

**STK LONG ONLY FIA****Atribuição de Performance**

O mês de agosto foi marcado pela sinalização de melhora da economia brasileira, com os principais indicadores econômicos sendo revisados positivamente. Temos observado um quadro de melhora da inflação doméstica, mesmo com seguidas revisões para cima do PIB e redução do desemprego para 9,1%, menor patamar desde 2015.

Pelo lado internacional, ainda observamos bastante preocupação no radar principalmente em termos de Europa e Estados Unidos.

Na Europa, tivemos a deterioração do quadro energético, levando a preços recordes de energia.

O mês também foi marcado pelo discurso do Presidente do FED, Jerome Powell, deixando claro que a política monetária contracionista americana pode ser mais longa do que o esperado, enfatizando que a meta de inflação será perseguida "whatever it takes".

Na contramão do mundo, o Ibovespa subiu 6,2% no mês, em contraste por exemplo com o S&P que caiu 4,2% no mesmo período.

Comentaremos no decorrer da carta sobre a Eletrobras.

Os setores que contribuíram positivamente para o fundo no mês foram: Petróleo e Gás e Consumo Cíclico. Do lado negativo os setores de Insumos Básicos e Tecnologia foram os maiores detratores de performance.

O STK Long Only FIA teve um desempenho de 4.67% contra 6.16% do Ibovespa. As contribuições positivas para a carteira no mês foram: Grupo Soma e BTG Pactual. Do lado negativo os destaques foram: Tempur Sealy e Suzano.

	Fundo	Ibovespa	Alpha
<b>Mês</b>	4.67%	6.16%	-1.49%
<b>12 Meses</b>	-25.57%	-7.79%	-17.48%
<b>24 Meses</b>	-18.08%	10.22%	-28.29%
<b>36 Meses</b>	-4.80%	8.29%	-13.09%
<b>Desde o Início</b>	91.93%	79.66%	12.26%

## Posicionamento Atual

O fundo fechou o mês com a exposição de 94.0%, sendo destes 13.0% em empresas americanas e 81.0% em empresas brasileiras.

## Comentário do mês – Eletrobras.

No comentário deste mês falaremos sobre a maior companhia de energia elétrica da América Latina, a Eletrobras. Com cerca de 24% da capacidade de geração e 40% da infraestrutura de transmissão do Brasil, a companhia – agora privada – passa a ser um case bastante atrativo, com múltiplas opcionalidades de geração de valor, alicerçados em um novo *board* e em um *management* de qualidade.

Possuindo os melhores ativos do país nos segmentos de transmissão e geração, a Eletrobras detém uma escala inigualável, que hoje não é monetizada de maneira adequada. Embora, o volume de energia comercializado seja grande, cerca de 46% do total ainda está alocado no regime de cotas no qual a energia é vendida a um preço médio de cerca de R\$67/MWh. Para fins de comparação, é comum vermos contratos no mercado livre sendo fechados em torno dos R\$160/MWh. Nesse sentido, nos próximos 5 anos a companhia passará por uma descotização gradual de modo a liberar essa energia e comercializá-la a preços mais atrativos. Aqui, cabe destacar que por sua escala, a Eletrobras possui um poder de mercado muito relevante, que deve ser aproveitado a partir da estruturação de um time de *trading* mais robusto, seja orgânica ou via aquisição de uma comercializadora.

Do ponto de vista técnico, também é interessante notar que a Eletrobras é a única empresa de geração que tem energia em todos os sub-mercados brasileiros, com ativos localizados próximos dos centros de carga e energia limpa pronta para ser comercializada. Produzindo mais de 90% de sua energia através de fontes renováveis, a companhia está bem-posicionada para se beneficiar como um *player* relevante em um ambiente de transição energética global. Dentre os *quick wins*, podemos citar, por exemplo, a possibilidade de captação de dívida a taxas mais atrativas, em linha com o visto no mercado de *green bonds*.

Do lado da gestão, o recém-eleito Conselho de Administração selecionou Wilson Ferreira Jr. como *CEO* da companhia, que deve assumir o posto ainda no mês de setembro. Vindo da Vibra Energia, onde trouxe à tona o tema da transição energética, Wilson já havia exercido a presidência da Eletrobras no passado, comandando a empresa entre 2016 e 2021. À época, sua gestão foi marcada por cortes de gastos e pela reestruturação de uma companhia ainda mais ineficiente do que a de hoje. Todavia, por se tratar de uma companhia que era, até pouco tempo, controlada pelo estado, havia um limite de melhoria de gestão. Hoje, este limite foi vencido.

Nesse sentido, ainda observamos na Eletrobras uma estrutura de custos demasiadamente inchada, típica de sociedades de economia mista. Aqui, acreditamos que a empresa possui uma ampla via de possibilidades relacionadas à redução e otimização de custos operacionais, sendo este um dos grandes drivers de geração de valor em nossa tese. Do lado de pessoal, por exemplo, de seus pouco mais de

10.500 funcionários, a companhia possui pelo menos 2 mil já mapeados para um Programa de Demissão Voluntária, que deve ocorrer em breve. Além disso, enxergamos espaço para cortes de custos adicionais através da simplificação de seus conselhos e comitês, da otimização do processo de compra de materiais, entre outros.

Cabe notar que o espaço para a captura de ineficiências não se resume à redução da estrutura de custos operacionais e administrativos da empresa. Em suas linhas de transmissão, há bastante potencial para obras de reforço e melhorias de rede, de modo que sua receita de transmissão poderia ser incrementada. Fora isso, do ponto de vista tributário, apenas no balanço da *holding*, a Eletrobras possui mais de R\$5bi em créditos fiscais que hoje não são aproveitados, devido ao baixo rendimento tributável da unidade – valor este que pode chegar a R\$14bi caso haja a materialização das contingências já provisionadas. Uma vez privada, a companhia ganha maior flexibilidade para realizar uma reestruturação corporativa de modo a incorporar subsidiárias ao nível da *holding* e aumentar sua renda tributável, possibilitando-a fazer uso de seu estoque de créditos fiscais.

Ainda, acreditamos que a privatização também traz maior flexibilidade para a negociação de passivos contingentes, à medida que se reduzem os empecilhos geralmente observados em empresas estatais. Dos mais de R\$30bn provisionados, acreditamos que a companhia terá a oportunidade de contratar excelentes assessores jurídicos privados e encontrar espaço substancial para renegociação, uma vez deixados de lado os ritos burocráticos lentos e as necessidades de análises e aprovações por parte do TCU, o que abre caminho para a redução da percepção de risco da empresa.

Nessa linha, ainda no tema jurídico, entendemos que há a possibilidade de a companhia desatar os embaraços legais que não a permitem vender alguns ativos *non-core*. Hoje, a Eletrobras possui participações minoritárias relevantes em outras sociedades – tanto de capital aberto quanto fechado – que estão bloqueadas como garantia em processos judiciais. Acreditamos que tais ativos podem se tornar *targets* de desinvestimento por parte da companhia, de modo a destravar valor adicional que poderia ser reinvestido ou retornado aos acionistas.

Por fim, calcados na mudança da governança da companhia, em um perfil de forte geração de caixa, associado ao amplo espaço para redução de custos operacionais e ganhos de eficiência, assim como em um management com capacidade de execução provada e em um conselho de administração de qualidade, entendemos que o *valuation* da Eletrobras se mostra hoje bastante atrativo, com a devida margem de segurança por nós requerida, mesmo não considerando algumas opcionalidades adicionais que podem surgir com o tempo.