

Prezados investidores,

No 2º trimestre de 2017, o BC FIA acumulou alta de 0,4%.

Retornos					
	2T17	12M	24M	36M	Início
BC FIA	0,4%	23,2%	42,9%	49,4%	721,9%
IBOV	-3,2%	22,1%	18,5%	18,3%	54,1%
CDI	2,5%	12,9%	28,8%	44,0%	145,0%
IGPM+6%	-1,3%	5,3%	25,3%	40,2%	165,6%

Fonte: Brasil Capital e Bloomberg

O 2T17 foi muito volátil e caracterizado por dois períodos bastante distintos: o pré e o pós divulgação da delação premiada do então *chairman* do Grupo JBS, Joesley Batista. Até a primeira metade de maio, seguimos um caminho promissor com o governo conseguindo emplacar sua agenda reformista e indicadores econômicos em recuperação. A Reforma Trabalhista já havia sido aprovada na Câmara dos Deputados e os agentes econômicos e políticos pareciam cada vez mais convencidos da capacidade do governo em aprovar a Reforma da Previdência até o fim do trimestre.

Em meio a esse cenário otimista, a divulgação da gravação do encontro não oficial entre o Presidente Temer e Joesley Batista causou *stress* imediato nos mercados, com os investidores passando a questionar a capacidade do governo em manter sua agenda e a sustentabilidade da recuperação econômica. A instabilidade política que se seguiu ao evento contribuiu para manter os preços dos ativos pressionados. Entretanto, à medida que o governo conseguiu mostrar sua força de reação e restaurou parte de sua agenda reformista, observamos uma gradual compressão dos prêmios de risco e, conseqüentemente, alívio nos mercados.

Acreditamos que o novo equilíbrio é mais frágil do que tínhamos até meados de maio. No entanto, nosso cenário base ainda prevê recuperação econômica, inflação sob controle e juros cadentes - combinação favorável para o crescimento de lucros do nosso portfólio. Aproveitamos a instabilidade do período para aumentar nossa exposição em algumas empresas.

Em relação às principais contribuições positivas do trimestre, a CVC, que compõe o portfólio da Brasil Capital desde o seu IPO em 2013, mais uma vez aparece como um dos destaques. A companhia continua entregando resultados sólidos, aliado à execução de importantes movimentos estratégicos.

A Dufry foi outra contribuição positiva, com a boa performance da ação refletindo um aumento significativo de seu crescimento orgânico, geração de caixa crescente, captura sequencial de sinergias e eficiências da aquisição da WDF e também a entrada de acionistas relevantes em seu capital (o conglomerado chinês HNA e o Richemont Group, detentor de empresas globais de bens de luxo, como Cartier, Piaget, IWC, Van Cleef & Arpels, e Montblanc), refletindo o alto valor estratégico do ativo.

A Ecorodovias segue impulsionada pela melhora de seus resultados operacionais, e mesmo apresentando recuperação de tráfego ainda modesta, a empresa vem conseguindo entregar boa expansão de rentabilidade (Margem EBITDA: +3,6% 2T17 versus 2T16). A participação da empresa em dois leilões de rodovias do Estado de São Paulo em março e abril também contribuiu para a valorização de suas ações: apesar de derrotada nas duas ocasiões, a disciplina de capital apresentada colaborou para que se enfraquecesse o receio de alguns investidores de que a empresa viesse a destruir valor com ofertas excessivamente agressivas.

Contribuições Positivas 2T17	
CVC	+1,0%
DUFY	+0,5%
ECORODOVIAS	+0,5%

Fonte: Brasil Capital e Bloomberg

Já em relação às principais contribuições negativas, destaque para Cosan, Lojas Americanas e Alupar. Sobre Cosan, o desempenho negativo das ações deveu-se a uma forte queda no preço do açúcar. Apesar de atualmente a relevância do negócio de açúcar e etanol ser bem inferior ao que era 5 anos atrás, cerca de 25% do seu EBITDA ainda é gerado por este segmento. Porém, é importante ressaltar que 80% das vendas de açúcar para 2017 está *hedged* a preços substancialmente mais altos do que os atuais. Acreditamos que o principal gatilho para a queda foi a piora das estimativas em relação ao seu balanço de oferta e demanda para a próxima safra, migrando de *déficit* para um ligeiro *superávit*.

