



DISTRIBUIÇÃO DE COMBUSTÍVEIS NO BRASIL: UM SETOR À DERIVA?

Navegar é Preciso

Esta carta expõe nossa visão sobre o setor de distribuição de combustíveis que, após um longo e próspero ciclo de avanço por águas abrigadas, atravessou, no passado recente, mares revoltos que lançaram dúvidas sobre seu futuro. Pensamos que este é um período particularmente interessante para tratarmos deste tema, já que, a nosso ver, os ventos difíceis trazidos pela greve dos caminhoneiros, com as subsequentes ameaças regulatórias e, sobretudo, as quedas de margens observadas levaram a um razoável consenso em torno de um setor à deriva, uma competição destrutiva e margens comprimidas por tempo prolongado. Muitos no mercado passaram a temer a viagem diante da possibilidade de estar em curso uma guerra de preços, como os marinheiros de Pompeu. Nesta carta, discorreremos então sobre por que entendemos que essa narrativa, embora tentadora, não nos parece completamente aderente às evidências e por que vemos um oceano ainda oportuno e navegável adiante.

*“Navigare necesse;
vivere non est necesse.”¹»*

(Pompeu, general romano, 106-48 aC. Frase dita aos marinheiros, amedrontados, que recusavam viajar durante a guerra)

Além de nos permitirmos esta digressão sobre o setor e sua dinâmica competitiva, tais como os enxergamos, aproveitamos também para descrever as bases de nosso investimento em BR Distribuidora, que nos parece uma embarcação interessante para atravessarmos um possível novo ciclo de bonança do setor. A BR é uma distribuidora “pure play”, com marca forte, uma série de alavancas de eficiência operacional a serem acionadas e que oferece uma proposta de valor competitiva a sua rede de postos. Achamos que nossa leitura atual do setor, sobretudo em relação à dinâmica de margens, diverge do consenso em boa medida por ser menos inclinada às narrativas de competição destrutiva. Além disso, vemos no investimento uma assimetria de valor favorável, dado que não nos parecem precificadas todas as potencialidades da empresa nem em nosso cenário base, nem tampouco a possibilidade iminente de sua privatização. Após longas discussões internas sobre esses e outros temas, parte dos quais compartilhamos a seguir, decidimos, no início de outubro, investir na BR, que se tornou uma posição relevante dos nossos fundos desde então.

De Vento em Proa

É inegável que o setor de distribuição de combustíveis no Brasil tenha vivido mais de uma década de expansão acelerada, com o crescimento econômico e a expansão da frota de veículos impulsionando fortemente a demanda. Além disso, um virtuoso ciclo de consolidação permitiu às empresas atingirem operações com escala e eficiência difíceis de replicar. A matriz de transportes brasileira, mais dependente do modal rodoviário do que se esperaria de um país de dimensões continentais, e uma população com níveis baixos de motorização em relação a mercados maduros, nos sugerem um ainda relevante potencial de crescimento. As distribuidoras vêm desempenhando, neste contexto, um importante papel para a sociedade, disponibilizando combustíveis com eficiência de custos e qualidade nos cerca de 40 mil postos de serviço do Brasil, além de terem se mostrado ao longo do tempo negócios lucrativos e resilientes. O grande esforço dos órgãos reguladores e de fiscalização ao longo dos anos favoreceu também o crescimento das principais empresas do setor, na medida em que reduziram o espaço para o alto grau de informalidade que vigorou no passado. Ao longo dos anos, o navegar neste mercado foi um avançar monotônico, quase em piloto automático.

1 – “Navegar é preciso. Viver não é preciso”.



A partir de 2016, no entanto, o posicionamento das grandes empresas do setor começou a ser desafiado pelas pequenas distribuidoras regionais. A contração econômica e o desemprego elevado fizeram não apenas contrair fortemente a demanda, mas também acentuaram a sensibilidade dos consumidores aos diferenciais de preços entre “bandeira” e “sem bandeira”, que antes sustentavam-se nos atributos de marca, qualidade, confiabilidade e conveniência. Além desse contexto econômico desafiador, a Petrobras sustentou preços domésticos de combustíveis com prêmios relevantes frente aos preços internacionais. Esta prática, a nosso ver, incentivou importações crescentes a preços baixos, oferecendo aos *players* pequenos condições competitivas nunca antes vistas, embora artificiais e temporárias.

Naquela ocasião, a crença prevalente no mercado era de que as importações teriam sempre papel limitado na oferta brasileira de combustíveis, dadas as limitações logísticas para a internação de volumes relevantes. Os *players* dominantes foram incapazes de antecipar quão rapidamente os prêmios elevados seriam capazes de atrair novos entrantes (empresas de *trading*), viabilizar que capacidades de tancagem de outros produtos migrassem para combustíveis, além de estimular novos investimentos em expansões de terminais. Com isto, vimos ao longo de 2016 e 2017 as refinarias domésticas perderem parcela crescente e histórica do mercado de diesel para refinadores de outras geografias, que passaram a abastecer o Brasil através de importações, conforme destacamos nos gráficos a seguir.

