

— Cases de Sucesso —

Small Caps



Sumário

1	Introdução: qual é o propósito deste material?	4
2	Trisul (TRIS3)	5
	2.1. Introdução	5
	2.2. Fusão	6
	2.3. Gênese e primeiros anos	7
	2.4. Quando puxar o freio ou quando mudar de estratégia	8
	2.5. Trivia	8
3	Eneva (ENEV3)	13
	3.1. História da empresa	13
	3.2. Trivia	15
	3.3. O pilar fundamental de uma empresa de sucesso	15
	3.4. Um gênio fracassado?	16
	3.5. Presente e <i>bottom line</i>	17

4	PetroRio (PRIO3)	19
	4.1. Introdução	19
	4.2. O <i>turnaround</i>	19
	4.3. Presente: importância da gestão	22
	4.4. Números e ativos	23
5	Unipar Carbocloro (UNIP6)	29
	5.1. <i>Diworsification</i> vs. diversificação	30
	5.2. Uma palavra sobre o presente	33
	5.3. Unipar Indupa S.A.I.C.	34
	5.4. Solalban Argentina	34
6	Uma conclusão	36

1

Introdução: qual é o propósito deste material?

Este ebook não visa a recomendar investimentos. Os cases de sucesso de hoje podem não ser os mesmos de amanhã – por alguns motivos.

- O mercado é dinâmico e imprevisível.
- As companhias dependem das mais diversas variáveis para obter sucesso.
- As empresas são como organismos e têm seu ciclo de vida, que eventualmente se encerra.

Sabemos que a natureza e o mercado são cruéis, mas ambos gozam de uma beleza especial.

Uma das máximas no mercado de capitais defende que rentabilidade passada não é garantia de retorno futuro. No entanto, é importante estudar o passado para entender o presente, mirando o futuro. Confuso, não? Mas, ainda assim, de suma importância. O que torna uma *small cap* bem-sucedida? Que características essas empresas têm em comum?

Quase toda *blue chip* na história foi uma *small cap* um dia. E uma das maiores conquistas para uma *small cap* é justamente deixar de sê-lo, embora seja possível permanecer pequena e gerar muito valor.

Seja bem-vindo(a) ao fascinante universo dessas peculiares empresas, que muitas vezes não desfrutam dos olhares de investidores institucionais, tampouco estão “na boca do povo”.

2

Trisul (TRIS3)

A Trisul é o resultado de uma fusão de 2007 entre a **Tricury** e a **Incosul**. Hoje, a empresa tem pouquíssima dívida e o maior ROE do setor, além de operar no melhor mercado imobiliário do país.

Mas nem sempre foi assim: a crise econômica a afetou em cheio, e a companhia, com preços deprimidos dos imóveis, taxas de juros altas e distratos numerosos, precisou se reinventar para sair da crise e manter-se entre as líderes de seu mercado.

2.1. Introdução

Falar da Trisul é falar de pessoas e, dentre as que tornaram possível esse case de sucesso, uma se destaca: **Jorge Cury Neto**, cuja trajetória se confunde com a da própria Trisul (e de uma de suas antecessoras, a Tricury).

Jorge Cury é descendente de italianos e libaneses que vieram ao Brasil em busca de novas oportunidades no início do século XX.

Seu pai, um lojista que trabalhava no ramo de tecidos, estava ciente do futuro pouco promissor de sua indústria devido ao avanço das importações, então sugeriu aos filhos que investissem seu tempo e seus recursos na construção civil, apostando no crescimento do Brasil como país em desenvolvimento.

Em 1982, Cury se formou engenheiro pela Mackenzie e, em 1983, com a doença de seu pai, se viu obrigado a fechar a loja. Junto de seu irmão – que estava prestes a se formar – começou a construir suas primeiras casas.

Essas casas inicialmente se localizavam em uma região mais barata de São Paulo (SP). Posteriormente, com o avanço de seus negócios, a Tricury começou a entrar naquele que veio a ser seu principal nicho de mercado: o de imóveis de médio e alto padrão nas zonas Sul e Oeste da cidade de São Paulo.

Enquanto isso, seu irmão descobriu sua vocação com números e resolveu partir para o mercado financeiro. Em 1983, comprou uma DTVM que, em 1990, transformou-se em um banco múltiplo, o Tricury, o qual caminhava juntamente com a construtora.

O banco atuava como um contrapeso para as operações imobiliárias, uma vez que, quando os juros subiam, a demanda por apartamentos se retraía (em razão da baixa atratividade das taxas para o financiamento imobiliário), ao passo que a receita do banco aumentava.

Essa fórmula se provou extremamente bem-sucedida, tendo em vista que a Trisul atingiu o *status* de grande construtora, consolidando-se entre as maiores da cidade de São Paulo. Além disso, o banco Tricury atua até hoje com uma carteira diversificada de clientes e posição financeira saudável.

2.2. Fusão

O ano é 2006 e os negócios vão bem. O Brasil está no auge de seu período áureo dos anos 2000; o Cristo Redentor decola nas capas de revistas; o agronegócio e a mineração inundam o Brasil com dólares; milhões de pessoas conseguem empregos; a economia é animadora. Não é diferente no ramo imobiliário: historicamente, cresce junto à economia brasileira e experimenta um boom poucas vezes visto.

Nesse contexto, os bancos de investimento prospectam, entre outros setores, empresas no setor da construção civil para abrir seu capital. Em dezembro, enquanto Cury conversa com os bancos **Morgan Stanley** e **JPMorgan**, **Michel Saad** da **Incosul** faz o mesmo. Ambas as empresas fazem parte do seleto grupo de líderes no mercado paulista, porém nenhuma tem musculatura suficiente para abrir seu capital.

Durante as conversas – que avançam –, Cury é incumbido da tarefa de encontrar um sócio que pense como ele e que dê à Tricury a tal musculatura necessária para o IPO. É nesse contexto que ele vai até Saad e propõe a combinação dos negócios entre a Tricury e a Incopar.

Ambas as empresas têm foco e público-alvo semelhantes, além de um tamanho parecido. Elas praticamente se equivalem, e é justamente isso o que fundamenta as bases do acordo 50/50 que possibilita a fusão criadora da Trisul, em outubro de 2007. Por fim, a Trisul se torna uma das gigantes do mercado paulista.

2.3. Gênese e primeiros anos

A Trisul iniciou suas operações em 2008, começando o processo de integração das duas empresas. À época, ficou acordado que Cury assumiria a presidência da companhia por dois anos, ao passo que Saad seria o diretor do conselho de administração. Eles concordaram em trocar de posição a cada dois anos, respeitando assim a importância de suas participações na Trisul.

Acontece que, após o fim do primeiro biênio, Cury (à época com 50 anos) e Saad (à época com 62 anos) discutiram e decidiram quebrar o acordado, ficando cada um em sua respectiva posição. Até hoje (2020), ambos ocupam os mesmos cargos na empresa e contribuem de forma decisiva para o sucesso da companhia.

Em 2007, a companhia captou pouco mais de 300 milhões em seu IPO. Os recursos foram utilizados junto da captação de dívida para aumentar o *landbank* da empresa e expandir seus negócios. A princípio, a Trisul se concentrou em atender o público de média e baixa renda, entre seis e nove salários mínimos, com o Trisul Life, que consistia em empreendimentos com valor médio de R\$ 100 mil, com um padrão construtivo diferenciado e espalhado por diversas cidades do estado de São Paulo.

Como resultado, entre 2007 e 2010 a empresa construiu, vendeu e entregou cerca de 12.000 unidades dessa modalidade de empreendimento em mais de 20 cidades diferentes.

2.4. Quando puxar o freio ou quando mudar de estratégia

O mercado financeiro, como sabemos, é um professor impiedoso com os ingênuos e um bom amigo dos cautelosos. É nesse espírito que, em 2011, vendo a deterioração das contas públicas e o aumento da taxa básica de juros, a Trisul começou a discutir uma redução do ritmo de expansão de seus negócios.

Cury conta que, àquela altura, a empresa contava com 300 funcionários e obras em 24 cidades do estado de São Paulo, o que fez a diretoria optar pela reestruturação da Trisul, visando à redução de sua dívida – à época, de mais de R\$ 1 bilhão – e à mudança de foco para mercados mais seguros, nos quais a companhia tinha *know-how*.

