



# CARTA MENSAL

JUNHO 2024

## Junho/24 - O Brasil sendo “reprecificado” via câmbio. Estudo de caso: Estapar

Caros investidores,

Estamos remodelando nossa carta mensal. Mensalmente, continuaremos a comentar os principais fatos da economia e mercados. Agora, trimestralmente, avaliaremos com maior profundidade um caso de investimento em Bolsa que julgamos interessante. A empresa escolhida para estrear nesse segundo trimestre foi a Estapar, que apresentaremos no final da carta.

O grande destaque macroeconômico do mês de junho foi o comportamento do Real como a pior moeda entre os emergentes, com desvalorização de 5,76% (para R\$ 5,56/US\$). No ano, a depreciação atinge -12,9%, superior aos pares emergentes. Até que ponto existe o risco desse câmbio desandar e caminhar rumo aos R\$ 6,0/US\$? Quais são os riscos? O Banco Central deve intervir?

Figura 1 – Real x Dólar – 2024



Fonte: Quantum Axis

**Muitos questionam a racionalidade do movimento.** Para o Governo, a eterna desculpa de “culpa dos especuladores do mercado financeiro”. Dentro da racionalidade econômica, porém, simplesmente o Brasil parece estar sendo “reprecificado” através de sua moeda.

**As duas razões mais evidentes para o movimento advêm de nossos próprios problemas:**

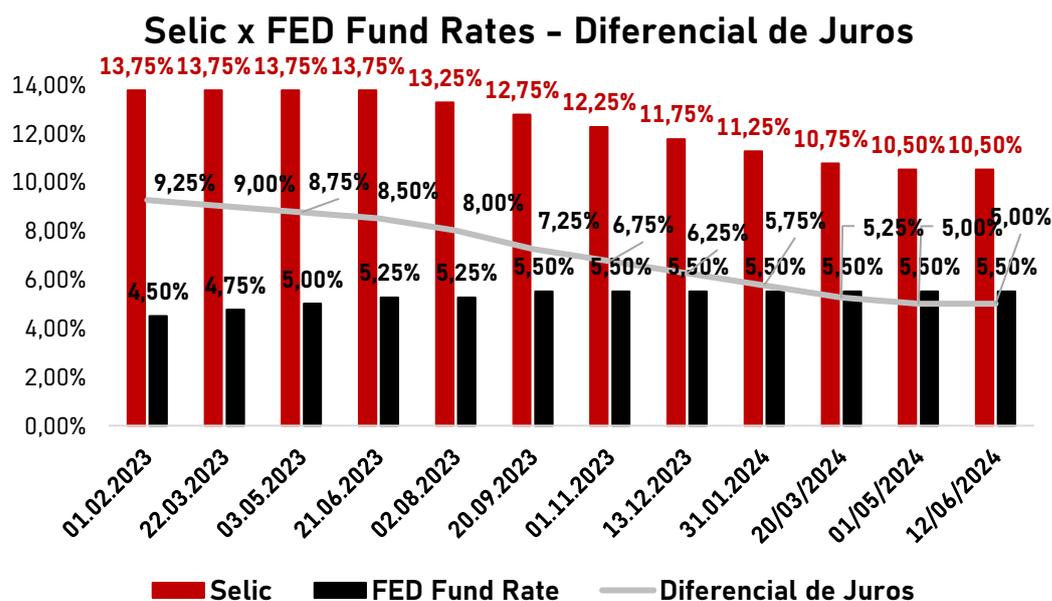
- 1- A insistência do Presidente da República Lula em entrar em conflito permanente contra o Presidente do BC Roberto Campos Neto, de

certa forma colocando em xeque a autonomia do BC. Há uma grande preocupação do mercado em relação à escolha (será política ou técnica?) do presidente e alguns diretores da autoridade monetária no final de 2024.

2- A dificuldade (e a aparente pouca disposição) do Governo em reduzir gastos (cabe ressaltar, no entanto, que no início de julho, o Ministro da Fazenda anunciou um corte de R\$ 26 bilhões em despesas obrigatórias, depois de um “pente fino” – na direção correta).

**Além disso, há outras teorias por trás desse desempenho ruim do Real.** Uma razão forte seria que, com a mudança de expectativa de queda do FED fund rate nos EUA, o diferencial de juros, pelo risco embutido no Brasil tenha caído demasiadamente, de 9,25% no começo de 2023 para os atuais 5,50% a.a, conforme a figura a seguir:

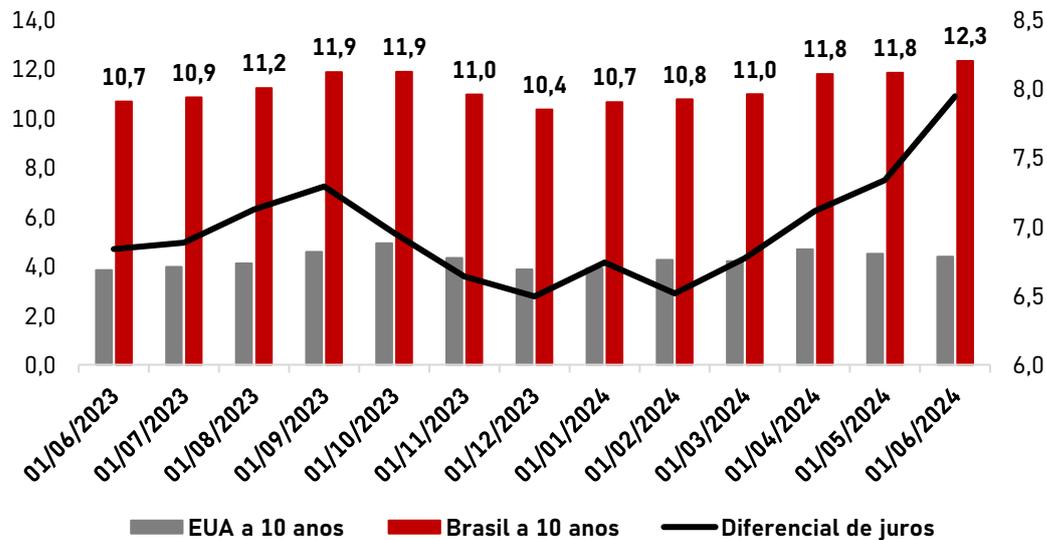
**Figura 2 – Diferencial de juros baseado na diferença entre a taxa SELIC e o FED fund rate:**



Fonte: BCB e FED

No entanto, sob a ótica do juro longo, esse diferencial não decresceu tanto (de 9,56% para 7,81%), conforme figura a seguir:

**Figura 3 - Diferencial baseado na diferença entre os juros de 10 anos nos EUA e no Brasil:**



Fonte: Investing

No entanto, esse gap de diferencial entre os dois métodos se deve muito ao aumento de prêmio de risco da curva brasileira em 2024 - os juros de dez anos saltaram de 10,66% para 12,20% a.a, demonstrando a quão elevada se encontra a desconfiança em relação ao Brasil.

A majoração da curva de CDS representa causa e consequência da desvalorização do Real, tudo isso sendo um “combo” da preocupação dos investidores.

**Figura 4 - Desempenho do CDS Brasil de 5 anos em 2024:**

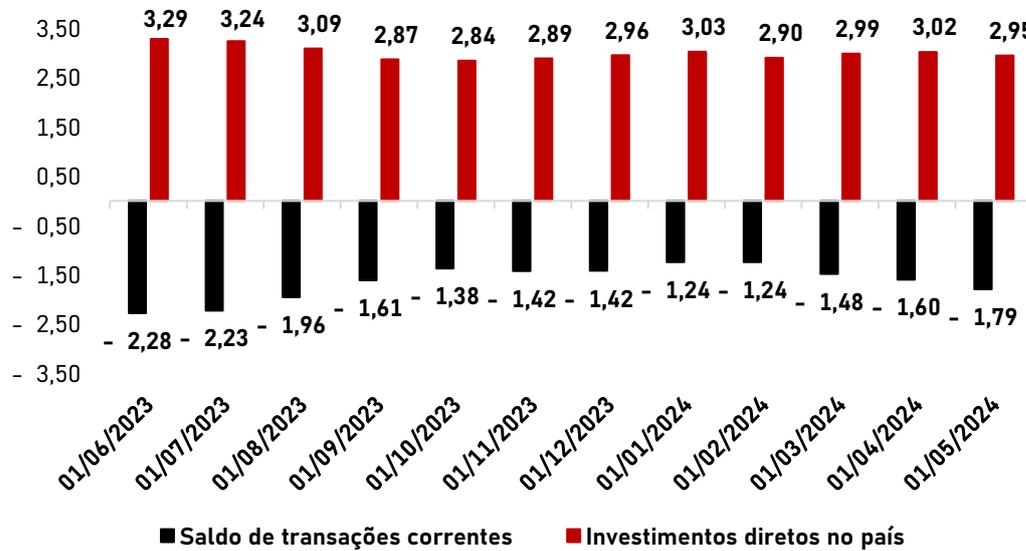


Fonte: Investing

O mau humor do mercado, no entanto, não encontra eco na excelente posição externa do Brasil. O investimento externo direto no Brasil tem coberto com folga o déficit em transações correntes do país. Em outras

palavras, o “dinheiro bom” (sem precisar das aplicações em portfólio) garante a estabilidade de nossas contas externas.

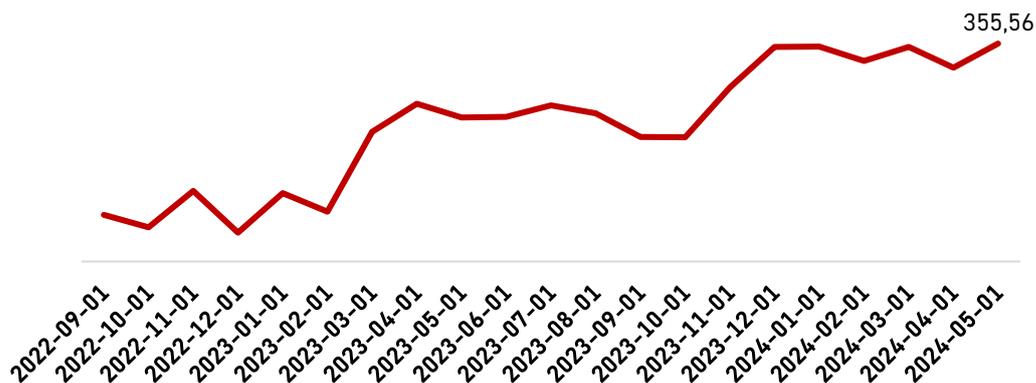
**Figura 5 – Investimento Externo Direto x Déficit em transações correntes**



Fonte: BCB

Além disso, nosso nível de reservas internacionais (US\$ 355 bilhões - 20% do PIB) também tem coberto nosso passivo externo atual de US\$ 325 bilhões, nos tornando credores líquidos em moeda forte.