Fator de utilização das refinarias da Petrobras



Fonte: ANP, Análise Opportunity

Fontes de suprimento de diesel (Refino x Importação)



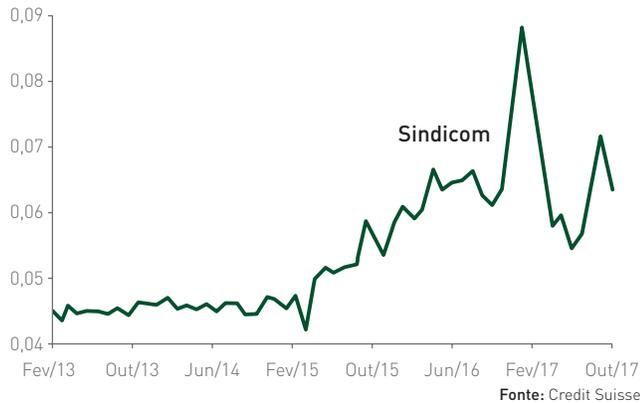
Fonte: ANP, Análise Opportunity

Esse novo ambiente turbulento fragilizou diversas antigas verdades do setor e exigiu que os agentes repensassem suas rotas de navegação. O suposto monopólio da Petrobras no refino mostrou-se mais conectado ao mercado global do que se pensava, dada a forte e rápida competição de produtos refinados em outras geografias. As limitações logísticas mostraram-se flexíveis, mesmo no curto prazo, em função dos prêmios de preços disponíveis. As usuais vantagens de escala das grandes distribuidoras, por um tempo, terminaram por impedir-lhes uma migração mais agressiva para as importações como fonte de suprimento (ao menos relativamente ao que fizeram os *players* regionais).

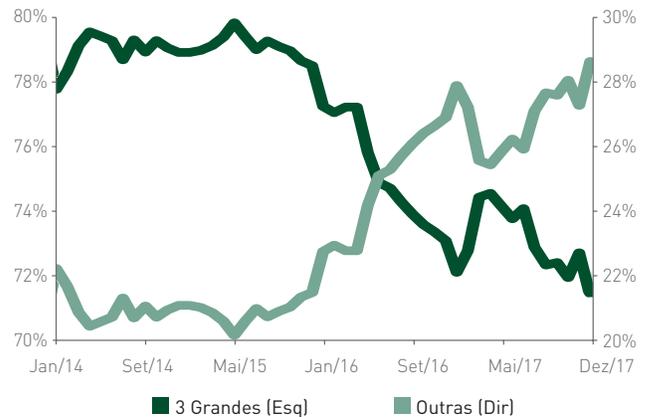
Gradualmente, a combinação de crise econômica com importações descontadas (e assimetricamente distribuídas entre os *players*) levaram os preços nas bombas dos postos “com bandeira” a divergirem daqueles praticados pelos postos “sem marca”, muito além dos prêmios históricos. Esse fenômeno foi mais acentuado com a Ipiranga e a BR do que com a Raízen, dadas as diferentes reações adotadas pelas empresas durante esse período. Consequência natural deste contexto foi a maior e mais repentina migração de *market share* em favor dos pequenos *players* já vista neste mercado no Brasil. Os gráficos a seguir expõem o repentino aumento de prêmios e a migração de *share* resultante.



Spread de preços na bomba entre as 3 grandes e os postos bandeira branca (diesel)

