



4UM SMALL CAPS FIA

No mês de agosto de 2020, o 4UM Small Caps apresentou rentabilidade de -5,9%, e, no ano, acumula queda de -14,4%. Para fins de comparação, o Índice Small Caps (SMLL) apresentou queda de -1,2% no mês, e acumula queda de -14,3% no ano.

Na carta desse mês, falaremos sobre a inclusão mais recente que fizemos no fundo. Dinâmicas bastante favoráveis tanto para a empresa quanto para os setores nos quais atua, valuation atrativo e a presença de catalisadores na tese nos levaram a comprar as ações da Tupy no mês de agosto. No fechamento do mês, a posição correspondia a 10,2% do nosso portfólio.

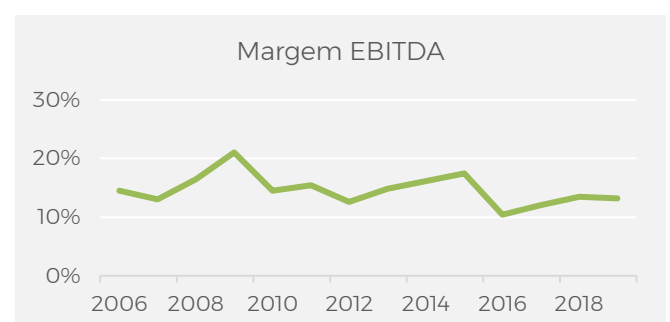
A Tupy é uma fabricante de peças metálicas estruturais, especializada no fornecimento de blocos e cabeçotes de motor para os segmentos automotivo comercial (pick-ups e caminhões), off-road (máquinas, equipamentos e geradores), e veículos de passeio pesados e de luxo. Em menor proporção da receita, produz também conexões de ferro maleável e perfis contínuos para aplicação hidráulica industrial. A companhia possui quatro parques fabris, sendo a matriz em Joinville-SC, uma fábrica em Mauá-SP, e dois parques no México, nas cidades de Saltillo e Ramos Arizpe. Para isto, conta com cerca de 14.000 colaboradores e tem capacidade de produzir até 835 mil toneladas de equipamentos anualmente.

Os principais clientes da Tupy são as grandes montadoras de veículos pesados e máquinas, tais como Ford, FCA, Mercedes-Benz, Volkswagen, Caterpillar e John Deere. A demanda por produtos de seus clientes, por sua vez, está atrelada a

setores que requerem investimento intensivo de capital, como agronegócio, infraestrutura, logística, construção civil e mineração. A companhia vende para mais de 40 países e possui 82% da receita atrelada a moedas fortes, como dólar e euro. Em 2019, a receita líquida da Tupy foi de R\$ 5,2 bilhões.

Essa diversificação de produtos, clientes, setores e geografias traz resiliência para as receitas da Tupy. O cenário atual de real desvalorizado também é benéfico para a companhia por dois motivos: contribui para um aumento nominal de receita e torna os seus produtos mais competitivos.

A resiliência também prevalece nos custos. Os contratos de fornecimento aos clientes da companhia preveem reajustes em caso de aumento nos custos de matérias-primas, que correspondem a cerca de 50% dos custos totais. Alguns destes contratos preveem também o repasse de aumentos dos custos de mão-de-obra, a qual corresponde a cerca de 25% dos custos. Esse modelo seguro, aliado à flexibilidade na produção, ao controle de despesas e ao desenvolvimento contínuo de projetos voltados para ganhos de produtividade, resulta em uma margem EBITDA elevada e consistente. No gráfico abaixo, podemos verificar que a margem EBITDA não ficou abaixo de 10% desde 2006.



Fonte: Economatica; Tupy.



A produção da Tupy é feita sob encomenda, o que dá maior previsibilidade e a permite trabalhar com nível reduzido de estoques. O elevado poder de barganha com fornecedores, considerando que compra sucata ferrosa de diversos negócios próximos às regiões onde atua, se traduz em um prazo maior para pagamento. O prazo médio de recebimento por parte dos clientes é de cerca de um mês e meio, menor do que o de outras empresas industriais listadas que também vendem para montadoras. Em suma, a companhia precisa de pouco capital de giro para crescer e é forte geradora de caixa.