**Figura 6 – Nível de reservas internacionais brasileiras**



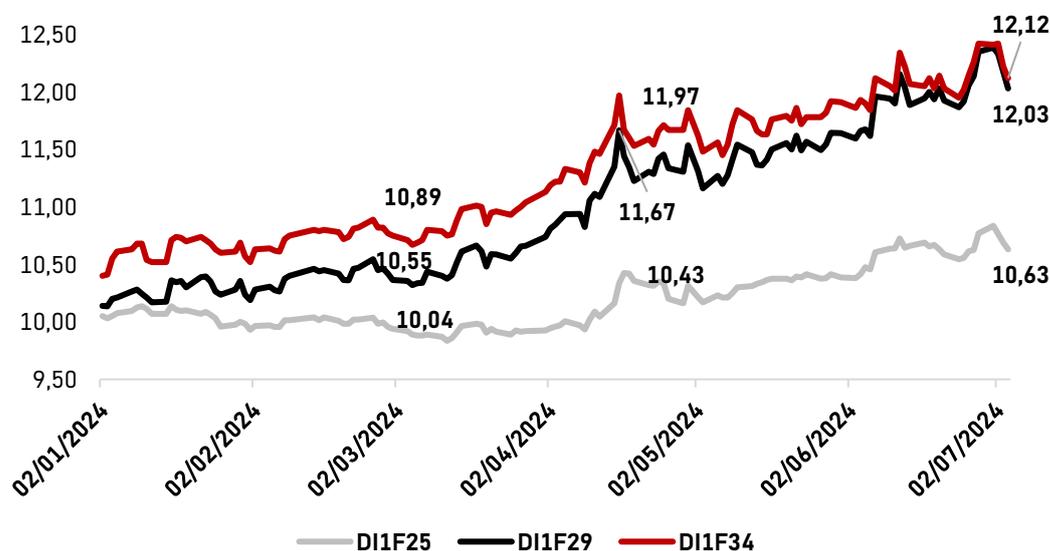
Fonte: BCB

É difícil imaginar, a partir dessa posição externa extremamente confortável, de que o Real sofrerá uma desvalorização mais profunda olhando para o futuro (limita a depreciação), por mais que o curto prazo seja desfavorável.

Segundo o próprio Banco Central, para cada 10% de desvalorização permanente do Real, 0,92% de alta do IPCA é transmitido ao longo de

**quatro trimestres.** E o câmbio saiu da casa dos R\$ 5,0 para R\$ 5,56/US\$ no final de junho, contaminando toda a curva de juros pela piora na expectativa de inflação.

**Figura 7 – Curvas de juros desde o começo de 2024 até o final de junho**



Fonte: Valor Pro

No passado, eram mais comuns as críticas quanto à necessidade de uma quantidade elevada de reservas com alto custo de carregamento. A preços de hoje, ao ano, a partir do diferencial de 5% entre a taxa básica brasileira e norte-americana, US\$ 16 bilhões/ano são gastos (0,9% do PIB) por esse “seguro”.

**Agora, um “seguro” é feito para ser usado quando há o sinistro. Já houve o sinistro! Por mais que o Brasil esteja sendo “reprecificado”, a autoridade monetária, com tantas reservas em caixa, não deveria, na nossa opinião, ficar apenas observando o movimento, por mais que a depreciação do Real possa estar fundamentalmente correta. Para esse tipo de mercado, as intervenções devem ser erráticas em termos de frequência e volume, para causar desconforto ao comprador. Essa ação, no mínimo, suavizaria o movimento de valorização do dólar.**

**A grande novidade do mercado internacional do mês de junho/24 consistiu no corte de juros pelo Banco Central Europeu (BCE) de 4,5% para 4,25% a.a.** Muito interessante notar, porém, a peculiaridade de uma redução que veio acompanhada de um discurso ainda fortemente cauteloso por parte da autoridade monetária europeia sobre o futuro do afrouxamento monetário. Para a Europa, porém, é muito mais confortável um corte de juros com os PMIs compostos circundando a casa dos 50 (limítrofe entre a recessão e expansão) e a inflação de 12 meses rodando já abaixo de 3%,

quando comparamos com a situação norte-americana (atividade e inflação ainda mais fortes).

Já o Banco Central da Inglaterra (BOE) preferiu manter a taxa básica inalterada em 5,25% ao ano.

Já nos EUA, a divulgação do Relatório de Emprego relativo a abril/24, com a criação de mais vagas de emprego (272 mil) que o esperado e maior custo de mão de obra, voltou a pressionar os mercados no começo do mês. No entanto, a situação se reverteu ao longo de junho, com o anúncio de índices de inflação - CPI e PCE inalterados (0%) - abaixo do aguardado, com a boa notícia se confirmando nos núcleos, puxando para baixo as taxas das treasuries. Isso a despeito do teor mais *hawkish* da ata da reunião de maio do FED.

A China, por sua vez, também manteve o juro de 1 ano em 3,45% a.a e a de 5 anos em 3,95% a.a.

O resultado das eleições no México e na Índia, trazendo figuras desconhecidas ao poder, adicionou tensão aos mercados emergentes.

**Já, no Brasil,** a atividade apresentou sinais majoritariamente positivos. Enquanto as vendas de varejo e volume de serviços subiram, respectivamente, +0,9% e +0,5% em abril ante março, a produção industrial, apesar de ter caído -0,5%, apresentou bens de capital surpreendendo positivamente novamente (sinal bom para investimentos)

Além disso, o IBC-Br de março voltou a mostrar uma pequena alta: +0,10% de variação em março perante fevereiro. O CAGED, com a criação de 131 mil empregos formais em maio, voltou a reforçar a sensação de que, através do mercado de trabalho, a economia está relativamente forte.

Os índices de inflação posicionaram-se em patamares ainda desconfortáveis. As médias do IPCA de maio e do IPCA-15 de junho foram de +0,40% (índices cheios), +0,33% (núcleos), +0,25% (serviços), +0,40% (serviços subjacentes) e 56% (difusão). De todos os itens, o que mais preocupa ainda é o de serviços subjacentes, que continua bastante desconfortável para o BC, por conta sobretudo do aumento de emprego e renda.

**O COPOM manteve a taxa SELIC em 10,5% a.a na reunião de junho. A informação mais importante da reunião foi que, mantido constante esse patamar até o final de 2025, o IPCA ficaria praticamente na meta (3,1% a.a).**

**O Governo lançou o decreto de definição da meta de inflação contínua, que passa a valer a partir de janeiro de 2025. Foi confirmada a meta de 3% ao ano (1,5% de banda superior e inferior), com algumas regras interessantes:**

1 – A meta de inflação de 12 meses será verificada mês a mês. Se não for cumprida durante seis meses seguidos, o Presidente do BC terá que escrever uma carta ao Ministro da Fazenda justificando a transgressão e explicitando as medidas que lançará para retornar a inflação à meta.

2 – Para mudar a meta de inflação a ser atingida, o Conselho Monetário terá que anunciar com 36 meses de antecedência.

**Consideramos que o novo sistema de metas contínuas será um fator contribuidor para a contenção de expectativas inflacionárias.**

**Figura 8 – Expectativas do IPCA no Boletim FOCUS – junho/24**

Indicador	Final de maio/24	Final de junho/24
IPCA 2024 (a.a)	3,73%	4,0%
IPCA 2025 (a.a)	3,60%	3,87%
IPCA 2026 (a.a)	3,50%	3,60%
Taxa SELIC 2024 (a.a)	9,5%	10,5%
Taxa SELIC 2025 (a.a)	9,0%	9,5%
PIB 2024 (a.a)	2,02%	2,09%
PIB 2025 (a.a)	2,0%	1,98%
Resultado primário 2024	-0,70%	-0,70%
Resultado primário 2025	-0,68%	-0,64%

Fonte: Boletim FOCUS – Banco Central

O quadro (comparando o final de junho x final de maio) aponta para a dificuldade permanente do BC em ancorar as expectativas. A estimativa para o IPCA de 2025 piorou (para 3,87% versus a meta de 3,0%), tal como a previsão de final de ano da taxa SELIC em 2024 e 2025.

A impressão sobre o déficit primário de 2025 se manteve constante, mas o fiscal continua sendo um grande assombro para o trabalho da autoridade monetária.

**Figura 9: Retorno dos ativos em junho/24**

Indicadores	mai/24	jun/24	Variação mês x mês
<b>Bolsas</b>			
Ibovespa	122.098	123.906	1,48%
IBX	51.611	52.388	1,51%
SMLL	2.011	2.003	-0,39%
S&P 500	5.278	5.460	3,47%
<b>Câmbio</b>			
Dólar/Real	5,24	5,56	-5,76%
DXY	104,61	105,87	1,20%
<b>Curva de Juros e Risco-País</b>			
DI Janeiro 2033	11,91%	12,47%	0,56%
NTN-B 2027*	6,30%	6,60%	0,30%
NTN-B 2055*	6,21%	6,49%	0,28%
Swap DI x Pré 12 meses	10,34%	10,89%	0,55%
CDS Brasil 10 anos	2,76%	2,60%	-0,16%
Treasury 2 anos	4,89%	4,71%	-0,18%
Treasury 10 anos	4,50%	4,36%	-0,14%
<b>Commodities</b>			
Petróleo Brent	81,62	87,26	6,91%
Minério de Ferro	115,25	106,70	-7,42%
Soja US\$ (CBOT)	1.205	1.134	-5,92%

Fonte: Quantum Axis, S&P Platts, B3, elaboração própria

**No mercado de renda variável**, notou-se uma discrepância entre a variação positiva do Ibovespa (+1,48%) e negativa do SMLL (-0,39%), demonstrando a preferência do investidor por liquidez nesse momento turbulento.

**Dos vinte e dois índices setoriais calculados pela Meta Asset Management, menos da metade (10) experimentou variação positiva no mês.**

O S&P norte-americano (+3,47%) voltou a experimentar alta consistente, como consequência do bom desempenho das ações de tecnologia e do fechamento da curva de juros, a partir da divulgação de números de inflação mais contidos.

