

Nebraska Capital - Quinto Relatório de Investimentos - Dezembro de 2016

Nosso portfólio mudou muito pouco desde o meio de 2015; o que vale ser ressaltado dada toda a volatilidade do mercado de ações brasileiro neste período. Como explicado em relatórios anteriores, nós sempre acreditamos que nossos principais investimentos estavam bem posicionados para passar pela (ou mesmo se beneficiar da) crise econômica, por causa de suas fortes posições competitivas e balanços saudáveis. Acreditamos que, no longo prazo, estar certo nessas avaliações (e evitar pagar caro para entrar em novos investimentos) vai se pagar muito bem, e que esses são tipos de julgamentos que somos capazes de fazer. Deixamos as tentativas de antecipar tendências para os outros.

Desde que escrevemos pela última vez, em junho deste ano, o desempenho operacional das nossas principais empresas não trouxe novidades relevantes - Itaú, Equatorial e Vivo estão indo bem, em especial quando comparadas a seus principais competidores. Contudo, a entrada da Equatorial no segmento de transmissão vale algumas páginas.

Equatorial (14,6%) e Cemar (13,8%)

Sempre lembramos nossos leitores que a Equatorial é uma holding que controla 96,5% da Celpa e 65,1% da Cemar, ambas as quais são distribuidoras de energias, um mercado regulado pelo governo federal. A participação da Equatorial na Cemar foi adquirida em 2004 e esta subsidiária está rodando a todo vapor. Já a Celpa foi comprada no fim de 2012 e ainda passa por melhorias, com bons resultados até aqui. Temos também comprado ações da Cemar há anos, pois elas têm baixa liquidez. Recentemente tivemos que devolver recursos para alguns investidores e decidimos não vender ações da Cemar, optando por vender um pouco mais de Equatorial e manter nossa exposição às duas empresas estável. Apesar de termos escrito bastante sobre a Equatorial e a Cemar no relatório anterior, estamos dedicando algumas páginas à Equatorial mais uma vez, pois, pela terceira vez na sua história de doze anos, a empresa tomou uma decisão relevante em termos de alocação de capital.

"Nós temos investimentos em títulos não negociáveis da Dow Chemical, General Electric, Goldman Sachs, Swiss Re e Wrigley com um custo combinado de \$21,1 bilhões e valor contábil de \$26,0 bilhões. Adquirimos estes cinco investimentos nos últimos 18 meses. Além do relevante potencial em valor patrimonial que eles provém, esses investimentos nos pagam \$2,1 bilhões em dividendos e juros no agregado." (Warren Buffett - carta aos acionistas de 2009)

Durante a profunda crise pela qual a economia americana passou em 2009, características marcantes da Berkshire como conservadorismo, paciência, preparação e racionalidade, as quais se expressam na forma de um balanço muito sólido, se provaram valiosas não apenas para seus acionistas, mas também para a sociedade como um todo. Vindo para 2016, o Brasil passa por uma crise severa, investidores estão com medo, e, especificamente, a infra-estrutura de transmissão elétrica do país mostra deficiências. Desta vez as características da Equatorial que lembram as da Berkshire entraram em ação. Gostamos de ser acionistas de uma empresa como esta.

No Brasil, linhas de transmissão são planejadas pela ANEEL (órgão regulador nacional) e submetidas a leilões nos quais várias empresas qualificadas participam e aquela que oferecer a menor receita anual, a qual será ajustada por inflação e recebida ao longo de 30 anos, ganha o contrato. Construir essas linhas não se trata de uma "ciência espacial", pelo contrário, a obra é normalmente terceirizada em contratos de preço fechado. É simples assim; em um mundo "plano" (racional ao extremo), seria impossível fazer ótimos investimentos neste setor, mas, em tal cenário, seria

também muito pouco provável que as empresas citadas pelo Buffett nas linhas acima precisassem tomar dinheiro emprestado a taxas de juros tão altas.