A Lojas Americanas sofreu uma das quedas mais expressivas da bolsa no dia após a divulgação dos áudios entre Temer e Joesley (-15,4%). Além de sua alta correlação com os juros, o mercado vem, desde o final do ano passado, penalizando a empresa pelo ritmo mais lento que o previsto de abertura de lojas e pelo

risco de novos aumentos de capital na B2W. Apesar de compreendermos que ambos os pontos são de extrema relevância, entendemos que: a) além de retomar o ritmo de crescimento dos modelos de lojas atuais esse ano, o modelo de lojas conveniência que a empresa estuda como nova avenida de crescimento pode vir a se tornar um *driver* relevante de valor no médio/longo prazo e; b) apesar de sermos bastante cautelosos quanto ao modelo de negócio da B2W, entendemos que sua migração para o modelo de *marketplace* deverá reduzir substancialmente sua queima de caixa nos próximos anos.

A Alupar foi pressionada pela combinação de dois eventos ocorridos em abril: a) a oferta para aumento de capital; e b) o leilão de novos investimentos em transmissão. Após o recente sucesso da empresa em adicionar novos projetos a alta taxa de retorno, muitos investidores foram atraídos durante a emissão de novas ações da companhia mirando a repetição do sucesso do leilão anterior. Contudo, em função da competição mais acirrada, a companhia conquistou apenas um novo projeto, frustrando as expectativas de um forte catalisador de curto prazo e gerando pressão vendedora em suas ações. Como detalharemos mais à frente, seguimos otimistas com nosso investimento em Alupar e com as perspectivas de novas oportunidades para a companhia em função do subinvestimento no setor ao longo dos últimos anos. Diante disso, temos uma leitura diferente do resultado desse leilão, acreditamos que a postura da empresa reforça um dos pilares mais importantes de nossa tese de investimentos: sua disciplina de capital.

Contribuições Negativas 2T17	
COSAN	-1,3%
LOJAS AMERICANAS	-0,5%
ALUPAR	-0,4%

Fonte: Brasil Capital e Bloomberg

Neste 2º trimestre fizemos duas importantes movimentações no portfólio, que foram o incremento da posição de Alupar (que falaremos em mais detalhes adiante) e a redução de Hypermarchas. Apesar de julgarmos que a empresa continua sendo um excelente ativo, com diversas barreiras de entrada, bem gerido e estratégico, a performance superior de sua ação relativa a outras companhias que gostamos tornou seu *valuation* menos atrativo.

Abaixo segue uma atualização das 5 maiores posições, que representam em torno de 40% do fundo.

### CVC:

A companhia continuou entregando resultados operacionais bastante sólidos, não só em relação a

vendas (criando um importante *backlog* de resultados futuros), mas também uma forte evolução de Receita, EBITDA e Lucro Líquido na comparação com o 2T16. Além disso, a CVC avançou no processo de consolidação da indústria de turismo, tendo finalizado a aquisição de 100% do grupo RA (na qual a companhia já detinha participação de 51%) e também de 90% do grupo Trend (o maior consolidador de hotéis corporativos do Brasil). Essas aquisições, após a captura de sinergias, serão responsáveis por gerar um *EPS Accretion* de aproximadamente 10% para 2018, de modo que projetamos que o lucro consolidado da companhia cresça 25,0% no ano que vem. Além disso, a companhia conseguiu aprovar em Assembleia a renovação contratual de seus principais executivos até o final de 2018, após uma longa negociação que acreditamos ter tido um desfecho positivo, trazendo evoluções relevantes frente ao plano originalmente proposto.

Os desafios mais relevantes da companhia nos próximos 24 meses parecem ser a sucessão de alguns de seus principais executivos, integração das recentes aquisições e a captura de oportunidades de crescimento no mundo digital.

### B3:

Os resultados do 2T17 da B3 evidenciaram aspectos que consideramos bastante positivos no caso da companhia, como um perfil diversificado de receitas, alavancagem operacional a partir de um controle rígido de despesas e uma forte geração de caixa. A B3 continua avançando no projeto de integração de suas *clearings*, que além de trazer mais eficiência de capital para seus clientes, será uma importante barreira de entrada a potenciais competidores.

A integração da antiga BM&F Bovespa com a Cetip continua em curso e acreditamos que haja potencial relevante de redução de custos e despesas nesse movimento, inclusive acima do *guidance* divulgado pela companhia. Além disso, a criação de novos produtos, associados à diminuição do tamanho dos bancos públicos e à queda da taxa de juros, impactará positivamente o volume de alguns dos mercados em que ela atua.