**No mercado de renda fixa local**, após a decisão do COPOM em manter a taxa SELIC em 10,5% a.a, o Presidente Lula disparou toda a sua artilharia contra o Presidente do BC Roberto Campos Neto. Isso trouxe insegurança aos investidores sobre as futuras nomeações para o Banco Central, aumentando o prêmio de risco por toda a curva. Enquanto o *swap* de doze meses subiu de 10,34% para 10,89% a.a. (+55 pontos-base), a taxa do DI de dez anos disparou de 11,91% para 12,47% a.a. (+56 pontos-base), mantendo a inclinação da curva.

**No mercado de NTN-Bs, a direção foi também expressiva na alta das taxas**, com o alargamento tanto dos cupons mais curtos (2027: + 30 pontos-base, de 6,30% para 6,60% a.a), como dos mais longos (título 2055: +28 pontos - base, de 6,21% para 6,49% a.a).

**A curva de juros das *Treasuries* dos EUA foi na direção oposta**, a partir de dados de inflação mais animadores, com o mercado sustentando a previsão de uma a duas altas de juros até o final de 2024. Enquanto o rendimento da Treasury de 2 anos caiu de 4,89% para 4,71% a.a, a taxa do título de 10 anos decresceu de 4,50% para 4,36% a.a.

**O mercado de câmbio foi o grande destaque de junho/24**, com forte desvalorização do Real (-5,76%) perante o dólar. Além dos nossos problemas internos, colaborou também a apreciação da moeda norte-americana internacionalmente (DXY: +1,20%).

**Nos mercados de commodities que mais interessam ao Brasil**, destaque para a alta do preço do petróleo, que voltou a subir forte (+6,91%). Na ponta oposta, o pessimismo maior em relação à China fez a cotação do minério de ferro despencar no mês (-7,42%), tal qual o preço da soja (-5,92%), ajudando no processo de queda do Real.

**O Risco-Brasil, representado pelo *Credit Default Swap* (CDS), seguiu na contramão da desvalorização dos ativos brasileiros em junho/24**, oscilando de 2,76% para 2,60% a.a.

**Figura 10: Índices setoriais – Meta Asset – Mês de junho/24**

Índices Meta Asset	junho/24
Meta Índice Frigoríficos	12,8%
Meta Índice Água e Saneamento	11,0%
Meta Índice Açúcar e Alcool	8,6%
Meta Índice Materiais Básicos	3,3%
Meta Índice Exploração de Imóveis	2,7%
Meta Índice Siderurgia	2,5%
Meta Índice Energia Elétrica	1,5%
IBX	1,5%
Ibovespa	1,5%
Meta Índice Serviços Financeiros	1,3%
Meta Índice Mineração	1,0%
Meta Índice Shoppings Centers	0,9%
Meta Índice Bancos	-0,1%
Meta Índice Indústria	-0,7%
Meta Índice Óleo, Gás e Petroquímico	-1,4%
Meta Índice Construção	-2,1%
Meta Índice Saúde	-3,4%
Meta Índice Agricultura	-4,2%
Meta Índice Logística	-4,9%
Meta Índice Varejo	-5,3%
Meta Índice Locação de Veículos	-6,2%
Meta Índice Tecnologia	-8,0%
Meta Índice Supermercados	-9,9%
Meta Índice Aéreas	-15,0%

Fonte: Quantum Axis, elaboração própria

**Dez índices setoriais estruturados pela Meta Asset (de vinte e dois no total) experimentaram variação positiva no mês de junho/24.**

**O destaque veio no segmento de frigoríficos (+12,8%), após a forte alta do dólar e ciclo favorável.** Menção para valorizações importantes de BRF (22%) e JBS (12%).

**A seguir, o setor de água e saneamento (+11,0%) foi beneficiado pelo movimento excepcional alta de Ambipar (+60%), por questões técnicas de cobertura de posições vendidas.**

**O setor de companhias aéreas (-15,1%) mais uma vez decepcionou em junho/24, com a apreciação do preço do petróleo no mercado internacional e a desvalorização do Real.** Aponte-se a performance negativa da Azul (-23%) e Gol (-7%),

**A seguir veio o segmento de supermercados (-9,9%), impactado pela alta dos juros futuros que prejudicou muito as companhias alavancadas.** Ações que foram bastante penalizadas: Assaí (-15%) e Grupo Mateus (-9%).

**Figura 11: Índices setoriais – Meta Asset – Ano de 2024**

<b>Índices Meta Asset</b>	<b>no ano</b>
Meta Índice Frigoríficos	26,6%
Meta Índice Exploração de Imóveis	18,0%
Meta Índice Serviços Financeiros	-0,1%
Meta Índice Água e Saneamento	-1,0%
Meta Índice Materiais Básicos	-5,4%
Meta Índice Bancos	-6,2%
IBX	-7,2%
Meta Índice Energia Elétrica	-7,3%
Ibovespa	-7,7%
Meta Índice Óleo Gás Petroquímico	-7,9%
Meta Índice Açúcar e Álcool	-9,5%
Meta Índice Siderurgia	-10,2%
Meta Índice Logística	-10,8%
Meta Índice Mineração	-12,5%
Meta Índice Tecnologia	-13,3%
Meta Índice Shoppings Centers	-15,9%
Meta Índice Indústria	-17,3%
Meta Índice Supermercados	-20,1%
Meta Índice Construção	-22,6%
Meta Índice Varejo	-24,8%
Meta Índice Agricultura	-26,1%
Meta Índice Saúde	-26,2%
Meta Índice Locação de Veículos	-33,8%
Meta Índice Aéreas	-75,7%

Fonte: Quantum Axis, elaboração própria

No ano de 2024, destaque positivo para os segmentos de frigoríficos (+26,6%) e exploração de imóveis (+18,0%). Já o desempenho mais negativo fica para os indicadores de aéreas (-75,7%) e locação de veículos (-33,8%).

## CARTEIRA META VALOR E META 11 SMALL CAP FIA

**O Meta Valor FIA atingiu desempenho de +0,87% versus variação de +1,51% do IBX em junho/24. No ano, a performance do fundo atinge -15,01% contra -7,20% do IBX.**

**O Meta 11 Small Cap FIA alcançou rentabilidade de -1,86% versus -0,39% do benchmark SMLL em junho/24. Em 12 meses, o retorno acumulado do fundo chega a -8,02% versus -9,08% do SMLL. No ano de 2024, o fundo acumula - 15,72% versus -14,85% do referencial.**

Em junho, o mercado acionário brasileiro interrompeu a sequência de três meses de queda e fechou no campo levemente positivo. Foi um mês também com desvalorização mais forte do real frente ao dólar em função das preocupações fiscais e aumento do risco político no país, com fortes críticas do Presidente Lula a Roberto Campos Neto, presidente do Banco Central. Dentro deste cenário, o comportamento das ações na B3 foi bastante disperso, com desempenhos bem distintos entre ações de um mesmo setor.

Entre os grandes bancos, o destaque de alta foi o Itaú, que realizou o seu evento anual com os investidores e mostrou estar muito bem preparado para ganhar *market share*, seguir liderando os avanços tecnológicos do setor e continuar a entregar um retorno elevado sobre o seu patrimônio líquido. Além disso, podemos esperar bons dividendos novamente neste ano.

No mercado de petróleo, a alta da commodity e do dólar beneficiaram as ações da PRIO, que foram destaque de alta, enquanto as ações da Petrobras obtiveram uma valorização mais tímida em função da indefinição do rumo da empresa com a mudança do CEO.

No setor de mineração, o preço do minério de ferro Platts recuou 7,4% no mês em função da fraca demanda chinesa e da manutenção de um bom ritmo de oferta por parte das mineradoras. As ações da Vale acabaram sofrendo no mês com a queda do preço do minério, além das indefinições quanto às questões judiciais sobre a Samarco. Na siderurgia, as ações da Usiminas foram o destaque de alta, uma vez que estavam bastante descontadas após as quedas recentes.

O setor de varejo de uma forma geral sofreu com a alta do dólar e o efeito para as perspectivas de inflação e taxa de juros no Brasil. Isso ficou bem evidente no comportamento das ações das empresas mais alavancadas. Olhando para frente, muitas empresas do segmento estão com atrativo *valuation* para um horizonte de investimento de médio e longo prazo.

Fundos de Ações	Data	Valor da Cota	Mês	No Ano	Últimos 12M	Estratégia	Data de Início
<b>META VALOR FIA</b>	28/06/2024	2,49339055	0,87%	-15,01%	-10,40%	Ações IBrX Ativo	11/04/2006
IBX-100			1,51%	-7,20%	6,82%		
IBOVESPA			1,48%	-7,66%	4,67%		
<b>META 11 SMALL CAP FIA</b>	28/06/2024	0,92215308	-1,86%	-15,72%	-8,02%	Ações Small Caps Ativo,	11/04/2022
Small			-0,39%	-14,85%	-9,08%		

### Total Estratégia Renda Variável

### Total AUM

Indicadores	Data	Mês	No Ano	Últimos 12M	
CDI	28/06/2024	0,00%	5,26%	11,80%	<b>DATA DE ENVIO</b>
IPCA	28/06/2024	0,46%	2,84%	3,93%	04/07/2024
IBrX - 100	28/06/2024	-4,99%	-4,99%	15,52%	<b>DATA DE REFERÊNCIA</b>
SMLL	28/06/2024	-0,39%	-14,85%	-9,08%	28/06/2024

As rentabilidades informadas estão líquidas de taxas de administração e performance.

#### META VALOR

**Taxa de Administração:** 2,50% a.a.

**Taxa de Performance:** 20% sobre o ganho que exceder a variação do IBX-100 FECHAMENTO (conceito marca d'água).

**Resgate:** D+1, D+2.

**(\*) A coluna 12 meses se refere a rentabilidade da cota data base (d-1) dividido pela cota do dia útil equivalente de 12 meses atrás.**

**(\*\*) A tabela dos últimos 365 dias se refere a rentabilidade da cota data base (d-1) dividido pela cota de 365 dias atrás (d-365)**

#### META 11 SMALL CAP FIA

**Taxa de Administração:** 2,50% a.a.

**Taxa de Performance:** 20% sobre o ganho que exceder a variação do ÍNDICE SMLL FECHAMENTO (conceito marca d'água).

**Resgate:** D+1, D+2.

Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de crédito - FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise em um período de, no mínimo, 12 (doze) meses. . Leia o prospecto, o formulário de informações complementares, Lâminas e Regulamento antes de investir. A rentabilidade divulgada não é líquida de



## Caso de investimento: Estapar (ALPK3)

### Histórico da Empresa

Os sócios fundadores, Helio Cerqueira Júnior e Helio Francisco Cerqueira, iniciaram operação no ramo de estacionamentos no início da década de 80, criando a Estacionamentos do Paraná. Já em 1981, o negócio foi expandido para o Rio de Janeiro, constituindo a RioPark.

