerca de 3% das receitas. Uma das propriedades, de 100 mil hectares, fica entre o sul do PA e o norte do MT (80 mil ha são mantidos como reserva legal). Em fevereiro foi divulgado em fato relevante o contrato de parceria com a Sierentz Agro Brasil, para cultivo de grãos – notadamente soja – por 15 anos numa área de 14 mil ha desta propriedade. A Sierentz, ligada à família Dreyfus, adquiriu a Agrinvest, que cultiva mais de 45 mil ha de soja de terceiros no MA. Em 2018, as receitas da Sierentz alcançaram R\$ 201 milhões, com lucro líquido de R\$ 81 milhões. Os números mostram o potencial de geração de receitas e valorização da propriedade da WLM (que representa uma escala equivalente a um terço do novo parceiro). A Sierentz é administrada por Christophe Akli (CEO desde 2018), que já comandou a Biosev e a Paranapanema e nome ligado a família Dreyfus (investidora da Biosev).

Um dos principais ativos imobiliários da WLM são propriedades que tem por meio da subsidiária Itapurá, que cultiva café no sul de MG e possui áreas compreendendo 280 ha na região de Jaguariúna (inclusive próximas a Ambev e Motorola). Acreditamos que tais propriedade tenham diferentes vocações imobiliárias e a WLM estuda a melhor maneira de monetizá-la – seja em parcerias (como a da Sierentz), como condomínio residencial ou para logística (dada a localização estratégica). Estas propriedades na região de Jaguariúna estão contabilizadas por valor histórico no total de R\$ 76 milhões, que acreditamos é uma fração do seu potencial imobiliário. A tabela abaixo ilustra a evolução do lucro líquido consolidado nos últimos três anos, mas sem espelhar a importante parceria no segmento agropecuário que deverá repercutir nos próximos dois anos:

Segmento	Lucro / (Prejuízo) – R\$ mil		
	2019	2018	2017
Automotivo	57.895	26.920	11.756
Agropecuário ⁽¹⁾	2.493	(2.411)	(6.144)
Administração	(10.553)	(8.249)	(11.581)
Descontinuadas	(58)	(198)	(733)
Total	49.777	16.062	(6.702)

(1) Inclui todas as controladas: Fartura, São Sebastião do Araguaia e Itapura

A venda de veículos (caminhões e ônibus) é o principal gerador de receitas (75%) do negócio de concessionárias Scania, mas prestação de serviços e venda de peças e lubrificantes (25%) são outra fatia importante. Quanto maior a participação desta linha de negócios, maior a rentabilidade. A montadora Scania tem realizado grandes esforços nesta direção, pois a venda de peças por intermédio de suas concessionárias é também grande fonte de resultados. Apesar da forte retração do mercado de veículos no 2T20, a WLM reportou receita líquida de R\$ 197 milhões (25% menos que um ano antes) no período e no semestre, de R\$ 398 milhões (queda de apenas 11,5%, contra um ano antes). O EBITDA – R\$ 16,5 milhões – cresceu quase 20% no trimestre sobre 2019 e 29% no semestre, para R\$ 31 milhões. O lucro líquido – R\$ 10 milhões – no trimestre representa avanço de 17%, e no semestre atingiu R\$ 19,4 milhões (ante R\$ 15 milhões no 1S19).

Tudo considerado, podemos dizer que pouquíssimas empresas listadas na B3 tiveram resultados tão positivos. Mas positiva mesmo foi a evolução do caixa líquido: de R\$ 23 milhões no final de 2019, estava em R\$ 89 milhões em junho deste ano. Tal desempenho resultou da estratégia de elevar estoques no final do ano passado, prevendo um 2020 muito positivo; a covid-19, porém, paralisou as montadoras, reduzindo a produção. A WLM ficou então em posição privilegiada, com estoques e capaz de atender a demanda dos setores ligados ao agronegócio e mineração, bastante favorecidos pelo câmbio.