Como resultado, a Trisul passou por sua reestruturação. Cury, que anteviu uma recessão intensa em meio a uma bonança poucas vezes vista no mercado brasileiro, acabou blindando sua companhia do período que viria a ser conhecido como “a nova década perdida”. Em 2014, a empresa tinha reduzido sua dívida líquida em mais de três vezes e sua receita em mais de 50%. A equipe passou a corresponder a um terço da original – 100 funcionários ao todo.

2.5. Trivia

O que é melhor: reduzir dívida ou aumentar receita?

A pergunta é difícil, eu sei. E a resposta, como sempre, depende. Nesse caso, em setores em que a aplicação do capital é intensiva, a redução da dívida pode ser preferível, especialmente em um momento em que os juros sobem, a incerteza aumenta (lembre-se das pedaladas fiscais!) e as margens sofrem.

Como todos sabemos, o termômetro do mercado imobiliário são os juros, uma vez que eles definem as bases não só dos custos de financiar uma casa, mas também de grande parte da economia.

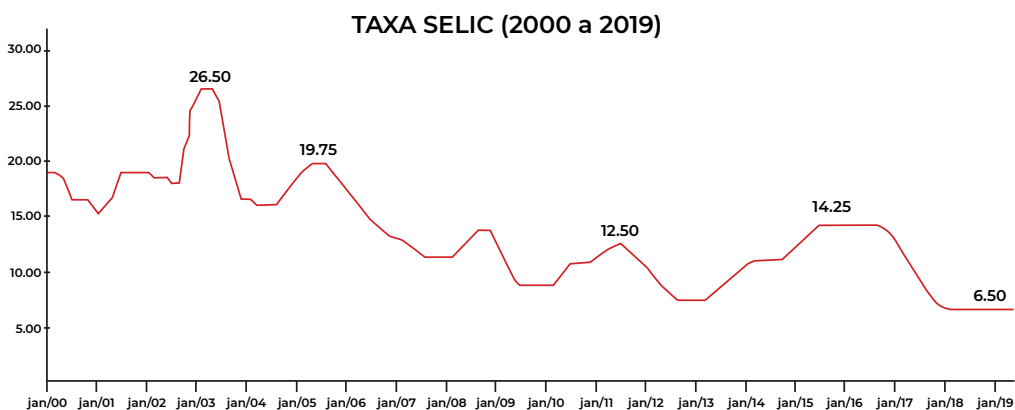
Para se ter uma ideia, as condições de financiamento de um imóvel de R\$ 300 mil 80% financiado no prazo de 30 anos mudam completamente quando os juros caem. A tabela a seguir ajuda a ilustrar a comparação.

Taxa	1ª parcela	Renda mínima ¹	Juros totais	Diferença nos juros ²
15% a.a. + TR	R\$ 3.478,25	R\$ 11.594,17	R\$ 507.490,20	-
10% a.a. + TR	R\$ 2.580,46	R\$ 8.601,53	R\$ 345.439,76	-32%
5% a.a. + TR	R\$ 1.644,46	R\$ 5.481,53	R\$ 176.491,04	-65%

Simulação do custo de um financiamento imobiliário para um imóvel de R\$ 300 mil com 20% de entrada em 360 meses. TR (taxa de referência) de 0% a.a. Elaboração: Suno.

Como você pode perceber, a taxa de juros é uma variável decisiva quando tratamos do poder aquisitivo de longo prazo das famílias.

Podemos, inclusive, levar essa discussão para um plano mais abrangente na economia. Uma conjuntura que apresenta taxas de juros elevadas indica que o retorno de investimentos muito seguros (como títulos da dívida pública, poupança, CDBs etc.) está atrativo – e que as contas públicas, via de regra, vão mal.



¹ Renda mínima levando em consideração que a 1ª parcela não pode ultrapassar 30% da renda da família.

² A diferença é calculada a partir da maior taxa para as demais.

A economia recessiva reduz o apetite de risco dos poupadores, que escolhem a dedo seus investimentos e se abrigam na renda fixa³. Na crise, diversos negócios ficam fragilizados e têm seus retornos comprometidos: certas empresas ficam inadimplentes ou vão à falência.

A economia vai mal, presa em um círculo vicioso que se potencializa. Quem tem ideias paga muito caro para tirá-las do papel, pois quem tem dinheiro encontra menos incentivos para fornecer crédito. Pior para todos.

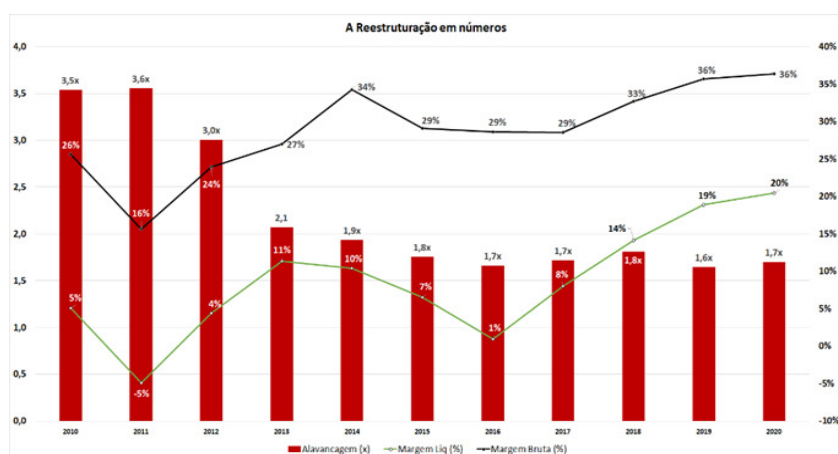
E isso faz toda a diferença.

A partir de 2010, a Trisul experimentou dores de uma reestruturação que, apesar de reduzir a escala da empresa, trouxe benefícios, como o aumento significativo das margens da companhia, o aumento do preço do metro quadrado construído e uma “velha nova” estratégia que permitiu à empresa consolidar-se como uma das mais rentáveis do setor em que participa.

Então, a companhia contratou um novo CFO e voltou a se concentrar na alta-média renda de São Paulo e região metropolitana, região oeste do estado e Brasília. A Trisul passou a utilizar métricas mais rigorosas para cumprir com os custos de obra orçados.

No gráfico a seguir, podemos ver o desempenho de alguns dos indicadores-chave da reestruturação. Eles comprovam que a Trisul conseguiu se reinventar para chegar preparada ao momento de menores juros da história do Brasil. A companhia se manteve capitalizada e pronta para expandir sua atuação nos mercados de padrão elevado.

³ Afinal, o governo é o último a quebrar, pois tem inúmeras maneiras de se financiar. Logo, ele desfruta das menores taxas de juros. Essas taxas, que variam de país a país, são usadas por todos os agentes como componente primordial na definição da taxa de juros do mercado.



Fonte: Factset/Elaboração Suno Research.

Durante esse período de reestruturação, a empresa tomou algumas medidas relevantes para fazer com que sua estrutura se adequasse ao novo perfil de suas operações. Primeiro, a companhia começou por uma readequação de seu *landbank*⁴.

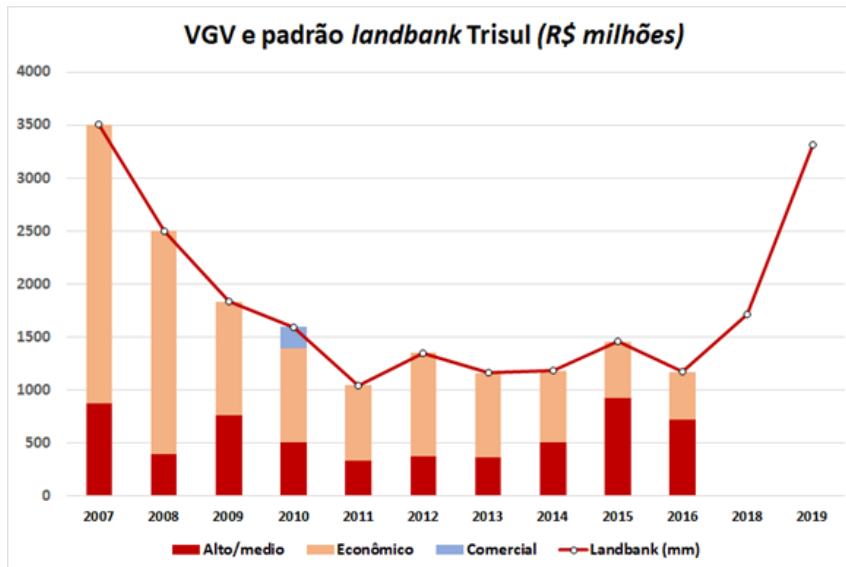
A Trisul, que no fim de 2008 detinha mais de 80% de seu portfólio de terrenos destinado a projetos classificados como econômicos, finalizou seus projetos em andamento, cancelou os programados e iniciou uma repaginação do *landbank*.