Em 1989, a empresa passou a atuar em São Paulo, seu maior mercado atualmente, além de em outras regiões por meio de filiais, constituindo a Allpark – Empreendimentos e Participações S/C Ltda.

Em 2009, recebeu um investimento do BTG. Em 2011, a Estapar contou com aportes do private equity estrangeiro Franklin Templeton e do Bozano Investimentos (atual Crescera). Após esses investimentos, a empresa realizou diversos movimentos para se consolidar no setor, incluindo expansão orgânica e inorgânica.

O primeiro passo dessa estratégia foi a celebração do contrato de longo prazo para operar o estacionamento do Aeroporto de Guarulhos, maior aeroporto do Brasil, além de ter realizado as aquisições da Minas Park Estacionamentos, em Belo Horizonte, e da Estacionamento Multivagas Gaivota, em Campinas.

Em 2014, os três principais acionistas - BTG, Franklin Templeton e Crescera - realizaram um aumento de capital no valor de R\$ 200 milhões. O aporte foi crucial para celebrar os contratos de operação dos aeroportos de Brasília, Santos Dumont (Rio de Janeiro/RJ), Natal, João Pessoa e Recife.

Em 2016, a empresa recebeu um investimento de R\$ 500 milhões da *Equity International*, fundada por Sam Zell, tendo alcançado, no ano seguinte, a marca de R\$ 1 bilhão de faturamento.

Em 2018, a Estapar venceu a licitação para operar o estacionamento do Aeroporto de Congonhas, segundo maior aeroporto do país em volume de passageiros, o que consolidou sua presença em 15 aeroportos na época.

O grupo realizou o IPO em maio de 2020 e, em novembro do mesmo ano, começou a operar a concessão da Zona Azul de São Paulo, licitação vencida por uma outorga de cerca de R\$ 600 milhões. Em fevereiro de 2021, concluiu a etapa final de transferência operacional, migrando toda a base de usuários do antigo sistema para a Estapar. Ainda em 2021, a Estapar passou por dois aumentos de capital, totalizando cerca de R\$ 100 milhões, além de adquirir a Zul Digital (atual Zul+), um dos principais vetores de crescimento do grupo atualmente.

Em novembro de 2022, a companhia anunciou a aquisição de 59% da Zletric, combinando a marca com a Ecovagas, e consolidando-se como a maior rede de recarga elétrica do país.

**Figura 1 – Fases do Negócio da Estapar**



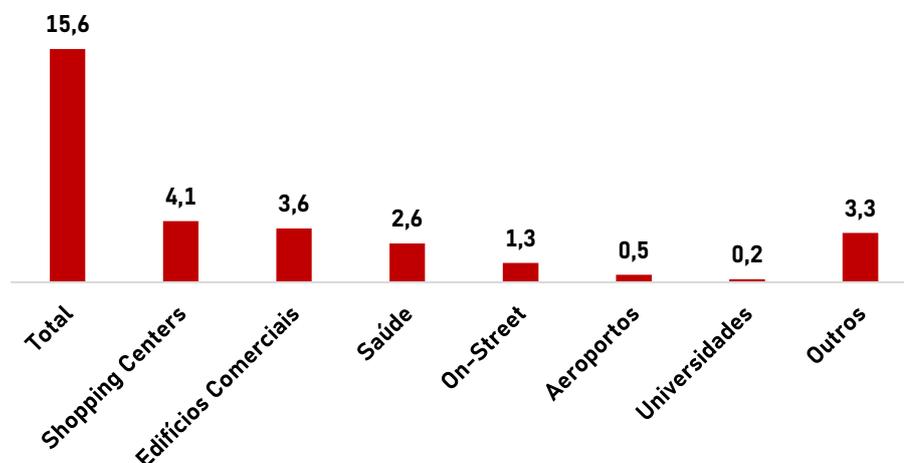
Fonte: Estapar

## O Setor de Estacionamentos no Brasil

A Estapar é a maior empresa do segmento, com aproximadamente 1,3 vezes o tamanho da segunda maior. Trata-se de um setor muito pulverizado, em que a companhia, mesmo sendo líder de mercado, possuía apenas ~8% de *market share* em 2019, e menos de 15% em praticamente todos seus setores de atuação, exceto em Aeroportos.

**Figura 2 – Mercado de Estacionamento em 2019**

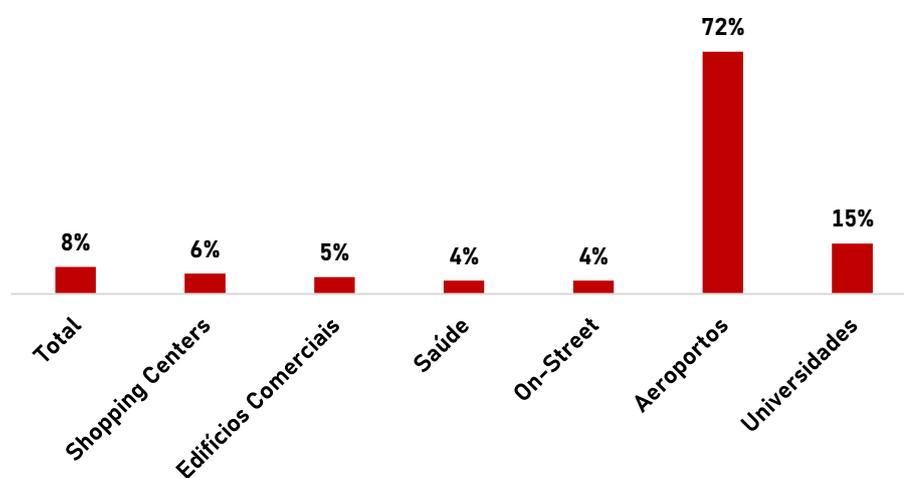
**Mercado de Estacionamento - R\$ bi (2019)**



Fonte: McKinsey: “Urban Mobility Evolution of the parking industry in Brazil. 2019 estimated market size of parking operations”

**Figura 3 – Market Share Estimado da Estapar em 2019**

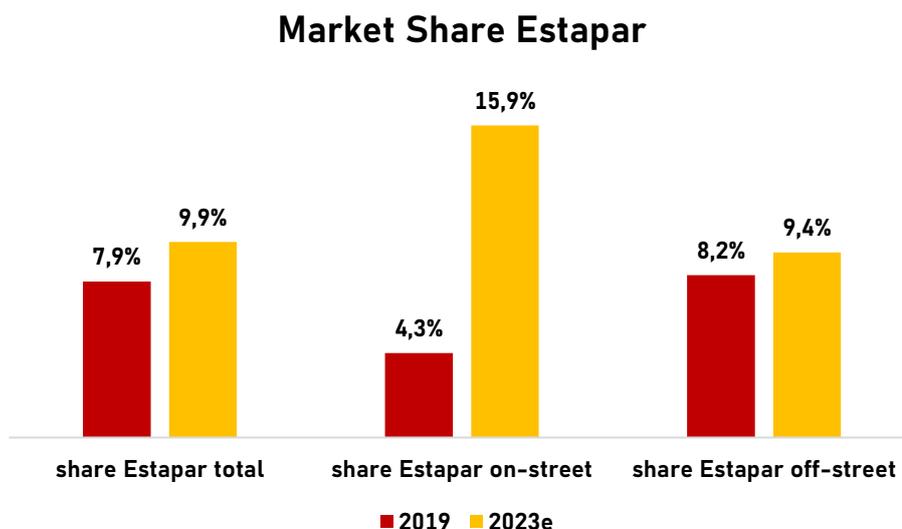
**Market Share Estimado da Estapar (2019)**



Fonte: McKinsey: “Urban Mobility Evolution of the parking industry in Brazil. 2019 estimated market size of parking operations”

A partir de nossas conversas com autoridades do setor, estima-se que o volume atual de carros estacionados esteja em linha com o pré pandemia, com alguma recomposição de preços. Deste modo, assumindo que o setor manteve faturamento parecido desde então, o *market share* da Estapar teria evoluído da seguinte forma:

Figura 4 – Market Share Estimado da Estapar



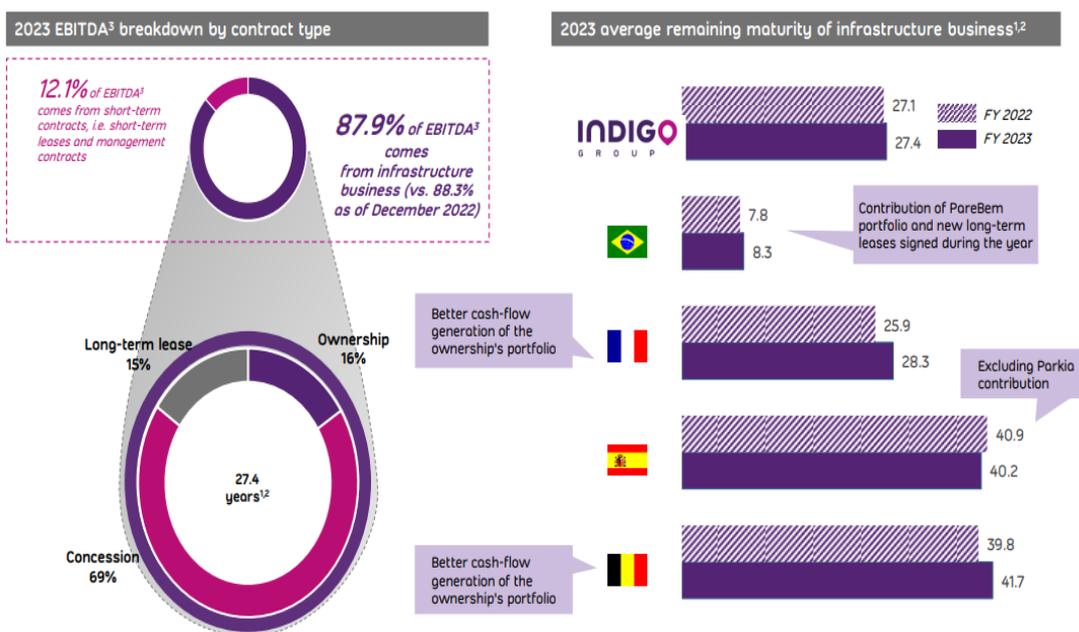
Fonte: Meta Asset

Importante destacar que o salto em *On-Street* seu deu pela celebração do contrato de concessão da Zona Azul de São Paulo, que será abordado em mais detalhes mais adiante nesse relatório.

