



## 4UM SMALL CAPS FIA

No mês de abril de 2020, o 4UM Small Caps apresentou rentabilidade de 4,3%, amenizando a queda do ano, que acumula -26,2%. Para comparação, o Índice Small Caps SMLL apresentou alta de 10,2% no mês, mas ainda acumula queda de -34,1% no ano.

Conforme destacamos na última carta, observamos nos últimos dois meses alguns preços de empresas que são verdadeiras barganhas para o investidor de longo prazo. Nesse sentido, adicionamos quatro novos nomes ao portfólio, sendo um desses investimentos a companhia Enauta Participações, listada no Novo Mercado sob o código ENAT3.

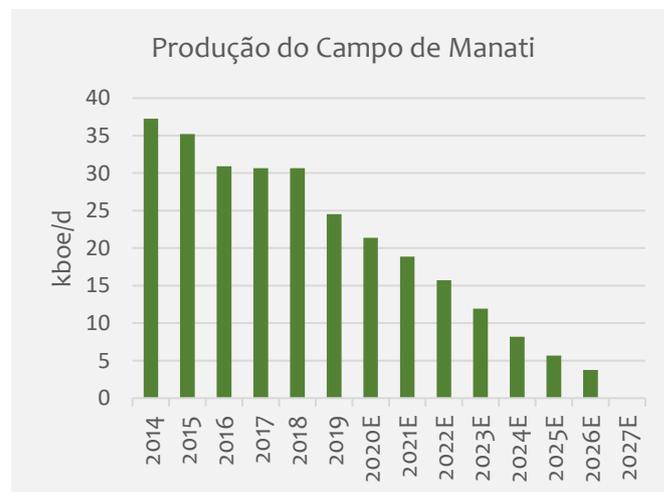
A Enauta é uma companhia que faz exploração e produção (E&P) de petróleo e gás no Brasil, possuindo 2 campos produtores e 16 blocos exploratórios em diversas bacias sedimentares do litoral brasileiro.

A companhia opera desde 2010 e possui um histórico ativo de operações de compra e venda de participações em blocos exploratórios bem como de participação nos leilões da ANP, sozinha ou em conjunto com os demais principais agentes globais desta indústria.

Os ativos produtores e geradores de caixa são o Campo de Manati, localizado na Bacia de Camamu-Almada, no litoral da Bahia, e o Campo de Atlanta, localizado na Bacia de Santos, no litoral fluminense.

O primeiro é um campo produtor de gás natural que responde por mais de 20% da produção de gás natural da região Nordeste e está em operação há mais de 10 anos. A Enauta possui participação de

45% neste campo, que ainda é operado pela Petrobras e produziu, nos últimos cinco anos, uma média de 4,7 milhões de m<sup>3</sup> por dia, com reservas estimadas (2P) de 30,6 milhões boe ao fim de 2019. Para os próximos cinco anos, a companhia estima produzir em média cerca de 2,4 milhões de m<sup>3</sup> por dia, equivalente a 15 mil barris de petróleo ao dia (kboe/d), num ritmo decrescente, reflexo do fim da vida do campo.



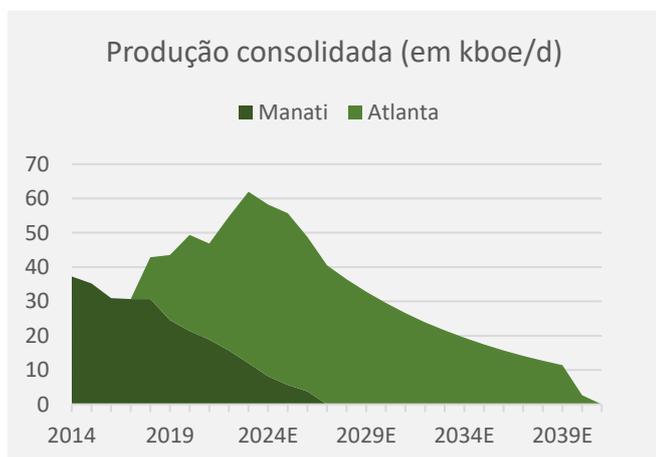
Esta operação ainda se destaca por sua relativa previsibilidade de geração de caixa, devido as características de um contrato de venda do gás firmado entre Petrobras, como compradora e distribuidora, e o consórcio de produtores do qual Enauta faz parte. Além de ter proteção do preço de venda do gás, reajustado pela inflação, este contrato possui cláusula do tipo *take-or-pay*, que obriga a Petrobras a comprar uma parcela mínima de gás da Enauta, independentemente se esse gás for consumido ou não, ainda que eventos de força maior, como a atual crise, tenham sido invocados pela Petrobras para não cumprir tal obrigação.