A Scania foi uma das montadoras que mais investiram nos últimos anos na atualização tecnológica de seus produtos, R\$ 2,6 bilhões entre 2016 e 2020, e anunciou novo ciclo de R\$ 1,4 bilhão entre 2021 e 2024, com seus produtos já alinhados com a Europa e no padrão Euro 6, que limita emissões de poluentes e deve ser aplicado como mandatório no Brasil em 2023. Os novos modelos consomem até 12% menos combustível, embora sejam mais caros que os da concorrente também sueca Volvo, esta, no entanto, com tecnologia defasada. A Scania também foi pioneira no uso de gás natural e biometano em seus veículos (com bloco fornecido pela Tupy), produto que além de ecologicamente correto (menores emissões de CO₂ e material particulado) poderá ter custos operacionais bastante reduzidos com a queda do preço do gás natural.

A Scania é reconhecida entre os grandes usuários de veículos pesados pela excelência, durabilidade e pelo menor custo operacional de seus produtos (ainda que mais caros). Pequenos frotistas são orientados mais por preços, embora no longo prazo custo operacional e durabilidade sejam mais importantes. Destacamos ainda que a Scania acaba de lançar um novo modelo extra pesado para 55 toneladas (11 t acima da versão anterior), o *off-road* XT Heavy Tipper G 540 10x4, destinado principalmente a mineração, uso florestal, canavieiro e de construção, com preço de R\$ 950 mil. Já comentamos na análise da Schulz (a Scania é um dos principais clientes) o ambiente promissor para estes setores, destacando que a WLM atua em SP (grande mercado para o setor canavieiro e de logística), MG (grande polo minerador, siderúrgico e florestal) e PA, que abriga uma das maiores províncias minerais do mundo e onde a Vale (grande cliente da WLM) focará seus investimentos. A construção e a ampliação de ferrovias nesta região representam ainda enorme potencial de demanda para veículos produzidos pela Scania – além de valorizar suas propriedades (como comentamos mais acima).

A Scania teve 20.824 veículos (ônibus e caminhões) licenciados em 2013; em 2019, foram 13.658. Ou seja: seu mercado deveria crescer 52% sobre 2019 para atingir o pico alcançado há seis anos. O envelhecimento

da frota, o efeito câmbio favorável aos principais setores atendidos pela Scania e a queda nos juros são elementos importantes para a volta da expansão de vendas da montadora no Brasil, tendo a WLM como uma das principais concessionárias.

Cabe ainda destacar o potencial imobiliário da propriedade em Jaguariúna, próxima a Campinas (SP). Com a WLM negociada a um valor de mercado de R\$ 750 milhões (R\$ 20,60/ação) e um caixa líquido de R\$ 90 milhões, acreditamos que o potencial de seu patrimônio imobiliário, as perspectivas dos negócios relacionados às concessionárias Scania e o agropecuário não estão refletidos. Demos destaque a esta empresa, já que é pouco conhecida – embora suas receitas anuais fiquem acima de R\$ 1 bilhão e ela esteja listada em bolsa de valores desde 1971. Para finalizar, destacamos a solidez financeira da WLM, a qualidade de produto (Scania) e o desenvolvimento do negócio agropecuário. A título de referência, a BrasilAgro (também investida pela Trígono) vendeu em julho propriedade com vocação para soja na Bahia por R\$ 30 mil/ha. Comparativamente, isso pode gerar um valor imobiliário entre R\$ 350 milhões e R\$ 450 milhões na área, em parceria com a Sierentz, tendo por base o valor de 300 sacas/ha na transação recente da BrasilAgro e o potencial imobiliário das propriedades em Jaguariúna, além de outras propriedades de menor relevância.

Simpar (holding de grupo Julio Simões Logística)-SIMH3:

A história do grupo JSL, ou Simpar, começou em 1956, quando o imigrante português Julio Simões criou a transportadora com seu nome na cidade de Mogi das Cruzes (SP), para transporte de produtos hortifrutigranjeiros entre São Paulo e Rio de Janeiro. No mesmo ano de sua fundação, passou a atender o setor de papel e celulose (Suzano) em cidade vizinha a sua sede. Em 1970, fez sua primeira aquisição (a empresa adquirida era três vezes maior). Atualmente o grupo é o maior do setor em que atua, fruto de crescimento orgânico e aquisições. Esse pequeno histórico serve para mostrar algo que está no DNA do grupo JSL: crescimento orgânico, mas acelerado com aquisições, inclusive em novos negócios. Em 2014, por exemplo, o grupo comprou a pequena locadora de veículos Movida, com apenas 2.400 veículos, hoje vice-líder do mercado.