### Cosan:

No 2T17, as empresas do grupo Cosan - Raízen, Comgás e Moove (lubrificantes) - apresentaram resultados operacionais robustos. De forma consolidada, seu crescimento de EBITDA ajustado foi de 11,0% sobre o 2T16. O principal destaque positivo do período foi a Comgás, com seu lucro operacional evoluindo 16,6% na comparação anual. A ligeira retomada de atividade econômica impactou positivamente o consumo de gás

natural nos principais segmentos, de forma que os volumes no trimestre excederam nossa expectativa.

A Raízen Combustíveis seguiu apresentando sólido crescimento de volumes e ganhos de *market share*, mesmo em um mercado em retração. Importante destacar a volta do crescimento do mercado como um todo em julho e o recente aumento de PIS/COFINS sobre os combustíveis, o que impactará positivamente os resultados da companhia já no 3T17.

A queda dos preços de açúcar não impactou os resultados da Raízen Energia, uma vez que a empresa já estava com preços travados por contratos de *hedge*. Ainda assim, o EBITDA da divisão caiu 4,0% contra o 2T16 em decorrência de menores volumes de moagem devido ao clima mais chuvoso no começo do trimestre, o que deve ser totalmente normalizado no 3T17. Além disso, vale destacar que o governo brasileiro acaba de anunciar imposto de 20% na importação de etanol, o que deve aumentar levemente o preço do produto brasileiro e, mais importante, incentivar as usinas locais a alterar o *mix* de produção de açúcar para etanol. Esse movimento deverá equilibrar a oferta e demanda global de açúcar em 2018, impactando positivamente os preços da *commodity*. No médio e longo prazo, ainda temos a potencial aprovação do Renovabio, programa que ajudará no processo de redução de 40% das emissões de gases de efeito estufa até 2030.

Desse modo, apesar da evolução positiva do resultado do 2T17, esperamos que no 3T17 os resultados sejam muito robustos e enxergamos a empresa estruturalmente muito bem posicionada para gerar valor para seus acionistas nos próximos anos.

**Aliansce:**

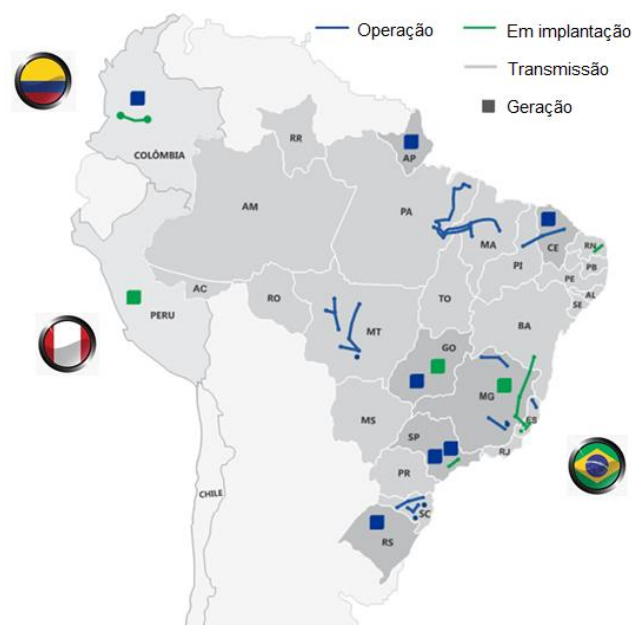
Após 7 trimestres consecutivos de performance negativa, as vendas/m<sup>2</sup> relativas aos shoppings da companhia cresceram 7,9% no 2T17 *versus* 2T16. Atribuímos parte relevante dessa evolução ao trabalho interno da companhia de aperfeiçoamento do *mix* de lojas nos seus shoppings. Acreditamos que o cenário adiante de queda de juros e evolução gradual do varejo trará resultados bastante positivos. Por último, vemos com bons olhos as recentes mudanças internas realizadas no *top management*, reforçando os times comercial, operacional e financeiro, e preparando a companhia para seu próximo ciclo de crescimento e elevação de rentabilidade, com extração do real valor de seu portfólio dominante associado à reciclagem de ativos.

