

Carta de Gestão 1º Semestre 2023

 **OCEANA**
investimentos



Introdução

Nesta carta, exploraremos em mais detalhes um aspecto relevante de nossa análise de investimentos: a avaliação que fazemos em relação à alocação de capital de nossas investidas.

Ao se analisar o investimento em uma companhia, é fundamental uma avaliação detalhada do negócio, sua posição competitiva frente a clientes, fornecedores e competidores, uma análise minuciosa de seu balanço financeiro, da qualidade do time de gestão, governança da companhia, dentre diversos outros fatores. De igual importância é a avaliação da alocação de capital de uma empresa. Em nossa experiência, este último fator muitas vezes é subestimado pelos investidores.

A alocação de capital de uma companhia pode ser determinante para o sucesso ou fracasso do investimento. Uma contínua alocação de capital bem-feita ao longo do tempo pode gerar muito valor para os acionistas, criando os famosos “compounders”, empresas que multiplicam seu valor muitas vezes ao longo do tempo. Por outro lado, uma má alocação de capital pode destruir valor econômico, assim como criar enormes desafios de gestão. Uma aquisição equivocada, por exemplo, pode gerar desafios de integração, perda de foco e desafios de gestão financeira, nos casos em que o risco assumido seja excessivo.

A avaliação prospectiva da alocação de capital de uma companhia é um dos grandes desafios do time de análise e gestão da Oceana. Essa avaliação envolve inúmeros elementos e bastante esforço. Naturalmente, o primeiro elemento que consideramos é a avaliação do histórico de alocação de capital da empresa, exercício trabalhoso, mas não muito complexo. De maior complexidade é a avaliação de outros fatores menos tangíveis, como por exemplo: (i) a análise do ambiente de oportunidades que a empresa tem para futuras alocações de capital; (ii) a situação dos potenciais competidores que poderiam disputar os mesmos ativos e espaço de mercado e, (iii) a disciplina financeira e os incentivos dos executivos, conselho de administração e controladores. Sobre este último item, em muitos casos o objetivo dos controladores não é necessariamente a maximização do valor do acionista. Vemos esse desalinhamento de incentivos com maior frequência em algumas estatais, mas não é raro observamos isso também em empresas privadas, onde por vezes o tamanho da companhia importa mais do que deveria para o controlador ou para o corpo de executivos. Nestes casos, vemos a racionalidade econômica e o retorno para o acionista sendo sacrificados em prol de incentivos errados de alguns controladores ou executivos.

Em suma, a avaliação prospectiva da alocação de capital de uma empresa é um exercício trabalhoso, complexo, e que, muitas vezes, traz um grau de subjetividade inevitável. É um trabalho no qual o tempo acumulado que os analistas acompanham a empresa faz diferença, por ser possível observar o comportamento das pessoas – executivos e conselheiros – em diferentes ciclos de mercado.

Ao longo dos quase quinze anos desde a fundação da Oceana - fazemos aniversário em outubro – nossos cotistas foram beneficiados por termos investido em algumas empresas que alocaram capital de forma acertada, gerando enorme valor para os acionistas. Em diversas dessas empresas a geração de valor através da boa alocação de capital foi tamanha que, mesmo após valorizações expressivas das ações, estas seguiram oferecendo uma margem de segurança adequada para continuarmos investidos.

“The ideal business is one that earns very high returns on capital and that keeps using lots of capital at those high returns. That becomes a compounding machine.” - Warren Buffet

Infelizmente, também tivemos casos em que nossas empresas investidas fizeram alocações de capital equivocadas e indisciplinadas, que ocasionaram perdas importantes para os acionistas. Quando isso acontece, é importante uma análise sóbria do fato ocorrido. Erros fazem parte do processo – se for exigido 100% de acerto, nenhuma empresa investirá um centavo pelo resto de sua existência. No entanto, é fundamental avaliar se os erros foram gerados por incentivos errados, falta de disciplina financeira ou falta de governança adequada no conselho de administração e no corpo de executivos.

Para ilustrar a importância da alocação de capital das companhias, a seguir traremos alguns exemplos das nossas investidas. Abordaremos tanto exemplos nos quais movimentos corretos de alocação de capital geraram muito valor para os acionistas, como movimentos que julgamos incorretos, sejam porque destruíram valor econômico ou por terem trazido complexidade adicional sem um claro benefício econômico. Abordaremos os exemplos de Equatorial, Aliansce Sonae e Vibra.