Em 2015, a maioria dos ativos consistia em projetos de alto e médio padrão. Junto de um programa de redução do ciclo de produção imobiliário⁵ e de ganhos de eficiência operacional, eles permitiram à companhia obter, ao mesmo tempo, uma margem superior e uma previsibilidade maior nas vendas.

A empresa reduziu sua dívida e acumulou recursos enquanto se preparava para uma nova expansão de seus lançamentos e empreendimentos.

⁴ *Landbank* é o portfólio de terrenos que uma empresa tem para trabalhar, vender, incorporar e construir. A gestão de *landbank* é uma das atividades-chave da construção civil, uma vez que o estoque de terrenos representa uma parte significativa do patrimônio da empresa.

⁵ O ciclo de produção imobiliário é formado por inúmeras etapas e compreende desde a compra do terreno e a concepção do projeto até a entrega das chaves. É medido como o intervalo de tempo entre o início e o final de um empreendimento.



Fonte: RI Trisul/Elaboração Suno Research.

Enquanto as receitas retomaram e superaram os patamares pré-reestruturação, as margens se mantiveram em patamares elevados – mais de duas vezes maior! – e a empresa passou a gerar excelentes resultados operacionais, o que permitiu a expansão recente de seu *landbank*, agora em outro nível de qualidade.

Também permitiu a quebra de recordes – já no segundo semestre de 2020. Nele, a companhia apresentou seus resultados do primeiro semestre, o qual se tornou o maior de sua história.

Por fim, com uma posição financeira saudável e uma dívida extremamente controlada, a Trisul conseguiu atingir o melhor retorno do setor e vem se destacando como uma das melhores empresas da construção civil nacional, com uma estratégia interligada com o DNA de seus fundadores e uma gestão eficiente, familiar e focada na construção de imóveis de valor agregado.

vez mais. Pode chegar um momento – após algumas décadas, talvez – em que os dividendos recebidos representarão mais de 100% do valor investido. Isso demonstra a importância de investir em empresas que crescem, bem como a grande vantagens dos dividendos.

3

Eneva (ENEV3)

A história da Eneva começou em 2001, quando se chamava MPX Mineração e Energia, como parte do Grupo X, de **Eike Batista**. Com tal protagonista, você deve estar imaginando que essa história começou com o pé esquerdo.

Pois saiba que você acertou.

3.1. História da empresa

A Eneva surgiu em 2007 como MPX Mineração. No fim do mesmo ano, a empresa fez seu IPO e captou pouco mais de R\$ 2 bilhões para investir em seus inúmeros projetos no mercado de exploração de recursos naturais, geração e comercialização de energia elétrica.

Com planos ambiciosos e presença internacional, buscou implementar uma operação verticalizada com minas de carvão na Colômbia e em Moçambique, produzindo energia (térmica, utilizando carvão e gás) e extraíndo gás natural no Brasil.

Durante a gênese da empresa, entre o período que compreendeu seu IPO e a diluição definitiva da participação de Eike, entre 2007 e 2014, a companhia passou por maus bocados. Ao fim de 2012, a dificuldade de se financiar e os altos gastos administrativos e gerais eram um prenúncio de tempos sombrios.

Em 2013, problemas nas obras se desenhavam. Inúmeras multas e penalidades foram aplicadas pela Aneel devido ao atraso nas obras da usina de Parnaíba II e por problemas técnicos em Pecém I.

Como se não fosse o bastante, a empresa enfrentava inúmeros problemas na gestão do caixa e da dívida enquanto lutava para se tornar verdadeiramente operacional. Para se ter uma noção do tamanho do desafio que o novo *management* (que havia assumido em 2013) enfrentava, considere os seguintes dados.

- Os gastos gerais e administrativos da companhia totalizaram 57,1% das receitas em 2012.
- Em 2013, a empresa teve um prejuízo de mais de R\$ 900 milhões para uma receita líquida de R\$ 1,4 bilhão.
- No mesmo ano, a empresa gastou R\$ 200 milhões entre multas, compra de energia e atraso a fornecedores.
- Ao fim de 2014, com mais de R\$ 6 bilhões em dívidas (à época 5,8x a receita) e em meio a uma reestruturação, a companhia estava prestes a entrar com um plano de recuperação judicial.

A situação não era nada boa. Ao fim de 2014, empresa estava passando por atrasos na entrega de suas usinas e, para não ver a viabilidade do Complexo Parnaíba ir pelos ares, precisou negociar um acordo com a Aneel para adequar a entrega de Parnaíba II e estancar a sangria de multas e compra de energia.

Ao mesmo tempo, a empresa começou a reestruturar seu portfólio de ativos e, para reforçar seu caixa, vendeu sua participação na usina de carvão Pecém I à EDP (ENBR3). Além disso, repactuou, por meio do plano de recuperação judicial, seus débitos e sua estrutura de capital.

Com isso, e com a entrada em operação de sua segunda usina a gás, a companhia conseguiu estancar a sangria e se armou para um novo momento – de maior estabilidade, maiores receitas e redução de suas dívidas.

3.2. Trivia

Quais são os elementos de um *turnaround* de sucesso?

Certamente, um dos elementos é o *management competence*. Mas como fazê-lo quando seus custos estão no limite, sua dívida está descontrolada e suas receitas estão combalidas em razão de problemas contratuais, multas e atrasos em obras?

3.3. O pilar fundamental de uma empresa de sucesso

Nada mais nada menos que ter **sócios alinhados com o propósito da companhia**, com capital e *know-how*. Em bom português, dinheiro, **saber-fazer** e, claro, uma pitada de sorte.

Desde o início do empreendimento, a Eneva contou com aportes consecutivos e com a expertise da alemã **E.ON**, empresa com larga experiência na exploração de gás e na produção de energia. Sua participação certamente foi útil para a reversão das dificuldades na implantação das usinas.

Em 2015, após a conclusão do aumento de capital iniciado em 2014, tanto a E.ON como Eike Batista – até então, ambos formavam o bloco de controle da companhia – romperam o acordo de sócios que lhes conferia tais prerrogativas e foram diluídos, ficando, à época, com 12% e 1% de participação na Eneva, respectivamente.

A reestruturação veio junto e por meio do plano de recuperação judicial. A empresa converteu grande parte de sua dívida em ações da companhia, obteve redução de R\$ 1 bilhão no montante de suas dívidas e viu a entrada de novos sócios no negócio.

Ao fim do processo, que movimentou R\$ 2,3 bilhões entre ativos, dívida e capital, a empresa adquiriu o controle de todas as usinas termelétricas do complexo de Parnaíba (anteriormente, tinha participação variada nas diversas usinas), bem como 100% da BPMB Parnaíba e 27% da Parnaíba Gás Natural (tinha 18%).

Quase R\$ 1 bilhão de dívidas foi convertido em participação, o que marcou a entrada do banco BTG Pactual (49%) e do Itaú Unibanco (12%) na estrutura social da empresa, além de uma entrada de R\$ 9 milhões em caixa.

Apesar de uma queda comparativamente tímida no endividamento da companhia, a empresa passou por uma reestruturação completa e vital de seus débitos. Graças ao PRJ, a empresa equacionou a sua elevada e preocupante dívida, reduzindo suas obrigações de curto prazo de mais de R\$ 3 bilhões para R\$ 1 bilhão e alongando grande parte de seus empréstimos.

Além disso, a Eneva obteve um empréstimo-ponte cedido por **seu sócio Itaú, em conjunto com o BNDES** (sempre ele...), fundamental para que os compromissos de curto prazo fossem honrados pela empresa.

3.4. Um gênio fracassado?

Vamos aos fatos: Eike falhou e quebrou feio, quanto a isso não há dúvidas. Entretanto, seus planos, cheios de números inflados, projeções mais que otimistas e hipérboles imprecisas, escondem algo que o escárnio promovido pela imprensa e pelo público é incapaz de perceber: apesar de tudo, seus negócios são viáveis.