Estratégia para Redução de Emissões



Em 2010, a JSL fez IPO na Bovespa/B3; desta forma, acelerou seu crescimento e beneficiou (e muito) sua governança – recentemente, por exemplo, houve uma reorganização societária sugerida pelos acionistas mi-

noritários. A Trígono apoiou esta reorganização, inclusive comparecendo à AGE que a aprovou, com apoio de 100% dos minoritários presentes. Foi uma satisfação grande cumprimentar Fernando Antônio Simões e ouvir seu agradecimento. Filho caçula do sr. Julio, Fernando trabalha desde os 14 anos na empresa, da qual hoje é CEO e controlador. Em 2015, a JSL criou a Vamos. A nosso ver, é a joia da coroa do grupo. A empresa abriga as operações de locação de veículos pesados – negócio pioneiro desde a década de 1990 e do qual é líder absoluta (87% de participação de mercado). O crescimento e a geração de valor do grupo devem vir principalmente da Vamos. A frota de caminhões alugados no Brasil representa apenas 0,1% dos veículos pertencentes a empresas e 0,6% da frota total de caminhões. O potencial de crescimento é enorme – pelo menos 20 vezes, se comparado a dos EUA. No caso da Movida, a frota no fim de 2019 era de 110 mil veículos, com crescimento de quase 90% ao ano nos seis anos seguintes ao de sua aquisição. Eis o espírito da JSL e também num novo negócio.

Mais de 70% das receitas da JSL se concentram em cerca de 50 clientes – entre eles, nomes como Unilever, Nestlé, BRF, VW, Ford, Toyota, Cummins, Vale, Usiminas, Arcelor Mittal, Suzano, Klabin, Caterpillar, Braskem e Whirlpool (Brastemp e Consul). Nenhum deles representa mais de 10% das receitas. Seguindo o princípio de *asset light* (focar no negócio principal e não em áreas acessórias), estas empresas citadas seguem o princípio do EVA: aumentar o retorno sobre o capital investido, desmobilizar ativos alheios ao foco do negócio mediante terceirização. A JSL atua para maximizar seu próprio negócio, no qual escala e gestão são fundamentais.








Como maior compradora no país de caminhões e partes (pneus, filtros, pastilhas de freio, óleos lubrificantes etc.), o grupo consegue descontos e condições favoráveis de compra, além de vantagens em financiamento para seus ativos com recursos captados no mercado financeiro. A combinação desses fatores reduz os custos em até 30% em relação aos serviços realizados internamente pelos seus clientes, razão pela qual muitos optam pela terceirização.

Do IPO, em 2010, até o ano passado, o grupo JSL teve crescimento anual composto de receitas em 16%, com incremento anual de 22% no EBITDA. Suas margens aumentaram mesmo com todos os entraves nesse período – e, bem sabemos todos, não foram poucos: juros elevados, recessão em 2015/16, falta de previsibilidade da economia e incertezas políticas, para ficar só nos mais notórios. Muitas empresas retraíram seus investimentos ou tiveram dificuldade em investir, mas para a Simpar foi um momento oportuno de crescer organicamente e fazer aquisições.

Acreditamos que os efeitos da pandemia serão relativamente positivos para o grupo JSL: a queda nas taxas de juros e uma retomada do mercado de capitais no Brasil favorecem investimentos e crescimento; para seus clientes, é evidente a necessidade de maximizar alocação de capital e busca de eficiência; agronegócio, mineração, *e-commerce* e alimentos (segmentos importantes atendidos pelo grupo) também se têm mostrado bastante resilientes.