Hoje o 2º maior player do setor é a Indigo, que em junho de 2022 fundiu sua operação com a PareBem, até então controlada pelo Pátria. O Indigo Group é um *player* global, que gerencia mais de 1,2 milhão de vagas ao redor do mundo (~3x a Estapar), atuando em 11 diferentes países.

A América Latina (Brasil e Colômbia) representa ~15% do EBITDA do grupo, e possui uma operação mais voltada para aluguéis, e menos para concessões. Com isso, possui uma margem menor que as demais operações do grupo, mas ainda é uma Margem EBITDA forte, com o Brasil contribuindo quase que integralmente para esse resultado.

Figura 5 – KPIs Indigo Group



Fonte: Indigo Group

Na época da fusão, a Indigo operava cerca de 200 estacionamentos no Brasil, e a PareBem operava cerca de 150, e atualmente a empresa consolidada opera cerca de 400 (vs. ~700 da Estapar), com cerca de 380 mil vagas (vs. ~480 mil da Estapar)

Chama a atenção que sua operação no Brasil está seguindo um caminho oposto ao da Estapar: enquanto a Indigo está buscando concessões de longo prazo, com maior capital investido e maiores margens, a Estapar foca em contratos privados de médio prazo, que oferecem *payback* mais rápido, mas com margens menores. Porém, dado o perfil do crescimento que a Indigo está buscando, é difícil imaginar a manutenção dos níveis de investimento sem que haja um novo aporte de capital, dada a natureza intensiva em capital do negócio que estão buscando.

Um outro *player* importante é a Parkímetro, com escala substancialmente inferior, mas com 30 anos de história e ativos possivelmente estratégicos para a Estapar. Hoje, a companhia opera cerca de 40 estacionamentos, voltados principalmente para Condomínios e Hotéis, além de operações em agências bancárias e unidades próprias. Os ativos são localizados majoritariamente na cidade de São Paulo, em localizações *premium*.

### Modelo de Negócios

A Estapar é a maior operadora de estacionamentos do Brasil, controlando diretamente 20 sociedades, com destaque para a Hora Park Sistema de Estacionamento Rotativo Ltda., especializada em gerir os estacionamentos de 'Zona Azul' e participar de processos licitatórios. Além dos estacionamentos, a companhia atua em outras áreas da

mobilidade urbana, como recarga de carros elétricos e marketplace de produtos e serviços automotivos.

A empresa está presente em 92 municípios de 18 estados, com 708 operações e cerca de 480 mil vagas. Embora concentre a maioria das operações na região Sudeste, especialmente em São Paulo, a Estapar está expandindo para outras regiões, visando um crescimento significativo.

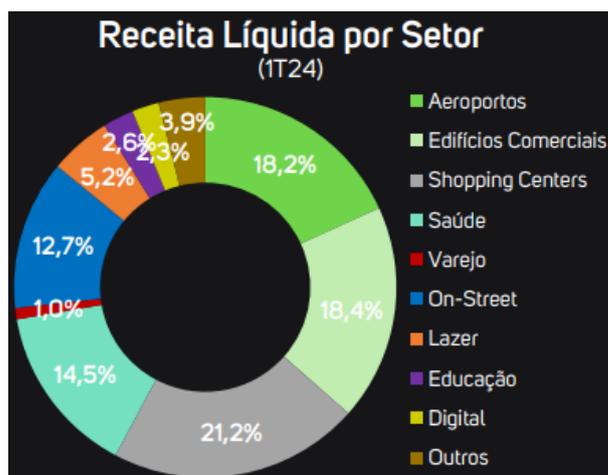
**Figura 6 – Presença Geográfica da Estapar**



Fonte: Estapar

Além disso, o grupo possui uma importante diversificação de receita por setor de atuação, mitigando a contaminação da operação como um todo por riscos intrínsecos a determinados segmentos.

**Figura 7 – Receita Líquida da Estapar por Setor de Atuação**



Fonte: Estapar

É da natureza de seu modelo de negócios a baixa inadimplência (praticamente nula). Isso porque em contratos de locação, a operadora é sênior no recebimento frente ao proprietário do imóvel (ou poder concedente), correndo maior risco de inadimplência apenas em imóveis próprios (~2% de sua Receita Líquida). Além disso, por serem pagamentos à vista, a companhia praticamente não possui Contas a Receber no Ativo Circulante e Não Circulante.

**Figura 8 – Saldo de Contas a Receber pela Estapar**

em R\$ mil	CONTROLADORA		CONSOLIDADO	
	31/12/2023	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2022
<b>SALDO DE CONTAS A RECEBER</b>				
<b>Total</b>	<b>56.117</b>	35.505	<b>93.420</b>	68.424
Saldo ainda não vencido	<b>54.428</b>	35.140	<b>91.229</b>	68.059
Saldo vencido < 30 dias	<b>1.665</b>	349	<b>2.138</b>	349
Saldo vencido 30 - 60 dias	<b>12</b>	-	<b>34</b>	-
Saldo vencido 60 - 90 dias	<b>4</b>	10	<b>7</b>	10
Saldo vencido 90 - 120 dias	<b>4</b>	-	<b>7</b>	-
Saldo vencido > 120 dias	<b>4</b>	6	<b>5</b>	6

em R\$ mil	CONTROLADORA		CONSOLIDADO	
	31/12/2023	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2022
Cientes a receber	<b>14.468</b>	8.125	<b>14.977</b>	12.533
Prestação de serviços em eventos e hóspedes	<b>2.074</b>	1.116	<b>2.272</b>	1.342
Convênios "Tags"	<b>19.073</b>	12.878	<b>25.218</b>	17.663
Convênio e patrocínio	<b>2.077</b>	1.535	<b>2.077</b>	1.536
Cartões de débito e crédito	<b>13.783</b>	7.771	<b>44.128</b>	30.594
Contas a receber de alugueis	<b>4.145</b>	3.061	<b>4.181</b>	3.224
Outros a receber	<b>497</b>	1.019	<b>567</b>	1.532
<b>Total</b>	<b>56.117</b>	35.505	<b>93.420</b>	68.424
(-) Perdas estimadas em créditos de liquidação duvidosa	<b>(250)</b>	(250)	<b>(250)</b>	(250)
<b>Total</b>	<b>55.867</b>	35.255	<b>93.170</b>	68.174
Ativo circulante	<b>55.409</b>	34.681	<b>92.712</b>	67.600
Ativo não circulante	<b>458</b>	574	<b>458</b>	574

Fonte: Estapar

Por sua escala, e suas iniciativas de transformação digital, a Estapar consegue oferecer um serviço diferenciado ao seu cliente, incluindo:

- Aplicativo e plataforma digital Zul+, que integra todos os nossos produtos e serviços;
- 872 estações de recarga de veículos elétricos em 51 cidades de 14 estados;
- PDV Proprietário de última geração (software utilizado na operação que controla o fluxo de entrada e saída de veículos, auto pagamento e fornecimento de informações para prestação de contas);
- Reserva antecipada de vagas;
- Pagamento de tíquete *On-Street* e *Off-Street* por aplicativo;
- *Scan-car* de fiscalização de Zona Azul, por meio da utilização de leitura e identificação das placas dos veículos em vias públicas, com uso de tecnologia OCR;
- Aplicativo Nova Zona Azul – SP com mapa de calor gerando maior eficiência no tráfego de veículos de buscam estacionar nas vias públicas da cidade de São Paulo;
- Estações de pagamento automatizadas;
- "Control-room" central (controle remoto e automatizado);
- Reconhecimento digital de placas de veículos – LPR na abertura de cancelas;
- Monitoramento 24 horas; Sistemas gerenciadores de dados operacionais, financeiros e estatísticos.

Por exemplo, a companhia possui cerca de R\$ 2 bilhões investidos em PP&E (Imobilizado + Direito de Uso + Intangível) líquidos de depreciação e amortização, o que representa uma barreira de entrada significativa para concorrentes menos capitalizados. Nesse sentido, a empresa possui uma vantagem competitiva relacionada à processos/tecnologia muito relevante frente aos seus concorrentes.

A Estapar opera por meio de cinco tipos de contratos, com diferentes características de risco, margens, capital investido, etc.

**Figura 9 – Tipos de Contratos da Estapar**

Tipos de Contrato	Estrutura Contratual	Considerações	Duração Típica	Alocação de Capital	Principais Drivers e KPIs
<b>Alugadas e Administradas</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Acordo de serviços</li> <li>- Remuneração mínima fixa ou Variável</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Base de clientes diversificada</li> <li>- Baixo risco de demanda</li> </ul>	- Até 5 Anos, renováveis	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ausência/baixa necessidade de investimento inicial</li> <li>- Alocação de capital varia de acordo com o tamanho do contrato</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Gestão de P&amp;L</li> <li>- Expansão Geográfica</li> <li>- Originação de LTCs</li> </ul>
<b>Concessões Públicas (On Street)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Contratos com municípios</li> <li>- Regime de compartilhamento de receitas</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Requer certificação de capacitação técnica</li> <li>- Receita é recolhida diretamente pela Companhia, portanto, não correndo o risco de crédito das municipalidades</li> </ul>	10 a 20 anos	- Alocação de capital varia de acordo com as condições dos contratos de cada município	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Gestão de retorno</li> <li>- Investimentos em tecnologia</li> <li>- Grande base de usuários</li> </ul>
<b>Concessões Públicas (Off Street)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Contratos com municípios ou entidades governamentais (e.g.: Infraero)</li> <li>- Remuneração variável</li> </ul>	- Alta barreira de entrada	- 10 a 30 anos	- Elevado investimento para construção e estabelecimento da operação	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Estratégia de longo prazo</li> <li>- Solução para gargalos de infraestrutura</li> <li>- Gestão de retorno</li> <li>- Potencial para destravar valor por meio do aumento de produtividade e escalabilidade</li> </ul>
<b>Contratos privados de Longo Prazo</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Contrato com entidades privadas com comprovada capacidade de geração de tráfego (aeroportos, estádios, shoppings e hospitais etc.)</li> <li>- Estrutura de aluguel mista que pode contemplar pagamento mínimo de aluguel</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Alta barreira de entrada</li> <li>- Substancial proteção contra eventos negativos</li> </ul>	- 10 a 30 anos	- Elevado investimento em infraestrutura e equipamentos	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ativos estratégicos</li> <li>- Gestão de retorno</li> </ul>
<b>Propriedades</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Aquisição do imóvel ou vagas de estacionamento, usualmente em prédios comerciais ou <i>malls</i></li> </ul>	- Alta barreira de entrada devido aos investimentos necessários	- Perpétuo	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Elevado/aquisição do imóvel</li> <li>- Demanda capital inicial</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ativos Estratégicos</li> <li>- Gestão de Cap Rate</li> </ul>