No último dia 28 de outubro a ANEEL ofertou 24 projetos de transmissão em um leilão. A Equatorial ganhou a concessão em sete destes - sendo a única licitante em três destes. A empresa se comprometeu a investir cerca de R\$4,0 bilhões ao longo de cinco anos. O governo, por meio da ANEEL, vinha tentando leiloar esses projetos, os quais são essenciais para ligar novas usinas eólicas e hidroelétricas ao sistema interligado nacional, há meses sem sucesso, e tinha melhorado as premissas da receita máxima permitida por duas vezes, até que as condições econômicas ficaram bem atrativas, como a tabela abaixo mostrará. Vale notar que, apesar da Equatorial estar previamente focada em distribuição, um segmento em que a capacidade gerencial tem mais valor e cuja regulação é mais atrativa em nossa opinião, a entrada no setor de transmissão não foi uma surpresa para nós; seus administradores já diziam que podiam investir em geração ou transmissão se os retornos financeiros fossem bons e os riscos de execução baixos.

Sentindo o cheiro de oportunidade, a Equatorial tinha feito seu dever de casa. A empresa tinha contratado alguns profissionais, feito suas análises e foi ao leilão com acordos para os custos de construção com grandes empreiteiras. Em projetos de transmissão anteriores, alguns ganhadores dos leilões tiveram problemas com licenças ambientais, e isso ainda é uma fonte de preocupação; mas desta vez não só os termos do contrato passando o risco de atrasos por este motivo para o governo são mais claros, como também os prazos de construção são bem maiores, o que traz uma margem de segurança extra, bem como algum potencial de maiores retornos, ambos os quais são vistos em outros aspectos deste último leilão.

A Equatorial deve, provavelmente, financiar entre 50% e 70% dos custos de construção com dívidas, uma alavancagem normal no setor. O BNDES proverá crédito subsidiado (que já não é mais tão subsidiado hoje em dia) para cerca de 20% dos custos. Os benefícios destes empréstimos, contudo, já são considerados na receita máxima permitida pela ANEEL, bem como na oferta de qualquer outro concorrente. Em outras palavras, quanto mais crédito subsidiado o governo oferece, pior o valor econômico do projeto na nossa opinião, pois isso apenas reduz a margem de segurança do empresário, assim como sua capacidade de obter crédito no mercado por um custo abaixo do que seus competidores podem conseguir.

De acordo com a empresa, e com nossos cálculos também, o caixa atual da Equatorial e dividendos da Cemar e da Celpa devem ser suficientes para financiar os projetos ganhos neste leilão - não que ficaríamos tristes de prover mais capital para projetos atrativos. Para fechar esta parte, apesar do forte time da Equatorial em matéria de regulação e finanças, e das várias camadas de margem de segurança dos projetos, não podemos nos esquecer de que se trata da primeira empreitada da empresa no ramo de transmissão e que os riscos são bem acima de zero.

"Apressado come cru."

Até recentemente, os leilões de transmissão eram dominados por estatais, tais como Eletrobrás e Copel, e por multinacionais, como a Abengoa. Enormes somas foram comprometidas com novas linhas entre 2006 e 2013; o quadro abaixo traz dados de apenas alguns leilões.

Data do leilão	Set-11	Dez-12	Mai-13	Nov-14	Out-16
Premissas para Receita Máxima Permitida					
Custo do Patrimônio Alocado (Retorno Real)	9.9%	9.4%	9.4%	10.5%	11.1%
Alavancagem - PL / (PL + Dívida) *	36.5%	36.5%	36.5%	41.0%	79.3%
Custo Real da Dívida - BNDES	4.7%	3.8%	3.8%	3.3%	8.9%
Custo de capital ponderado - WACC	5.6%	5.0%	5.0%	5.6%	10.0%
Receita Anual Permitida Inicial (R\$ milhões)	340.00	450.00	452.00	432.00	2,416.60
Receita Anual Efetiva (proposta vencedora)	263.80	350.20	398.00	377.00	2,124.87
Desconto médio	22%	22%	12%	13%	12%
Maior vencedor		Abengoa	Abengoa	Eletrobras	Equatorial
Oferta da Equatorial:					
Receita Anual Permitida					815.15
Receita Anual Efetiva					718.52
Desconto médio					12%
Cálculos ilustrativos, assumem um ano de planejamento, quatro de obra, 25 anos de receita (como se estes fossem os termos contratuais em todos os leilões), amortização da dívida em 15 anos, taxa de IR normal, e:					
1- Custos de construção, alavancagem e custo da dívida iguais aos projetos, mas com Receita Efetiva:					
Retorno real no Patrimônio	6.2%	5.7%	7.6%	8.5%	9.6%
2- Alavancagem e custo da dívida iguais aos projetos, mas com Receita Efetiva e estouro de custos de 10%:					
Retorno real no Patrimônio	5.0%	4.5%	6.1%	7.0%	8.6%
3- Custos de construção e custo da dívida iguais aos projetos, mas com Receita Efetiva e alavancagem abaixo:					
PL / (PL + Dívida)	36.5%	36.5%	36.5%	36.5%	36.5%
Custo Real da dívida adicional (premissa - NBK)**				9.0%	9.0%
Retorno real no Patrimônio	6.2%	5.7%	7.6%	8.6%	10.8%

* Premissa de alavancagem considerando apenas a dívida subsidiada do BNDES.

