



4UM SMALL CAPS FIA

No mês de julho de 2020, o 4UM Small Caps apresentou rentabilidade de 5,6%, amenizando a queda do ano, que acumula -9,0%. Para comparação, o Índice Small Caps (SMLL) apresentou alta de 9,5% no mês, e ainda acumula queda de -13,2% no ano.

Conforme escrevemos nas últimas cartas de gestão do 4UM Small Caps, o recente tobo nos preços das ações diante da crise do covid-19 nos proporcionou algumas boas oportunidades de comprarmos participações em excelentes empresas por barganhas. Algumas destas barganhas foram empresas com alta previsibilidade de resultados, cujos fundamentos não deveriam ser impactados sequer no curto prazo pela pandemia, como a Sanepar, sobre a qual descreveremos a seguir.

A Companhia de Saneamento do Paraná – Sanepar é a responsável pela prestação dos serviços de saneamento básico em 345 municípios do Estado do Paraná e um em Santa Catarina, atendendo cerca de 10 milhões de pessoas. A companhia possui uma rede de distribuição de água de mais de 55 mil km e uma rede de distribuição de esgoto de mais de 36 mil km, o que faz dela uma das maiores companhias de saneamento do Brasil. A companhia é controlada pelo Estado do Paraná, que detém 60% do capital votante, porém apenas 20% do capital total.

A tese de Sanepar combina muito bem com a nossa filosofia de investimento por diversos motivos. Em primeiro lugar, o modelo de negócio de *Utilities* nos atrai bastante por natureza. Esse setor normalmente emprega estruturas de

monopólio na prestação de serviços básicos à população, sejam eles de saneamento básico, energia elétrica ou distribuição de gás natural. Por possuir essa característica monopolística, as companhias do setor são reguladas para evitar abusos de preços por parte das empresas, como contrapartida a esta barreira de entrada. Esse modelo de mercado acaba proporcionando às companhias de *Utilities* uma alta previsibilidade de resultados e de geração de caixa, o que muitas vezes se traduz em uma distribuição generosa de dividendos. Não à toa, historicamente nosso fundo 4UM Marlim Dividendos sempre contou com uma participação relevante do setor de *Utilities* em sua carteira.

Em segundo lugar, vemos com bons olhos o negócio de saneamento básico. Historicamente a demanda por água vem se mostrando bastante inelástica por parte dos consumidores – que são em sua maioria residenciais. Com pouca sensibilidade ao nível de atividade econômica local, as receitas de uma companhia de saneamento básico apresentam menos volatilidade do que seus pares do setor elétrico, que normalmente possuem resultados muito mais correlacionados à atividade econômica. Também vale destacar como atrativo do setor o fato de que as contas de água normalmente representam uma pequena parcela dos orçamentos familiares do Brasil quando comparadas com outras contas de mesma importância, como a de energia elétrica. Esse último fato acaba, de maneira indireta, desincentivando os consumidores a ficarem inadimplentes com as companhias de saneamento, o



que nos traz uma segurança ainda maior nesse período de pandemia.

Se em termos setoriais o negócio de saneamento já nos atrai bastante, as características únicas da Sanepar também são dignas de destaque. Atualmente a companhia opera com margens e retornos superiores às outras empresas de saneamento listadas na bolsa, apresentando nos últimos dois anos margens EBITDA e retornos sobre o patrimônio (ROE) médios de 41% e 16,5%, respectivamente. Além disso, o prazo médio dos contratos de prestação de serviço da Sanepar é de 23 anos, sendo que a companhia renovou contratos com as principais cidades do estado recentemente.

Com toda essa atratividade do setor e da empresa em si, faz sentido indagar-se sobre como seria possível o mercado não perceber tais fatos e incorporá-los totalmente nos preços das ações.

No auge da pandemia, chegamos a observar as ações da Sanepar sendo negociadas a um valor de mercado de R\$ 6,0 bi, um valor que representa menos de 0,6 vezes o valor da sua base de ativos regulatórios, um valor que acreditamos ser uma enorme barganha. O conceito de base de ativos regulatórios (ou RAB, do inglês) é usado mundialmente por agentes reguladores para remunerar as concessionárias de acordo com seus investimentos realizados nas áreas de concessão. Em teoria, o valor da RAB equivale ao valor presente dos fluxos de caixa futuros da concessão, sendo que existem poucos motivos para que os ativos de uma concessão saudável (como no caso da Sanepar) sejam valorados pelo mercado abaixo de seu valor contábil. Atribuimos essa precificação por parte do

mercado a dois pontos pertinentes: risco econômico causado pela pandemia do Covid-19 e ao risco regulatório.

