



PERSEGUINDO OS VENTOS FAVORÁVEIS DO BRASIL

Entenda por que empresas do segmento de infraestrutura são algumas das nossas escolhas de investimentos

Kinitro
CAPITAL

ESTUDO ESPECIAL

ABRIL 2024



“(...) caberá à iniciativa privada tentar resolver alguns gargalos que alimentam o baixo crescimento histórico do Brasil.”

“(...) A carência por infraestrutura no Brasil mais uma vez se destaca, dando espaço para desenhos contratuais cujos retornos subjacentes - proporcionais ao tamanho do problema - incentivam a participação de agentes solucionadores.”

“(...) mesmo em meio à troca de governos de diferentes ideologias, temos observado que essa temática se manteve, demonstrando a importância que o tema de infraestrutura ganhou no Brasil.”

PERSEGUINDO OS VENTOS FAVORÁVEIS DO BRASIL

INTRODUÇÃO

Enquanto o atual contexto macroeconômico do país combina atividade robusta, crescimento de renda das famílias em patamares elevados e afrouxamento monetário em andamento, do lado microeconômico, temos tido dificuldade em observar, de modo geral, as empresas listadas capturando esse bom momento em seus resultados, sobretudo aquelas mais ligadas ao ambiente doméstico como as varejistas. Nessa dicotomia entre macro favorável e resultados desapontando, aproveitamos a oportunidade para levantar algumas reflexões que julgamos pertinentes nesse debate por meio deste estudo.

Na sequência do texto, abordamos de maneira geral como estamos tentando capturar valor na bolsa brasileira, detalhando algumas das histórias que compõem a nossa carteira de ações. Em alguns casos, vemos oportunidades de investimento em empresas com boa previsibilidade de resultados, ampla oportunidade de alocar capital em projetos de retornos atraentes e que negociam com taxa interna de retorno (TIR) implícita substancialmente acima da NTN-B.

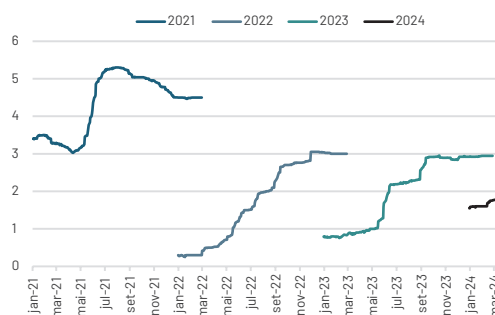
Neste mês de abril/2024, em que o Kínitro FIA completa seus cinco anos de existência, gostaríamos de agradecer aos que acompanham o nosso trabalho e, desde já, ficamos à disposição para mais informações.

Parte 1: Explorando a dicotomia entre o Macro e o Micro da bolsa brasileira.

O ano de 2024 caminha para ser mais um em que o crescimento do PIB brasileiro surpreende as projeções de mercado. É curioso notar que nos últimos dois anos, a atividade

apresentou crescimento de 3%, muito acima do que expectativa indicava no início de cada um dos períodos, como pode ser observado nas informações levantadas abaixo pelo boletim FOCUS do Banco Central.

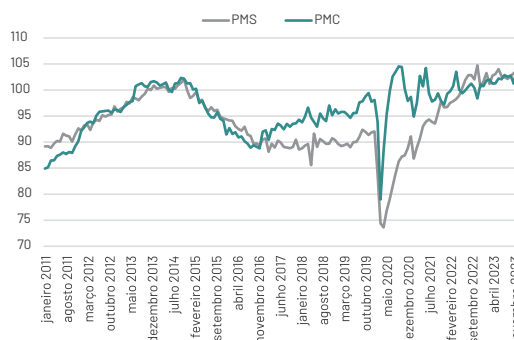
Crescimento do PIB (%) – Expectativa do mercado



Fonte: Focus/BCB; Elaboração: Kínitro

Apesar do bom desempenho de segmentos ligados ao mercado externo, como a agricultura e a indústria extrativa, tanto os dados de serviços como o de consumo (medidos pela PMS e PMC do IBGE, respectivamente) contribuíram para essa conjectura, retomando patamares que não eram superados há dez anos.

PMS e PMC – Volume base 100 com ajuste sazonal



Fonte: IBGE; Elaboração: Kínitro

PERSEGUINDO OS VENTOS FAVORÁVEIS DO BRASIL

O bom *momentum* de atividade também repercutiu no mercado de trabalho: presenciamos a taxa de desocupação cair abaixo de 8% pela primeira vez em nove anos e um movimento de ganho real no rendimento médio do trabalho que, juntos, permitiram um crescimento da renda nacional disponível bruta das famílias em patamares historicamente elevados no Brasil.

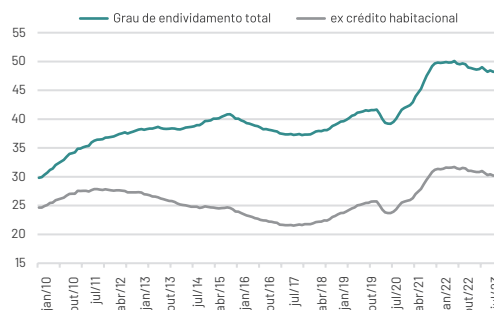
RNDBF – ac 12 meses real YoY



Fonte: BCB; Elaboração: Kínitro

Em meio a esta surpresa positiva no crescimento do país, exploramos em outro estudo¹ a dinâmica do quadro inflacionário doméstico, que vem permitindo ao Banco Central avançar no ciclo de afrouxamento monetário que começou em 2023. Com isso, notamos os primeiros sinais de alívio em indicadores ligados ao nível de endividamento das famílias, embora este ainda se encontre em patamar elevado, e uma retomada incipiente na oferta de empréstimos. Juntos, ganhos reais no rendimento das famílias, aumento da taxa de poupança e crescimento do crédito poderão contribuir para esse bom ambiente de atividade continuar por mais tempo.

Endividamento das famílias em & da RNDBF dos últimos 12 meses



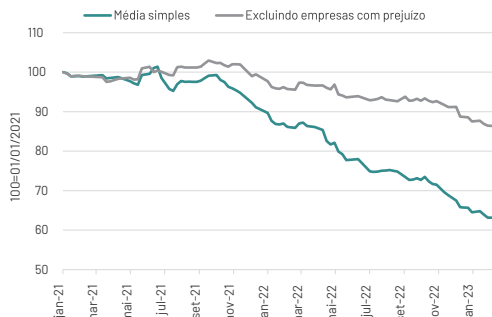
Fonte: BCB; Elaboração: Kínitro

Temos vivido no Brasil, portanto, um quadro de atividade mais favorável, com crescimento da economia acima do esperado aliado a um ciclo de afrouxamento monetário, uma combinação que deveria ser favorável para o crescimento de lucro das empresas domésticas. No entanto, ao contrário da evolução positiva nas projeções de PIB, não temos observado um processo de revisões semelhante para o lucro das empresas que seriam talvez as mais sensíveis a esse cenário, a exemplo das varejistas. Até o momento desse estudo, 2024 deve fechar como o terceiro ano seguido de revisões para baixo na expectativa de lucro para essas companhias.

Nos gráficos a seguir, apresentamos essa dinâmica usando a média de revisões para as vinte principais companhias² do varejo brasileiro ao longo dos últimos três anos.