A Eneva, como empresa de exploração de gás e produção de energia, é um projeto de extremo potencial – e atraiu investidores de grande poderio financeiro, até mesmo político. Em 2016, a companhia concluiu a incorporação total da Parnaíba Gás Natural, que havia sido comprada pela Cambuhy Investimentos.

Em troca do controle de 100% da PGN, a companhia passou a contar com a gestora de recursos presidida por **Pedro Moreira Salles** (ex-CEO do Itaú e copresidente do conselho de administração da empresa) em seu quadro social. O negócio selado com a Cambuhy lhe conferiu 25% de participação na companhia.

Mais receita, mais sócios fortes e mais ativos lucrativos provaram que a Eneva, além de extremamente viável, **é sim um bom negócio**. Além disso, mesmo não dispondo de “metade de uma Bolívia” de gás – como Eike proclamou à época –, ela tem valor a ser gerado (e muito!).



Fonte: Suno Analítica.

3.5. Presente e *bottom line*

A companhia, após diversas dificuldades, consolidou-se em 2016. Desde então, seus resultados só melhoram. A Eneva saiu de um prejuízo de quase R\$ 1,5 bi em 2014 e se tornou um negócio lucrativo. Desde 2017, ela vem apresentando resultados consistentes com seu propósito e já registrou lucros acumulados de mais de R\$ 1,8 bilhão. Além disso, multiplicou seu patrimônio líquido em quase 6x.

A Eneva, única empresa privada de geração de energia do Brasil com experiência em E&P e acesso ao gás *onshore* (em terra), também foi pioneira na implantação do modelo Reservoir-to-wire (R2W), que consiste na geração térmica integrada aos campos produtores de gás natural e se prepara para expandir suas operações para o Norte brasileiro. Essa é uma promessa de excelentes resultados para seus acionistas e de maior segurança energética para os brasileiros.

Atualmente, a Eneva é negociada na bolsa sob o *ticker* ENEV3: seu valor de mercado tem crescido de forma intensa. Após o *turnaround*, a empresa se tornou um negócio extremamente lucrativo e viu sua ação se apreciar de R\$ 8,50 para mais de R\$ 51 reais, o que constitui uma valorização de mais de seis vezes.

Para se ter uma ideia, se você tivesse R\$ 10.000,00 investidos em Eneva ao preço de R\$ 8,50, hoje, em 2020, após quatro anos, teria obtido um retorno anual médio de mais de 50% – um desempenho surpreendente.

Vale lembrar que a ameaça de falência sempre esteve à espreita durante todo o processo de *turnaround*. Daí a importância de pesquisar e compreender profundamente os negócios em que investimos, bem como saber com quem estamos nos associando.

Quer aprender mais sobre investimentos e entender a decisão dos especialistas da Suno sobre diversos ativos? Clique no botão abaixo e garanta agora o seu acesso Suno Premium por apenas 1 real* (por 15 dias)

Clique aqui para acessar esta oferta

**Plano atrelado a renovação automática para o plano Suno Premium Mensal (R\$ 62.90) após 15 dias. Cancelamento possível em até 14 dias após a renovação.*

4 PetroRio (PRIO3)

4.1. Introdução

A história da PetroRio começou em 2008. Na época, a companhia era conhecida como BN 16. Em 2009, tornou-se uma S/A de capital fechado e passou a se chamar HRT. No mesmo ano, recebeu diversos aportes privados de capital (R\$ 480 milhões) para levar adiante seus negócios de prospecção e exploração de campos.

Esse é um *business* recheado de riscos. A atividade é intensiva em capital e as perfurações podem ser infrutíferas. As incertezas quanto à cotação do Brent também podem invalidar todas as premissas de viabilidade do negócio. O petróleo tem uma volatilidade altíssima, que pode ser acentuada com as flutuações do câmbio, além de depender dos mais diversos fatores, os quais indivíduo ou instituição alguma é capaz de prever.

Em 2010, a jovem companhia, conhecida então como HRT petróleo, fez seu IPO e captou R\$ 2,5 bilhões. Os recursos foram utilizados para adquirir campos de exploração na Namíbia e na Bacia do Solimões, no Amazonas. Ambos os projetos se provaram insustentáveis.

Entre 2010 e 2014, a empresa amargou resultados catastróficos e apresentou prejuízos sucessivos, bem como Ebitda e FCO negativos, uma vez que não poderia mais extrair petróleo dos campos referidos. Isso exauriu, de antemão, seu valor.

4.2. O turnaround

O ano é 2015: a HRT lambe suas feridas. É chegada a hora da mudança, e a gestão está ciente de que uma guinada virtuosa é necessária para que a empresa não vá à falência. Nesse espírito de renovação e virada, a companhia muda seu nome para PetroRio S/A.

Entre 2010 e 2014, a companhia amargou prejuízos acumulados (lucro líquido negativo) na casa dos 4 bilhões de reais, viu suas operações consumirem mais de R\$ 3 bilhões (FCO) e seu patrimônio líquido e seus ativos minguarem mais de R\$ 2 e R\$ 1,5 bilhões, respectivamente.

O pior cenário imaginável para uma jovem e promissora empresa.

Ciente dos desafios e dos prospectos sombrios que a antiga estratégia entregou, o *management*, agora renovado, optou por redesenhar completamente a estratégia da companhia. A PetroRio criou incentivos para que seus colaboradores entreguem resultado. Implantou uma lógica mais meritocrática, e um novo e atrativo plano de *stock options*. A prática do programa de opções, se bem executada, pode trazer um excelente alinhamento dos executivos com os acionistas.

Controlar os custos e despesas administrativas se tornou prioridade.

A grande tacada da empresa, porém, foi a nova estratégia operacional, que passou a ser a aquisição de campos maduros, que pouco importam para colossos como a Petrobras. O *timing* foi excelente. A gigante estatal estava se desfazendo de ativos periféricos e se concentrando no pré-sal, que tem um custo de extração menor que o de campos rasos, como os que a PetroRio opera.

Outras petroleiras nacionais e estrangeiras também estavam alienando campos: a gestão enxergou uma janela de oportunidade.

Foi aí que ela encontrou seu nicho, especializando-se na exploração de campos maduros⁶ e reduzindo gradativamente seu *lifting cost* (o custo de extrair o petróleo) por meio de um perspicaz controle de custos, somado a uma tecnologia de ponta e a técnicas como *workover*, que estendem a vida útil do campo.

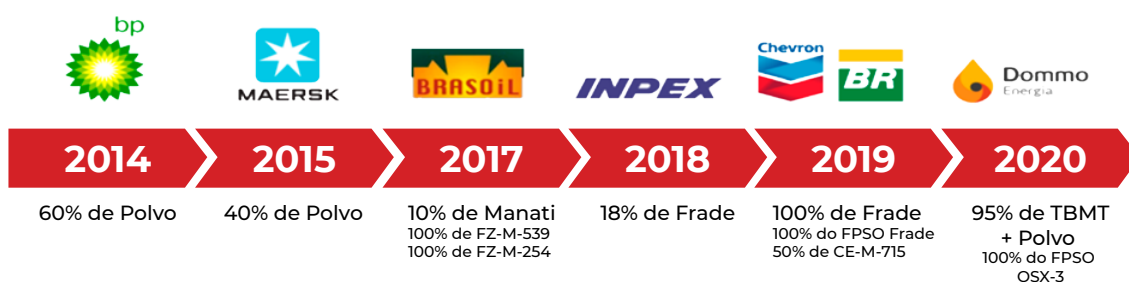
⁶ O petróleo é um recurso finito que, quando começa a ser explorado, atinge um determinado grau de produção, o qual diminui gradativamente. Um campo maduro é aquele cuja produção declina ao longo do tempo e que se espera que venha à exaustão em uma data razoavelmente previsível.

O desafio, o risco e o comprometimento necessários para obter êxito eram monumentais, assim como o potencial retorno, caso tudo corresse bem. E, felizmente, os projetos começaram a dar certo.

O primeiro campo a entrar em operação foi o de Polvo, localizado da Bacia de Campos, enquanto a PetroRio negociava a venda de seus campos de exploração. Em 2015, com menor alavancagem, a empresa conseguiu reduzir em mais de 70% suas despesas gerais e administrativas, então passou a se concentrar na extração e na operação de seu primeiro campo de produção.