**Alupar:**

Por se tratar de um investimento que se tornou relevante em nosso portfólio, dedicaremos um espaço maior para explorarmos seu *investment case*. A Alupar

é uma *holding* que atua nos segmentos de transmissão e geração de energia elétrica, possui controle familiar, listada desde 2013 no nível 2 de governança corporativa e oferece *Tag-along* de 100% para os minoritários.

A companhia iniciou suas operações no setor de transmissão em 2002, ao entregar 2 projetos conquistados no leilão federal de transmissão do ano 2000. Desde então, a Alupar obteve crescimento bastante expressivo, tendo conquistado 27 projetos *greenfield* em transmissão (dos quais 18 já foram concluídos e estão operacionais) e 10 projetos *greenfield* em geração (dos quais 7 já foram concluídos e estão operacionais) em leilões realizados pelos poderes concedentes de Brasil, Peru e Colômbia. Tais projetos são representados na figura a seguir:



Fonte: Brasil Capital e Companhia

A estrutura de controle e governança corporativa funciona com o Conselho de Administração composto por 7 membros, sendo 2 independentes (Rogério Calderon Peres e Humberto Falcão Martins), e possui 2 comitês de gestão, sendo um focado em remuneração, sucessão e governança e outro em finanças e partes relacionadas. Abaixo vemos a estrutura da empresa, na qual a Guarupart, *holding* familiar, detém o controle.

GUARUPART	FI-FGTS	OUTROS
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Ações ON: 74,7%</li> <li>▪ Ações PN: 4,4%</li> <li>▪ Ações Total: 52,1%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Ações ON: 5,0%</li> <li>▪ Ações PN: 24,92%</li> <li>▪ Ações Total: 12,0%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Ações ON: 19,4%</li> <li>▪ Ações PN: 70,7%</li> <li>▪ Ações Total: 35,9%</li> </ul>

Fonte: Brasil Capital e Companhia

A Diretoria Executiva da empresa é composta por 2 membros da família controladora: Paulo Godoy - CEO e *vice-chairman* do CA, e José Luiz de Godoy - CFO, DRI e Chairman do CA; e 2 executivos: Enio Nucci

- Diretor de Novos Negócios, e Marcelo Tosto, Diretor de Transmissão, ambos estão na empresa desde sua constituição e possuem grande experiência no setor.



Fonte: Brasil Capital e Companhia

### ▪ Setor Elétrico:

Desde a mudança de governo em 2016, o setor passa por uma importante transformação. O novo ministro de Minas e Energia (MME), Fernando Coelho Filho, montou uma equipe de primeira linha, com posições chave sendo preenchidas por respeitados técnicos e gestores com longa experiência no setor privado, como: a) Paulo Pedrosa - Secretário Executivo do MME e ex-presidente da ABRACE<sup>1</sup>; b) Luiz Barroso - Presidente da EPE<sup>2</sup> e ex-sócio da PSR Consultoria e; c) Wilson Ferreira - CEO da Eletrobrás e ex-CEO do grupo CPFL, entre outros. Essa equipe altamente qualificada é necessária para que o governo tenha sucesso em seu objetivo de enfrentar os vários problemas que atualmente ameaçam o setor, sendo eles: risco hidrológico no mercado regulado, sobrecontratação de distribuidoras, destravar investimentos em transmissão, relicitação de usinas com litígio judicial e início do *turn-around* e potencial privatização da Eletrobrás. Adicionalmente, a nova direção do ministério adotou um mandato de reforma estrutural do setor para criar um ambiente institucional robusto e capaz de nortear seu crescimento com estabilidade, previsibilidade e transparência.

Acreditamos que essa nova postura regulatória aproximará o setor elétrico brasileiro ao de outros países, onde sua resiliência é capaz de atrair investimentos com baixo prêmio de risco relativo a outros setores da economia. À medida que a consolidação desse novo ambiente se confirme, esperamos que o estoque de investimentos existente (projetos já operacionais) também passe por uma redução de percepção de risco, levando ao crescimento expressivo de seu valor de mercado.