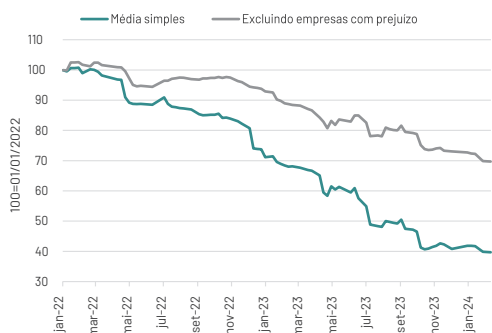
PERSEGUINDO OS VENTOS FAVORÁVEIS DO BRASIL

Revisão na expectativa de lucros do setor de varejo para o ano fiscal de 2022



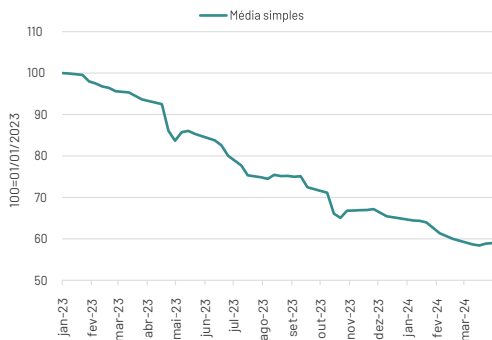
Fonte: Bloomberg; Elaboração: Kínitro

Revisão na expectativa de lucros do setor de varejo para o ano fiscal de 2023



Fonte: Bloomberg; Elaboração: Kínitro

Revisão na expectativa de lucros do setor de varejo para o ano fiscal de 2024

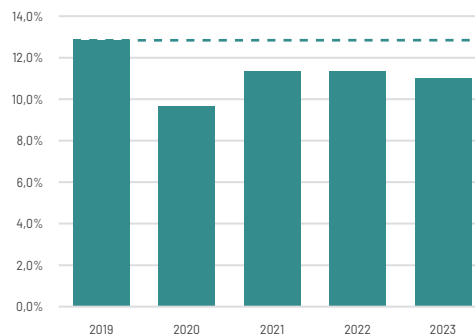


Fonte: Bloomberg; Elaboração: Kínitro

Como pode ser observado, na média, o grau de revisões foi substancial, alcançando um patamar de -14% para o exercício de 2022, -30% para 2023 e -41% para 2024, já excluindo em cada ano as empresas que passaram a reportar prejuízo.

É certo que a elevação de juros penalizou a lucratividade das empresas ao piorar o resultado financeiro destas, mas mesmo olhando puramente para o lucro operacional, essa dinâmica se mantém. De fato, quando analisamos a margem EBITDA recorrente dessas vinte companhias, notamos que apenas seis (ou 30% da amostra) apresentaram em 2023 uma margem maior do que aquela reportada no pré-pandemia (2019), mesmo após vários anos de surpresa positiva na atividade do país.

Margem EBITDA recorrente – média simples entre as 20 principais varejistas brasileiras



Fonte: Companhias; Elaboração: Kínitro

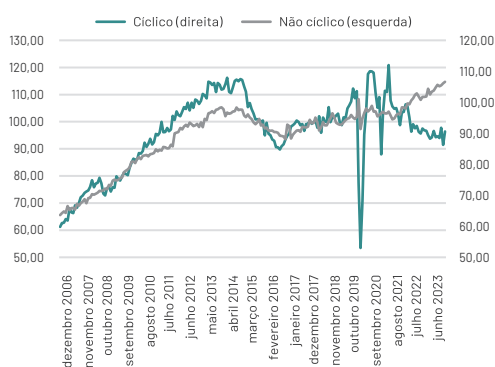
Internamente, temos nos debruçado para entender possíveis vetores que explicam esse quadro: compartilhamos algumas reflexões em nossa carta de 2022, intitulada [“Varejo doméstico: reflexões e estudo de caso”](#). Desde aquela ocasião, pudemos observar como alguns daqueles pontos evoluíram.

PERSEGUINDO OS VENTOS FAVORÁVEIS DO BRASIL

Revisão negativa de expectativas e piora na rentabilidade: o que explica esse desempenho?

Primeiramente, do ponto de vista macroeconômico, um olhar atento aos fortes dados de atividade ao longo dos últimos anos revela uma dicotomia interessante entre os vários segmentos que a compõe. Olhando para a pesquisa mensal do comércio, por exemplo, ao separar os segmentos entre cíclicos e não cíclicos dentro do varejo restrito, fica claro a disparidade de comportamento entre eles: enquanto a venda de combustíveis, alimentos e itens de farmácia mostraram uma dinâmica robusta; a venda de vestuário, móveis e outros equipamentos e/ou artigos de uso pessoal seguiram uma tendência fortemente negativa, após alguns sobressaltos entre 2020 e 2021. Pelo último dado divulgado pela PMC em fevereiro de 2024, o volume dos itens cíclicos atingiu um patamar próximo ao nível de 2015, momento em que o país enfrentava a pior recessão de sua história.

Dicotomia entre os segmentos da PMC – base 100 com ajuste sazonal

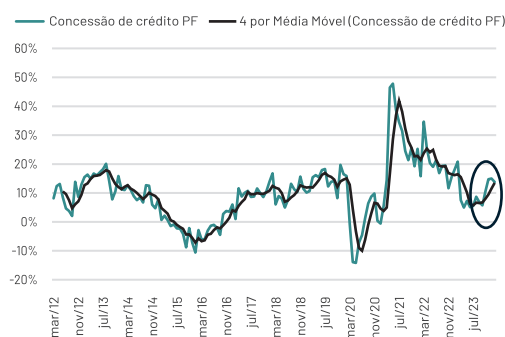


Fonte: IBGE; Elaboração: Kínitro

Uma das explicações para essa divergência de comportamento pode ser explicada pelo grau de endividamento das famílias ainda

alto e restrição na oferta de crédito, mesmo após o início do ciclo de afrouxamento monetário que reduziu a Selic em 300bps ao longo dos últimos 9 meses. Nesse quesito, conforme visto anteriormente, já passamos a sentir os primeiros sinais de alívio, e sendo assim, os ventos futuros poderiam ser mais positivos.

Concessão de crédito para PF - YoY



Fonte: BCB; Elaboração: Kínitro

Mas para além de outras possíveis explicações macroeconômicas, temos motivos para acreditar que o micro dessas empresas está contribuindo para a frustração de resultados e lucratividade que elas estão reportando. De modo geral, acreditamos em uma piora qualitativa do ambiente de negócios para as varejistas operarem no país, advindo de alguns fatores.

Começando pelo potencial de crescimento, conforme exploramos em nosso estudo de 2022, é notório observar que após a forte expansão que algumas dessas empresas apresentaram ao longo dos anos de 2004 a 2014, coincidindo com o modelo pró-consumo no Brasil daquele momento, temos uma visão de que faltam hoje grandes oportunidades para alguns segmentos seguirem crescendo como o faziam nesses anos. De modo geral, várias dessas companhias já atingiram uma

PERSEGUINDO OS VENTOS FAVORÁVEIS DO BRASIL

capilaridade nacional, se fazendo presentes nas melhores praças e mais produtivos shoppings centers do país. A partir desse ponto, o que temos observado é um movimento de expansão marginal menor, e abertura de novas frentes via e-commerce, aquisições e/ou presença internacional.

No que diz respeito ao e-commerce, temos motivos para acreditar que a oportunidade é tão grande quanto a ameaça que esse canal representa para essas companhias. Nossa percepção é que a competição no ambiente digital é muito diferente daquela vivenciada no físico, em que a disputa pelo consumidor acontece entre incumbentes conhecidos e o mercado informal, marcado pelo nível de serviço inferior. Já no ambiente altamente dinâmico do e-commerce, a competição se renova constantemente, seja por *players* menores que se alavancam por meio da tecnologia e conseguem cultivar uma audiência sem necessariamente ter que incorrer nos altos custos de uma operação com pontos de venda físicos, ou por *players* que estão situados em outras geografias, e que se beneficiam de vantagens comparativas dificilmente igualáveis (de custo e tecnologia).

No que tange ao tema de crescimento via aquisições, o histórico desse tipo de estratégia não parece ser, até o momento, estatisticamente favorável no varejo brasileiro. O mesmo pode ser dito para o crescimento internacional.

Analisando segmentos específicos, o varejo de vestuário parece se enquadrar com perfeição nessa conjuntura. Num ambiente em que projetos *greenfields* de shoppings centers se fazem raros, a única alternativa para crescer passou a ser o canal online, via aquisições ou abertura de lojas em praças menos aden-

sadas. Por mais que existam algumas oportunidades, dificilmente veremos um grande vetor estrutural nesse tipo de estratégia.

Além disso, a oferta de crédito à base de clientes por meio de financeiras, uma prática comum do setor e até então importante para a rentabilidade consolidada em alguns desses negócios, parece estar sendo impactada pelo movimento de disrupção financeira por parte de *fintechs*, correndo assim o risco de perder representatividade no resultado ou, no mínimo, de gerar seleção adversa.

Nesses casos, a consequência de um menor potencial de crescimento e rentabilidade estrutural questionada em um ambiente de maior competição, tende a ser uma avaliação pior por parte do mercado, sob a forma de múltiplos menores do que o histórico. Exploramos com detalhe esse racional para a Renner no estudo de 2022, e esse parece ainda ser caso atual.

