

Nebraska Capital – Nono Relatório de Investimentos – Abril/2019

Para relembrar, nestes Relatórios de Investimentos tratamos dos desenvolvimentos de nossos investimentos, especialmente dos principais, além de outros tópicos que consideremos de interesse compartilhar com você. Nesta edição, falamos da aquisição feita pela Equatorial de duas distribuidoras, em leilões de privatização.

Equatorial (13% do fundo):

Em dezembro de 2016, escrevemos um relatório sobre a participação bem-sucedida da Equatorial em um leilão de linhas de transmissão greenfield. Naquela época, investidores e empresários em geral estavam profundamente receosos em relação à economia brasileira, resultando em um leilão com retornos prospectivos sobre o capital investido ineditamente altos, além de condições contratuais favoráveis. Agora, voltamos para relatar a aquisição, pela Equatorial, de duas das seis distribuidoras deficitárias que a Eletrobrás (*holding* de energia elétrica do governo federal) conseguiu leiloar em 2018, um feito pelo qual o governo e a administração da *holding* merecem aplausos, especialmente tendo em conta todos os obstáculos que precisaram ser contornados. Com todas as restrições legais, era impossível para a Eletrobrás operar essas empresas para seus clientes de maneira satisfatória e sem perder dinheiro. (Em relatórios anteriores, escrevemos extensamente sobre regulamentação e “concorrência indireta” no setor de distribuição no Brasil, portanto, não iremos nos repetir).

Em 2018, no entanto, o clima estava muito melhor do que no final de 2016, especialmente para os ativos de energia elétrica. Durante o ano, os projetos de transmissão foram geralmente leiloados para os vencedores que ofereciam descontos superiores a 40% sobre as receitas anuais permitidas, enquanto a Equatorial ofereceu, em média, 12% em 2016. Talvez ainda mais significativo seja o fato de que, no primeiro semestre, uma incrível guerra de lances entre a Neoenergia (controlada pela espanhola Iberdrola) e a italiana Enel pelo controle da Eletropaulo (distribuidora problemática, com passivos desafiadores, que opera na cidade de São Paulo) fez com que as ações da empresa adquirida subissem de menos de R\$ 15,00 para mais de R\$ 45,00 (devido ao *tag along*). Ainda bem que a Equatorial ficou nos bastidores enquanto tudo isso estava acontecendo.

Como já dissemos inúmeras vezes, a força da Equatorial emana do seu capital humano. Além da Equatorial, apenas duas outras empresas locais fizeram lances para os ativos de distribuição da Eletrobrás: a Energisa, *holding* com algumas semelhanças com a Equatorial, e a Oliveira Energia, que opera usinas em regiões não ligadas à rede nacional. Esta aparente falta de interesse esconde o fato de que muitos fundos e *holdings* estrangeiras de energia elétrica analisaram as empresas sendo vendidas, e todas elas precisam de recuperações difíceis. Esse desafio gerencial provavelmente assustou as outras partes, não apenas porque operar bem distribuidoras (especialmente em regiões pobres) é muito difícil no Brasil (por razões que abordamos em relatórios anteriores, como furto de eletricidade e inadimplência de clientes), mas também porque há escassez de pessoal qualificado para fazer isso.

A Equatorial fez lances para apenas dois dos seis ativos. Embora tivesse interesse nos demais (especialmente no grande localizado no estado do Amazonas), optou, conservadoramente, por não correr consideráveis riscos legais. Essas quatro empresas obtêm parte relevante da sua energia elétrica de usinas locais

movidas a diesel, uma fonte de eletricidade extremamente cara. Como a regulamentação exige que as distribuidoras paguem as contas de perdas de eletricidade acima de um determinado limite, e como essas empresas estão operando acima de seus limites, essa possível conta, mesmo que por um curto período de tempo, poderia tornar essas empresas inviáveis do ponto de vista econômico. O governo tentou resolver essa questão com uma lei (distribuindo o ônus entre todos os consumidores de eletricidade do país) por muitos meses, mas a costumeira confusão dos legisladores acabou por prejudicá-la e os leilões continuaram sem ela ou, como no caso do Amazonas (onde certamente ela é imprescindível), com uma Medida Provisória (lei temporária e mais fraca emitida pelo Executivo).

A Equatorial foi a única a apresentar proposta e arrematou os dois ativos na região Nordeste, onde já possuía a Cemar, que está, possivelmente, entre as cinco maiores distribuidoras do Brasil. Os leilões foram planejados de modo que o vencedor fizesse um pagamento simbólico à Eletrobrás, injetasse um valor pré-definido de capital na empresa adquirida e assumisse todos os passivos pendentes. Os lances representariam um desconto para (a) o perdão de parte da dívida assumida, (b) uma sobretaxa por um ciclo regulatório (cinco anos), e (c) um limite maior de perdas de eletricidade pelo mesmo período.