A companhia adquiriu o campo de Polvo por US\$ 135 milhões em janeiro de 2013. A então HRT comprou 60% da operação do campo da BP Energy, tornando-se, à época, sócia da **Maersk Oil Brasil**, que detinha 40% do campo. Dessa vez, um campo com reservas provadas, maduro e em plena produção foi adquirido.

Ainda em 2014, enquanto levava adiante a venda de seus ativos exploratórios no Solimões para a russa Rosneft, a empresa firmou um contrato para adquirir o restante da participação no campo de Polvo da Maersk Oil. A partir disso, tornou-se a única operadora do campo, obtendo ganhos de eficiência operacional e de produção impressionantes nos anos subseqüentes, o que alongou significativamente sua vida útil.



Fonte: Apresentação Institucional – julho de 2020.

Desde que realizou a aquisição de Polvo, a PetroRio vem reduzindo seu *lifting cost*⁷ e aumentando sua eficiência na extração de petróleo. A partir do início das operações em Frade, a companhia vem mantendo uma eficiência operacional na extração superior a 90%. Saiu de 93% em 2014 para mais de 98% em 2019.

O *lifting cost*, por sua vez, vem sendo paulatinamente reduzido: caiu de US\$ 35,13/bbl em 2015 para US\$ 13,70 no segundo trimestre de 2020. Isso permitiu à companhia desfrutar de bons retornos no período, o que ficou evidenciado a partir de 2016, quando a PetroRio virou o jogo e passou a ser, **pela primeira vez em sua história**, um negócio lucrativo.

Desde então, seus resultados são consistentes. Para se ter uma ideia, desde 2015, a empresa não registrou mais prejuízos, aumentou seu patrimônio líquido em mais de R\$ 1,2 bilhão e registrou um lucro acumulado de mais de R\$ 1,4 bilhões até o fim de 2019.

Um cenário radicalmente diferente daquele traçado inicialmente – tudo isso graças às mudanças no *management* e na mentalidade da companhia, que, a partir da reformulação, dinamizou-se. Além disso, otimizou e controlou seus custos de forma responsável e inventiva.

4.3. Presente: importância da gestão

Todo o sucesso da PetroRio em se reinventar se ancora em um detalhe que o mercado, ao mesmo tempo, insiste em ignorar e diminuir: **a importância de uma gestão comprometida e competente**. De fevereiro de 2015 até o presente momento, a companhia, com sua nova estratégia, registrou um significativo aumento da vida útil dos seus principais ativos.

⁷ *Lifting cost* é o custo de extrair de um poço, plenamente equipado e preparado, um barril de petróleo e/ou gás natural. Seu custo é medido em dólares por barril (US\$/boed) e leva em consideração despesas como custo de extração, transporte e armazenamento.

Também aumentou suas reservas provadas e prováveis em mais de 40% (considerando apenas as provadas – com as prováveis, o aumento foi de 107% em relação a 2017), introduziu métodos inovadores e de extração e, como consequência, observou um grande declínio de seu *lifting cost*.

A companhia controlou seus custos de forma responsável, realizou desinvestimentos significativos – ao desistir de ativos no exterior e no Amazonas – e fez aquisições estratégicas no âmbito de sua nova estratégia de exploração.

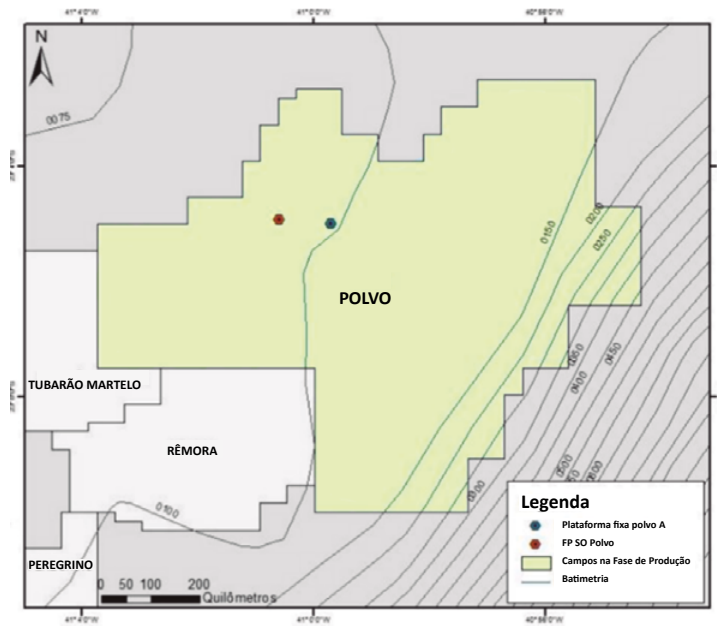
A gestão implementou uma estratégia de aquisição de campos de petróleo de forma extremamente bem-sucedida. Com o petróleo no preço certo, o *payback* de suas aquisições, ou seja, o tempo necessário para recuperar os investimentos, é baixíssimo.

4.4. Números e ativos

Ao todo, a companhia tem quatro ativos de exploração (aqueles que efetivamente produzem óleo). Eles são os seguintes (% da companhia em parênteses).

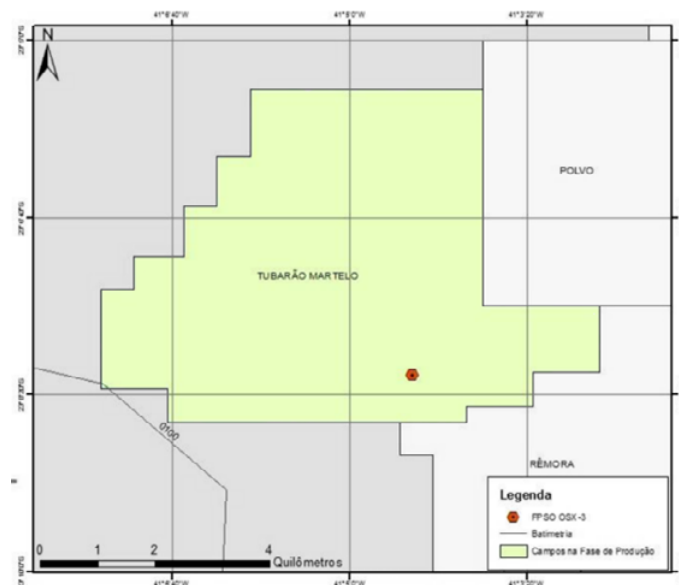
1. Campo de Polvo (100%)

Localizado a 100 km da cidade de Cabo Frio (RJ), na Bacia de Campos, o Polvo foi o primeiro ativo de produção da PetroRio. Em 2016, a companhia investiu mais de 11 milhões de dólares para incrementar a extração de óleo do campo, utilizando-se de tecnologias pioneiras no Brasil. O investimento vem possibilitando a extensão da vida útil de Polvo e aumentando a produção – mesmo com o declínio natural dos campos de petróleo.



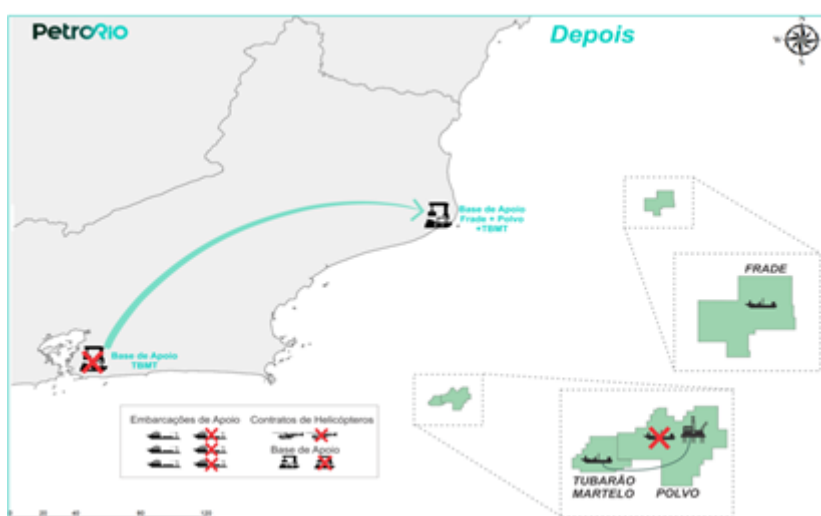
2. Tubarão Martelo (80%)

O campo de Tubarão Martelo está situado no sul da Bacia de Campos, ao lado do campo de Polvo, a uma distância de 86 km da cidade de Armação de Búzios, no litoral norte do estado do Rio de Janeiro.