Múltiplo Preço/Lucro (x) – Lojas Renner



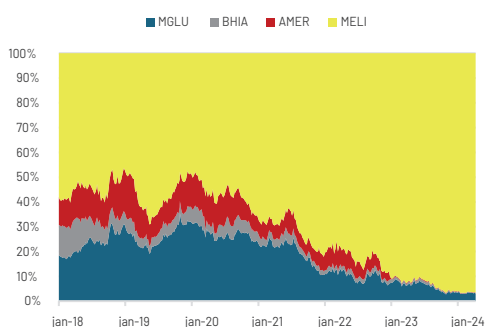
Fonte: Bloomberg; Elaboração: Kínitro

Em *marketplaces* horizontais, o que temos presenciado ultimamente é a correção de uma anomalia vista no Brasil: enquanto o segmento geralmente é concentrado entre poucos *players* em outras geografias, no Brasil, seis ou sete empresas disputavam um mesmo mercado. Sem o vento a favor da

PERSEGUINDO OS VENTOS FAVORÁVEIS DO BRASIL

pandemia, o que observamos foi uma radical mudança, fruto do ambiente competitivo (cada vez mais assimétrico em prol dos reais consolidadores), provocando dificuldades financeiras importantes em empresas que não demonstraram vantagens comparativas.

Capitalização de mercado MGLU+BHIA+AMER+MELI



Fonte: Bloomberg; Elaboração: Kínitro

No segmento pet, em que 50% das vendas ainda ocorrem em lojas de bairro, candidatos naturais a perderem participação de mercado para *players* dominantes, como observado em outras geografias, o que observamos ultimamente é um ambiente semelhante ao dos *marketplaces* horizontais antes da pandemia: parece haver uma quantidade excessiva de empresas capitalizadas disputando o lugar de maior consolidador desse mercado. Apesar de ser a única companhia do segmento listada em bolsa, a Petz viu seus competidores atraindo importantes investidores estratégicos. Além da competição entre *players* especializados, o setor vem enfrentando pressão por parte dos *marketplaces* horizontais e *cross borders*. Não fica claro, portanto, quem sairá vitorioso dessa disputa e, mais importante, qual será o nível de rentabilidade estrutural resultante desse ambiente.

Cobasi recebe aporte de R\$ 300 milhões e mira em expansão digital
Conhecida pelos shoppings para animais no Brasil, a empresa vai acelerar sua expansão a partir de aquisição de participação minoritária da Kinea Private Equity

Negócios
BR Partners investe na PetCamp, 'a Petz do interior'

Petlove capta mais R\$ 750 milhões, acelerando a corrida pelo melhor ecossistema pet do Brasil
Capital será usado para aprimorar o programa de assinaturas da Petlove e para ampliação da malha logística

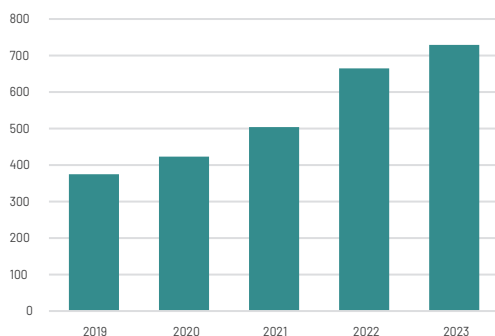
Negócios
Família Jereissati compra 20% da Petland

Fonte: Brazil Journal, Exame, InfoMoney; Elaboração: Kínitro

No varejo alimentar, o fenômeno do atacarejo se tornou um modelo vencedor nos últimos anos, capturando quase metade das vendas totais do segmento no Brasil, graças ao maior nível de eficiência de operação do formato, permitindo preços mais baixos ao consumidor. Em um primeiro momento, a forte expansão desse canal trouxe impacto para hiper e supermercados tradicionais, fazendo estes perderem participação de mercado. Inclusive, nota-se um movimento de conversão de lojas desses modelos para o de atacarejo, assim como algumas aquisições no setor. Pensando em um segundo momento, temos observado com bastante preocupação o risco de piora do ambiente competitivo dentro do formato, considerando a sobreposição geográfica de certas empresas e o risco de canibalização num modelo de negócios com margens apertadas e competição perfeita. Nos últimos quatro anos, as três companhias listadas em bolsa dobraram o número de pontos de venda, enquanto os competidores regionais não listados também conseguiram expandir fortemente.

PERSEGUINDO OS VENTOS FAVORÁVEIS DO BRASIL

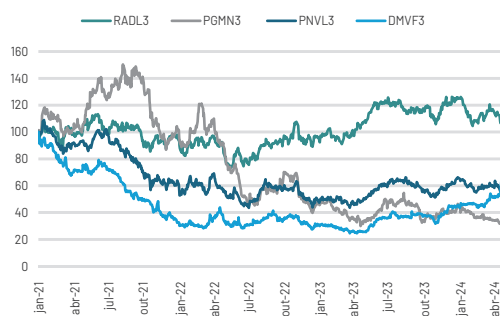
Atacarejo: número de lojas somadas entre Carrefour, Assaí e Grupo Mateus



Fonte: Companhias; Elaboração: Kínitro

Por fim, no varejo farmacêutico, tivemos casos recentes que demonstraram como (1) um vento macro setorial a favor, por si só, não garante o sucesso microeconômico dessas teses e (2) como pode ser difícil replicar os aspectos qualitativos das empresas líderes em segmentos ultracompetitivos.

Preço por ação – 100=01/01/2021

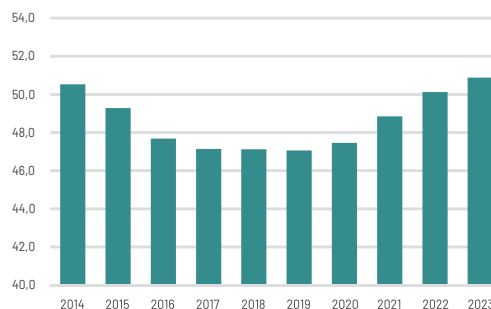


Fonte: Bloomberg; Elaboração: Kínitro

As idiosincrasias microeconômicas das empresas brasileiras não se restringem ao varejo. O setor de saúde segue em mais um ano de dificuldades, apesar do quadro demográfico extremamente favorável, como comentamos no estudo de 2022. Os efeitos da ingerência política, incentivos conflitantes na relação entre prestadores e pagadores

e comportamentos que desafiam a lógica econômica em alguns *players*, criam um ambiente complexo, gerando pressão de custos, piora no ciclo de caixa e elevação de glosas (faturamento não recebido) que estão se traduzindo em aumento de preços ao consumidor. Por mais que tenhamos recuperado o patamar de 50 milhões de vidas seguradas após quase dez anos decepcionantes, fruto do aquecido mercado de trabalho, a piora qualitativa dos negócios foi nítida, o que parece um contrassenso.

Planos de saúde – Vidas seguradas no Brasil

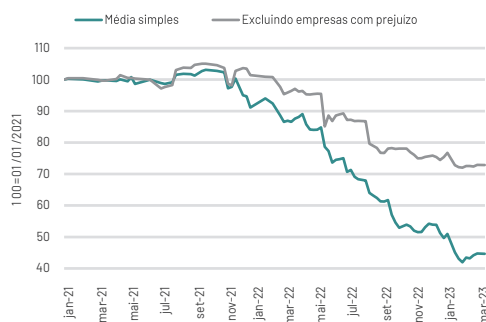


Fonte: ANS; Elaboração: Kínitro

Algumas dessas companhias hoje se encontram em dificuldades mesmo após um grande volume de capital injetado pelo mercado nos últimos anos entre IPOs e *follow-ons*. De novo, a dicotomia entre o macro e o micro aparece e turva o ambiente de negócios dessas empresas. Abaixo, assim como fizemos para o setor de varejo, podemos analisar o intenso processo de revisão na expectativa de lucros para as empresas de saúde³.