Equatorial

Começamos a investir em Equatorial há mais de uma década, quando o valor de mercado da empresa era próximo a R\$1bilhão – uma fração do valor de mercado atual, superior a R\$ 36 bilhões. A empresa continua sendo uma importante posição da nossa carteira e o histórico bem-sucedido do investimento oferece uma análise interessante.

Muito do sucesso da Equatorial é resultado da composição de um corpo de executivos e conselho qualificados para liderar a empresa, tanto na excelência operacional quanto na eficiente alocação de capital ao longo do tempo. Esses executivos foram capazes de alocar capital de forma a gerar muito valor para os acionistas em vários períodos distintos da história da empresa. Entendemos que os seguintes diferenciais do time de gestão merecem destaque:

- (i) Expertise para realizar o turnaround de ativos complexos, fator que criou um ambiente favorável para a compra de distribuidoras de energia com pouca competição;
- (ii) Agilidade no processo de tomada de decisões quando o retorno prospectivo parecia muito favorável, conforme observamos nos leilões de transmissão de 2016-17;
- (iii) Engenharia financeira inteligente que permitiu a empresa comprar diversos ativos ao longo de sua história e estar preparada para se movimentar em condições adversas de mercado;
- (iv) Disciplina financeira, alocando capital de forma responsável e com retornos acima da média observada no setor e,
- (v) Profundo conhecimento da regulação setorial que permitiu a empresa navegar dentro das regras, posicionando-se na fronteira de eficiência em distribuição e capturando arbitragens regulatórias em geração.

A capacidade de gestão da companhia é uma vantagem competitiva estrutural que, dada sua natureza qualitativa, não pode ser precisamente capturada na modelagem prospectiva, mas que historicamente possibilitou uma enorme geração de valor para a empresa.

Na linha do tempo da Equatorial, o segmento de distribuição teve muito destaque devido aos diversos movimentos relevantes que a empresa realizou neste segmento. Os primeiros foram a CEMAR (Maranhão) e a CELPA (Pará) que atualmente são as concessões mais maduras. Em um passado mais recente (2019), a empresa realizou as aquisições da CEPISA (Piauí) e CEAL (Alagoas), provenientes do processo de privatização das distribuidoras da Eletrobrás. Em 2021, foi a vez da CEEE-D (Rio Grande do Sul) e da CEA (Amapá), que também foram resultados de privatizações e, por fim, em 2022, vimos a aquisição da CELG (Goiás) no processo de venda pela Enel.

Olhando em retrospecto, é possível observar dois pontos em comum sobre as aquisições das distribuidoras: (i) com exceção da CELG, todas foram na modalidade de leilão, nos quais a Equatorial entrou sozinha e, (ii) observamos a entrega de um turnaround mais rápido do que o estimado pelo mercado e pela própria companhia. Esses fatos ilustram a excelência operacional da empresa, que se provou capaz de operar concessões pouco interessantes na visão de outros players e entregou resultados acima do esperado.

Hoje, ainda observamos oportunidades de aquisições no segmento de distribuição em duas principais vertentes: (i) empresas ineficientes com dificuldade de manter sua solvência e (ii) reposicionamento de portfólio das multinacionais - notadamente os europeus que estão priorizando as grandes oportunidades de alocação de capital próximas às suas matrizes, reflexo dos compromissos de descarbonização.

Em adição à aquisição de distribuidoras, a empresa também se provou ágil e capaz de fazer movimentos acertados em outros segmentos quando a janela de mercado trouxe oportunidade. O exemplo mais importante foi a entrada no segmento de transmissão de energia nos leilões de 2016-2017. A Equatorial mais uma vez se aproveitou de um cenário de baixa competição para gerar muito valor para os acionistas. Mais recentemente, a empresa ingressou nos setores de saneamento e energia renovável.

Fizemos o exercício de tentar estimar os retornos dos diferentes movimentos de alocação de capital da empresa, considerando o que já foi entregue e as nossas estimativas futuras. Nossa conclusão foi de que no segmento de distribuição, desde a aquisição da Celpa, a empresa vem entregando alocações de capital consistentes com retornos alavancados acima de 15% real. Em saneamento e geração, segmentos novos para a companhia, foi possível verificar retornos acima de dois dígitos. Por fim, em transmissão, a empresa se aproveitou de uma excelente janela de mercado e o retorno ficou acima de 20%, que ajustado pelo risco, foi um destaque relevante.