Atualmente, Tubarão Martelo produz 10 mil barris de óleo por dia por meio de cinco poços interligados à embarcação OSX-3, que opera no campo desde 2012. O FPSO (Floating, Production, Storage and Offloading) tem a capacidade de processamento de 100 mil barris de óleo por dia e de armazenagem de 1,3 milhão de barris.

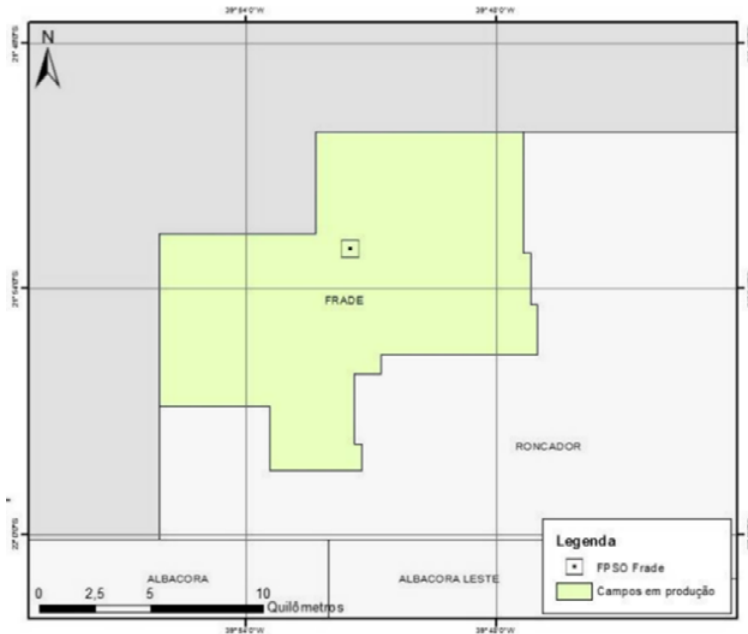
Buscando aumentar a eficiência operacional, a companhia trabalha para realizar o *tieback* entre os campos de Polvo e Tubarão Martelo, criando assim um polo privado de extração de petróleo. Com isso, a companhia deseja captar ganhos de sinergia decorrentes da proximidade entre os campos.



3. Campo de Frade (70%)

O campo de Frade está localizado na parte norte da Bacia de Campos, a cerca de 120 quilômetros da costa do estado do Rio de Janeiro. A lâmina-d'água na área de desenvolvimento varia de 1.050 a 1.300 metros.

O campo produz comercialmente desde o início de 2009. A PetroRio aderiu à concessão em outubro de 2018, quando adquiriu a Frade Japan Petroleum, que detinha 18,26% de participação. Tornou-se a operadora do campo no final de janeiro de 2019, quando adquiriu outros 51,74% da Chevron, totalizando os 70% de participação atuais. Há boas perspectivas de que a companhia possa adquirir os 30% restantes da Petrobras.

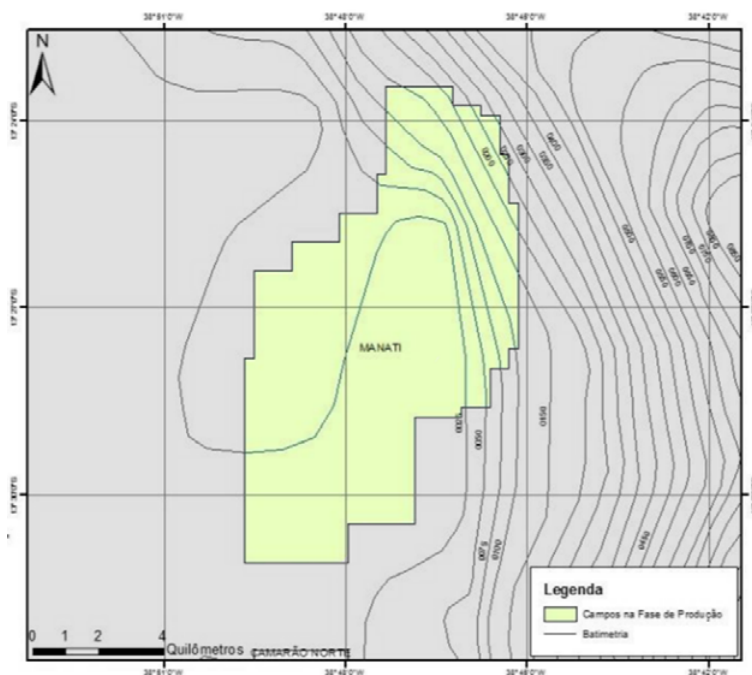


Hoje, o campo de Frade produz cerca de 20 mil barris de petróleo por dia (mmb/d) por meio de poços que, interligados aos *risers*, levam o petróleo até o FPSO – um navio com capacidade de processar uma média de 100 mil barris de fluido por dia e de armazenar até 1,5 milhão de barris de óleo.

4. Campo de Manati (10%)

O campo de Manati está localizado na Bacia de Camamu, na costa do município de Cairu (BA), em profundidade de água de 35 a 50 metros. O *ring-fence* totaliza uma área de 75,719 km². Em 2016, após a compra da Brasoil, a PetroRio passou a ter participação de 10% no consórcio de Manati, operado pela Petrobras.

Com sua experiência operacional de sucesso, a PetroRio contribui para o aumento constante da eficiência do campo, sempre com o menor custo possível. O projeto de Manati é formado por três grandes instalações: uma plataforma de produção fixa, uma estação de compressão e uma planta de processamento de gás natural. Todas são interligadas por 125 km de gasoduto.



5. Ativos exploratórios

Além dos ativos de produção, que passaram a ser o foco da companhia, a PetroRio continua a ter e a desenvolver ativos exploratórios. Ao contrário do que acontecia anteriormente, no entanto, companhia hoje tem a capacidade de conciliar a exploração com a produção de forma a não comprometer suas operações produtivas para prospectar novos campos de petróleo.

A empresa, como afirmamos, também tem uma bem-sucedida campanha de exploração em seus blocos operacionais, a qual vem aumentando a expertise da PetroRio em explorar – sem deixar de lado a produção e a lucratividade de suas operações.

A seguir, listamos seus ativos exploratórios e o estado em que se encontram em outubro de 2020.

Pirapema/FZA-M-539 (100% PetroRio)

- Descoberta de gás natural na Bacia da Foz do Amazonas.
- Dois poços perfurados.
- Estimativa de reservas potenciais de 18 bilhões de m³ de gás natural, com possibilidade de expansão para até 28 bilhões de m³.
- Lâmina-d'água: 130m.

FZA-M-254 (100% PetroRio)

- Ativo de óleo.
- Fase de estudos para avaliação de potencial e programação de perfurações de poços.

CE-M-715 (50% PetroRio)

- Ativo de óleo.
- Estudos conduzidos para avaliar possíveis campanhas de perfuração.

Para além dos campos exploratórios e de extração, a PetroRio se apresenta como um *turnaround* de sucesso, pautado por disciplina, racionalidade e **foco na entrega, em vez da prospecção**. Isso faz com que a companhia se consolide como a maior empresa privada do ramo no Brasil – e uma das mais competentes petrolíferas da América Latina.

5

Unipar Carbocloro (UNIP6)

A Unipar é uma das filhas do nacional-desenvolvimentismo implementado pelo governo militar; ela teve associação com o braço de petroquímicos da Petrobras, a **Petroquisa**. Em 1971, a empresa iniciou, por meio de suas subsidiárias, os trabalhos no Polo Petroquímico em Cubatão. Desde então, atua no segmento.

