

O longo e tenebroso inverno econômico que o nosso país atravessou entre 2014 e 2017 trouxe grandes impactos ao mercado financeiro brasileiro. Num ambiente absolutamente avesso a investimentos, “ancorado” em uma das taxas de juros mais proibitivas do mundo e por uma situação fiscal que beirava a insustentabilidade, os empresários tinham motivos suficientes para pensar muito mais nas linhas de custo do que nas de receita e investimentos. Os bancos privados reduziam drasticamente a concessão de crédito, as empresas perdiam o acesso ao mercado de capitais, o desemprego disparava e os bancos de investimento viam a receita cair vertiginosamente. No ápice da crise em setembro de 2015, o governo chegou a emitir títulos que garantiam por 35 anos uma rentabilidade de 7.5% acima da inflação, taxa que parecia inviabilizar qualquer outro investimento no país.

Ao longo do biênio 2016-2017, o Brasil passou por mudanças institucionais importantes que ajudaram a estancar parte dos estragos, mas que ainda não pareciam apontar para uma retomada contundente. O otimismo presente no início de 2018 se reverteu rapidamente por conta da greve dos caminhoneiros, início dos embates comerciais entre EUA e China e por uma eleição presidencial cada vez mais nebulosa, que juntos acabaram empurrando pelo segundo ano consecutivo a esperança por algum crescimento de emprego e renda.

Foi nesse ambiente ainda cinzento que a Alpha Key nasceu, quando um dos atuais sócios fundadores comentou: “Se for para abrir qualquer negócio, podem contar comigo. Pode ser qualquer coisa: aplicativo, padaria, gestora... Dedicção não vai faltar e tenho convicção que ao longo do tempo vamos atrair gente boa”. Era o primeiro grande sinal, seguido de muitos, que aos poucos foram se somando e tomando forma. O ciclo eleitoral de 2018 nos surpreendeu positivamente e as atitudes do governo recém-eleito ainda mais, ao abraçar uma agenda liberal sem precedentes na história do país.

Hoje temos satisfação em afirmar que após 18 meses de sua constituição e 1 ano de histórico do nosso *long-biased*, a Alpha Key tornou-se uma realidade que nos dá orgulho de fazer parte. Por mais que o mercado tenha ajudado e a performance, ainda curta, tenha sido bem acima do que imaginávamos, o que de fato nos anima é o grupo de *stakeholders* que conseguimos reunir: Equipe, Sócios, Investidores e alguns parceiros importantes. Parece lugar comum falar em visão de longo prazo, no entanto temos fortes indícios que o comprometimento dos integrantes desse time está muito mais para a construção de um negócio, de uma história, do que para um simples trabalho em um setor momentaneamente aquecido. Como descrito acima, as evidências que nos animam parecem consideráveis, mas sabemos que esse tipo de geração de valor ao longo do tempo não é construída com palavras bem selecionadas e sim com trabalho, suor e lágrimas (e sangue eventualmente). Pensando nisso, optamos por nesta primeira carta expor o racional de uma tese de investimento que acabou se destacando das demais, não só pela contribuição relevante para os resultados do fundo, mas também pelas características idiossincráticas. Devido ao nosso histórico, gravitamos habitualmente ao redor de empresas com notáveis padrões de governança, que possuam uma trajetória de execução impecável e que apresentem sólidos aspectos de

continuidade ao longo dos próximos anos. A tese que descreveremos a seguir foge, inicialmente, da “receita de bolo” que costumamos utilizar.

“É Contra minha religião”

Era fevereiro de 2019 e o mercado financeiro brasileiro vivia a “lua-de-mel” típica do período pós-eleitoral. A bolsa brasileira havia começado o ano com quase 11% de alta, aproximando-se dos tão esperados 100 mil pontos ao mesmo tempo em que os mercados globais subiam fortemente, recuperando parte das perdas do 4º tri de 2018. Foi nesse ambiente que, a convite de uma corretora, pegamos um avião rumo a Curitiba para ouvir o que o novo Governador do Estado tinha a dizer e para conhecer o novo *management* da Companhia Paranaense de Energia, a Copel.

Logo que chegamos fomos apresentados ao Daniel Slaviero, novo CEO da estatal, que desde o primeiro momento se mostrou muito solícito, humilde, aberto a críticas, disposto a aprender e parecia já ter conquistado a empatia/confiança dos diretores responsáveis pelas principais subsidiárias. Comentou que o Governador Ratinho Jr. (PSD-PR) havia dado total autonomia para a realização das mudanças necessárias, indo desde um corte relevante de custos e disciplina na alocação de capital até o desinvestimento em ativos não relacionados ao *core business*.

Mesmo depois de uma alta de ~100% em 6 meses, os múltiplos da companhia, sob qualquer métrica relativa (P/E, EV/EBITDA, P/B etc) ainda estavam em níveis extremamente baixos, fruto de mais de 15 anos de influências políticas que acabaram destruindo a credibilidade da empresa perante o mercado de capitais. A parte mais relevante da tese baseava-se inicialmente em tentar construir uma opinião se o múltiplo aparentemente baixo constituía algum tipo de assimetria que possibilitaria um investimento ou se seria apenas a continuidade de mais de uma década de *Value Trap*, o investimento barato eternamente barato. Se o novo time não entregasse o prometido, o *downside* deveria ser aceitável para que a posição fizesse sentido. No entanto, o passado da companhia não ajudava, ela continuaria sendo uma estatal estadual com pouca (ou nenhuma) evidência de continuidade num horizonte acima de 4 anos (ciclo eleitoral), numa ação preferencial, sem chance de privatização segundo o próprio governador e com uma série de incertezas regulatórias inerentes ao setor. Em outras palavras, a assimetria deveria ser suficientemente grande para compensar os inúmeros riscos.