O segundo ativo é consideravelmente mais relevante para geração de caixa da



Enauta, no qual detém 50% de participação. O Campo de Atlanta, é um campo produtor de petróleo em águas ultra profundas, com lâmina d'água superior a 2.000 metros, no pós-sal da Bacia de Santos, operado pela Enauta e em produção desde 2018. Neste campo são produzidos diariamente cerca de 28 kboe/d petróleo pesado e de baixa concentração de enxofre, qualidades que o tornam especialmente adequado para produção de combustíveis para navios (*bunker*).

O consórcio do bloco, liderado pela Enauta, investiu aqui cerca de US\$ 780 milhões no desenvolvimento do Sistema Antecipado de Produção, e, devido ao seu sucesso operacional, planeja investir cerca de US\$ 1 bilhão na implantação do Sistema Definitivo para expandir sua produção em 80%, diluindo os custos fixos, até 2023, alcançando capacidade de 50 kboe/d.



Além destes ativos já operacionais, a companhia também participa de outros 16 blocos exploratórios com parceiros estratégicos, que dividem expertise e compartilham os riscos.

Estes blocos foram adquiridos através dos leilões da ANP, que requerem pagamento imediato do vencedor na forma de bônus de assinatura, além do compromisso de

investimentos naquele bloco. Os preços destes bônus variam consideravelmente entre localizações, o que é explorado pelas empresas melhor capazes de avaliar seu potencial. A Enauta há anos participa destes leilões, se consagrando vencedora em diversos blocos e muitas vezes obtendo lucros apenas vendendo suas participações para outros.

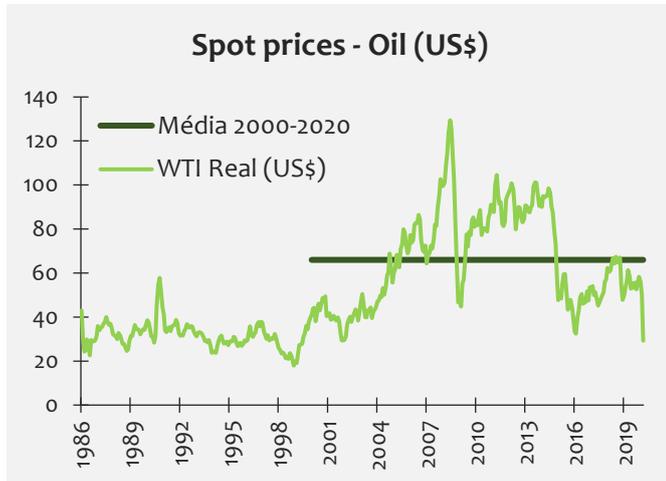
Dentro do portfólio atual, merecem destaque os 9 blocos de águas ultra profundas da Bacia de Sergipe-Alagoas, adquiridos entre 2015 e 2019, nos quais a companhia participa em conjunto com ExxonMobil e Murphy Oil. Apesar de ainda não terem sido perfurados, o fato desses ativos estarem localizados em posições adjacentes a blocos nos quais a Petrobras já fez descobertas relevantes é indício do seu potencial exploratório.

Na nossa visão, a queda de 65% na cotação das ações da empresa entre a metade de janeiro e a metade de março gerou uma oportunidade de compra. Enquanto o mercado se deparou com uma tempestade perfeita para o setor, defendemos a tese de que Enauta é capaz de suportar, com considerável margem de segurança os ventos contrários que se assomam.