Dado seu excelente histórico, acreditamos na capacidade da empresa de seguir gerando valor no segmento de distribuição – que oferece boas oportunidades nos próximos anos – ou em outros segmentos, como fizeram anteriormente.

“We believe that when the right talent meets the right opportunity in a company with the right philosophy, amazing transformation can happen.” - Reid Hoffman, fundador do LinkedIn

Aliansce Sonae

As empresas listadas do setor de shoppings no Brasil sempre foram reconhecidas pela qualidade e resiliência dos seus ativos, mas nunca foram particularmente reconhecidas por gerar valor via uma boa alocação de capital. Dito isso, é digno de nota a quantidade de movimentos acertados de alocação de capital que a Aliansce Sonae efetuou nos últimos 5 anos.

Após o anúncio da fusão com a Sonae em meados de 2019, as ações da Aliansce se apreciaram de forma substancial. No fim de 2019, a empresa aproveitou uma janela de mercado bastante favorável e emitiu ações a um *cap rate* de 6,5% (renda anual medida pelo lucro operacional líquido (NOI) dividida pelo investimento), gerando uma desalavancagem importante que abriu espaço para futuros movimentos de consolidação setorial.

Com a crise do Covid em 2020, as ações de todas as empresas de shopping se desvalorizaram significativamente e a Aliansce pôde aproveitar seu balanço desalavancado para efetuar recompras de ações a preços muito deprimidos – a recompra foi realizada a preços aproximadamente 40% inferiores ao preço do aumento de capital em 2019.

Ao longo de 2022, aproveitando-se de ainda apresentar o balanço menos alavancado do setor, a Aliansce realizou o movimento mais transformacional de sua história, a fusão com a BrMalls. Parte da fusão foi realizada através de um pagamento em caixa de R\$1,2 bilhões, a cerca de 12,5% de *cap rate*. Na nossa visão, foi um excelente movimento e foi efetuado a um preço adequado. A nova empresa passou a apresentar um mix melhor de shoppings, com um portfólio mais resiliente que o antigo portfólio da Aliansce Sonae e ainda ofereceu sinergias de G&A não desprezíveis. Entendemos que o Conselho e CEO fizeram um ótimo trabalho para concluir a transação a níveis de preço atrativos.

Após a fusão com a BrMalls, a nova empresa se tornou mais alavancada. Para retornar aos níveis mais adequados/conservadores de alavancagem, o *management* da Aliansce apresentou uma resposta ágil e eficiente: ao longo dos últimos 12 meses, a empresa foi capaz de desinvestir de diversos shoppings menos dominantes do seu portfólio à níveis de preço atrativos (~R\$1,5 bilhões a cerca de 9% de *cap rate*).

A Aliansce Sonae tem sido capaz de compreender as diversas distorções entre mercado público e mercado privado de shoppings centers e tirar proveito dessas distorções, gerando enorme valor para os acionistas da empresa. À

título de exemplos, podemos destacar quando vendeu ativos a um *cap rate* mais atrativo do que a ação negociava e quando emitiu ações a um *cap rate* mais baixo que o mercado privado pagaria em seus ativos.

Mais recentemente, a Aliansce deu mais um passo importante iniciando uma política de dividendo mínimo de 50% de *payout*, criando previsibilidade de retorno para o acionista, através de um *payout* expressivo em um setor historicamente previsível.

Fizemos um ajuste em nossa posição devido à forte apreciação das ações, mas seguimos bastante confiantes na gestão da empresa.

Vibra

Em fevereiro de 2021, foi eleito o novo CEO da Vibra que trouxe para empresa um pouco da sua experiência adquirida com sua longa história no setor elétrico. Pouco mais de 6 meses após sua chegada, em outubro de 2021, a Vibra anunciou uma aquisição transformacional, entrando em um novo setor com a aquisição de uma grande plataforma de energia renovável, a Comerc.