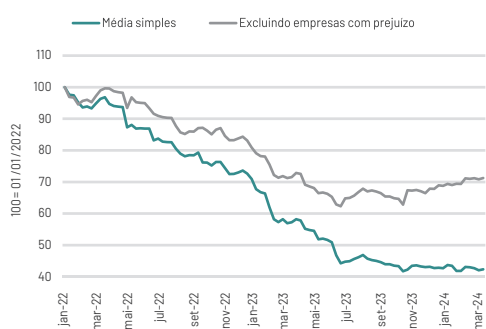
PERSEGUINDO OS VENTOS FAVORÁVEIS DO BRASIL

Revisão na expectativa de lucros do setor de saúde para o ano fiscal de 2022



Fonte: Bloomberg; Elaboração: Kínitro

Revisão na expectativa de lucros do setor de saúde para o ano fiscal de 2023



Fonte: Bloomberg; Elaboração: Kínitro

Revisão na expectativa de lucros do setor de saúde para o ano fiscal de 2024



Fonte: Bloomberg; Elaboração: Kínitro

Casos semelhantes também acontecem em empresas com bom histórico de execução, como a Localiza, que após um processo

de fusão com o seu maior concorrente, alcançou uma frota de 650 mil carros e terá adiante o desafio de seguir crescendo na velocidade que o mercado espera, além de conseguir demonstrar sua capacidade de renovação de frota em um mercado automotivo mais complexo do que antes da pandemia.

No setor bancário, desde o estudo de 2022, temos mais indicações do impacto da disrupção tecnológica e do aumento concorrencial em um ambiente sem as mesmas barreiras de entrada anteriores. Nesse novo ambiente, competidores com pouco mais de uma década de existência têm conseguido ganhar participação de mercado sobre incumbentes com quase 70 anos de história, graças a um modelo ágil e de estrutura de custos radicalmente diferente. Sem investir no setor desde 2018, temos bons motivos para seguir nesse posicionamento.

Comum a muitos setores, ainda reside a questão tributária num país que decidiu corrigir algumas assimetrias regulatórias que poderão impactar radicalmente alguns setores e empresas específicas. Ao longo do tempo de transição para o novo modelo de encargos, vantagens que outrora acreditavam-se ser de cunho competitivo poderão, na verdade, revelar importantes fraquezas estruturais em certos negócios, sobretudo no varejo.

Em resumo, consideramos a quantidade de ruído microeconômico na bolsa brasileira muito grande nos últimos anos, faltando assim consistência qualitativa nos resultados reportados, na média, pelas empresas domésticas. Mesmo em meio a uma atividade surpreendentemente forte, e iniciado um ciclo de corte de juros, o resultado de importantes setores da bolsa seguem, na média, desapontando as expectativas. Do ponto

PERSEGUINDO OS VENTOS FAVORÁVEIS DO BRASIL

de vista estrutural, vemos riscos em setores e empresas específicas, de perfil sobretudo maduro, num ambiente em que a ameaça de disrupção é cada vez mais elevada e assimetrias tributárias poderão ser corrigidas, fazendo com que o histórico de resultados passados não sejam uma boa base para se projetar o futuro.

Por esses e outros motivos, temos tido pouca alteração na exposição da nossa carteira de ações. Na sequência desse estudo, detalhamos um pouco mais o que nos atrai atualmente na bolsa brasileira.

Parte 2: Perseguindo os ventos favoráveis do Brasil.

Embora não seja uma receita para o sucesso, tentamos construir um portfólio composto, sobretudo, por empresas que possam estar inseridas em algum contexto micro setorial estruturalmente favorável para o desenvolvimento de seus negócios. Como já comentado, nos parece que o modelo pró-consumo que vigorou entre 2004 e 2014 no Brasil representou o grande vento a favor da economia naquele momento, baseado em fatores como: formalização da mão de obra, acesso ao crédito, valorização do salário mínimo, política de auxílios e demografia. Nesse ambiente, muito valor foi gerado por empresas que souberam capturar esse(s) vetor(es).

Entretanto, esse foi o modelo que passou a apresentar alguns sinais de desgaste já na virada da década e que culminou nas primeiras iniciativas de renovação da força motriz do crescimento no país em direção a resolver importantes gargalos que começavam a aparecer. Entre alguns projetos com resultados questionáveis, o tema de infraestrutura pas-

sou a ganhar mais importância. O ponto alto desse momento, em nossa visão, ocorreu na transição de governo em 2016. Em sua agenda de governo, os novos atores da política brasileira citavam, entre outros pontos:

“executar uma política de desenvolvimento centrada na iniciativa privada, por meio de transferências de ativos que se fizerem necessárias, concessões amplas em todas as áreas de logística e infraestrutura, parcerias para complementar a oferta de serviços públicos e retorno ao regime anterior de concessões na área de petróleo, dando-se a Petrobras o direito de preferência;” (Uma ponte para o futuro, 2015 p.18).

Desse momento em diante, mesmo em meio a troca de governos de diferentes ideologias, temos observado que essa temática se manteve, demonstrando a importância que o tema de infraestrutura ganhou no Brasil, com implicações inclusive no mercado de capitais.

Nos últimos anos, o país alcançou alguns marcos importantes na busca de aumentar sua produtividade e resolver alguns de seus problemas, como:

- Novo marco legal do saneamento;
 - Novo marco legal das ferrovias;
 - Renovação antecipada de concessões ferroviárias;
 - Nova Lei do gás;
 - BR do mar;
 - Reforma trabalhista e lei da terceirização;
 - Privatizações diversas, como: Eletrobras, Gaspetro, Transportadora Associada de Gás (TAG), Nova Transportadora do Sudeste (NTS), Cedae, Copel, BR distribuidora, Liquigás, Companhia docas do Espírito Santo (Codesa), EMAE e outras;
 - Volume expressivo de concessões de rodovias, terminais portuários e aeroportos.
- Além desses feitos já concluídos, outros projetos importantes seguem em estruturação atualmente:
- Reforma tributária;
 - Regulamentação do mercado de carbono;

PERSEGUINDO OS VENTOS FAVORÁVEIS DO BRASIL

- Combustível do futuro;
- Gás para empregar;
- BR dos rios;
- Privatização da Sabesp.

Em conjunto, e cada um à sua maneira, esses projetos têm o potencial de contribuir para uma melhor perspectiva da problemática de produtividade no país, que há décadas evolui significativamente abaixo de países comparáveis. Em um momento de transição demográfica à vista e com baixa capacidade pública de realizar os investimentos necessários, caberá à iniciativa privada tentar resolver alguns gargalos que alimentam o quadro de baixo crescimento histórico do Brasil. **Para cada um desses problemas, pode haver um retorno interessante a ser capturado para as empresas dispostas e capazes de resolvê-los.**

Vemos oportunidades de investimentos na bolsa brasileira para fazer parte de algumas dessas iniciativas. Em comum, vemos modelos de negócios com (1) boa previsibilidade de resultados; (2) amplas oportunidades de alocação de capital com retorno superior ao seu custo de oportunidade; (3) baixa exposição à riscos competitivos e/ou de disrupção tecnológica, já que muitos deles incorporam características de monopólios naturais ou possuem ativos dificilmente replicáveis e; (4) negociam em níveis de taxa interna de retorno (TIR) substancialmente acima das NTN-Bs.

Nossa carteira de ações concentra, portanto, 2/3 de sua exposição em segmentos que classificamos como participantes do lado da oferta da economia, englobando setores de ferrovias, portos, saneamento, ges-

ção de resíduos e energia elétrica. Trazemos na sequência uma exposição resumida de algumas dessas teses.

ORIZON

- Empresa líder dentro de um mercado fragmentado e com altas barreiras à entrada.
- Contratos de longo prazo pulverizados e corrigidos anualmente por inflação, garantindo alta previsibilidade de resultados e maior potencial de alavancagem para movimentos de consolidação.
- Opera em verticais de margens altas que demonstram uma grande resiliência de resultados, dada as características estruturais da cadeia de resíduos e do valor de escassez dos seus ativos.
- Possibilidades de crescimento (in)orgânico substancial em termos de volume e preço advindas do aperto regulatório no setor.
- Opcionalidades no que diz respeito à comercialização de créditos de carbono, recicláveis e biometano, temas ainda pouco desenvolvidos no país e que contribuem positivamente para a margem consolidada da companhia.
- Gestão sênior com *track-record* de execução.