A Movida, que realizou seu IPO na Bovespa/B3 em 2017, no ano passado fez nova emissão de ações, acelerando seu crescimento. Praticamente no mesmo momento em que fez a reorganização societária com a Simpar, tornando-se uma *holding* pura e controladora das diferentes empresas do grupo, a Julio Simões Logística (que era *holding* e empresa operacional listada em bolsa) fez emissão de R\$ 700 milhões em ações em setembro, passando a ser 75% controlada pela Simpar. Portanto o grupo Simpar passou a ter três listadas, a própria *holding* pura Simpar, a JSL e a Movida. Possivelmente haverá uma quarta, a Vamos, mas esta aguardará um momento mais oportuno, quando o mercado estiver mais apto a precificá-la adequadamente, pois seus administradores entendem que os investidores não conhecem este segmento adequadamente, subestimando seu valor e potencial de crescimento. Concordamos integralmente com esta visão.

Em 31 de março deste ano – antes dos efeitos da pandemia, portanto –, a distribuição das receitas do grupo nos 12 meses até então era: Movida, 37%; Vamos, 25%; JSL, 22%; CS Brasil (transporte de passageiros e limpeza urbana), 14%; e Original (concessionária de veículos leves VW, Fiat e Ford), 2%. Vamos e Movida também vendem veículos seminovos (vindos de suas operações de locação). Como são muitas empresas e negócios, distribuimos num gráfico os resultados individuais e do consolidado na Simpar baseados no 2T20:

	 JSL Entender para Atender		 movida aluguel de carros		 VAMOS		 CSBRASIL		 BBC LEASING		 Original CONCESSIONARIAS		 SIMPARG ^{(2),(3)}	
	2T20	▲ A/A	2T20	▲ A/A	2T20	▲ A/A	2T20	▲ A/A	2T20	▲ A/A	2T20	▲ A/A	2T20	▲ A/A
Receita Bruta	698	-25,6%	1.094	5,3%	363	11,9%	206	-15,5%	12	13,6%	68	-69,1%	2.390	-10,9%
Receita Líquida	582	-26,1%	1.048	5,8%	330	9,6%	184	-15,7%	11	8,2%	63	-69,8%	2.197	-8,0%
Receita Líq. de Serviços	550	-25,6%	299	-19,8%	298	21,7%	161	-13,9%	11	8,2%	61	-70,0%	1.331	-22,3%
EBIT	27	-64,4%	50	-48,2%	85	6,1%	43	-9,9%	3	-3,3%	(2)	-127,2%	199	-35,8%
Margem EBIT ⁽¹⁾	4,9%	-5,3 p.p.	16,7%	-9,1 p.p.	28,7%	-4,3 p.p.	26,7%	1,2 p.p.	27,2%	-3,3 p.p.	-3,6%	-7,6 p.p.	14,9%	-3,1 p.p.
EBITDA	82	-38,1%	151	-0,1%	153	12,0%	83	2,3%	3	-3,1%	2	-83,3%	470	-9,2%
Margem EBITDA ⁽¹⁾	15,0%	-3,0 p.p.	50,7%	10,1 p.p.	51,3%	-4,4 p.p.	51,8%	8,2 p.p.	28,9%	-3,5 p.p.	3,2%	-2,7 p.p.	35,3%	5,1 p.p.
Lucro Líquido⁽³⁾	1	-98,0%	3	-93,7%	39	4,8%	19	-33,6%	1	-38,9%	(2)	-151,1%	157	119,9%
Margem Líquida	0,1%	-3,0 p.p.	0,2%	-4,0 p.p.	11,9%	-0,6 p.p.	10,4%	-2,7 p.p.	10,1%	-8,0 p.p.	-3,8%	-6,1 p.p.	7,1%	4,1 p.p.
Lucro Líquido Ajustado⁽⁴⁾													13	-81,7%
Margem Líquida Ajustada													0,6%	-2,4 p.p.
Dívida Líquida⁽³⁾	1.990		2.291		1.836		835		-		-		8.498	14,8%
Dívida Líq./EBITDA UDM	4,6x		2,6x		3,3x		2,7x		0,0x		0,0x		3,9x	

Individualmente, a JSL foi a mais impactada pela pandemia, justamente por ter a indústria automobilística como importante cliente. As montadoras foram duramente afetadas pelas medidas preventivas associadas à covid-19, o que reduziu sua produção e, como consequência, a demanda e o transporte de componentes.