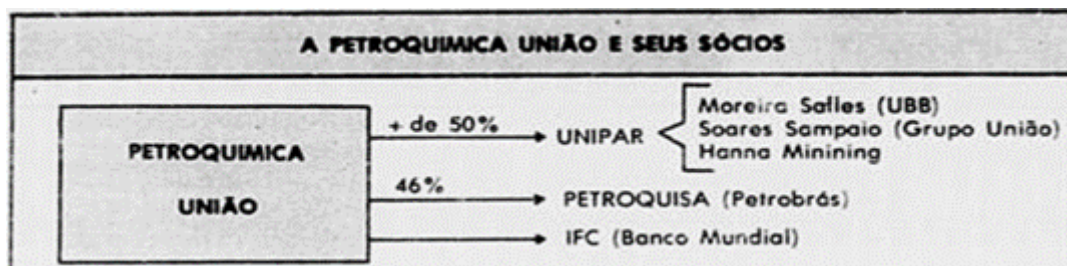
A companhia, uma das primeiras empresas de capital aberto do Brasil no início da década de 1970, tinha diversas participações que foram consolidadas e vendidas entre o período da redemocratização brasileira e a primeira década dos anos 2000.

Em 28 de maio de 1969, com a união de diversos negócios petroquímicos e com o advento de um programa nacional de desenvolvimento do setor, a União Participações Industriais foi fundada em São Paulo. A *holding* era fruto da união dos negócios da família **Moreira Salles** (por meio da Brasil Warrant), do grupo carioca **Soares Sampaio**, da Petrobras e da família **Geyer**.

A empresa foi fundada no âmbito do programa petroquímico brasileiro com o objetivo de concentrar diversos negócios na cadeia de refino e processamento de petróleo, bem como na produção de petroquímicos.

Como *holding*, deteve participação em diversas empresas relacionadas ao setor Petroquímico. Tinha participação em companhias como Petroquímica União, Poliolefinas, Brasivil e Carbocloro, entre outras tantas.

As empresas do grupo se instalaram no novo polo petroquímico nacional, em Cubatão (SP), e desenvolveram inúmeros negócios no setor. Até que, em 2013, após reduzir drasticamente seu portfólio de ativos, a Unipar comprou – do Grupo Occidental e por meio de expressivo endividamento – o restante da participação na Carbocloro (50%). Assim, tornou-se seu controlador e único sócio.



Fonte: reprodução – Biblioteca nacional, Jornal Opinião, 1973. Ed. 37: o capital da empresa em 1973.

Desde então, a Carbocloro está nas mãos da Unipar (UNIP3, UNIP5 e UNIP6) e atua como a maior empresa produtora de soda, cloro e derivados do Brasil. A companhia produz diversas *commodities* petroquímicas – entre elas cloro líquido⁸, soda cáustica⁹ e PVC¹⁰ – utilizadas para diversas aplicações nas mais variadas indústrias, até mesmo no dia a dia das pessoas.

5.1. *Divorsification* vs. diversificação

A Unipar, como apontamos inicialmente, esteve envolvida diretamente na criação do polo petroquímico brasileiro no fim dos anos 1960. Depois disso (e até recentemente), as maiores virtudes da companhia consistiram em saber aonde ir, concentrar-se em áreas de expertise e **perder (empresas) para ganhar (eficiência)**.

Peter Lynch, lendário gestor de fundos e um dos mais célebres investidores de todos os tempos, popularizou o termo ***divorsification*** em seu livro *One Up Wall Street (O Jeito Peter Lynch de Investir)*.

⁸ O cloro líquido é uma substância utilizada para diversas aplicações. Por exemplo, clarear roupas, lavar legumes e frutas, limpar superfícies e higienizar piscinas.

⁹ Substância utilizada na indústria, principalmente como base química, na fabricação de papel, tecidos, detergentes, alimentos e biodiesel.

¹⁰ O cloreto de vinila, também conhecido como cloroeteno, é um composto químico (monômero) utilizado para a produção de polímeros como o PVC (polícloro de vinila).

Diworsification (*diversification*, diversificação; *worse*, pior) pode ser entendido como o processo de adquirir novos negócios de forma que a relação entre risco e retorno do portfólio fique comprometida.

Esse processo ocorre tanto em portfólios particulares como em empresas – quando elas buscam, por meio da diversificação, expandir sua atuação para além do que é sábio, prudente e recomendável em termos de operação e controle de seus negócios.

Quem não se lembra de negócios absurdos, como a aquisição e a venda da refinaria de Pasadena (EUA) pela Petrobras? Ou então o caso da Oi-Telemar, hoje desmembrada e quase totalmente vendida – única alternativa encontrada para pôr fim a seu longo e complexo processo de recuperação judicial.

Isso sem falar daquele seu (e meu) amigo que comprou as **dicas quentes do mercado...**

Durante os anos 1990 até recentemente, a Unipar passou por uma intensa e benéfica redução de seu portfólio de investimentos, chegando a ter apenas um único negócio.

Em 2009, houve o grupamento e a venda de seus negócios no setor petroquímico para a Braskem. Junto da Petrobras, a empresa vendeu sua participação (60%) na **Quattor Participações S/A**, companhia composta de cinco de suas subsidiárias. Isso reduziu grandemente suas receitas.

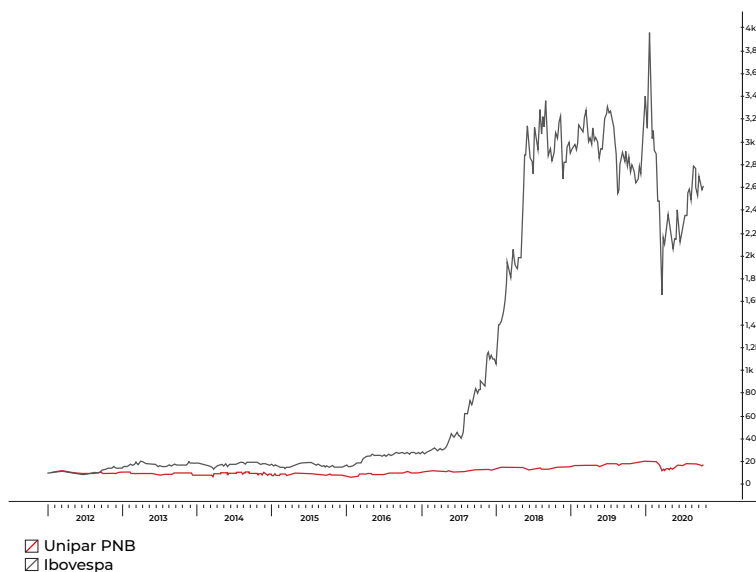
Para se ter ideia, em 2009, a Unipar, ainda sócia na Quattor, teve uma receita líquida de R\$ 5 bilhões de reais. Ao final do 4º trimestre, reportou um prejuízo acumulado próximo a R\$ 600 milhões.

A partir da venda de sua participação na Quattor, a empresa ficou concentrada na indústria de cloro-álcalis no início de 2010 e registrou queda de 88% nas receitas. Entretanto, ao contrário do ano anterior, reportou lucro (R\$ 30 milhões), o que permitiu à Unipar estabilizar suas finanças e partir para uma nova fase.

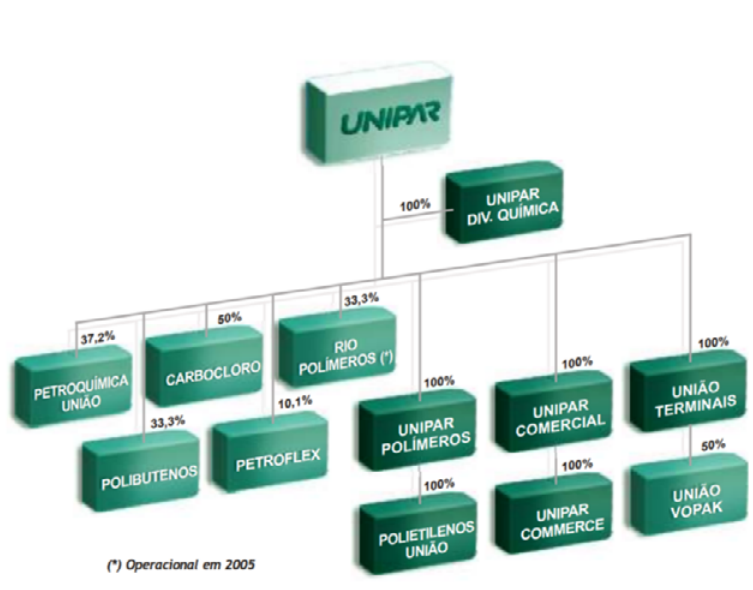
Perder para ganhar.