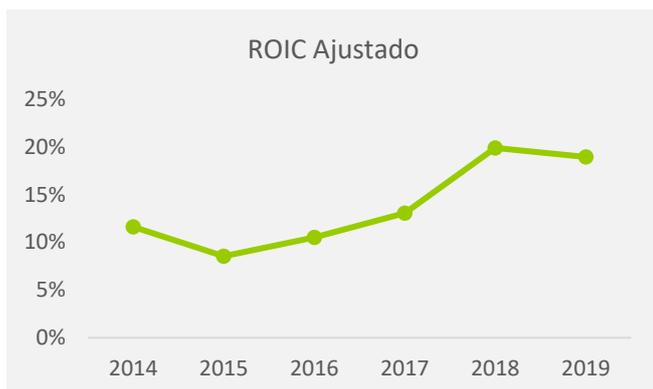
De um lado temos a queda abrupta de demanda pelo setor de transportes, responsável por dois terços da demanda global diária de, em grandes números, 100 milhões de barris antes do início da crise. Esta redução já gerou excesso de oferta e escassez imediata de capacidade de armazenagem do produto, gerando até preços negativos de compra com entrega física no curto prazo. Por outro lado, o choque de preços inicialmente causado pelo impasse em acordo de cortes de produção entre dois dos



principais produtores do mundo, Arábia Saudita e Rússia, já levou o valor dos contratos de referência de US\$ 63 ao fim de 2019 para US\$ 26 ao final do mês.



Quando analisamos os dados financeiros da Enauta, no entanto, encontramos qualidades que buscamos nas companhias investidas e que nos deram tranquilidade em enfrentar este momento. Em primeiro lugar, observamos que a empresa gera valor. A companhia apresentou um ROIC médio, já considerando as despesas exploratórias, de 13% nos últimos 4 anos.



Em segundo, a companhia possui baixa alavancagem. Financeiramente a empresa possuía caixa líquido de R\$ 1,5 bilhões, resultado de R\$ 1,7 bi de caixa e R\$ 250 milhões de dívida total, ao custo médio de BRL 4,8% a.a.



Operacionalmente, a empresa atua com uma estrutura enxuta, de apenas 120 funcionários e despesas administrativas de R\$ 50 milhões ao ano. Dentro de sua estrutura de custos, o componente fixo mais relevante é o sistema de produção de Atlanta, de US\$ 90 milhões por ano, compondo o total de custo fixo de cerca de R\$ 450 milhões em 2019.

A rentabilidade de longo prazo da operação do Campo de Atlanta depende naturalmente do equilíbrio no preço da commodity. O custo médio por barril do Campo de Atlanta, a partir do qual a sua extração é lucrativa, é de cerca de US\$ 25, considerando seus custos totais de operação, fixos e variáveis, chamados de *lifting costs*, bem como os impostos devidos. Como alívio de curto prazo, a empresa tem 30% da sua produção até julho com preços contratados ao valor médio de US\$ 57 por barril.

Não acreditamos que a recente queda de demanda se mantenha no médio prazo, pois entendemos que parte relevante da produção global não é economicamente viável nesses níveis. A grave pressão financeira de curto prazo deve gerar naturalmente a destruição e contenção de capacidade produtiva ao redor do mundo, levando ao ajuste gradual do preço e beneficiando aqueles que tiveram capacidade de se manterem saudáveis neste mercado.



Em meio a este cenário, o mercado ofereceu uma barganha. Chegou a avaliar por R\$ 2,2 bilhões uma empresa que possui i) 1,5 bilhões em caixa líquido, ii) 600 milhões em recebíveis de curto prazo pela venda de participação em um bloco exploratório para a Equinor, iii) a geração de caixa quase garantida pela Petrobras de, em média, R\$ 120 milhões ao ano por pelo menos mais três anos, iv) a participação de 50% no Campo de Atlanta com sistema antecipado com capacidade de extração de 10 milhões de barris ao ano, v) a opção de expandir em 8 milhões de barris ao ano por um investimento de US\$ 1 bilhão em Atlanta, junto aos parceiros do consórcio e vi) o leque de opções negociáveis de exploração dos outros 16 blocos, sendo tudo isso gerido por uma equipe experiente com alguns dos melhores profissionais da indústria e estrutura de governança profissional, listada no Novo Mercado.