Quanto ao primeiro ponto, já demonstramos no início do texto que esse tipo de risco tende a ser minimizado para companhias do setor de saneamento básico. Do ponto de vista financeiro, a Sanepar apresenta baixa alavancagem, com quase a totalidade das dívidas denominadas em reais, com custos baixos, em cerca de 9% ao ano, e um prazo médio longo, acima de 12 anos. Essa saúde financeira torna a companhia ainda mais flexível no pagamento de dividendos aos seus acionistas, mesmo considerando um robusto plano de investimentos.

Sobre o segundo ponto, acreditamos que o mercado exige um prêmio excessivo das empresas de saneamento, devido ao histórico de interferência governamental e política nos processos regulatórios das companhias desse setor. Reconhecemos que um estado de calamidade pública é um terreno fértil para medidas populistas e intervenções na iniciativa privada por parte de governantes. No entanto, acreditamos que a atividade regulatória do Paraná, desde 2017 comandada pela AGEPAR, está hoje majoritariamente blindada desse tipo de problema, com seu marco regulatório ficando cada vez mais maduro e conhecido por todos os *stakeholders* do Paraná, enquanto ao mesmo tempo o atual governo do estado tem se mostrado mais amigável ao mercado que os anteriores. Esses fatos, somados à inevitável aprovação do novo marco regulatório federal do saneamento (tema da nossa última carta de gestão), nos fazem crer que o risco regulatório precificado pelo mercado foi exagerado.



Como principais riscos da tese podemos apontar os seguintes: risco de prolongamento da pandemia do Covid-19, risco hidrológico no estado do Paraná e o risco regulatório.

O primeiro risco mencionado é facilmente visível não apenas para a Sanepar, mas também para a maioria das empresas que existem no mundo. Afinal, a pandemia está afetando negativamente os negócios da maioria das companhias, além de estar causando mudanças estruturais em diversos setores da economia real. No caso da Sanepar, uma prolongação desse período deve manter a inadimplência em níveis anormais e possivelmente demandar mais medidas de flexibilização de reajustes e pagamentos por parte da AGEPAR, em linha com o que vem sendo praticado por outras agências regulatórias estaduais e no setor elétrico.

O risco hidrológico advém da recente crise hídrica que se passa no estado do Paraná, a mais severa das últimas décadas. A Sanepar vem fazendo uma boa gestão dos seus reservatórios no seu principal centro, a região metropolitana de Curitiba, aplicando rodízios no fornecimento de água e evitando que os níveis das barragens cheguem a zero. Os rodízios acabam tendo efeito negativo na receita da companhia, que acaba faturando menores volumes de água por conta do menor consumo da população nesse grande centro. Uma prolongação no período de estiagem poderia continuar pressionando seus volumes

faturados, além de existir também o risco de serem necessários rodízios mais rígidos para manter os níveis dos reservatórios.

Quanto ao tema regulação, apesar de tudo que já mencionamos acima, reconhecemos que o risco vai continuar existindo no médio prazo nesse setor, mesmo para empresas que possuem um marco regulatório mais maduro, como as empresas do setor elétrico, um mal que assombra o país que constantemente muda as regras do jogo para diversos setores da economia do dia para a noite.

Nossas perspectivas para a companhia continuam muito positivas, principalmente considerando a recente aprovação do novo marco regulatório do saneamento pelo Congresso Nacional, projeto que deve melhorar muito a percepção de risco do negócio de saneamento no Brasil e aumentar a independência das agências regulatórias nos processos tarifários.

Se considerarmos nossa aquisição por um preço médio de R\$ 7 bi e uma geração de caixa livre média por parte da empresa de R\$ 500 milhões anuais nos próximos 3 anos, calculamos um *Free Cash Flow Yield* de 7%, número que consideramos bastante atrativo e que provavelmente se traduzirá em pagamento generoso de dividendos pela companhia. Por fim, podemos concluir que nos tornamos sócios de uma companhia que conta com previsibilidade na geração de caixa e solidez financeira para navegar as recentes crises sem grandes problemas.