O principal segmento de atuação da Alupar é o de transmissão de energia elétrica, responsável por aproximadamente 70% do resultado atual e por cerca de 82% do crescimento futuro da empresa a partir dos lotes conquistados nos últimos leilões. A seguir, realizamos uma análise do perfil do setor de transmissão em comparação aos segmentos de geração e distribuição quanto aos riscos presentes no setor elétrico:

Riscos	Geração	Transmissão	Distribuição
Risco de Volume			
Risco Ambiental			
Risco de Construção			
Risco Operacional			
Risco de Inadimplência			
Risco Regulatório			

Fonte: Brasil Capital e Companhia

A partir dessa análise, podemos constatar que o segmento de transmissão apresenta uma matriz de riscos mais favorável, o que em tese seria consistente com menores retornos. Entretanto, como não é o que observamos atualmente no mercado, isso nos sugere uma desarbitragem em favor do segmento de transmissão. Adicionalmente, também é possível verificar que os *drivers* de geração de valor da transmissão estão mais associados à construção e a implementação de projetos, diferente dos segmentos de distribuição e geração que possuem maiores riscos operacionais.

No segmento de geração, responsável por 30% do resultado atual da Alupar, os *drivers* são em alguma medida semelhantes aos de transmissão quanto à implementação de novos projetos. No entanto, enxergamos riscos adicionais associados às suas fontes renováveis e à comercialização da energia. Dessa forma, como não acreditamos que as oportunidades disponíveis de crescimento em geração remunerem por esse risco adicional, consideramos atualmente um segmento menos atrativo que o de transmissão na estratégia de crescimento da Alupar. Além disso, uma das opções positivas da nossa tese é o desinvestimento do portfólio de geração da empresa, tornando a companhia um *player* puro de transmissão.

### ▪ Diferenciais da Alupar:

Como os principais riscos e *drivers* de geração de valor em transmissão estão relacionados majoritariamente à fase de seleção, construção e implementação de um projeto, acreditamos que os principais diferenciais da Alupar estão na sua capacidade de entregar projetos dentro do orçamento e do prazo, além de sua disciplina de capital.

Para dar maior sensibilidade à importância da entrega do projeto dentro das condições estabelecidas pré-leilão, realizamos um exercício com uma linha de transmissão hipotética de RAP (Receita Anual Permitida - remuneração que a transmissora recebe pela

<sup>1</sup> ABRACE: Associação Brasileira de Grandes Consumidores Industriais de Energia e de Consumidores Livres

<sup>2</sup> EPE: Empresa de Pesquisa Energética

prestação do serviço) de R\$350 milhões e investimento total calculado pelo regulador de R\$2 bilhões, variando o nível de *capex* e a data de entrega do projeto.

TIR REAL	Data da entrada em operação e início do recebimento				
	Antecip 1y	Antecip 6m	On Time	Atraso 6m	Atraso 1y
70%	34,8%	28,1%	23,9%	20,7%	18,4%
80%	27,4%	22,5%	19,5%	17,1%	15,3%
90%	21,8%	18,3%	16,1%	14,2%	12,8%
100%	17,6%	14,9%	13,3%	11,8%	10,7%
110%	14,2%	12,3%	11,0%	9,8%	9,0%
120%	11,6%	10,0%	9,1%	8,1%	7,4%
130%	9,4%	8,2%	7,5%	6,6%	6,1%
Retorno Mínimo, Jul/17: NTN-B 2050+5%				10,30%	

TIR abaixo do retorno mínimo requerido

Fonte: Brasil Capital

Esse exercício revela quão sensível é o retorno do projeto a essas duas variáveis. Considerando um atraso de 6 meses e 10% de *capex* acima do previsto, o retorno do projeto já ficaria abaixo do mínimo exigido pela empresa. Por outro lado, a antecipação da entrega em 6 meses com investimentos 10% abaixo do previsto geraria um retorno excedente de 8,0 pontos percentuais no ano, equivalentes a NTN-B 2050 + 13% ao ano. Ainda assim, em todos os cenários descritos na tabela, a TIR real do projeto seria maior do que a NTN-B 2050.

A seguir, para tangibilizar as vantagens competitivas da Alupar, analisaremos seu processo de avaliação e execução de projetos.

#### Fase Pré Leilão:

A análise dos projetos começa assim que são divulgados os lotes que serão leiloados, mesmo antes de serem conhecidas as RAPs máximas e os investimentos previstos.