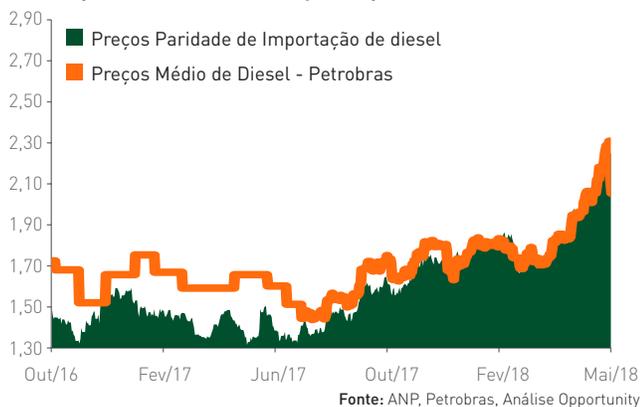


Market share em diesel das 3 grandes distribuidoras x todas as demais

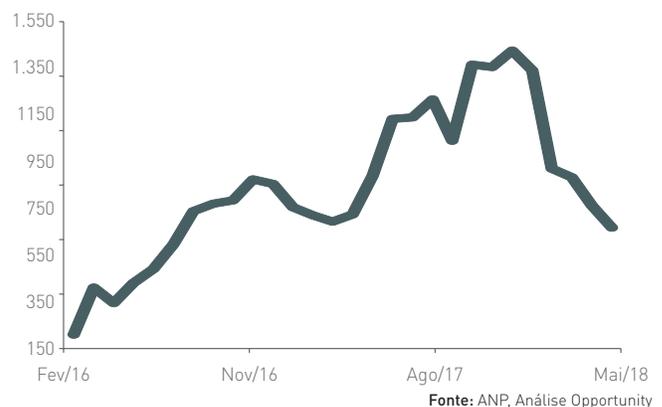


Após mais de dois anos desse contexto competitivo impulsionado por importações a Petrobras mudou, a partir de dezembro de 2017, sua postura em relação à precificação do diesel, reduzindo ou mesmo eliminando os prêmios em relação ao mercado externo, o que levou ao gradual desfazimento da dinâmica competitiva que se estabelecia. Os preços domésticos passaram a refletir mais de perto as paridades, levando as importações não apenas a começarem a recuar rapidamente, mas, acima de tudo, fazendo-as chegar ao Brasil com descontos muito apertados, deixando de impulsionar os “bandeiras brancas” em seus descontos de preço.

Preços de diesel Petrobras no refino vs. Preços Paridade de Importação de diesel (R\$/L)



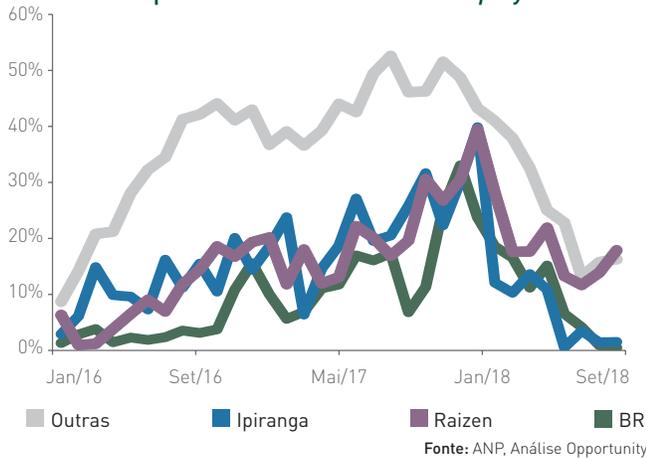
Importações totais de diesel (ex-Petrobras) (mil m³ /mês)



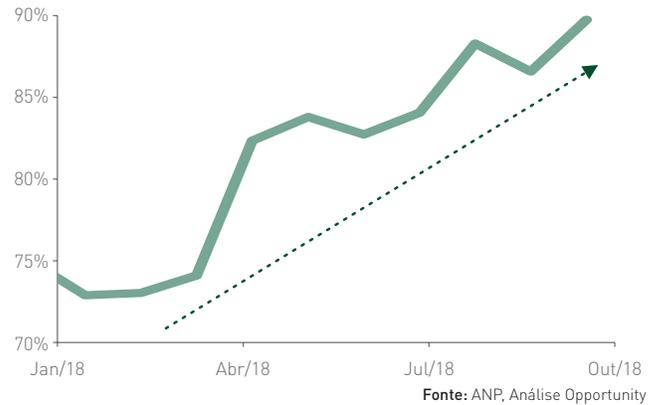
Com isto, vimos se materializarem nossas expectativas de que uma sequência de retorno gradual do setor à normalidade se daria, conforme a seguir: (i) declínio do percentual de importados no suprimento total; (ii) retomada do fator de utilização das refinarias da Petrobras; (iii) retorno gradual dos *spreads* de preços nas bombas aos níveis históricos e (iv) lenta migração do *market share* de volta para os postos com bandeira. Os gráficos a seguir confirmam essa sequência de eventos.



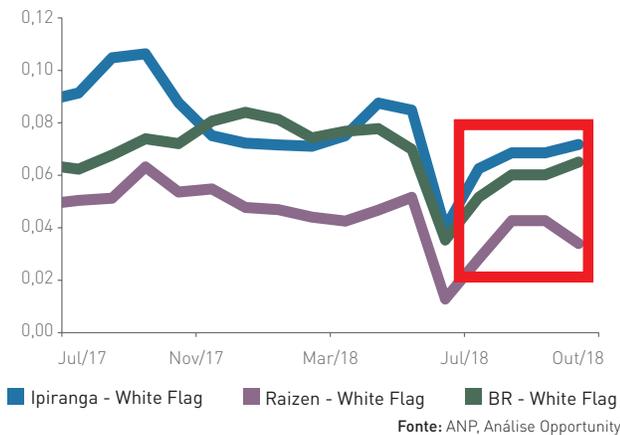
% de diesel importado no suprimento de diesel de cada player



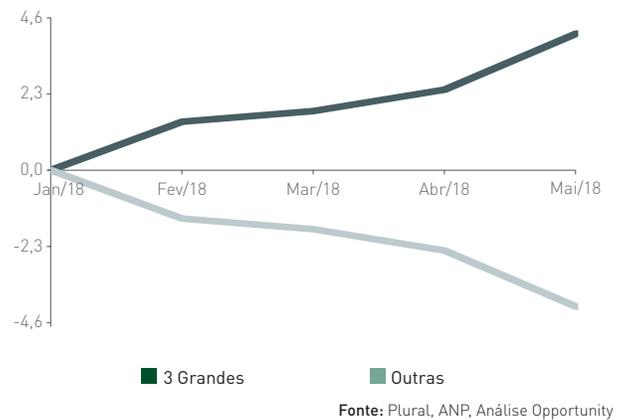
Fator de utilização das refinarias da Petrobras (ajustado pelo incêndio da Replan)