De volta a São Paulo e munidos apenas de uma ótima impressão da diretoria, começamos a entender melhor o negócio, os detalhes, a complexidade do balanço de uma holding que envolve mais de 50 CNPJs, se de fato haveria possibilidade de mudança, até que ponto o comprometimento do governador era legítimo e que tipo de choque de gestão seria efetivamente realizado. Nos aprofundamos nos cenários possíveis, estressamos o *bear case* e depois de algumas semanas elencamos as perguntas-chave a serem respondidas. A questão principal baseava-se na capacidade da Copel em melhorar o resultado operacional no braço de distribuição, se aproximando ou até potencialmente ultrapassando o valor “combinado” com o regulador, um calcanhar de Aquiles histórico da companhia e que há muitos anos desapontava inclusive os mais esperançosos. Esse ponto parecia crítico e, sem ele, dependeríamos de um cenário muito positivo nas outras variáveis. Segundo os principais diretores, esse caminho rumo ao EBITDA regulatório seria percorrido ao longo de 2019.

Conversamos com muitos participantes da indústria, ex-funcionários, pessoas que foram da alta diretoria executiva da Copel num passado recente e fomos construindo nossa opinião sobre a possibilidade de entrega da nova equipe. Quer seja o fato do novo CEO não ser “prata da casa” e ter menos amarras ou talvez pelo fato do novo governador ter um discurso diferente dos antecessores (ou por vários outros motivos possíveis), fomos aos poucos aumentando nossa convicção que a diretoria parecia estar no caminho certo.

Refinamos nossos números e resolvemos montar uma posição inicialmente pequena. Ao mesmo tempo, em constantes interações que tivemos com vários analistas do setor elétrico, percebíamos que os participantes mal tinham os números atualizados, não sabiam da agenda da diretoria e em sua grande maioria ainda não levavam a empresa a sério (algo bastante compreensível por conta do passado). No jargão do mercado, CPLE6 parecia largada. Quando perguntávamos sobre questões básicas da tese como a renovação de Foz do Areia, em quanto tempo o EBITDA poderia convergir para o regulatório, dinâmica do PMSO, evolução das UHEs Colíder, Baixo Iguaçu e outros legados, ou de valores possíveis para os desinvestimentos (Telecom e Compagás por exemplo) sempre tínhamos a mesma resposta: não vale a pena olhar e nem fazer conta. Em uma conversa com um renomado gestor de fundos com mais de 20 anos de experiência, um de nossos sócios comentou sobre a tese de investimento e foi subitamente interrompido: “É contra minha religião”. Não gostamos de ser *contrarians* pelo simples fato de sermos *contrarians* (de que adianta apostar que o sol não vai nascer quando todos nisso acreditam?), mas a descrença com a empresa era tamanha que uma pequena melhora operacional parecia revelar uma assimetria interessante. Quanto poderíamos perder se o *base case* não se concretizasse? Quanto poderíamos ganhar caso parte das melhorias acontecessem de fato? Quanto mais nos aprofundávamos, mais parecia que estávamos diante de uma assimetria muito favorável. Em termos relativos, a ação poderia dobrar e ainda apresentaria um desconto importante para empresas comparáveis.

Esperamos o resultado do 1º tri para termos mais convicção e os números nos surpreenderam positivamente, fruto dos primeiros movimentos de corte de custos, melhora no *gap* entre o EBITDA realizado vs. o regulatório, conclusão de investimentos considerados legados, volumes sólidos, entre outros. Nesse momento, nosso conforto com o *case* aumentou assim como o tamanho de nossa posição, que ao longo dos meses subsequentes foi se transformando num investimento relevante.

A pedido de outros gestores e analistas (amigos acima de tudo), fizemos logo após da divulgação dos resultados do 1º tri, um pequeno evento no escritório da Alpha Key onde trouxemos CEO, CFO e RI da Copel para explicarem com mais propriedade as mudanças que de fato estavam acontecendo e para desmistificar parte do preconceito ainda existente. Nesse momento, a posição já figurava como um dos principais investimentos do nosso fundo.

Enquanto terminávamos esta primeira carta, tivemos a feliz coincidência de sermos mais uma vez surpreendidos pela companhia com o anúncio dos resultados do 3º tri. A empresa finalmente se livrou da flecha em seu calcanhar e ultrapassou o EBITDA regulatório em um prazo que superou a melhor das nossas expectativas, caminhando firmemente com as demais iniciativas que devem contribuir para que as ações tenham um novo *re-rating* ao longo de 2020.

Optamos por falar da Copel por se tratar de um investimento muito diferente dos demais. Dentre as 5 maiores contribuições desde o início do *long-biased*, tivemos apenas uma companhia estatal e que não seguia a “cartilha” de empresas bem tocadas, com histórico impecável etc.

Ao Daniel Slaviero, extraordinário executivo, e aos demais diretores da companhia que acreditaram nessa nova história e deram suporte ao CEO, o nosso agradecimento pela ótima interlocução e por terem colocado a Copel num patamar superior em tão pouco tempo de mandato.

Aos investidores que confiaram na nossa história, a certeza de que seguiremos comprometidos com o projeto de longo prazo da Alpha Key.