O processo de avaliação é uma tarefa multidisciplinar, coordenada pela equipe de novos negócios, englobando diferentes times e especialidades. Essa análise envolve eixos socioambiental, fundiário e engenharia, o que inclui: a) Traçado: as áreas e as propriedades na qual a linha irá passar, os custos das terras, a presença de comunidades indígenas, quilombolas, caverna, sítios arqueológicos, tipo de relevo e terreno; b) Orçamento de obras; c) Necessidades de operação e manutenção. A avaliação própria da companhia é ainda confrontada com orçamentos de terceiros. Porém, ao contrário de alguns de seus pares que utilizam a projeção de consultores e fornecedores

como principal referência, essa etapa é apenas uma dupla checagem de todo trabalho interno já realizado.

Após a primeira fase de elaboração dos projetos, todos os lotes passam por uma análise econômico-financeira para verificação de sua atratividade. Nessa etapa, com base nas estimativas proprietárias de custos, contingências, financiamento e cronograma de desembolsos, a companhia projeta o nível mínimo de RAP necessário para atingir seu retorno requerido.

Ao longo de sua avaliação, a experiência e *track-record* do *management* são fundamentais não só para garantir a viabilidade do plano, mas também para possibilitar a eventual adoção de alternativas “fora da caixa”. Por exemplo, no último leilão de abril, a companhia efetuou uma mudança de traçado da linha de transmissão que implica uma redução de *capex* versus a estimativa do regulador. Essa mudança não foi percebida por seus competidores e foi um dos fatores decisivos para a vitória da Alupar.

Essa fase de preparação normalmente dura entre 4 e 6 meses e culmina no desenvolvimento da estratégia para o leilão, visando minimizar riscos e maximizar o retorno. Diferente de outros *players*, a Alupar não vai para o leilão com um pré-contrato assinado com um empreiteiro, pois entende que essa não é a melhor estratégia de implementação, além de não gerar um alinhamento de interesses completo entre as partes.

#### Fase Pós Leilão:

O Grupo Alupar já investiu R\$7,3bi (a valores atuais) para construir e entregar 18 projetos *greenfield* de transmissão desde 2000, com um histórico bem-sucedido de aderência a orçamentos e prazos. Do montante total investido, a companhia entregou uma economia de *capex* média de 9,4% em relação ao orçamento previsto pelo regulador. Além disso, se excluirmos dessa conta os 3 projetos que obtiveram repactuação do contrato de concessão<sup>3</sup> e, portanto, não impactaram negativamente sua TIR, a economia sobe para 10,2%.

Com relação ao prazo de entrega dos projetos, a companhia obteve em média um atraso de 1,5 meses frente ao limite dado pelo regulador, o que é imaterial para impactar sua rentabilidade. Vale ressaltar que, nos leilões anteriores a 2015, o prazo máximo para entrada em operação dos projetos era de 36 meses. Após 2015, esse prazo foi dilatado para até 60 meses em função da recorrência de atrasos no setor relacionados a obtenção de licenças ambientais que fugiam do con-

<sup>3</sup> A repactuação do contrato de concessão é prevista para reequilíbrio econômico financeiro na ocorrência de eventos não gerenciáveis pelo empreendedor e passíveis de renegociação. No caso acima, o atraso foi devido atraso na liberação da licença ambiental, o que se enquadra para repactuação

trole dos empreendedores, como é o caso da TNE (projeto da Alupar com a Eletronorte, que não obteve licenciamento e culminou no processo de rescisão amigável do contrato de concessão, que já possui aval da ANEEL e aguarda decisão do MME).

Dessa forma, assumindo que os novos projetos terão em média prazos de entrega de aproximadamente 24 meses superiores aos projetos pré 2015, acreditamos que a Alupar terá mais conforto para o gerenciamento desse cronograma, o que pode deixar de ser um risco para se tornar uma potencial alavanca de captura de TIR adicional em caso de antecipação.

Desde seu primeiro investimento no setor de transmissão, decidimos fazer uma verificação do retorno efetivo entregue pela empresa. Utilizando o *capex* total realizado, a RAP ofertada e algumas premissas operacionais, projetamos uma TIR real dos projetos operacionais de seu portfólio em torno de 15,6%. Outro aspecto que suporta nossa confiança na capacidade de gestão da Alupar é a evolução do seu formato de gerenciamento de projetos. Ao longo dos anos, a empresa foi aprimorando seu modelo, migrando de *partial / full EPC*<sup>4</sup> para gestão própria. Desde que a companhia tenha o *expertise* necessário, acreditamos que esse modelo oferece maior controle e visibilidade para o empreendedor e alinha seus interesses aos de seus fornecedores.