Spread de preços de diesel nos postos (cada bandeira x bandeiras brancas) (R\$/L)



Variação de market share em diesel (3 grandes x demais) (em pontos percentuais)



Vale dizer que a sequência causal que acabamos de descrever, quando inicialmente proposta, não podia estar mais longe de consenso no mercado. A ligação entre a competitividade dos bandeiras brancas e as divergências de preços nas bombas; a maior agressividade relativa em importações por parte dos *players* pequenos; a concentração dessas divergências em regiões onde as importações eram mais intensas; a relação disso com as arbitragens de preços nas refinarias; e diversos outros aspectos levaram tempo para serem amplamente aceitos no mercado, até se tornarem óbvios muito após os fatos. Até recentemente, diversas outras teses foram propostas para explicar esses fenômenos, inclusive que o aumento da diferença de preços entre os postos com e sem bandeira era resultado de estratégias deliberadas de elevação de preços por parte das grandes distribuidoras. A nosso ver, essa tese não conversava bem com os dados, mas *“it is easy to castigate our predecessors for what they missed, but what is confusing to us today may be obvious to our descendants. When working on the edge, we travel a path often shrouded in fog”*². Como detalharemos adiante, achamos que a baixa visibilidade sobre a dinâmica atual de margens pode estar mais uma vez dificultando o entendimento da situação do setor.

2- *“É fácil culpar nossos antecessores pelo que eles não viram, mas o que nos é confuso hoje poderá ser óbvio para nossos descendentes. Quando trabalhamos na fronteira, normalmente trilhamos um caminho envolto em névoa”*. - Lawrence Krauss.



Tempestade Perfeita

Nos primeiros meses de 2018, atenuadas as fortes correntezas competitivas que descrevemos e diante de um possível início de recuperação econômica, o setor se viu novamente em condições de retomar sua estabilidade e saúde financeira típicas. Os atributos de qualidade, conveniência e confiabilidade de marca poderiam voltar, enfim, ao seu papel usual de permitir pequenos prêmios de preço, compatíveis com a percepção de valor de franquia por parte do consumidor final. A possível retomada da renda das famílias e a volta a um ciclo de crescimento no transporte de cargas deveriam trazer de volta a já saudosa bonança ao setor.

No entanto, mais uma combinação desfavorável de eventos levou à formação de uma tempestade perfeita. Ao longo de abril e maio de 2018 vimos, ao mesmo tempo, uma forte elevação do preço do petróleo e uma relevante depreciação cambial, tudo isso já após o governo ter elevado os impostos sobre combustíveis em 2017. As altas resultantes nos preços de diesel e gasolina no refino doméstico foram de aproximadamente 30% em ambos os produtos num período de dois meses. Em uma situação normal de equilíbrio, essas naturais flutuações do preço do diesel seriam repassadas para os preços dos fretes, sendo acomodadas sem provocarem compressões de margens no setor de transportes. Mas o desequilíbrio entre oferta e demanda de fretes, gerado por fortes incentivos à ampliação da frota seguido de uma prolongada contração da atividade econômica (e portanto da movimentação de cargas), culminou com a greve de caminhoneiros em maio. O diagnóstico imediato, e na nossa visão equivocado, que se formou à época foi que a raiz do problema era o preço do diesel e sua volatilidade natural.

A greve, em um espaço muito curto de tempo, pôs em xeque conquistas do setor que haviam amadurecido ao longo de anos de discussão e evolução gradual. Uma das consequências foi um programa de subvenção ao diesel pelo governo, que suspendeu por um tempo sua fundamental volatilidade de preços. Além disso, reabriu debates já estabelecidos sobre o setor, sua estrutura, regulação, competição e papel na sociedade. Esta atenção aumentada se traduziu também em uma postura mais atuante do governo, reguladores e órgãos de controle e fiscalização. Uma discussão mais ampla das propostas de regulação que se seguiram excederia o escopo desta carta e mereceria outra exclusiva, dada sua complexidade. Mas, cabe sucintamente dizer que a tempestade perfeita iniciada pela combinação Tributos–Petróleo–Câmbio–Greve–Subvenção terminou por impactar de forma muito relevante a dinâmica de preços, margens e importações, além de possivelmente impactar a regulação do setor para o futuro.

Do lado das empresas, a consequência imediata foi que os resultados publicados mostraram uma contração de margens nunca vista no setor, com impactos tanto no 2T18 quanto no 3T18. Esta repentina e acentuada contração no 2T18 e sobretudo sua apenas tímida recuperação durante o 3T18 criaram uma percepção de que algo estrutural está acontecendo e suscitou diversas narrativas de um setor à deriva e uma severa disputa via preços. Alguma queda de margens no 2T18 seria esperada por todos, dados os transtornos logísticos e comerciais trazidos pela greve, embora a magnitude talvez tenha sido surpreendente. Mas achamos que o ceticismo do mercado se cristalizou quando ficou claro que as margens permaneceriam baixas no 3T18, portanto já sem uma clara ligação com a greve. Essa é a narrativa que discutiremos a seguir.