A empresa que antes era vista pelo mercado como uma “cash cow”, ou seja, fluxo de caixa operacional previsível que se traduzia em um fluxo de dividendos robustos, entrou em um segmento novo com um tamanho relevante, comprometendo o espaço de balanço para dividendos e ficando mais exposta às adversidades do segmento de distribuição, segmento este que passou por momentos turbulentos nos últimos anos.

Entendemos que fazia parte da estratégia da empresa se posicionar para a transição energética, mas questionamos a velocidade e retorno em que isso foi implementado. A súbita entrada no segmento a um retorno inferior ao custo de capital, comprometendo boa parte do balanço da empresa não foi um movimento que entendemos como correto. Mais surpreendente para nós foi o curto processo de diligência. Acreditamos que este movimento trouxe à tona uma fragilidade de governança, além de um relevante aumento de risco no balanço pela maior alavancagem.

Entendemos que o processo de alocação de capital em um ativo fora da atividade *core* da empresa exige uma diligência maior que a usual, dado que naturalmente existe um déficit de conhecimento da maioria dos executivos e do conselho sobre a nova atividade. Não identificamos esse maior cuidado nessa transação, muito menos um retorno que compensasse o risco de um processo acelerado e mais suscetível a falhas de avaliação. Estimamos um retorno próximo a 8% real na aquisição da Comerc, nível abaixo do custo de capital da empresa.

Em julho de 2022, o então CEO da empresa e principal defensor da aquisição renunciou ao cargo, aumentando o *gap* de conhecimento setorial na empresa pouco tempo depois da relevante entrada no segmento de energia renovável. Definitivamente uma sequência não-ótima de eventos.

Entretanto, entendemos que há alternativas para mitigar a má alocação de capital já feita. Se por um lado aceitamos o argumento de sinergia entre Vibra e Comerc para os segmentos de comercialização e geração distribuída, temos dificuldade de entender o benefício estratégico de manter a geração centralizada dentro da Vibra. A geração centralizada representa pouco mais de 50% do valor da empresa e dado que é uma geradora sem flexibilidade de comercialização da energia, vemos pouca complementariedade com a Vibra. Na nossa visão, uma potencial venda deste pedaço da empresa poderia reduzir o efeito negativo desta alocação de capital.

Mais recentemente, a empresa trouxe uma proposta de autorização para um aumento expressivo de capital de R\$10 bilhões. Somos sensíveis ao argumento de que alguma flexibilidade é necessária e desejável mas ficamos desconfortáveis em votar favoravelmente à proposta de tamanha flexibilidade para a empresa, considerando que: (i) o passado recente foi marcado por um movimento relevante de alocação de capital com retorno inferior ao custo de capital da empresa; (ii) entendemos que a má alocação de capital foi efetuada na gestão anterior, no entanto o atual conselho e diretoria executiva estão na companhia há pouco tempo e, sem demérito aos novos administradores, não temos histórico que nos permita ter o conforto de que agora veremos boas decisões e, (iii)

após a entrada do novo presidente do conselho a comunicação se tornou mais restrita, dificultando a compreensão da estratégia de longo prazo da nova gestão.

Votamos contra a proposta de aumento de capital, mas a maioria dos acionistas discordou da nossa posição. Já estivemos errados inúmeras vezes ao longo dos nossos quinze anos de história e neste caso, esperamos que estejamos errados mais uma vez.

Atualmente, apesar de ainda negociar a níveis de preço atrativos, Vibra é uma posição menos importante no portfólio da Oceana.

Conclusão

A importância das decisões de alocação de capital não pode ser subestimada. Empresas podem gerar muito valor com alocação de capital ao ponto de se tornarem legítimos “compounders” e serem investimentos rentáveis por muitos anos. Empresas também podem destruir muito valor dos acionistas por uma ou mais aquisições erradas ao longo do tempo.

A tentativa de estimar a alocação de capital futura é um exercício contínuo. Já observamos empresas indisciplinadas se tornarem boas alocadoras de capital, seja com novas pessoas, novos processos ou uma mente aberta a novas ideias. Da mesma forma, já observamos bons alocadores de capital baixarem a guarda ou tomarem riscos excessivos após alguns acertos em sequência. A avaliação é um exercício contínuo no tempo e, diante de novos elementos, nossa avaliação sobre as companhias pode sempre mudar.

Mais uma vez, agradecemos muito aos nossos investidores pela longa parceria e confiança depositada na Oceana.