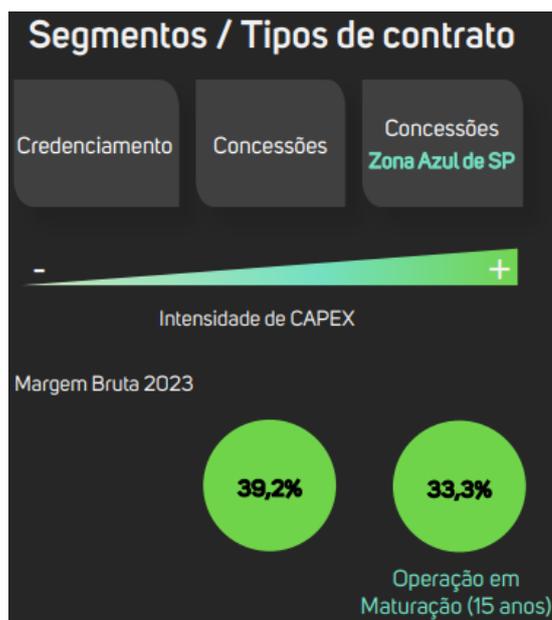
Fonte: Estapar

**Figura 10 – Unit Economics: Off-Street**



Fonte: Estapar

**Figura 11 – Unit Economics: On-Street**



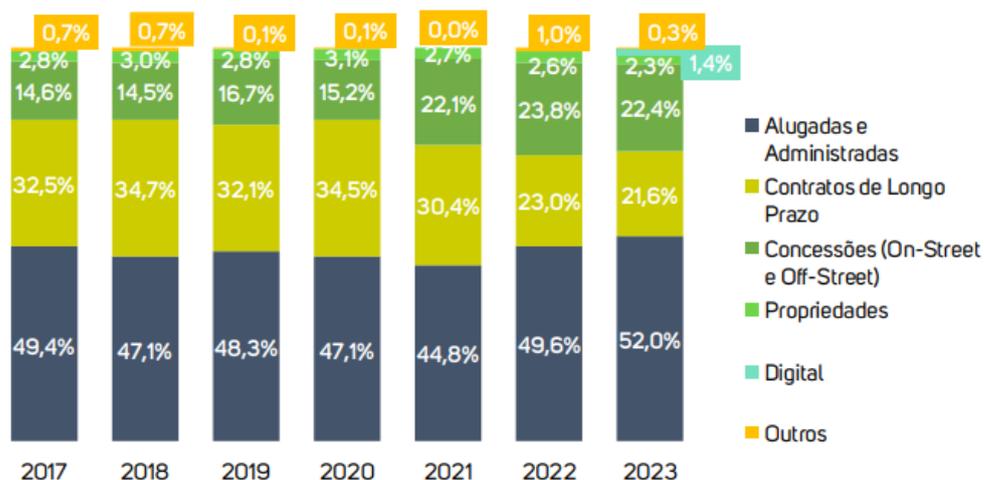
Fonte: Estapar

Ao longo da última década, a companhia passou a focar mais em concessões, reduzindo a participação de aluguéis em sua receita. Essa estratégia visava uma margem estrutural maior, apesar do maior capital investido, se aproveitando de um período com juros relativamente mais baixos para os patamares brasileiros. Porém, com o aumento de sua alavancagem e do custo financeiro, o grupo recentemente voltou a rever a sua estratégia, focando mais em aluguéis do que em concessões.

O *business* de aluguéis possui uma margem menor, mas é menos intensivo em capital, principalmente no curto prazo, oferecendo um *payback* mais

rápido. Ainda assim, são contratos normalmente de 5 anos, e com baixo *churn*.

**Figura 12 – Receita Líquida por Segmento da Estapar**



Fonte: Estapar

Atualmente, a Estapar opera 16 concessões de Zona Azul (*On-Street*), sendo a mais importante a do município de São Paulo. Essa operação foi adquirida em 2020, e dura 15 anos, estando ainda em fase de maturação.

**Figura 13 – Concessões On-Street da Estapar**

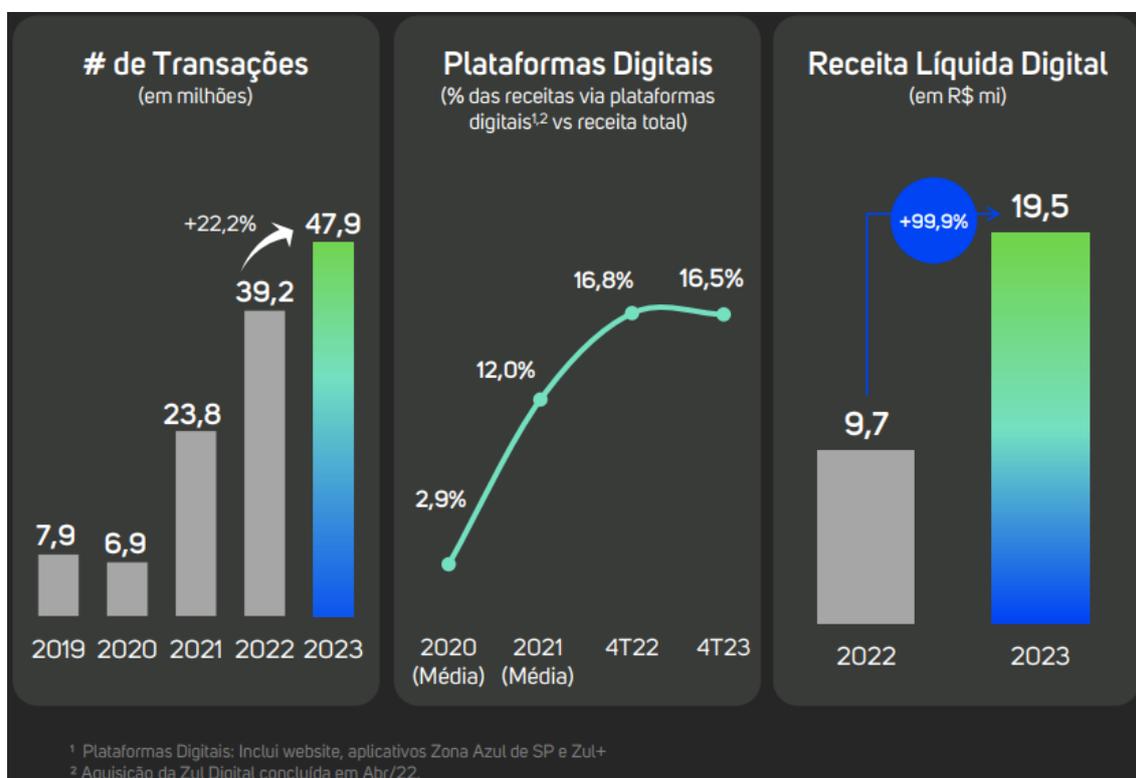
Município	Estado	Data de Início da Operação
Americana	SP	out/18
Araraquara	SP	mai/23
Itatiba	SP	out/13
Jacareí	SP	mar/04
Juiz de Fora	MG	fev/15
Limeira	SP	nov/09
Mogi das Cruzes	SP	mar/19
Rio Claro	SP	mar/06
Santa Bárbara	SP	set/13
Santo André	SP	ago/20
São Bernardo do Campo	SP	nov/19
São Carlos	SP	jun/12
São João da Boa Vista	SP	mai/23
Taubaté	SP	ago/19
Americana	SP	out/18
São Paulo	SP	nov/20

Fonte: Estapar

A concessão do município de São Paulo é a maior operação de Zona Azul do país e uma das maiores do mundo. Em 2023, totalizou uma Receita Líquida de R\$ 135 milhões (+11,6% vs 2022), representando cerca de 10% da Receita Líquida Consolidada do grupo. Essa operação ainda está em maturação, mas já reportou uma Margem Bruta de 33,3% em 2023, maior do que a Margem Bruta Consolidada do grupo, de ~27%.

Além da evolução de seu *core bussines*, um dos pontos centrais da tese é o desenvolvimento de novas iniciativas, que ainda são embrionárias, mas possuem grande potencial de crescimento. Por exemplo, a companhia criou a Zul+, a partir da aquisição da Zul Digital, um marketplace com diversas soluções envolvendo o mercado automotivo. Em 2023, o App Zul+ movimentou 47,9 milhões de transações, e atingiu uma receita líquida de R\$ 19,5 milhões. A empresa oferece uma vasta gama de produtos e serviços ao motorista, como: TAG, Reserva de Vagas, Pagamento de Estacionamento Estapar, Licenciamento, IPVA, Multas, Seguro Auto, entre outros. Essa digitalização do serviço oferecido apresenta elementos que garantem uma melhor experiência do usuário, tais como: precificação dinâmica, reserva de vagas, monitoramento da vaga em tempo real, *geotag*, e análise comportamental de quem usa visando oferecer um produto ou serviço personalizado.

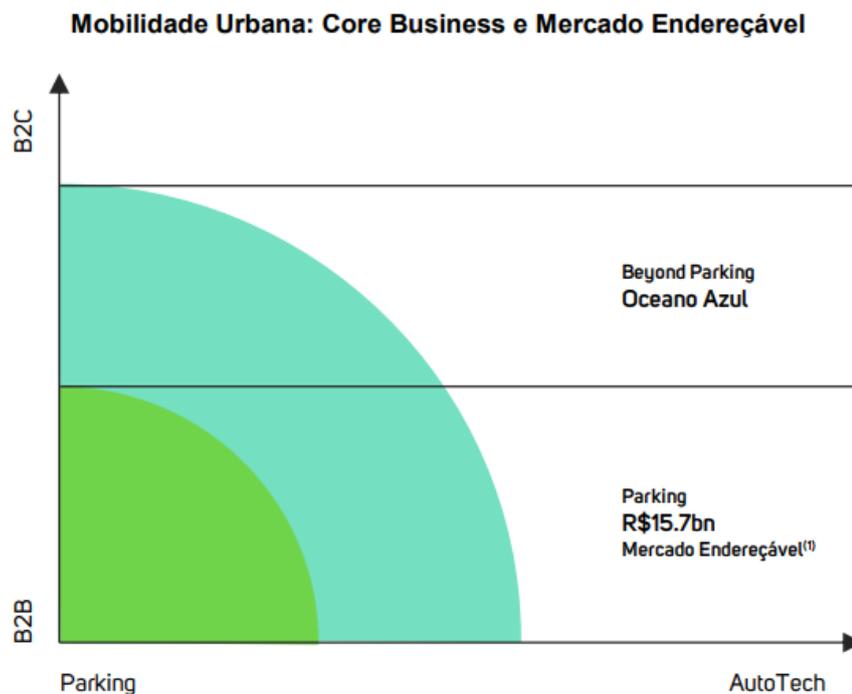
**Figura 14 – KPIs Zul+**



Fonte: Estapar

Com essas iniciativas digitais, a companhia consegue expandir seu mercado endereçável em múltiplas vezes, apesar de provavelmente enfrentar maior competição e menor retorno no curto prazo.