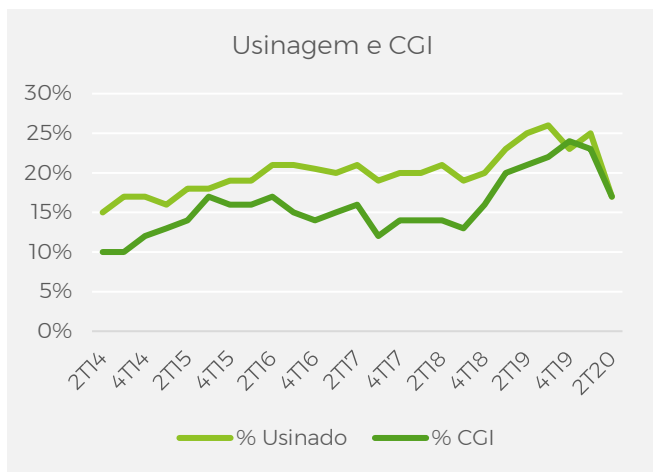
A redução do endividamento observada nos últimos anos também é um ponto positivo. A companhia conseguiu reduzir o indicador Dívida Líquida/EBITDA de 2,5x na metade de 2017 para 0,9x no final de 2019. Apesar do recente impacto cambial mais elevado na dívida (80% em moeda estrangeira) do que no caixa (30% em moeda estrangeira), a maior parte da geração de caixa da companhia é em dólares e euros, compensando este efeito sobre o endividamento. O perfil da dívida é alongado, com o maior fluxo devedor vencendo em 2024

Um dos principais drivers de crescimento para a Tupy nos próximos anos é o avanço na cadeia produtiva e o fornecimento de produtos com maior valor agregado. Entre as formas de adicionar valor aos produtos, se destacam (i) a utilização do CGI, sigla para *Compacted Graphite Iron*, liga metálica desenvolvida de forma pioneira pela Tupy, que é mais fina, leve e resistente; (ii) a usinagem de peças; e (iii) a montagem de componentes. Analisando sob a ótica das montadoras, a utilização do CGI traz uma vantagem competitiva aos motores dos clientes, que ganham

maior potência. Adquirir produtos já usinados e montados permite uma enorme desmobilização de ativos aos que ainda realizam esses processos internamente, o que pode reduzir custos e aumentar o ROIC. Adicionalmente, também permite que o foco seja direcionado às atividades principais do negócio, delegando serviços tidos como secundários pelas montadoras para fornecedores especializados como a Tupy.

Conversamos com algumas das principais montadoras do mundo (visto que quase todas possuem ações listadas em seus países de origem), e percebemos que há de fato uma disposição em terceirizar esses serviços. Estas multinacionais também não têm receio de perder o conhecimento tecnológico dos produtos, pois a fase de desenvolvimento de peças é realizada de forma conjunta entre as equipes de engenharia da montadora e do fornecedor, em um processo que costuma levar de dois a três anos para cada projeto.

Ao final de 2019, 24% do volume vendido pela Tupy continha o CGI e 23% do volume vendido era usinado. No gráfico abaixo, podemos observar a evolução desse percentual desde 2014. A companhia afirma que, em alguns anos, será possível chegar a um patamar entre 30-35%, o que, em nossa visão, contribuirá para um aumento de ticket médio e aumento de margens.



Fonte: Releases da Tupy.

Essa transição, no entanto, tende a ser gradual. O melhor momento para a proposição desses serviços é na renovação dos contratos de produtos já existentes, a qual costuma ocorrer em média em ciclos de cinco anos. A Tupy também monitora a vida útil dos ativos dos clientes, levando em conta que montadoras com máquinas mais antigas terão maior disposição para terceirizar esses processos, em detrimento da realização de um novo investimento de grande porte em bens de capital para renovação de maquinário.

Tendo como pano de fundo a tendência setorial descrita acima, no final do ano passado a Tupy anunciou a aquisição da Teksid, movimento que, em nossa visão, irá gerar grande valor. A Teksid era a fundição cativa do grupo FCA (Fiat Chrysler Automobiles) e, assim como a Tupy, produz blocos e cabeçotes de motor. Conta com mais de 20 mil funcionários, possui plantas em cinco países (Brasil, México, Portugal, Polônia e China) e possui capacidade de produção de mais de 500 mil toneladas por ano. O valor da aquisição foi de 210 milhões de euros, o que correspondeu a um EV/EBITDA atrativo de 4,9x (no momento da aquisição a Tupy negociava a 7,0x). Mesmo considerando as quedas de

volume no cenário atual de pandemia, que atingiram ambas as companhias, estimamos que a aquisição da Teksid traga uma adição de 50% na receita da Tupy e uma série de ganhos oriundos de sinergias.

A mais imediata destas sinergias é relativa a compras. Como as duas companhias utilizam os mesmos materiais na produção, a compra de insumos será unificada, conferindo maior poder de barganha à Tupy frente a seus fornecedores. De forma gradual, haverá uma reorganização dos ativos, o que implicará em reduções de despesas administrativas e com vendas.

Operacionalmente, haverá uma transferência de conhecimento entre as duas companhias no que tange ao desenvolvimento de produtos, tecnologia e melhoria de processos. A flexibilização da produção entre as diversas plantas, algo que a Tupy já realiza atualmente em uma dinâmica denominada “anéis de defesa”, também contribuirá para aumento da eficiência operacional.

Por fim, a Teksid realiza o processo de fundição, mas ainda não fornece serviços adicionais como usinagem, montagem ou peças em CGI. Existe, portanto, uma enorme oportunidade para a Tupy explorar essa nova carteira de clientes e avançar em suas cadeias de valor (principalmente na FCA).