PERSEGUINDO OS VENTOS FAVORÁVEIS DO BRASIL



A Orizon é responsável pela destinação final de 10% dos resíduos gerados no Brasil. São mais de 8 milhões de toneladas de lixo que passam pelos seus aterros sanitários todos os anos, gerando oportunidades de monetização diversas no que diz respeito à venda de subprodutos. Dentre eles: gás renovável, eletricidade, recicláveis, fertilizante e créditos de carbono, que por sua vez precificam as externalidades ambientais benignas das atividades da empresa.

São 16 aterros localizados em diferentes regiões do país. Ativos escassos, que levam de 5 a 7 anos para serem licenciados e erguidos na eventualidade de se encontrar espaço físico para tal. E como o resíduo não viaja bem, a onerosidade do frete gera uma dinâmica de monopólio regional que facilita as discussões de preço da tonelada, dada a falta de alternativas por parte dos municípios atendidos. Os mesmos que, independentemente de ciclos macroeconômicos e políticos, continuam a gerar resíduos ininterruptamente, garantindo perenidade aos resultados de operadores de aterros sanitários como a Orizon.

Em função dessas características, a destinação final concentra a maior parte da rentabilidade da cadeia de resíduos, que também envolve atividades de coleta e varrição. Tal qualidade fica ainda mais pronunciada quan-

do incluídas as atividades de valorização do lixo.

Hoje, vislumbramos grandes alavancas de geração de valor em todas as verticais de atuação da empresa.

No nível dos aterros, a penetração ainda alta de lixões a céu aberto cuja ilegalidade e encerramento são previstos pela Política Nacional de Resíduos Sólidos e pelo Novo Marco do Saneamento, serve de oportunidade para consolidação. A destinação inadequada de 40% do resíduo gerado anualmente no Brasil, que contribui para a emissão de gases poluentes, contaminação de lençóis freáticos e disseminação de doenças, cederá espaço para alternativas mais sustentáveis que sejam capazes de reaproveitar insumos hoje desperdiçados. Assim, serão cerca de 30 milhões de toneladas de lixo sujeitas a uma correção de rota nos próximos anos, vetor que favorece a reprecificação de serviços e produtos ofertados pelos aterros. Dentro deste contexto, a companhia se encontra numa posição única para continuar perseguindo oportunidades de ampliação do seu banco de lixo, assim viabilizando a reprodução da sua estratégia de valorização.

Em relação ao gás, vale ressaltar o diferencial competitivo da molécula de biometano. Recentemente, tornou-se economicamente atrativa a atividade de purificação do biogás, resultado da decomposição da matéria orgânica aterrada na ausência de oxigênio, e venda do produto resultante: o RNG (*Renewable Natural Gas* ou biometano). Trata-se de um gás com propriedades altamente semelhantes às do fóssil, e que por isso, pode utilizar a mesma infraestrutura de transporte do segundo, bem como servir de substituto para o mesmo. Além disso, quando se

PERSEGUINDO OS VENTOS FAVORÁVEIS DO BRASIL

trata de uma originação atrelada a resíduos, a oferta do RNG de aterros sanitários é estável e com um preço de referência desassociado do petróleo e do dólar, além de estar muito próxima aos centros consumidores.

Na referida vertical, a companhia prevê um montante de R\$1,2 bilhão em investimentos nos próximos anos, trazendo luz para um novo negócio com contratos de longo prazo indexados à inflação e com margens superiores à operação de destinação final de resíduos.

No que tange ao crédito de carbono, o enxergamos como uma opcionalidade provável. O referido ativo dá o sinal de preço da externalidade positiva gerada pela captura ou não emissão na atmosfera de gases de efeito estufa, tendo como compradores empresas com metas discricionárias e/ou regulatórias de descarbonização. Explicado de outra forma, o preço de equilíbrio do crédito de carbono deveria ser aquele que torna o agente indiferente a poluir ou aderir a fontes energéticas limpas. Hoje, acreditamos que tal ponto de equilíbrio se encontra em níveis relevantemente superiores aos praticados pela Orizon no mercado voluntário de carbono. Mas deixando de lado a opinião acerca do imprevisível, trata-se de uma via de monetização futura de difícil projeção, por ser uma *commodity*, cujos valores esperados são majoritariamente recompensadores devido ao custo marginal zero da comercialização do crédito.

Por fim, nos recicláveis também existem boas oportunidades. O resíduo recebido pelos aterros pode ser submetido a um processo de triagem mecanizada a fim de reaproveitar o que uma vez seria desnecessariamente aterrado, aumentando assim a vida útil dos espaços de destinação e agregando no-

vas frentes de monetização para a empresa. Dentro do desenho do projeto, existe a possibilidade de cobrança adicional à tarifa praticada na entrada do aterro, além da venda de CDR (combustível derivado de resíduos), reciclados e créditos de reciclagem. Ainda é uma iniciativa incipiente, entretanto, o atraso excessivo nos índices brasileiros relacionados à economia circular nos indicam bons ensejos para o futuro da companhia.

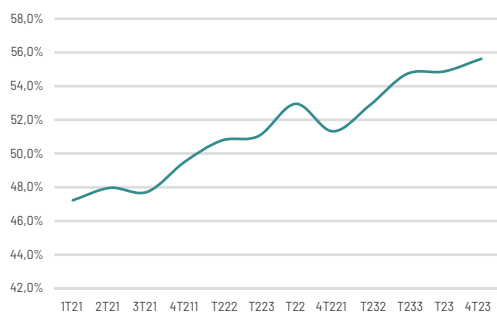
O empenho conjunto nessas frentes, na nossa concepção, deveria multiplicar os resultados da Orizon por algumas vezes ao longo dos próximos anos. O interessante, porém, é que o mercado não parece atribuir qualquer chance de sucesso à execução da estratégia apresentada.

Não lemos tal ceticismo como de todo infundado, tendo em vista a margem para frustração que as metas ambiciosas da Orizon parecem dar aos investidores. No nosso ponto de vista, embora a preferência própria se incline mais a favor de um discurso empresarial do “realista a ser superado” do que o “otimista a ser atingido”, há de se reconhecer que cabe aos gestores - os que mais entendem do negócio - definir o tamanho dos objetivos a serem perseguidos e a forma pela qual estes devem ser transparecidos aos *stakeholders*.

Fonte recente de discussão foi o cronograma de certificação e venda dos créditos de carbono, atrasado por motivos exógenos à gestão da empresa. Um claro exemplo de episódio que, embora trate de uma opcionalidade, fez se contaminar o sentimento acerca do todo e ofuscou os motores mais tangíveis de resultado da companhia dos próximos anos. No caso, a alavancagem operacional dos aterros sanitários e a implantação das plantas de biometano.

PERSEGUINDO OS VENTOS FAVORÁVEIS DO BRASIL

Aterros – margem bruta ex-D&A Orizon LTM



Fonte: Companhia; Elaboração: Kínitro

Ainda não encontramos motivos para adotarmos a descrença. Muito pelo contrário, já fomos e continuamos a ser surpreendidos pelas entregas da administração vigente. A mesma que julgamos ser extremamente capaz e preparada para lidar com eventuais adversidades ao longo do caminho, que certamente existirão. E para reforçar essa visão, relembramos aqui alguns marcos importantes que vivenciamos desde 2021, quando nos tornamos sócios da Orizon.

- **Aquisição de ativos da Estre e outros M&A's.** Dentro do processo de recuperação judicial da Estre e da consequente ida a leilão dos seus ativos, a Orizon se sagrou vencedora da disputa, tendo feito uma parceria-chave com a Jive para a aquisição de 7 aterros sanitários. Com esse movimento, paralelo à aquisição de outros 4 aterros, a companhia aumentou em mais de 70% o seu banco de lixo sob gestão.
- **Implementação da termelétrica Paulínia Verde.** Com a vitória do leilão emergencial em meio à crise hídrica de 2021, a Orizon foi um dos únicos participantes a entregar seu projeto dentro

do prazo estipulado pelo edital. Não só isso: em poucos meses e num cenário de pandemia, instalou a primeira planta de biometano do grupo. Marcando, assim, a primeira vez que o referido gás se traduziu em resultados financeiros para a empresa, mesmo que de forma indireta.