À Deriva?

Diante da contração de margens observada no 2T18 as companhias explicitaram em seus resultados os efeitos de perda de estoque gerados pela greve, bem como os custos extraordinários, tais como escolta, seguros etc. Embora uma explicação inicialmente bem recebida pelo mercado, as perdas de estoques reportadas (c.R\$160-200mm) ao longo do tempo se mostraram incapazes de explicarem sozinhas a compressão de margens observada. Isso porque ao longo do 2T18, até o momento da greve, os preços vinham em alta expressiva (o que, aliás, motivou a greve), causando um provável ganho de estoque até ali. Portanto, em nossas contas, o impacto líquido das variações de estoques no período foi negativo, de fato, mas muito longe de suficiente como explicação do resultado.



Na falta de uma explicação definitiva, o mercado adotou uma narrativa, que hoje nos parece quase consensual, estruturada da seguinte forma:

- 1) As perdas de estoques causadas pela greve não explicam completamente o 2T18 → Talvez esteja ocorrendo uma guerra de preços e isso poderia explicar a queda de margens.
- 2) As margens do 3T18 não se recuperaram muito em relação ao 2T18 → Definitivamente há uma guerra de preços em curso.

Esta sequência causal assume diversas formas, mas parece predominante no mercado a visão de que algumas distribuidoras teriam o incentivo de iniciarem uma disputa por preços como forma de melhorar a saúde financeira de sua revenda. Dados os dois anos de volumes decrescentes e margens deprimidas no setor de revenda, esta narrativa parece fazer sentido, mas *“making sense and being right are two different things”*³.

Gostamos da prática de formular hipóteses sobre como se deram os fenômenos que observamos. Mas também temos como parte fundamental do método confrontar essas hipóteses com as evidências. Por isso, tentamos olhar o que dizem os dados e, neste caso particular, não conseguimos sustentar bem a tese de que uma guerra de preços esteja de fato em curso. Apresentamos a seguir alguns dos argumentos e evidências que nos fazem, no mínimo, desconfiar desta tese:

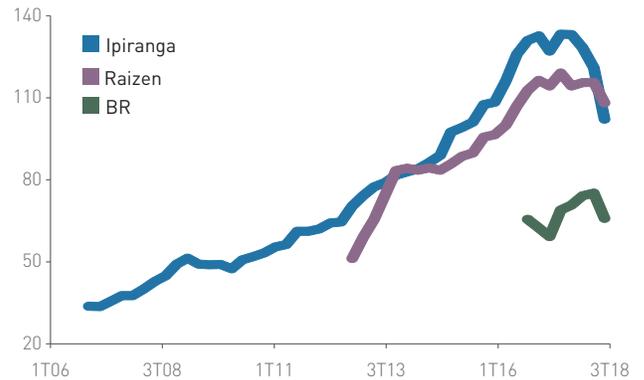
1) Por que agora?

Na longa história do setor, nunca observamos um trimestre com uma queda sequencial de margens sequer próxima dos níveis observados (R\$26-38/m³). Nos pareceria no mínimo muito curioso que, dezenas de trimestres depois, uma queda de margens desta proporção fosse acontecer apenas por coincidência no trimestre da greve de maio que parou o país e introduziu todas as mudanças já discutidas acima.

2) Por que após a queda das importações?

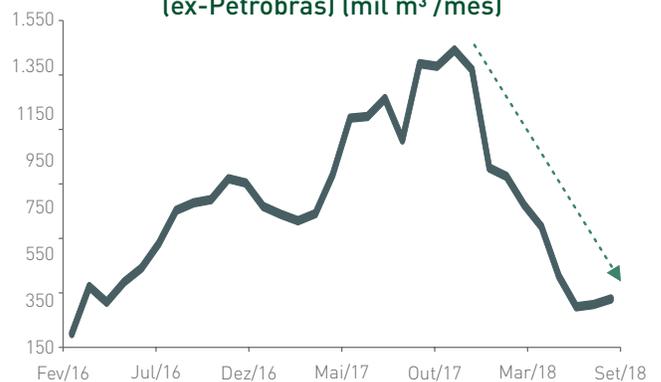
Que incentivos teriam as grandes empresas do setor, que durante toda a dinâmica de importações por *players* pequenos resistiram entrar num embate de preços, terminarem por fazê-lo quando as arbitragens já não estavam mais disponíveis para a competição?

Ebitda unitário em R\$/m³ (médias móveis 12M)



Fonte: Companhias, Análise Opportunity

Importações totais de diesel (ex-Petrobras) (mil m³ /mês)



Fonte: ANP, Análise Opportunity

3- “Fazer sentido e estar certo são duas coisas diferentes”. - Lawrence Krauss.



3) Por que os spreads terminaram alinhados?