A margem EBITDA da Teksid em 2019 foi de 8,3%. O objetivo da Tupy é trazer essa margem para os 14% (próximo ao patamar atingido pela catarinense em 2019) em até cinco anos. Acreditamos que a Tupy será bem sucedida pois já alcançou objetivo similar em uma situação parecida no passado. As duas plantas que a Tupy possui no México eram



fundições cativas da Caterpillar, a Cifunsa e a Technocast, que foram adquiridas em 2012. Na época, a margem EBITDA da Tupy era de 12,6%. Com a integração das operações e implementação das sinergias, a margem EBITDA aumentou ano após ano, até chegar em 17,5% em 2015.

Sob a ótica macroeconômica, vemos os governos dos países desenvolvidos colocando em prática políticas de expansão fiscal para combater a crise econômica gerada pelo COVID-19. Nos Estados Unidos, tivemos a aprovação do CARES (*Coronavirus Aid, Relief and Economic Security Act*), com volume de USD 2,2 trilhões, e ainda há a chance de aprovação pelo Senado americano de um pacote de infraestrutura no valor de USD 1,5 trilhões (*Infrastructure Bill*). Na Europa, tivemos a aprovação de um pacote de estímulos no valor de EUR 750 bilhões pela União Europeia. Tais medidas contribuirão para amenizar os impactos econômicos da pandemia, e destacamos dois setores aos quais a Tupy está exposta, que possuem uma perspectiva favorável à frente. Os preços elevados de commodities metálicas, tais como os do minério de ferro, do ouro e da prata, tendem a impulsionar o setor de mineração, que passa a demandar mais máquinas de extração e geradores de energia. O bom período de safras nos Estados Unidos e no Brasil aquecem o agronegócio, que passa a demandar mais máquinas agrícolas e veículos comerciais leves, como as pick-ups.

No Brasil, duas recentes mudanças regulatórias trarão benefícios à Tupy. A primeira delas é o recém aprovado Marco do Saneamento, que abre oportunidade para um aumento nas vendas de produtos do segmento hidráulico, que

correspondem hoje a 5% da receita da companhia. E a segunda é a Nova Lei do Gás, aprovada recentemente no Congresso, que altera o regime de construção de gasodutos do modelo de concessão para o de autorização. Segundo estudo da Confederação Nacional da Indústria (CNI), as alterações na lei podem atrair um volume de investimentos de cerca de 10 bilhões de dólares por ano e gerar uma redução de até 50% no preço do gás. Essa redução levaria a Tupy a alterar o mix de sua matriz energética, dado que hoje a participação do gás só não é maior por conta do preço elevado. De forma indireta, novas obras de infraestrutura impulsionadas por ambas as leis (como a construção de redes de água, esgoto e de gasodutos), tendem a aquecer a demanda interna por máquinas, veículos e geradores que utilizam produtos da Tupy.

Podemos pontuar como principais riscos da tese (i) a inviabilidade ou atraso no avanço da cadeia produtiva; (ii) dificuldades na integração com a Teksid; (iii) perdas de contratos com montadoras; (iv) potencial disruptivo do motor elétrico; (v) venda da participação acionária do BNDES; e (vi) apreciação do real. Sobre os três primeiros pontos, acreditamos serem baixas as chances de ocorrerem, tendo em vista que a Tupy nunca perdeu um contrato, já conseguiu realizar integrações bem sucedidas no passado, e tem relações comerciais de longo prazo com maioria dos clientes.

Adicionalmente, acreditamos que o motor elétrico ainda não é uma ameaça concreta para aplicações em veículos pesados e máquinas. Por mais que o interesse de venda por parte do BNDES exista, o banco já anunciou que não há pressa para realizar desinvestimentos e



não acreditamos que um ativo descontado como a Tupy esteja no topo da lista de prioridades do banco.

A despeito dos riscos, temos confiança na equipe de gestão da companhia, que é bastante qualificada. Um ponto de destaque é que o CEO, Fernando de Rizzo, acumula mais de vinte anos de companhia, tendo atuado em diversas áreas, como desenvolvimento de produtos, planejamento estratégico e vendas. O CEO, o CFO e a equipe de RI possuem um bom relacionamento com o mercado e têm mantido comunicações transparentes. Acreditamos que esse trabalho de comunicação é fundamental para trazer visibilidade ao ativo, contribuindo para que o preço da ação passe a refletir o seu real valor justo no mercado.

Estimamos para 2024, após a conclusão da integração com a Teksid, um fluxo de caixa livre para a firma de 450 milhões de reais. Quando o mercado nos deu a oportunidade de adquirir o papel por uma precificação de menos de R\$ 2,5 bilhões, vimos uma janela de oportunidade para adquirir uma participação na Tupy com boa margem de segurança. Acreditamos que o papel segue descontado na bolsa.