- **JV com a Compass e venda do biometano do aterro de Jaboatão dos Guararapes.** Enxerga-se uma busca cada vez maior por alternativas de descarbonização e de diversificação da cadeia de suprimento energética. Nessa linha, diversas distribuidoras de gás já estão estabelecendo metas de representatividade mínima do biometano no seu volume suprido, bem como auxiliando no desenvolvimento do mercado ofertante de RNG. No caso específico da Orizon, vimos a criação de uma JV junto a a Compass, *holding* controladora da Comgás, para investimentos em plantas purificadoras de biogás no aterro de Paulínia, em São Paulo, a serem distribuídos pela própria parceira. Além disso, a companhia contratou boa parte do volume a ser produzido no aterro de Jaboatão dos Guararapes a partir do fim de 2024. Tais eventos, envolvendo os dois maiores aterros da Orizon, evidenciam a tangibilidade do tema e foram fundamentais para atribuímos altas probabilidades de sucesso à referida vertical.
- **Certificação pela Gold Standard.** No primeiro trimestre de 2024, foi concluído o processo de certificação de João Pessoa pela Gold Standard, garantindo assim um selo de aprovação necessário para a venda dos créditos de

PERSEGUINDO OS VENTOS FAVORÁVEIS DO BRASIL

carbono a preços mais premiados. O cronograma sofreu um atraso em relação ao que foi inicialmente previsto, mas foi entregue. Os demais aterros da Orizon também se encontram em fase de aprovação e futuramente também poderão usufruir do mesmo benefício.

Como resultado destas e muitas outras entregas, visualizadas trimestres após trimestres, a ação da Orizon subiu 22,3% em 2021, 25,9% em 2022 e 14,3% em 2023, entregando um retorno acumulado de 76% desde o IPO. No mesmo período, o CDI e o Ibovespa renderam 32,3% e 11,5%, respectivamente. Mesmo assim, ainda acreditamos que estamos lidando com uma das maiores assimetrias que já presenciamos no mercado brasileiro.

COPEL

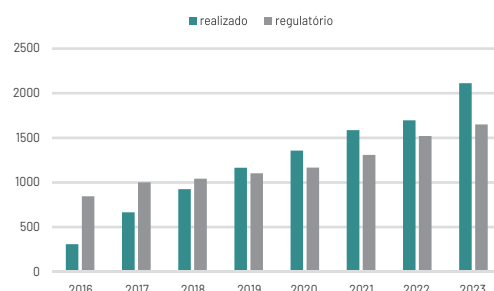
A Copel vem protagonizando um dos *turnarounds* mais bem sucedidos do setor de energia elétrica brasileiro. Uma empresa integrada de energia - atuante na geração, comercialização, transmissão e distribuição - que foi capaz de cumprir com uma agenda exemplar de (des)alocação de capital, mesmo antes de ser privatizada. Desde a entrada da nova gestão em 2019, foi retornado mais de 5x o valor investido aos acionistas por meio da valorização das ações e da distribuição recorrente de dividendos.

Dentro do plano de reestruturação, foram perseguidas metas agressivas de otimização do quadro de funcionários. Como resultado, a companhia atingiu 5.804 colaboradores ao final de 2023, número 24% inferior ao que foi visto em 2018. Adicionalmente, houve relevantes mudanças na estrutura organizacional da empresa de tal forma a eliminar

duplicidades e garantir agilidade nas tomadas de decisão, que se mostraram cada vez mais alinhadas, coesas e assertivas ao longo dos anos. Exemplos disso foram (i) os desinvestimentos de ativos pouco produtivos por quantias que até então somaram R\$2,8 bi, mais de 10% do seu valor de mercado atual; (ii) aquisição de ativos de geração com retornos reais de duplo dígito - obedecendo políticas de M&A's bem definidas -; e (iii) foco no *turnaround* da sua vertical de distribuição.

Sobre o terceiro ponto, valem comentários. De 2019 a 2023, a Copel Distribuição cresceu a sua base de ativos a uma taxa anual de 15,7% ao mesmo tempo em que superou os resultados regulatórios de forma relevante, chegando a atingir 28% de *outperformance* no último ano. Uma importante evolução perante a situação de 2016, quando a adição de base se dava a taxas mais tímidas e a concessionária reportava resultados 60% inferiores às estimativas do regulador. Do inferno ao céu, a distribuidora do Paraná passou a ser uma referência nacional. E embora tenha quase triplicado a sua base de ativos desde 2016, o ainda alto grau de depreciação da mesma continua oferecendo ótimas oportunidades de investimento para a empresa.

Copel distribuição – EBITDA R\$ milhões



Fonte: Companhia; Elaboração: Kínitro

PERSEGUINDO OS VENTOS FAVORÁVEIS DO BRASIL

Enxergamos a grande racionalidade demonstrada na alocação de recursos e a condução “telegrafada” da companhia como pontos fortes da Copel, especialmente num setor já marcado pela previsibilidade. Por isso, atribuímos a ela um dos menores níveis de risco específico da bolsa e, nos preços atuais, encaramos a sua taxa de retorno implícita como a mais interessante dentre as demais empresas integradas de energia. Tal ideia se reforça ainda mais quando consideramos que agora, desestatizada, a companhia se vê livre de amarras que atrapalhavam a construção de um ciclo de composição de capital mais eficiente do que o recentemente demonstrado.

A Copel, na nossa concepção, retrata o racional “defensivo rentável” que historicamente se sobrepôs à pobre remuneração do risco marginal em renda variável brasileira.

SABESP

Vimos, desde a mais recente troca de governo do Estado de São Paulo, um esforço grande no que se diz respeito ao aprimoramento das estruturas societária, administrativa, operacional e de capital da Sabesp. E isso é importante, já que a companhia será responsável por investir cerca de 10/20% do montante anual necessário para o atingimento das metas brasileiras de universalização do saneamento até 2033.

Nos próximos dez anos, o país deverá alocar mais de meio trilhão de reais para incluir na sua rede de coleta de esgoto quase 100 milhões de pessoas desatendidas, número um pouco menor do que a população

economicamente ativa (PEA) brasileira, e elevar a penetração do acesso à água tratada de 84% para 90% da população. A carência por infraestrutura no Brasil mais uma vez se destaca, dando espaço para desenhos contratuais cujos retornos subjacentes - proporcionais ao tamanho do problema - incentivam a participação de agentes solucionadores. Racional esse que parece prevalecer nas discussões que sondam o futuro da Sabesp, hoje subordinada a um modelo de incentivos incompatível à sua importância na evolução do saneamento nacional.

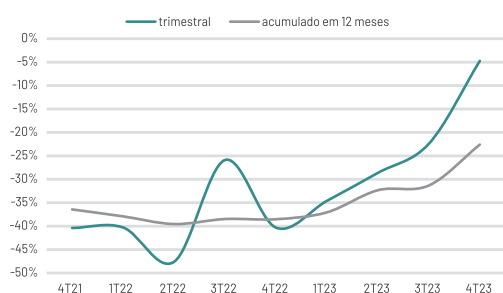
Assim sendo, (i) as boas perspectivas de adição quantitativa e qualitativa à base de remuneração regulatória da empresa; (ii) a otimização da sua estrutura de capital; (iii) a geração de incentivos por meio da adequação da dinâmica tarifária e; (iv) maiores ganhos de produtividade, geram efeitos tão benéficos à sociedade que, na nossa ponderação, se fortalecem os argumentos favoráveis à privatização da Sabesp.

Em boa parte, explicado pelo bom andamento do processo em questão, o presente governo já viu o valor da sua participação na companhia subir mais de 40% desde a última eleição estadual de São Paulo. Valorização esta que, na nossa visão, não se deu apenas por essa agenda. Assim como ocorreu no caso da Copel, as entregas pré-privatização vêm se acumulando de forma acelerada, mostrando melhoras significativas no que diz respeito aos resultados operacionais da empresa. Mais especificamente no quarto trimestre de 2023, percebeu-se uma grande evolução na relação trimestral entre o EBITDA realizado e o regulatório, que alcançou

PERSEGUINDO OS VENTOS FAVORÁVEIS DO BRASIL

um patamar de -5% no período. Indicando assim, na margem, uma importante melhoria frente à média dos últimos 12 meses, que ficou em -23%.