Esperaríamos que, em uma guerra de preços, os preços nas bombas de alguma distribuidora fossem se aproximar das demais. Ou, se todas seguissem a “guerra”, todas se estabilizariam em algum patamar próximo dos bandeiras brancas. Nenhuma das duas coisas ocorreu. Os prêmios retornaram (dado o fim das importações) para perto do nível histórico e o posicionamento relativo das grandes parece inalterado.

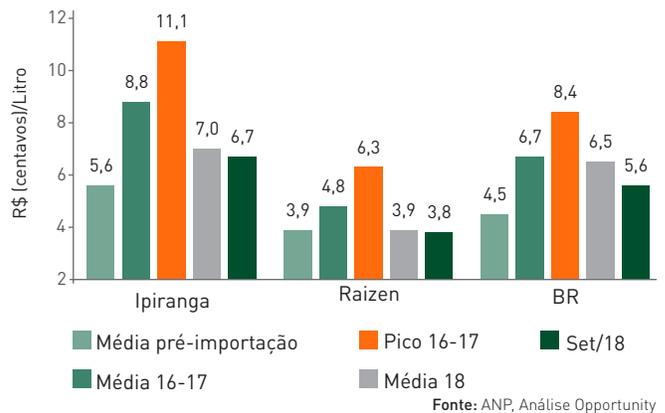
4) Onde está o market share?

Se ainda assim parecer plausível que alguma das empresas tenha iniciado uma queda de preços, esperaríamos ter observado, como consequência, uma migração massiva de market share em favor das bandeiras. Os dados mostram que o market share dos postos sem bandeira, na verdade, voltou a crescer a partir do 2T18.

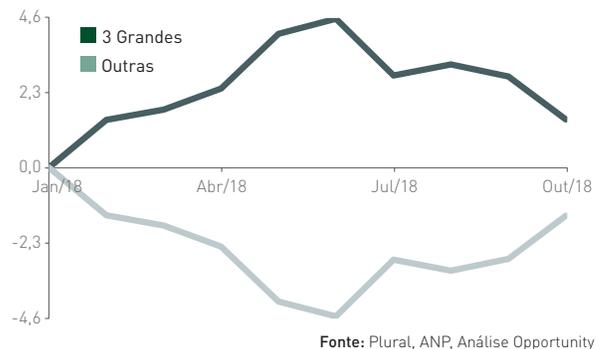
5) Por que não na gasolina?

Se a tese que sustenta a queda de preços parte do pressuposto de que as empresas precisam aliviar a situação financeira dos postos, esperaríamos ver a queda de preços atingir também a gasolina. No entanto, os prêmios das bandeiras na bomba subiram para níveis historicamente altos, o que nos parece a princípio incompatível com um cenário de disputa de preços.

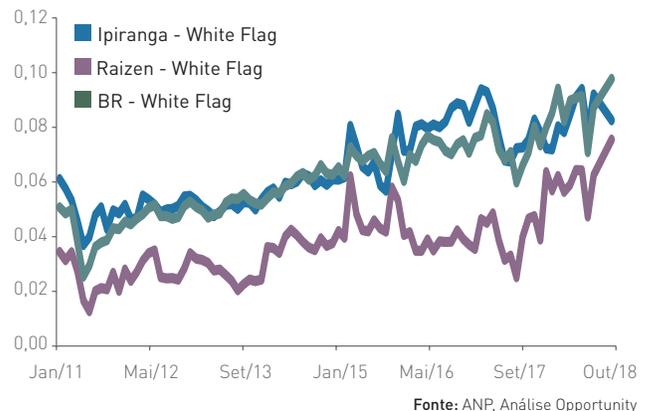
Evolução dos spreads de diesel nas bombas



Variação de market share em diesel (3 grandes x demais) (em pontos percentuais)



Spread de preços de gasolina nos postos (cada bandeira x bandeiras brancas) (R\$/L)





Por esses argumentos e outras análises que, pela limitação de espaço, optamos por não incluir aqui, não ficamos confortáveis com a narrativa predominante de uma agressividade além do normal na precificação de produtos. Não queremos dizer com isso que o mercado não esteja competitivo ou que as empresas não estejam disputando cada praça com a concorrência. O que queremos dizer é que não vemos suporte para a interpretação de que as empresas tenham adotado generalizadamente preços predatórios que pudessem justificar a queda de margens observada em escala nacional. Se, por um lado, isso nos permite algum conforto, de outro, nos requer encontrar uma narrativa alternativa que possa ter afetado o 2T18 e permanecido no 3T18.