#### ▪ Disciplina de Capital:

No crescimento da Alupar, outro fator constante é a sua disciplina na alocação de capital. Desde o 1º leilão de transmissão em 1999, o segmento passou por momentos de alta e baixa rentabilidade para novos projetos e a Alupar sempre respeitou seus preceitos de retorno, sem entrar em projetos abaixo do retorno mínimo exigido.

Na tabela a seguir podemos observar a relação RAP/CAPEX dos leilões. Quanto menor essa relação, pior será o retorno do projeto; e quanto menor o WACC Regulatório<sup>5</sup>, menor será a RAP máxima do leilão e, conseqüentemente, o retorno do projeto. É possível identificar que a Alupar aproveitou os períodos de maior retorno potencial - até 2006 e a partir de 2016 - para construir 85% de seu portfólio de ativos. Vale ressaltar que durante esse período de baixos retornos no Brasil, entre os anos de 2010 a 2015, a empresa se voltou para outros países na América Latina, conquistando projetos com retornos melhores no Chile, Colômbia e Peru. Com isso conseguiu manter sua rota de

crescimento e aproveitou para buscar alguma diversificação geográfica em seu portfólio.

Ano	Lotes ganhos pela Alupar	WACC Regulatório	RAP/CAPEX
2000	2	NA	NA
2001	2	NA	NA
2002	2	NA	NA
2003	2	11,0%	23,0%
2004	2	9,4%	21,0%
2005	3	7,7%	18,0%
2006	1	7,7%	18,0%
2008	-	7,1%	15,0%
2009	2	6,6%	13,0%
2010	1	6,0%	12,0%
2011	1	5,6%	12,0%
2012	-	5,0%	13,0%
2013	-	4,6%	12,0%
2014	1	5,6%	12,0%
2015	-	8,1%	17,0%
2016	5	9,8%	21,0%

Fonte: Brasil Capital e Companhia

Após a realização de 2 aumentos de capital em 2016 e 2017, a companhia adicionou novos projetos que compreendem um investimento total estimado pela Aneel de R\$4,2bi e uma RAP de R\$708mi. A participação ponderada da Alupar nesses projetos é de 61,1%, o que representa um incremento contratado de 33% nas receitas e potencialmente 26% no EBITDA da empresa, consolidando sua posição como uma das maiores empresas privadas de transmissão do país.

Os projetos consolidados possuem, nas nossas estimativas, um retorno estimado (taxa interna de retorno, real e alavancada) de 19,3% ao ano, o que representa uma geração de valor de, aproximadamente, R\$1.043 mi de NPV<sup>6</sup> para os acionistas da empresa.

Lotes	% Alupar	Local	Capex Aneel (R\$ mi)	RAP (R\$ mi)	TIR Real Est. BC	NPV (R\$ mi)	
ETAP	100%	RN	285	48	21,0%	110	
ETC	100%	ES	151	29	18,9%	59	
TPE	51%	MG, BA	1.269	215	18,1%	489	
TCC	51%	MG, ES	699	146	23,4%	407	
ESTE	50%	MG, ES	486	101	23,2%	280	
TCE	100%	Colombia	410	71	16,8%	202	
TSM	51%	SP, RJ	889	99	12,9%	147	
			<b>4.188</b>	<b>708</b>	<b>19,3%</b>	<b>1.694</b>	
						<b>% Alupar</b>	<b>1.043</b>
						<b>% do Valor de Mercado</b>	<b>19,5%</b>

Fonte: Brasil Capital e Companhia

<sup>4</sup> *Partial / full EPC: Engineering, procurement and construction* – instrumento único que compreende a totalidade (ou parcela relevante) da contratação dos serviços para projeto, construção, montagem e compra de equipamentos do projeto. Em tese, a parte contratada assume todos os riscos inerentes às obras, incluindo eventual estouro de obras

<sup>5</sup> Custo médio ponderado do capital calculado e definido pela agência reguladora, ANEEL, para o segmento de transmissão

<sup>6</sup> Net Present Value (Valor Presente Líquido), utilizando custo de capital próprio estimado em 10% via *Capital Asset Pricing Model* – CAPM

Se considerarmos que a Alupar será capaz de entregar os lotes recém-conquistados com a mesma economia de *capex* que obteve em desenvolvimentos anteriores, estimamos que a TIR dos novos projetos seja de 21,4% ao ano.