** Para propósitos ilustrativos apenas.

Apesar de não muito diferentes em relação à premissa da ANEEL de retorno no patrimônio líquido, podemos ver que os leilões anteriores eram não só bem mais competitivos, como também muito mais arriscados que este último. É muito mais seguro oferecer um desconto de 12% sobre a receita máxima com uma premissa de 21% de alavancagem do que ofertar o mesmo desconto assumindo uma alavancagem de 63%. Mais ainda, o risco é bem menor quando seu retorno não está totalmente dependente de acessar, no tempo certo, uma dívida muito subsidiada de um banco bastante burocrático. A Equatorial não tinha sequer participado dos leilões anteriores - eles realmente não gostam de comida cru por lá.

Novak Djokovic, com sua dieta "sem-glúten, tudo cru", diria que comer cru não é ruim (e não podemos argumentar contra seus resultados recentes), de qualquer modo, vocês podem entender nossa mensagem com o provérbio acima. Mais ainda, adicionaríamos que (nos perdoe Djoko) comer comida cru causa indigestão, pois tanto a Abengoa quanto a Eletrobrás passam por sérias dificuldades financeiras, a primeira em recuperação judicial, a ficaram de fora deste último leilão. Provérbios podem ser uma grande fonte de sabedoria.

A tabela acima dá uma ideia do retorno real (acima da inflação) sobre o patrimônio alocado que a Equatorial deve ter nos seus investimentos em transmissão, os quais não atrapalham em nada a capacidade da empresa de perseguir outras oportunidades, pois eles demandam pouco em termos de capital humano. E há ainda um bônus que pode adicionar cerca de 200bps a estes retornos: investimentos no Norte e Nordeste, onde a maioria desses projetos se encontram, têm um benefício fiscal de 75% sobre Imposto de Renda (cerca de 55% sobre IR + CSLL) - apesar de que aproveitar totalmente tais créditos não é simples, já que eles devem ser reinvestidos nas mesmas regiões.

Concluindo, trazendo o conceito do nosso último relatório, a "antifragilidade" da Equatorial parece ter trazido bons frutos, pois a empresa contratou para fazer investimentos incrementais que representam cerca de 15% do seu valor de mercado (já após a alavancagem de 50-70%) numa relação risco/retorno bastante interessante. Como uma última ressalva, existe uma coisa em particular que não gostamos nos projetos de transmissão: no longo prazo eles geram muito caixa livre, o que, sem intervenção da gestão, traz os níveis de endividamento da holding muito para baixo. Sim, é isso mesmo. Enquanto empresas de distribuição bem geridas oferecem a seus acionistas um alto nível de investimentos sob retornos regulados bem bons "para sempre", o caixa gerado por linhas de transmissão precisa achar seu destino a cada ano (o país precisará de novos projetos de transmissão, mas isso não resolve a questão, já que novos leilões serão feitos; e investimentos de reposição/incrementais nas mesmas linhas são irrelevantes). Nessas condições, e olhando para a experiência de muitas outras empresas do setor elétrico, o imperativo institucional (voltando ao Buffett) tende a entrar em ação, "forçando" gestores a alocar capital mesmo com retornos medíocres para que seus "impérios" não encolham. O alto nível de endividamento, normal do setor, amplifica essa questão. Nós esperamos estar por aqui bem além do momento em que os projetos de transmissão da Equatorial cheguem a esse "problema"; e realmente esperamos que o atual time de gestão da empresa (ou ao menos sua cultura) não apenas permaneça, mas também mantenha sua racionalidade - não será nada fácil.

"Não estamos aqui para construir um império." - Alguns dias depois de escrevermos este relatório, o Eduardo Haiama, CFO da Equatorial, disse isto em um call com investidores. Nós já tínhamos ouvido frases similares dele.

Obrigado pela atenção,