**Figura 15 – Mercado Endereçável de Mobilidade Urbana**

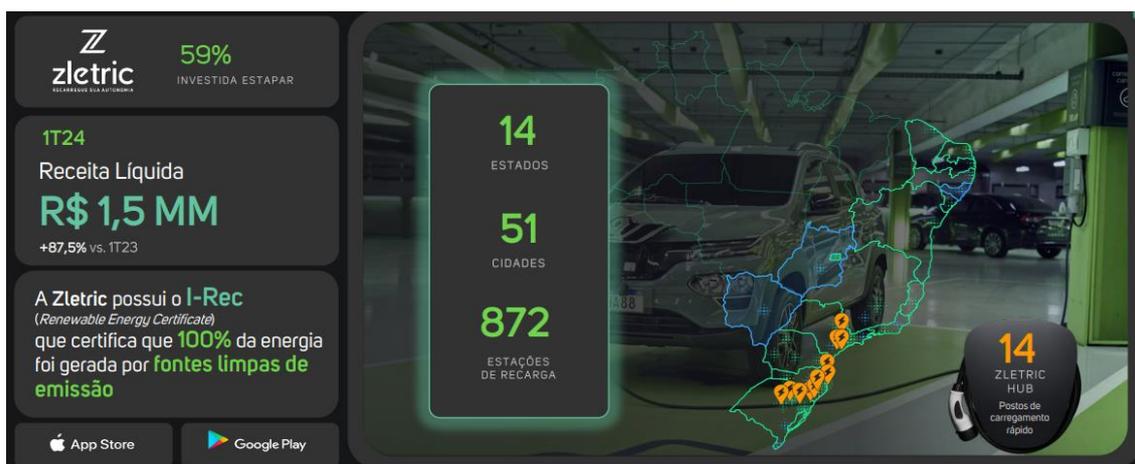


Fonte: McKinsey: “Urban Mobility Evolution of the parking industry in Brazil. 2019 estimated market size of parking operations”

Além de adicionar um diferencial em seu serviço, essas iniciativas tecnológicas podem servir como moeda de troca em futuras negociações de contratos privados. Por exemplo, em vez da Estapar oferecer R\$ X milhões por um contrato, poderia oferecer 70% ou 80% de R\$ X, e em troca oferecer essas soluções tecnológicas que fidelizam o cliente de um shopping, por exemplo.

Outra iniciativa é a Zletric, uma empresa de estações de recarga de carros elétricos, que possui uma tendência secular de crescimento. É controlada pela Estapar, com 59% do capital, e atualmente conta com mais de 870 estações de recarga, sendo a maior empresa independente nesse nicho no Brasil.

Figura 16 – KPIs Zletric



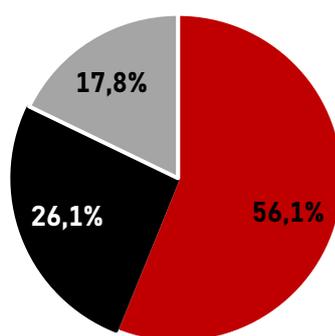
Fonte: Estapar

### Governança

A Estapar é controlada por veículos de investimento ligados ao André Esteves, *chairman* do BTG Pactual, e também tem como acionista de referência a Equity International, com ~26% do capital. O *free float* é de apenas ~18%, o que prejudica a liquidez do papel em bolsa (uma das fragilidades do case). Como citado anteriormente, o BTG investiu na companhia em 2009, e a Equity Internacional está desde 2016.

Figura 17 – Composição Acionária da Estapar

### Composição Acionária



■ BTG Pactual (André Esteves) ■ Equity Internacional ■ Outros

Fonte: Estapar

O André Esteves tem direito a três cadeiras no conselho, enquanto a Equity Internacional indica um nome. Os demais conselheiros são

independentes, mas entre eles está Helio Francisco Cerqueira, um dos fundadores da empresa.

Nesse sentido, um dos pontos relativos à governança que nos agradou se refere à atuação de Helio como conselheiro. Após vender quase que integralmente sua participação ao longo da década passada, Helio saiu do dia a dia da operação para ocupar uma cadeira no conselho. Entendemos que a figura do fundador agrega muito valor à operação, apesar de haver natural distanciamento após a mudança no controle da companhia.

Porém, após interações com diferentes *stakeholders* da Estapar, vemos que Helio retomou grande proximidade com a operação em si. Nesse caso, trata-se de uma pessoa que conhece como poucos o negócio, e tem muito a agregar na geração de valor para a empresa. Apesar de não ocupar mais nenhum cargo na Diretoria Estatutária, Helio está em contato constante com o *management* e os diretores regionais de operações, principalmente no Rio de Janeiro.

Entendemos que a combinação no conselho de um profundo conhecedor da operação, como o fundador, com a análise financeira dos acionistas de referência, seja muito benéfica da empresa, principalmente levando em conta as características do *management*. Emílio Sanches, atual CEO do grupo, prestava consultoria para a própria Estapar enquanto trabalha na Galleazi & Associados, antes de vir para a companhia em 2011. Foi CFO da Estapar por 11 anos, até assumir o cargo de CEO em 2022. Emílio combina uma visão estratégica e operacional, com um profundo conhecimento financeiro, algo que também enxergamos na composição do *board*, principalmente após a reaproximação de Helio com o dia a dia da operação.

A presença de acionistas de referência capitalizados também é fundamental para a perenidade da empresa. Esteves já se mostrou disposto a capitalizar a companhia quando necessário, o que aumenta a confiança dos bancos e fundos de crédito com relação à saúde financeira da Estapar. Logo, facilita-se o acesso a capital, tanto por dívida, quanto por *equity*.

### **Análise Financeira**

Historicamente, a Estapar apresenta crescimento consistente da receita, exceto o observado durante a pandemia. Entre 2009 e 2019, o *CAGR* de Receita Líquida foi de 22,7%, com *CAGR* de EBITDA Ajustado de 47,3% (este último impactado positivamente em 2019 pela adoção do IFRS 16, em que as despesas de aluguel passam pelo resultado financeiro). Além disso, já entregou em 2023 uma receita ~30% superior a 2019, após sofrer bastante durante a pandemia.

Figura 18 – Receita Líquida Anual da Estapar

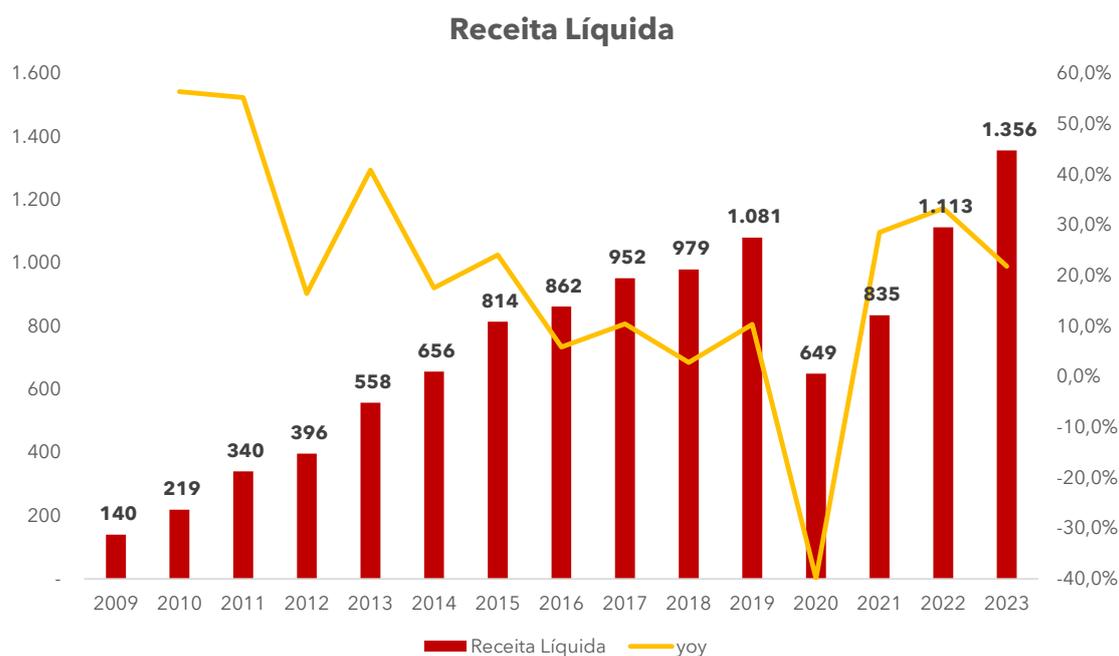
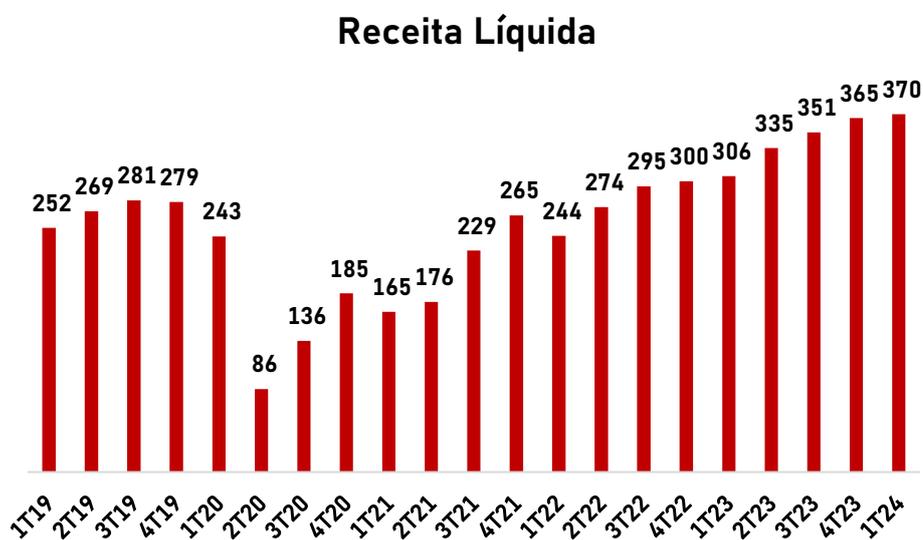