A Vamos foi o grande destaque positivo: o serviço de locação, normalmente em contrato de cinco anos, viu pouca queda de atividade. Ao contrário: houve, sim, surgimento de novos clientes, o que deverá traduzir-se em novos contratos nos próximos meses. Quase 40% da carteira de clientes da Vamos relacionam-se ao agronegócio – que, como já dissemos, é um dos setores mais promissores e beneficiados pela desvalorização cambial. Nos últimos três anos, a Vamos cresceu quase 23% ao ano. Um IPO poderia ser novo catalisador de crescimento, basicamente para ampliar a frota, outro catalisador de valor para a Simpar.

A dívida líquida consolidada, equivalente a 3,9 vezes o EBITDA dos últimos 12 meses, não nos preocupa: o grupo acaba de capitalizar a JSL em R\$ 700 milhões e o EBITDA deverá voltar a crescer, reduzindo esse indicador. E a posição de caixa e equivalentes é confortável: quase R\$ 5,7 bilhões, que cobrem todos os compromissos financeiros até o fim de 2022 – sem considerar a emissão de R\$ 700 milhões de ações pela JSL em setembro e eventuais captações de recursos de longo prazo. O custo médio da dívida, de 10,1% em junho de 2019, caiu a 6,2% em junho deste ano, redução de cerca de R\$ 300 milhões em 12 meses no custo de carregamento da dívida, sobrando mais caixa para investir e reduzi-la.

Sumarizando: o Grupo JSL (Simpar) reúne um conjunto de empresas com excelentes perspectivas de crescimento. Alavancagem é típica deste crescimento – e, em nossa opinião, muito bem administrada. Juros baixos e retomada da economia, especialmente em setores atendidos pelo grupo, deverão dar impulso a esse avanço. Aplicando nossa ferramenta de avaliação de empresas, o EVA, a JSL é um veículo para seus clientes gerarem maior valor aos acionistas, aplicando seu capital no objetivo-fim do seu negócio, deixando ativos ligados a logística para parceiros que nisso sejam mais eficientes.

A JSL é um veículo para aplicação do EVA, e desta forma, encerramos esta longa jornada. Expusemos aqui, ainda que de forma resumida, a explicação, para nossos investidores do racional de investimento de algumas das principais empresas dos nossos fundos. O grupo Simpar está intimamente relacionado a muitas das empresas aqui apresentadas, ligadas ao agronegócio, mineração, produtoras de componentes para veículos pesados, transporte de produtos, e até os caminhões vendidos. Deixamos este texto para o final, pois o grupo espelha muitos dos preceitos e atributos que buscamos: nichos, liderança, crescimento, boa gestão, maximização do retorno do capital investido, práticas adequadas de ESG e retorno do capital ao acionista. O anúncio da aprovação de um novo programa de recompra de ações para tesouraria, demonstra que seus conselheiros e controladores estão atentos ao valor das ações mal precificadas pelo mercado, e em nossa opinião, a recompra representa uma excelente alternativa de investimento.

Desta forma, também a Trígono busca compor seus fundos com empresas que proporcionem aos nossos investidores a melhor relação de risco e retorno no longo prazo.

Agradecemos a todos pela atenção e esperamos ter mostrado um pouco dos fundamentos das empresas e por que compõem nossos portfólios.

Werner Roger - sócio e gestor
Gabriela Carvalho e Yuhzô Breyer - equipe

O objetivo desta carta é divulgar informações e não tem o propósito de ofertar a venda dos fundos sob gestão da Trígono Capital. Esta carta expressa opiniões da Trígono Capital até a presente data, as quais podem mudar futuramente, sem obrigação de aviso prévio a qualquer momento. Rentabilidades passadas não representam garantia de rentabilidades futuras. Os investidores em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, pelo fundo garantidor de crédito. Os investidores devem ler o formulário de informações complementares, a lâmina de informações essenciais, se houver, e o regulamento dos fundos antes de investir.



www.trigonocapital.com
Av. Chucri Zaidan, 1550 / 2206-07 | 04711-130 - São Paulo – SP - Brasil