Dentro desse esforço, percorremos diversos dos pontos alegados pelas empresas e achamos plausível considerar uma outra narrativa que, a nosso ver, parece conversar melhor com os dados. Resumimos os pontos a seguir:

- 1) Maior volatilidade de margens:** Historicamente as margens das distribuidoras tinham um padrão de grande estabilidade, dada a antiga política da Petrobras de manter preços congelados e desconectados do mercado externo por muitos meses. A partir de outubro de 2016, com a introdução da nova política de preços, as flutuações, primeiro mensais e depois diárias, passaram a provocar nas margens de distribuição uma dinâmica muito mais instável, embora saudável.
- 2) Programa de Subvenção:** No entanto, quando o programa de subvenção foi introduzido, no turbilhão da greve, as empresas tiveram que fazer o repasse imediato e integral da queda de preços e tributos. Isto significou, na prática, que as margens das empresas estariam automaticamente congeladas por pelo menos 60 dias no patamar em que estivessem no dia 21 de maio de 2018. Qualquer recomposição das margens nesse período poderia ser interpretada como se as distribuidoras estivessem se apropriando indevidamente da subvenção oferecida pelo governo aos consumidores.
- 3) Manutenção dos preços em Agosto:** Um agravante adicional foi que, ao final de julho, quando pela primeira vez desde a greve deveriam ser reajustados os preços domésticos de diesel (definidos pelo governo dentro do programa de subvenção), possivelmente abrindo espaço para uma primeira recomposição das margens pelas distribuidoras, decidiu-se por estender os preços vigentes por mais um mês. Com isto, efetivamente a primeira oportunidade de algum ajuste comercial nas margens do diesel só veio a ocorrer mais de 90 dias após a greve, passando a valer apenas em setembro.
- 4) Mais etanol e menos importação:** Para terminar de compor este cenário vale mencionar dois outros fatores que não nos parecem recorrentes em prazo mais longo, embora ainda possam impactar as margens por mais algum tempo. Um deles foi a massiva substituição de gasolina por etanol no mercado de ciclo Otto. As margens de distribuição de etanol são menores que as da gasolina e a virada de mix ajuda a explicar uma parte da queda. A BR estimou esse efeito no 3T18 em c.R\$4-5/m³ (vs. 3T17). Outro fator relevante é o fechamento quase integral das oportunidades de importação ao longo de 2018, sem a imediata desmobilização dos custos com contratos de *ship-or-pay* em terminais. Entendemos que esses custos podem ser relevantes (da ordem de R\$ 5-10/m³), mas que serão desmobilizados em um prazo relativamente curto.
- 5) Ligando os pontos:** Como já dissemos, nos parece improvável a tese de que a greve não tenha tido qualquer relação com as quedas de margens que a sucederam. Por outro lado, a hipótese alternativa sumarizada nos pontos 1 a 3 acima nos parece mais compatível com os dados, além de ser aderente aos diversos sinais dados pelas próprias empresas em suas teleconferências de resultados. Entendemos que todas as distribuidoras tiveram uma trajetória ascendente de margens ao longo do 3T18, tendo todas elas operado com margens muito deprimidas em julho e agosto, sem possibilidade de ajuste, e com margens muito melhores em setembro. Acreditamos que outubro e novembro tenham também sido meses de margens saudáveis, apesar das prováveis perdas de estoques no período. O 1T18 não teve impactos de greve ou programas de subvenção, nem ganhos ou perdas relevantes de estoque, nem tampouco ganhos relevantes de importação, e talvez seja uma melhor referência de para onde as empresas estão navegando. No entanto, o consenso no momento ainda não parece precificar que a tempestade do 2T18 e 3T18 tenha mesmo ficado para trás.



A Bordo da BR

Como mostramos, não achamos que o setor esteja à deriva, apesar das várias ameaças do caminho recente. Entendemos que a BR não apenas continuará seu esforço de se aproximar das embarcações concorrentes, ao reduzir os *gaps* de eficiência e margens, mas também eventualmente poderá adotar uma nova rota de navegação, rumo à privatização. Talvez por estarmos mais confortáveis que a média sobre a perspectiva de margens e também sobre a plausibilidade e probabilidade de uma privatização, decidimos entrar à bordo da BR. Em linhas gerais, a BR sem privatização já apresentaria um potencial de valorização considerável em relação aos preços atuais. Nossas primeiras estimativas de valor em um cenário com privatização sugerem uma valorização potencial ainda muito maior. Se, por outro lado, a tese de guerra de preços terminasse se provando correta, veríamos uma perda potencial limitada frente aos preços atuais. Logo, nos parece uma assimetria favorável.

A opcionalidade da privatização da BR nos parece muito relevante do ponto de vista de criação de valor, além de, a nosso ver, fazer muito sentido do ponto de vista de alocação de capital para a Petrobras. Além da empresa *holding* ter outros projetos e ativos onde o foco parece mais justificável, acreditamos que a BR seja um ativo e segmento onde a Petrobras não precisa manter controle, além de ser um caso típico de negócio em que a troca de controlador seria criadora de valor. Isto porque a condição estatal, pelas suas restrições legais e normativas, torna diversas alavancas de valor mais difíceis de acionar.

As âncoras da condição estatal englobam questões relacionadas a remuneração e alinhamento, ajustes organizacionais, processos de contratação, processos de compra com exigência de licitação, governança de compra e venda de ativos, agilidade de processos, negociações sindicais etc. Em um negócio de margens apertadas, onde o rigoroso controle da eficiência de custos é crucial, estes elementos fazem toda a diferença. Como dizia Ben Franklin: "*beware of little expenses, a small leak will sink a great ship*"⁴. Entendemos que a condição de empresa privada ofereceria aos atuais executivos da companhia novos e importantes graus de liberdade que facilitariam a implantação e talvez até a ampliação do plano atual de navegação, rumo ao fechamento do *gap* de margens para as concorrentes.