Em 26 de julho, no primeiro leilão, a Equatorial fez uma proposta de deságio de 119% pela Cepisa, distribuidora do Piauí (estado vizinho ao Maranhão, onde se localiza a Cemar), antes de descobrir que era a única participando do leilão. A oferta, no entanto, não é tão disparatada quanto os 119% sugerem à primeira vista. A Equatorial sabe o que pode fazer com esse ativo em termos operacionais (dadas as semelhanças da área com as da Cemar), de modo que os itens (b) e (c) acima são gerenciáveis; no item (a), a Equatorial não obteve nenhum desconto sobre a dívida de R\$ 844 milhões, porém, os juros que incidem sobre esse valor foram fixados a uma taxa nominal muito baixa de 5% e amortizados entre 2023 e 2048 – o seu valor econômico é, portanto, bem inferior ao valor nominal. E, quanto aos 19% dos 119%, o único efeito foi aumentar a quantia que a Equatorial pagou antecipadamente à Eletrobrás pela participação de 89,9% inicialmente adquirida no leilão; para cada 1% ofertado, o comprador pagaria R\$ 5 milhões, então foram pagos R\$ 95 milhões neste caso – valor não insignificante, mas gerenciável do ponto de vista de Valor da Empresa (veja a tabela abaixo para uma visão geral e o item (a), em relação ao EV).

E, como as luzes estavam sendo desligadas no ano, em 28 de dezembro, a Equatorial venceu o leilão da Ceal, que opera no estado vizinho de Alagoas, oferecendo um índice de deságio de 0%. Este leilão foi adiado por meses devido a uma disputa judicial entre os governos estadual e federal, em que o primeiro alegava ter direitos econômicos (a empresa já havia pertencido ao estado). Inicialmente, a Equatorial também obteve uma participação de 89,9%, o restante (como no caso da Cepisa) será oferecido aos funcionários e a Equatorial ficará com o que sobrar depois. Em ambos os casos, a Eletrobrás tem a opção de readquirir uma participação de 30%, através de aumento de capital.

A tabela abaixo traz alguns dados que ilustram o enorme potencial da Cepisa e da Ceal. Acreditamos que a Equatorial provavelmente aumentará as taxas de retorno de ambos os ativos (ao observar os múltiplos do EV, é importante lembrar que as bases dos ativos crescerão significativamente nos próximos anos e que os balanços patrimoniais das três empresas contêm contas a receber relevantes, em que os clientes geralmente pagam multas e juros por atraso, uma fonte de receita não contabilizada no processo regulatório de criação de taxas). Além disso, esses “belos” ativos de distribuição regulamentados que são altamente cobiçados em todo o mundo, mesmo em lugares onde os ROEs não podem ultrapassar significativamente os níveis regulatórios (como

acontece no Brasil por motivos discutidos em relatórios anteriores), agora se tornaram muito mais escassos no Brasil.

Empresa	Base de Ativos (RAB) - R\$MM *1	Clientes (Mil)	RAB / Cliente - R\$	OPEX/Cliente - R\$ *2	Perdas de Energia *2	Valor do Empreendimento - R\$MM *3	EV / RAB	Investimento Inicial - R\$MM
CEMAR	3.700,00	2.468,00	1.499,19	193,00	16,40%	6.450,00	1,74	
CEPISA	1.150,00	1.263,00	910,53	341,00	20,30%	2.300,00	2,00	816,00
CEAL	900,00	1.157,00	777,87	258,00	21,95%	1.700,00	1,89	546,00

* 1 - Estimativa da Nebraska.

* 2 - Número real para Cemar (nossos números ajustados, contabilidade para contingências recorrentes); metas regulatórias para Cepisa e Ceal (sem sobretaxa temporária na Ceal).

* 3 - Dados de mercado para estimativa da Cemar e Nebraska para Cepisa e Ceal, incluindo uma estimativa de valor justo para dívida barata, de longo prazo, assim como para contingências e para acordos com fornecedores.

Duas observações em relação à tabela: (1) à medida que a Cepisa e a Ceal melhorarem operacionalmente, seus limites regulatórios (para OPEX e perdas de energia) ficarão mais difíceis, como já são para a Cemar, mas provavelmente ainda permitirão taxas atrativas de retorno sobre o capital; (2) o EV/ RAB da Cemar mostra quão atraente o nosso investimento é diretamente nas suas ações (30% do nosso fundo) – embora a sua base de ativos não aumente tanto quanto a da Cepisa e da Ceal, ela ainda terá um crescimento satisfatório e, o que é mais importante, a Cemar já está produzindo excelentes retornos.

A Equatorial percorreu um longo caminho desde o nosso investimento inicial em novembro de 2013. Estamos felizes por termos feito uma parceria com a empresa e seus gestores. No entanto, estamos cientes do fato de que muito já aconteceu em termos de alocação de capital inorgânico e que o futuro provavelmente parecerá menos promissor nesse sentido, especialmente do ponto de vista de escopo e retorno combinados (o primeiro obviamente referente ao tamanho da empresa). Esperamos e confiamos que a administração também reconheça isso e não tente repetir os últimos anos a qualquer custo; no entanto, não será fácil, pois a empresa começará a gerar enormes fluxos de caixa livres em poucos anos. Por outro lado, em termos operacionais, o trabalho nas linhas de transmissão mal começou (embora esteja avançando mais rapidamente que o previsto), ainda há muito a melhorar na Celpa (maior subsidiária de distribuição da Equatorial, adquirida em 2012) e na Cepisa e na Ceal tudo ainda está por fazer. Há muita coisa a ser feita nos próximos vários anos, pelos quais aguardamos ansiosamente.

Agradecemos a sua atenção.