Sabesp – EBITDA realizado vs regulatório



Fonte: Companhia, ARSESP; Elaboração: Kínitro

No mais, vale adicionar que o elevado interesse por parte de potenciais investidores de referência, que buscarão participar na gestão da “nova” Sabesp, nos leva a considerar que talvez exista mais valor a ser gerado do que nossas contas hoje apontam. De fato, as lacunas e sobreposições advindas da gestão estatal oferecem um solo fértil para ganhos advindos da escala e do bom senso gerencial.

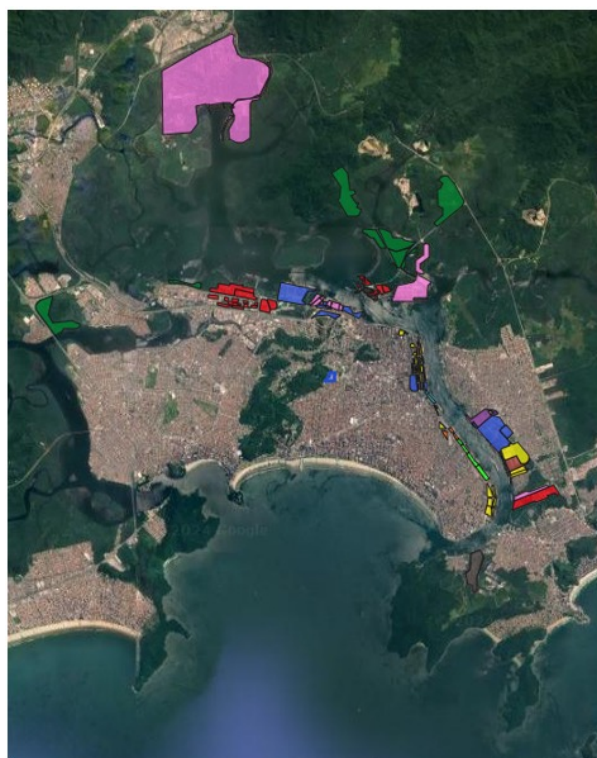
Levando em conta os pontos mencionados, mas não deixando de lado o risco de insucesso no processo de privatização da companhia, julgamos apropriado o múltiplo pago para a adição do referido nome ao fundo, que ficou na casa dos 0,85x RAB.

SANTOS BRASIL

Aos que acompanham o nosso trabalho há mais tempo, a história da Santos Brasil (STBP) vai parecer bastante familiar. Ao longo dos cinco anos em que a ação esteve em nosso portfólio (somente se fez ausente em 6 dos 61 meses de existência do fundo), co-

mentamos em algumas oportunidades sobre marcos importantes que a companhia foi atingindo ao longo desse período. Neste estudo, vamos lembrar essa trajetória e compartilhar reflexões sobre o momento atual da empresa.

O porto de Santos é vital para o Brasil. Além de dominante na região sudeste, responsável por mais da metade do PIB nacional, ele também responde pelo escoamento de diversas outras cargas que atendem as mais longínquas regiões do país. Para o Mato Grosso, por exemplo, é o porto de Santos que movimenta boa parte dos grãos ali produzidos e, na volta, alimenta a região com fertilizantes. De modo geral, o porto é um complexo composto por vários terminais que operam essas diferentes cargas, além de um terminal que atende passageiros.



Fonte: Porto de Santos - Autoridade portuária

PERSEGUINDO OS VENTOS FAVORÁVEIS DO BRASIL

Como componente desse complexo, encontra-se o terminal Tecon Santos, controlado pela Santos Brasil e responsável por movimentar, sobretudo, contêineres tanto de importação como de exportação. Além dessa operação, a companhia também controla terminais de contêineres em outros dois portos, um terminal de veículos, uma operação logística e, atualmente em fase de construção, um terminal de granel líquido no porto de Itaquí-MA. Nesse texto, nosso foco será apenas no Tecon Santos, já que essa operação representa a maior parte do resultado final.

Para explicarmos a história da STBP, é necessário voltarmos 10-15 anos no tempo, num momento em que o Brasil era capa da revista *The Economist*, e em 2010, apresentava um crescimento de notáveis 7,5%, perdendo apenas para a China e a Índia. Em função dessa pujança econômica, e em meio ao crônico subinvestimento em infraestrutura que o Brasil enfrenta desde o final da década de 70, diversos gargalos logísticos começaram a se destacar no país, dentre eles, o próprio porto de Santos, que naquele momento, já enfrentava problemas como filas de navios para atracação.



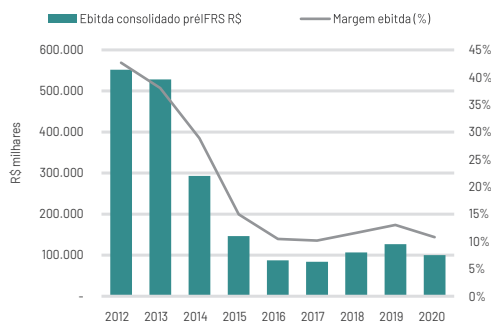
Em 2010, o Tecon Santos respondia por 60% da capacidade de movimentação de contêiner do porto que, somando com os outros terminais do tipo, apresentou um grau de utilização da capacidade instalada superior

a 90% no ano seguinte. Em meio a uma atividade econômica robusta e uma operação estressada no complexo, iniciou-se ainda naquele ano, uma fase de expansão na capacidade de contêineres do porto por meio de dois novos terminais que, juntos, adicionariam quase 3 milhões de TEUs (medida padrão para calcular o volume de um contêiner de 20 pés) de capacidade num porto que movimentara 3,3 milhões nos anos de 2010 e 2011.

Se um aumento de oferta dessa magnitude, por si só, já seria um problema competitivo para o Tecon Santos, a situação conseguiu se agravar por dois motivos: (1) os terminais ficaram prontos num momento em que o Brasil entrou na maior recessão de sua história (2015-2016) e (2) um desses terminais (Brasil Terminais Portuários – BTP) seria controlado por uma parceria entre MSC e Maersk, duas companhias das mais importantes no setor de transporte marítimo global e clientes do Tecon Santos. A STBP enfrentaria então uma dura competição da sua própria clientela em uma conjuntura macroeconômica desfavorável que resultou num período de forte queda de resultados: a empresa perdeu preço e volume em uma estrutura de custos e despesas predominantemente fixos, fazendo assim o resultado operacional consolidado (EBITDA) cair 84% de 2012 a 2016. Com o objetivo de reter um mínimo de volume viável em seu terminal, a companhia aceitou agressivas reduções de preços que, no auge desse movimento, em 2018, atingiu 39% de queda em termos nominais quando comparamos com o preço praticado em 2013. Os baixos preços se manteriam até 2020.

PERSEGUINDO OS VENTOS FAVORÁVEIS DO BRASIL

Santos Brasil – EBITDA (pré IFRS) e margem



Fonte: Companhia; Elaboração: Kínitro

Iniciamos nossos estudos sobre a companhia em 2018. Naquele momento, já havíamos construído um racional construtivo com o setor de infraestrutura no Brasil, e o momento da STBP combinava três elementos que julgávamos suficiente para justificar uma alocação em nosso portfólio.

1. Com a gradual melhora do ambiente macroeconômico, a movimentação de contêineres no porto de Santos foi retomando o crescimento após a contração de 6% em 2016: nos dois anos seguintes, a expansão de volume havia sido de 8% e 7% ano contra ano. Ademais, as novas capacidades foram sendo absorvidas pelo mercado e, com isso, era possível imaginar um momento em que o Tecon Santos voltaria a ser a capacidade marginal disponível do porto, permitindo uma recuperação tarifária.

2. Em 2019, o terminal Libra, que representava entre 10 e 15% da capacidade de contêiner do porto, anunciaria o encerramento de suas operações após a companhia decretar recupera-

ção judicial, com o terreno sendo relicitado para atender a outras cargas que constantemente disputam espaço no porto mais importante do país.

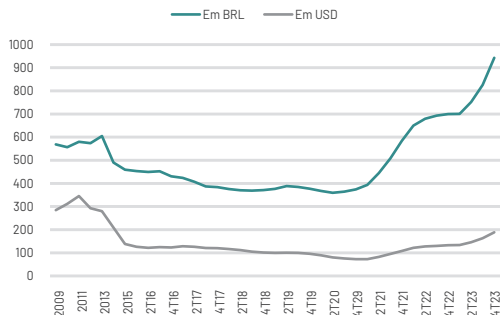
3. Por fim, a STBP negociava em bolsa abaixo do que considerávamos necessário para replicar uma capacidade parecida, baseado no investimento realizado para a construção de diversos terminais de contêineres nos últimos anos no país.