Desde nosso investimento na empresa, os sinais de que este caminho parece mais provável do que muitos supunham vêm ficando cada vez mais evidentes. O governo eleito tem demonstrado grande apreço por um setor de *downstream* mais competitivo como um todo, com menor presença estatal, além de sua manifesta simpatia pelas privatizações de empresas e subsidiárias que não tenham caráter estratégico. Estes fatores nos parecem fazer da BR um dos casos mais evidentes e concretos onde se aplicaria essa mentalidade. Além disso, entendemos que o processo de IPO a que já foi submetida a empresa serviu também para amplificar enormemente o nível de escrutínio sobre ela, oferecendo aos agentes de mercado maior compreensão do seu negócio, além de extensa granularidade de informações e profundidade de discussões com os administradores. Isto, a nosso ver, pode ser um grande facilitador, não apenas da operacionalização da venda do controle, mas sobretudo da redução das percepções de risco e portanto da garantia de monetização de seu valor potencial.

Sabemos ser difícil traduzir em um número apenas o exato valor dessa embarcação, com sua miríade de possíveis destinos, a subjetividade de seu contexto regulatório e competitivo e a imprevisibilidade das condições de mar adiante. Sabemos que o sucesso da viagem não depende apenas de um bom plano de navegação, mas de tudo que acontecer pelo caminho, de uma dinâmica que envolve reguladores, rumores de guerras, navios sem bandeira e coisas afins. Portanto, em nossos exercícios internos de nomearmos um preço para os ativos tentamos sempre nos ocupar de pensar em diversos possíveis futuros, ao invés de nos apoiarmos numa pretensa busca por precisão. O detalhamento de todas essas referências de cenários e valores excederia em muito o espaço disponível nesta carta, mas para ao menos materializarmos em linhas gerais algumas dessas referências, apresentamos na tabela a seguir três cenários, com os seguintes racionais gerais:

4 - "Atente para pequenas despesas, um pequeno vazamento pode afundar um grande navio". Benjamin Franklin



Pessimista: A guerra de preços está mesmo em curso. As margens do 2T18 e 3T18 serão recorrentes e as margens futuras serão crescimentos marginais a partir das atuais.

Base: As margens do 2T18 e 3T18 refletem, entre outras coisas, as consequências do programa de subvenção. As margens do 4T18 já oferecem uma sinalização mais inspiradora sobre o futuro.

Privatização: A empresa é privatizada ao longo de 2019 e entra em um ciclo de convergência gradual para o nível de margens de suas principais competidoras, ajustadas pelas diferenças de mix.

CENÁRIO	PREÇO ALVO (R\$/Ação)	EXPECTATIVA DE VALORIZAÇÃO [% em 1 ano] ⁵
PESSIMISTA	23	-2%
BASE	31	+34%
PRIVATIZAÇÃO	44	+89%

Achamos esta assimetria favorável. Não apenas porque os valores são inclinados para o lado positivo, mas porque nos parece uma possibilidade de carregarmos a opcionalidade da privatização sem um custo ou um risco de carregamento elevados, dado que nosso caso base já oferece um potencial interessante. No fim, achamos que a rota da privatização merece uma probabilidade razoável e, assim, o valor esperado desses cenários já deveria sustentar um preço bem mais elevado para as ações da empresa. Além disso, nos parece que o mercado já precifica hoje uma resiliência da situação de margens comprimidas, o que deveria limitar as perdas potenciais, mesmo em nosso caso pessimista. Diante de tudo isto, decidimos estar à borda da BR, não apenas porque “navegar é preciso”, mas sobretudo porque a viagem nos parece bastante oportuna, na extensão do que podemos ver adiante.

Equipe de Gestão.

5 - Percentuais calculados sobre o preço de fechamento de 11/12/2018.

Algumas das informações aqui apresentadas podem ter sido obtidas de fontes de mercado. Apesar de todo o cuidado em sua coleta e manuseio, o Opportunity não se responsabiliza pela publicação acidental de dados incorretos. - O Opportunity não se responsabiliza por decisões de investimento tomadas com base neste material. Os dados, valores e opiniões aqui mencionados, referem-se às datas e condições indicadas. O Opportunity se reserva o direito de alterá-los a qualquer tempo, sem necessidade de comunicação prévia ou posterior. - Este documento tem fins meramente informativos e não constitui qualquer tipo de aconselhamento de investimentos e não deve ser considerado como oferta para a aquisição de cotas dos fundos. - Algumas informações presentes neste material podem ter sido baseadas em simulações e os resultados reais poderão ser significativamente diferentes. - Leia o formulário de informações complementares, lâmina de informações essenciais e o regulamento dos fundos de investimentos aqui mencionados antes de investir.