#### ▪ Investimento na Alupar:

Sempre atribuímos grande importância à liquidez do ativo para determinar sua exposição adequada em nosso portfólio. Dessa forma, além de possibilitar novos investimentos, os aumentos de capital recentes serviram para incrementar a negociação da ação em bolsa e tornar mais atraente sua relação de risco x retorno, conforme evidenciado na tabela a seguir:

Período	ADTV <sup>7</sup> (R\$ mi)
2015 até aumento de capital de jul/16	2,7
Entre aumentos de capital - ago/16 a abr/17	6,4
Após aumento de capital de abr/17 a jul/17	15,0

Fonte: Brasil Capital e Bloomberg

Com isso, ao longo do tempo a Alupar deverá cada vez mais entrar no radar de investidores institucionais e estrangeiros que anteriormente não olhavam o ativo em função da liquidez. À medida que isso ocorre, o desconto de *valuation* que a empresa possui para outros *players* de transmissão, como Taesa, deverá se reduzir. Outro fator que poderá contribuir para o aumento de liquidez é uma potencial venda por parte do FI-FGTS da fatia de 12% que detém da empresa. Vale mencionar que o valor de mercado atual da companhia é de R\$ 5,4 bilhões, portanto não se trata de uma *small cap*.

Ao analisarmos o retorno potencial do investimento na Alupar, a principal métrica utilizada é a Taxa Interna de Retorno de seu fluxo de caixa para o acionista implícita no preço atual da ação. Com a ação a R\$18,30, calculamos uma TIR real alavancada de 8,3% ao ano para o portfólio atual de ativos. Considerando economia adicional de 10% do *capex*, para o portfólio atual de ativos, a TIR Real alcança 9,0% ao ano. No cenário em que a companhia recicla seu portfólio de ativos e reinveste o capital com a mesma disciplina mostrada no passado, o que assume economia de 10% de *capex*, a TIR alcança 11,0% + inflação ao ano.

Na tabela a seguir, calculamos a TIR esperada e o retorno potencial em cada um dos cenários para o investimento. Mesmo em nosso cenário pessimista, ainda vemos a empresa negociando com desconto para seus pares do setor elétrico, incluindo distribuidoras e geradoras, que tem um perfil de risco menos favorável.

Cenários	Bear Case	Portfólio Atual	Base Case	Bull Case
Novos Projetos Conquistados	Estouro de <i>capex</i> em 20%	<i>On time / On budget</i>	<i>On time / -10% capex</i>	<i>On time / -10% capex</i>
Projetos Adicionais a TIR de 13% real	Não	Não	Sim	Sim
Reciclagem de ativos e reinvestimento	Não	Não	Não	Sim
TIR Real + Inflação	7,6%	8,3%	9,5%	11,0%
Preço-Alvo na TIR Target (6%)	21,00	22,50	25,00	29,00
Retorno potencial	14,8%	23,0%	36,6%	58,5%

Fonte: Brasil Capital

No segmento de transmissão, seus principais pares em bolsa são a Taesa e a CTEEP - Transmissão Paulista. Estimamos que a Taesa negocie atualmente com uma TIR real próxima a 6,17% ao ano (considerando a ação @ 22,87). Apesar da liquidez superior, acreditamos que esse nível de prêmio é injustificado já que em termos operacionais as companhias têm nível de excelência semelhante, inclusive sendo sócias em diversos empreendimentos, e a Alupar tem um potencial de crescimento superior com projetos já contratados. Já em comparação a CTEEP (TIR real de 7,02% ao ano, com ação @ 71,35), vemos uma diferença fundamental já que parcela relevante do seu valor depende de negociações e disputas judiciais com o governo. Com isso, apesar de considerarmos um bom ativo, entendemos que seu *valuation* deveria oferecer um prêmio *versus* Alupar.

O fato da Alupar ter estratégia clara de crescimento baseada em seus diferenciais competitivos estruturais: a) monopólio natural; b) altas barreiras de entrada; c) previsibilidade de receitas e margens operacionais; d) crescimento “contratado”; e e) altos retornos potenciais associados à comprovada capacidade de execução do time de gestão e baixa possibilidade de perda permanente de capital, nos sinaliza que a empresa poderá propiciar retorno sustentável ao longo do tempo para seus acionistas.

Agradecemos a confiança.

**Equipe Brasil Capital**

<sup>7</sup> ADTV: Average Daily Trading Volume - Volume médio diário de negociação