Portanto, ao combinar os três pontos acima, nos parecia ser uma clara virada de ciclo para a companhia. A expectativa de reajuste de preços combinado com crescimento de volume poderia provocar uma retomada de margens e mudar o patamar de resultados da Santos Brasil nos anos seguintes, tudo isso negociando em bolsa abaixo do custo de reposição. No mínimo, acreditávamos que o ativo poderia ser alvo de alguma aquisição dado o valor estratégico que ele possui.

Apesar dos sobressaltos da pandemia, vimos o nosso cenário se concretizar. Aos poucos, os terminais entrantes (BTP e DPW) experimentaram crescimento da ocupação, e sem nova oferta no mercado, o poder de barganha voltou para as mãos da STBP: nos três últimos anos (2021, 2022 e 2023), a tarifa média de movimentação praticada no terminal subiu 152%, enquanto a movimentação cresceu 13% no período. Juntos, esses dois efeitos provocaram uma expansão de margem EBITDA de 11% em 2020 para 38% em 2023 (pré-IFRS) e a companhia, que valia menos de R\$ 2 bilhões em 2018, hoje vale R\$ 11,4 bilhões (abril/2024).

PERSEGUINDO OS VENTOS FAVORÁVEIS DO BRASIL

Tarifa de movimentação – Tecon Santos



Fonte: Estimativa baseada em dados da companhia; Elaboração: Kínitro

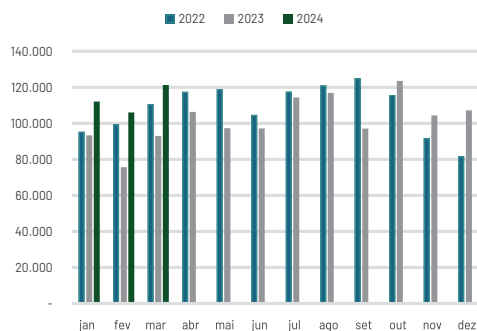
Nossa visão positiva sobre a conjuntura da empresa se materializou, mas em 2023, tivemos motivos para construir um cenário mais estrutural para os anos à frente, fazendo com que a empresa permaneça como uma de nossas investidas.

Ao longo do ano passado, observamos alguns ruídos para o cenário da STBP. Primeiro, havia um questionamento sobre uma eventual nova expansão de capacidade de contêineres em Santos, numa área de arrendamento do porto denominada STS-10, que poderia atingir 2,3 milhões de TEUs de capacidade uma vez concluído. Entendendo que uma capacidade adicional seria negativa para o ambiente competitivo do Tecon Santos, este seria ainda sim um movimento bem diferente daquele feito há dez anos uma vez que o crescimento de oferta seria de 42% em relação à capacidade apresentada em 2022, contra uma expansão que duplicou a capacidade do porto há dez anos. Além disso, o STS-10 ficaria pronto, segundo nossas estimativas, entre os anos de 2027-2030, em um momento em que a capacidade instalada do porto provavelmente estaria bastante elevada. Sobre essa questão, o entendimento final das autoridades foi a de dar um novo man-

dato para o STS-10, para que a área atendes-se a outros tipos de demandas uma vez que, pelo programa de investimentos dos atuais operadores, haveria oferta suficiente para atender à movimentação de contêineres dos próximos anos. Vale dizer que o Tecon Santos se encontra atualmente em um processo de expansão, saindo dos 2 milhões de TEUs em capacidade originalmente para 3 milhões nos próximos anos. Ou seja, claramente os atuais ativos de contêineres do porto ganharam valor de escassez.

Um segundo ruído alimentado em 2023 foi a fraca volumetria de movimentação de contêineres no período, apresentando queda de 4% ano contra ano, somente a terceira queda registrada em quinze anos de dados, sendo as outras duas na recessão brasileira de 2016 e na crise mundial de 2009. Para essa questão, nos parecia claramente uma situação conjuntural, na medida em que o consumo de bens duráveis se normalizava após a pandemia, visão que se confirmou pela retomada de volumes nos dados mensais da companhia.

Volumetria de contêineres (unidades) - STBP



Fonte: Companhia; Elaboração: Kínitro

PERSEGUINDO OS VENTOS FAVORÁVEIS DO BRASIL

Nosso entendimento atual sobre a companhia, portanto, é que ela está inserida em um contexto que lhe favorece. O porto de Santos, pela sua relevância, vem sendo disputado por diferentes cargas, sobretudo com o ótimo desempenho de setores exportadores como grãos e celulose, que deverá continuar em forte expansão nos próximos anos e demandará, cada vez mais, capacidade de escoar seus produtos no porto. Em mais um exemplo dessa situação, o terminal DPW, outro importante operador de contêiner, concluiu este ano (2024) uma parceria com a Rumo para a construção de um novo terminal de grãos e fertilizantes em sua área de operação. Nessa disputa por volumes, vemos o risco de um novo desequilíbrio competitivo em contêineres como pouco provável de acontecer.

Enquanto isso, a Santos Brasil seguirá com poder de barganha suficiente para capturar reajustes reais nos próximos anos, especialmente quando consideramos que o terminal seguirá sendo a principal oferta disponível marginal do sistema, dado o aumento de capacidade em andamento na companhia. Neste sentido, o retorno desse capital empregado deverá ser substancial, permitindo com que a empresa mantenha uma geração de caixa muito saudável. Como a STBP se encontra praticamente sem endividamento líquido, é de se esperar que boa parte dessa geração de caixa seja utilizada para remunerar o acionista: em 2023 a companhia distribuiu quase a totalidade do seu lucro líquido em proventos.

Com isso, entendemos que os bons resultados capturados nos últimos dois anos sejam apenas o início de um novo ciclo: após recuperar (e até mesmo superar) a rentabilidade histórica, a companhia deverá apresen-

tar crescimento substancial de seus resultados via volume e preços nos próximos anos. Em nosso entendimento, esse é um ativo de infraestrutura com valor estratégico elevado, combinando características de *growth* e *value*.

MENSAGEM FINAL

O Brasil carece de boas empresas. E colocando as quase mil gestoras de ações do país no denominador, a conta fica ainda mais apertada. O resultado disso são consensos caros com expectativas frágeis e extremamente imediatistas, fatores estes que inevitavelmente nos levam - por ideologia própria - a concentrar nossa carteira de ações em poucas companhias em que a referida norma não parece se aplicar.

Lidamos com o trabalho ingrato de filtrar o tipo ideal de empresa a ser estudada antes de atentar a dinâmicas positivas de curto prazo, nos restando poucos nomes em que comumente a qualidade do negócio, de seus gestores e do seu preço de tela é ofuscada pela ausência de “*triggers*” específicos, pela ascensão de temas alternativos momentaneamente inteligentes, ou pelo conservadorismo seletivo do mercado. Acreditamos na simplicidade e sensatez das discussões que suportam as teses do fundo, gostamos da facilidade de ajuste de rota que esta característica do processo nos fornece, e continuaremos o exercitando na busca por empresas cujos retornos subjacentes independem de vírgulas numéricas e/ou subjetivas.

Involuntariamente, nos vemos cada vez mais investidos no lado da oferta da economia e acreditamos que a classe continuará oferecendo retornos excelentes com um baixo risco de perda permanente de capital.

PERSEGUINDO OS VENTOS FAVORÁVEIS DO BRASIL

OBSERVAÇÕES:

¹ Ver “Março 2024: Inflação de Serviços no Brasil - Desempenho recente e possíveis implicações para a política monetária”

² Índice de média simples composto entre as seguintes empresas: MGLU3, VIVA3, LREN3, SOMA3, TFCO4, CEAB3, LJQQ3, PETZ3, SBFG3, GUAR3, VULC3, ARZZ3, ALPA4, NTCO3, ASAI3, CRFB3, GMAT3, RADL3, PGMN3 e PNVL3.

³ Índice de média simples composto entre as seguintes empresas: FLRY3, ONCO3, KRSA3, HYPE3, RDOR3, DASA3, MATD3, HAPV3 e ODPV3.

Kínitro

CAPITAL



KINITRO.COM.BR