Desde então, a companhia se concentrou em expandir sua atuação no ramo de cloro-álcalis e diversificou seu portfólio com investimentos em energia. Dessa vez, porém, a empresa utilizou seus recursos de forma assertiva e se tornou a maior empresa do setor na América Latina.

A companhia vem conseguindo conciliar o controle do endividamento com margens estáveis e com o aumento significativo de receita nos últimos anos. Isso trouxe excelentes níveis de retorno para seus acionistas.



Fonte: Economática.



Portfólio de empresas sob controle da Unipar em 2003. Fonte: Release 3T 2003 Unipar.

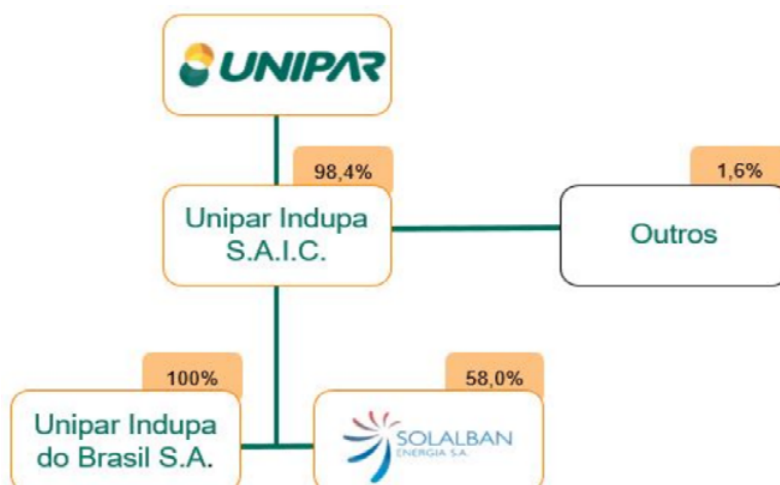
Para ilustrar, a empresa chegou a ser negociada a menos de R\$ 1 em 2012. Nesses oito anos, com o reinvestimento de dividendos, as ações UNIP6 valorizaram 2600%, contra 181% do Ibovespa.

Essa valorização é fruto de uma guinada na estratégia da companhia. Com eficiência, inteligência e disciplina, ela conseguiu implementar um *turnaround* que elevou seu protagonismo e a posicionou como um dos melhores investimentos da última década no mercado brasileiro. Para tanto, pautou sua gestão em um portfólio de negócios seguro, gerido com *know-how* e focado na geração de valor.

5.2. Uma palavra sobre o presente

Agora que você está familiarizado(a) com o histórico, com alguns dos produtos e com os negócios da empresa, vejamos qual é o estado da *holding* e quais são as histórias por trás do sucesso da Unipar.

Senhoras e senhores, apresento-vos a Unipar em 2020.



Estrutura atual da Unipar. Fonte: RI.

5.3. Unipar Indupa S.A.I.C

Em 2016, a Unipar adquiriu a argentina **Indupa**, fabricante de soda cáustica e resina de PVC, do grupo belga Solvay. O fato se desenvolveu em duas operações: uma de compra do controle (2016) e outra em ocasião da oferta pública de ações (IPO) da Solvay Indupa.

A Indupa tem uma fábrica em Bahía Blanca (Argentina) e dispõe de capacidade instalada para produzir 165 mil toneladas de cloro líquido, 240 mil toneladas de PVC e 186 mil toneladas de soda. Além disso, a empresa conta com duas fábricas em São Paulo – uma em Santo André, outra em Cubatão – com grande capacidade de produção. Elas elevaram o potencial de produção da companhia a patamares realmente impressionantes.

Produtos / Serviços (mil toneladas/ano)	Cubatão	Santo André	Bahía Blanca	Total
Cloro Líquido	355	160	165	680
Soda Cáustica Líquida e em Escamas	400	180	186	766
PVC (policloreto de vinila)	-	300	240	540
VCM (MVC - cloreto de vinila)	-	317	248	565
Dicloroetano EDC	140	406	431	977
Ácido Clorídrico	630	37	-	667
Hipoclorito de Sódio	400	60	12	472

Capacidade instalada em cada uma das fábricas da Unipar. Fonte: Unipar – release 2T20.

5.4. Solalban Argentina

A Solalban Energía S/A é uma empresa do Grupo Unipar constituída em 2009. A companhia tem como objetivo fornecer energia para a fábrica de Bahía Blanca, bem como vender o excedente no mercado argentino. A empresa é uma *joint venture* entre a Unipar e a Albanesi¹¹; ela dispõe de uma localidade onde produz energia elétrica por meio de turbinas e tem capacidade instalada de 120 MW.

¹¹ A Albanesi Energía S/A é uma empresa elétrica argentina pertencente ao Grupo Albanesi. Este é focado no negócio de *private equity* e tem negócios em gás (venda e transporte), aviação comercial e vitivinicultura.

Nesse investimento, a sacada da companhia foi associar-se ao Grupo Albanesi, empresa de grande expertise na produção de energia, com mais de 20 anos no ramo de venda de energia, 30 anos no ramo de gás natural e 10 plantas de geração térmica.

A Albanesi, que faz a gestão de mais de 1500 MW de capacidade instalada, mostrou-se um parceiro competente na gestão desse negócio. Ela conseguiu entregar resultados sólidos, apesar da implacável crise pela qual a Argentina tem passado nos últimos anos.



Quer aprender mais sobre investimentos e entender a decisão dos especialistas da Suno sobre diversos ativos? Clique no botão abaixo e garanta agora o seu acesso Suno Premium por apenas 1 real* (por 15 dias)

Clique aqui para acessar esta oferta

**Plano atrelado a renovação automática para o plano Suno Premium Mensal (R\$ 62.90) após 15 dias. Cancelamento possível em até 14 dias após a renovação.*

6

Uma conclusão

Os casos aqui expostos fazem parte de um mar de oportunidades que, por motivos de escala, cobertura e liquidez, são deixados à deriva por boa parte do mercado. Grandes fundos não costumam reter participação em pequenos negócios, uma vez que, para montar posição em uma *small cap* representativa de seu portfólio, eles acabariam por movimentar de forma exacerbada os preços, elevando-os rapidamente.

Essa “maldição” é, paradoxalmente, o que permite ao investidor individual tornar-se sócio de negócios excelentes a preços atraivos. O investidor com paciência e alta tolerância à volatilidade, que não se importa com o Sharpe de sua carteira, é devidamente recompensado ao se posicionar em *small caps* no longo prazo.

Naturalmente, é preciso comentar os riscos envolvidos ao se investir em negócios que não desfrutam da escala das *blue chips*. Contudo, o tempo e a experiência têm nos mostrado que esse é o melhor caminho a se seguir para quem busca retornos acima da média.

Grandes empresas dispõem de dinheiro para quase qualquer situação. Podemos contar nos dedos as grandes corporações que faliram após todo o período de bonança e irresponsabilidade das últimas décadas. A escala desses negócios e o impacto de suas eventuais extinções podem mudar o rumo de países, comunidades e mercados inteiros, o que torna essas empresas **grandes demais para falhar**.

No sentido contrário, as *small caps* exigem uma gestão mais responsável, pois não oferecem razão para que o governo e a sociedade as resgatem a qualquer custo. Em contrapartida, essas empresas são, no geral, **meros participantes** em seus mercados, o que lhes confere espaço para crescer e multiplicar inúmeras vezes seu tamanho.

Lembre-se: quase toda *blue chip* já foi uma *small cap*.

Quando adquirimos uma *small cap*, mais do que comprar um conglomerado sem alma e dominado por burocratas, compramos a história da vida de pessoas, grupos e organizações que precisaram se reinventar para sobreviver ao turbilhão socioeconômico que é o Brasil. Isso sem falar nas inúmeras crises, tanto da inflação como das sempre mutáveis matrizes econômicas que profetas autopromovidos insistem em impor a nós, brasileiros.

Portanto, comprar *small caps*, mais do que um ato de fé na biografia de pessoas e empresas, é comprar a capacidade do nosso país de se reinventar e participar da economia global – a despeito de todas as dificuldades e amarras impostas por nosso complexo contexto institucional.

O resultado é evidente e mais do que conhecido. Nesse caso, encerro com uma imagem que ratifica a tese e evidencia o poder do que a presença de *small caps* no portfólio pode proporcionar a você.