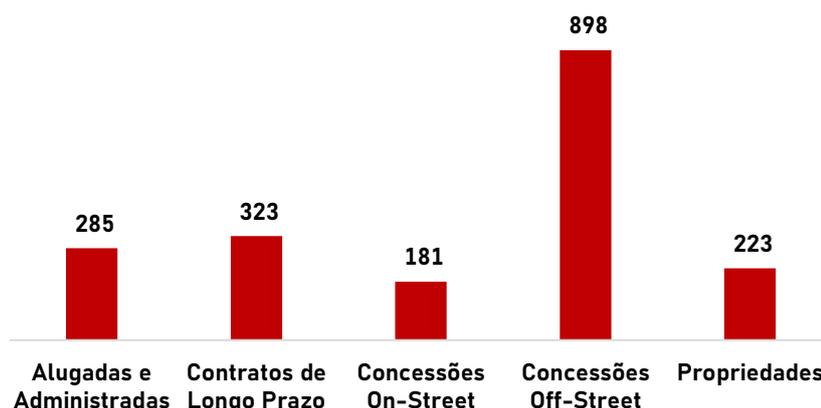
Figura 19 – Receita Líquida Trimestral da Estapar



Um dos principais drivers de crescimento de Receita da Estapar, além do crescimento do número de operações, vem sendo o aumento relevante da Receita por Vaga. Não só a empresa vem aumentando o preço na ponta, sem muita contrapartida de volume, como a taxa de ocupação vem aumentando, refletindo a maturação das novas operações. Como a

Receita por Vaga de uma operação é uma função do ticket médio na ponta, da taxa de ocupação das operações e de *mix*, vemos um cenário muito benigno para essa variável no curto e médio prazo. Isso porque o efeito *mix* também é favorável, com a companhia crescendo mais em Alugadas e Administradas, em que a Receita Líquida por vaga gira em torno de R\$ 300/mês, acima da média da companhia de cerca de R\$ 260/mês.

**Figura 20 – Receita Líquida por Vaga por Segmento (R\$/mês)**

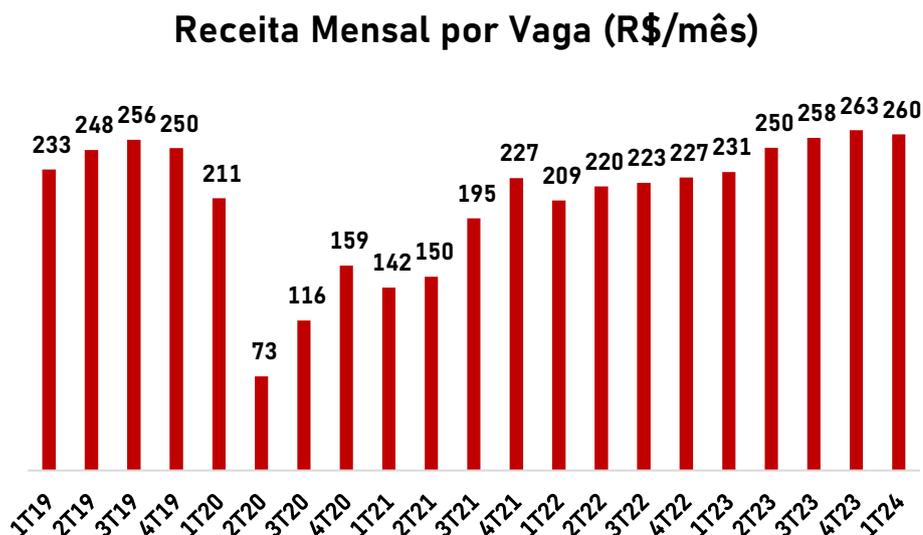


Fonte: Estapar

Por exemplo, no 1T24, o crescimento anual de Receita Líquida foi de 21,0%, enquanto o número total de vagas cresceu 8,5%, com a receita mensal por vaga (consolidada) crescendo 12,6%, bem acima da inflação do período. Em 2023, o a Receita por Vaga cresceu 11,4%, também bem acima da inflação do ano, com a Receita Líquida avançando 21,9%.

Além disso, o repasse de preços acima da inflação, juntamente ao aumento da taxa de ocupação (esse último, ainda mais importante), levam a uma alavancagem operacional relevante, o que ajuda a mitigar o impacto na margem com a entrada de operações ainda em maturação. Deste modo, vemos uma Margem Bruta pelo menos estável para os próximos anos em Alugadas e Administradas, mesmo com forte crescimento do número de operações, com *upside risk* de ainda expandir.

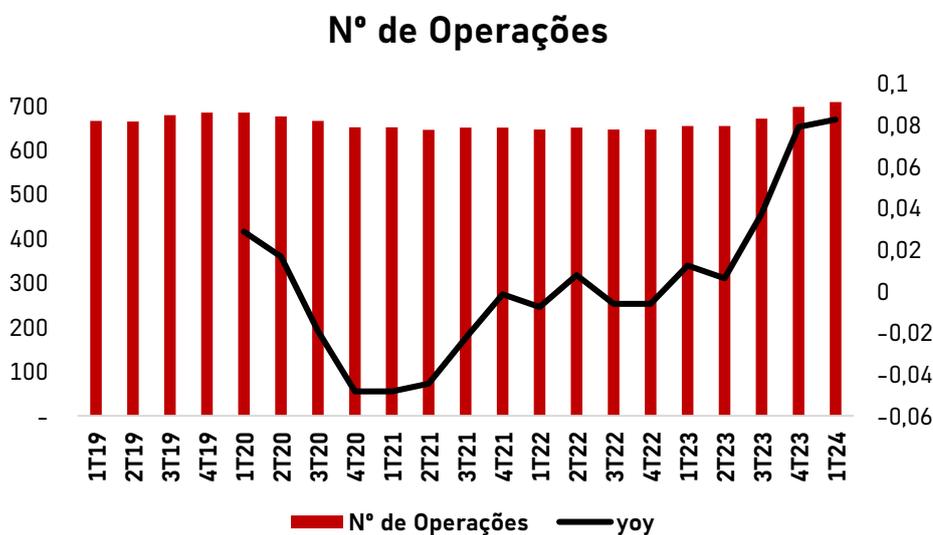
Figura 21 – Evolução da Receita Líquida por Vaga Consolidada (R\$/mês)



Fonte: Estapar

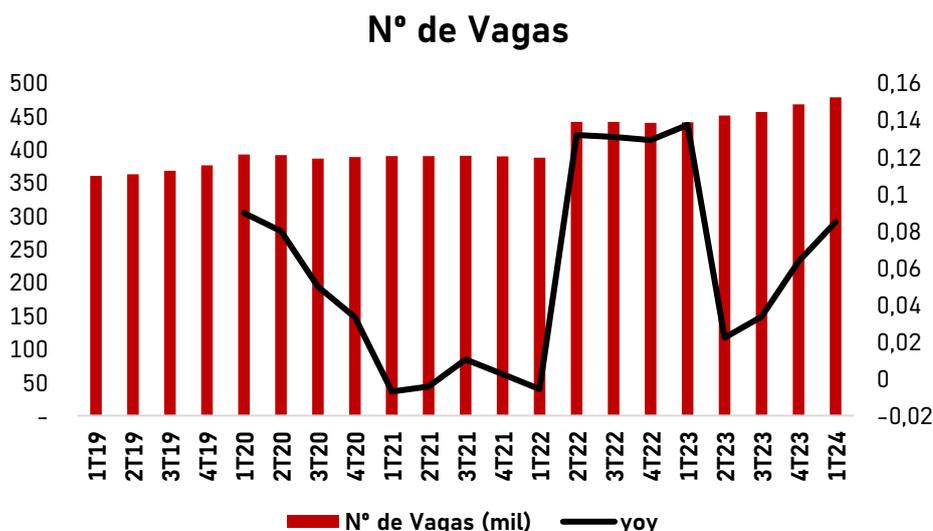
Além da evolução do ticket médio, a Estapar acelerou o volume de inaugurações ao longo de 2023, indicando uma demanda resiliente, mesmo com os significativos aumentos de preços.

Figura 22 – N° de Operações da Estapar



Fonte: Estapar

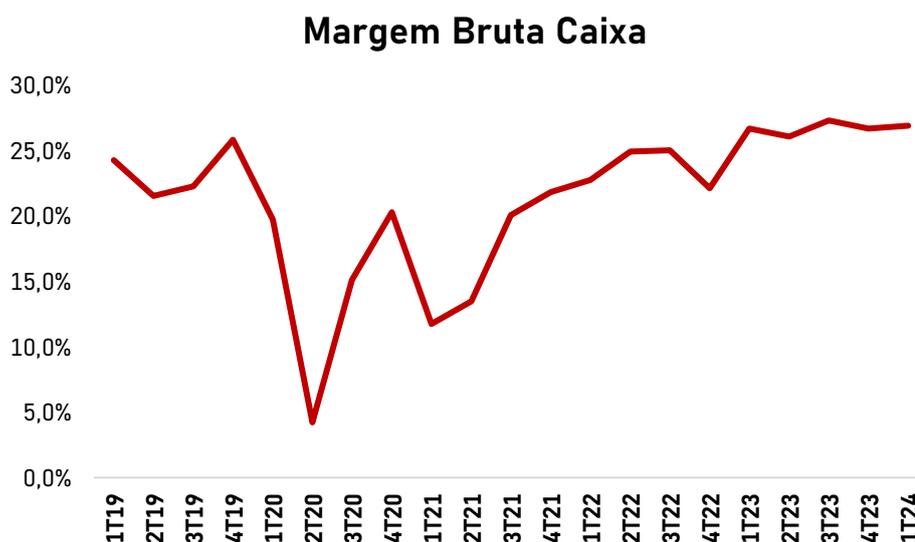
Figura 23 – N° de Vagas da Estapar (mil)



Fonte: Estapar

Mesmo levando em conta o grande número de novas operações e as iniciativas digitais ainda sem rentabilidade adequada, o grupo apresentou forte expansão de margens nos últimos anos, inclusive operando em níveis acima de 2019. A Margem Bruta foi impactada positivamente pela entrada da Zona Azul de São Paulo, e pela forte expansão da Receita Mensal por Vaga.

Figura 24 – Margem Bruta Caixa Trimestral da Estapar

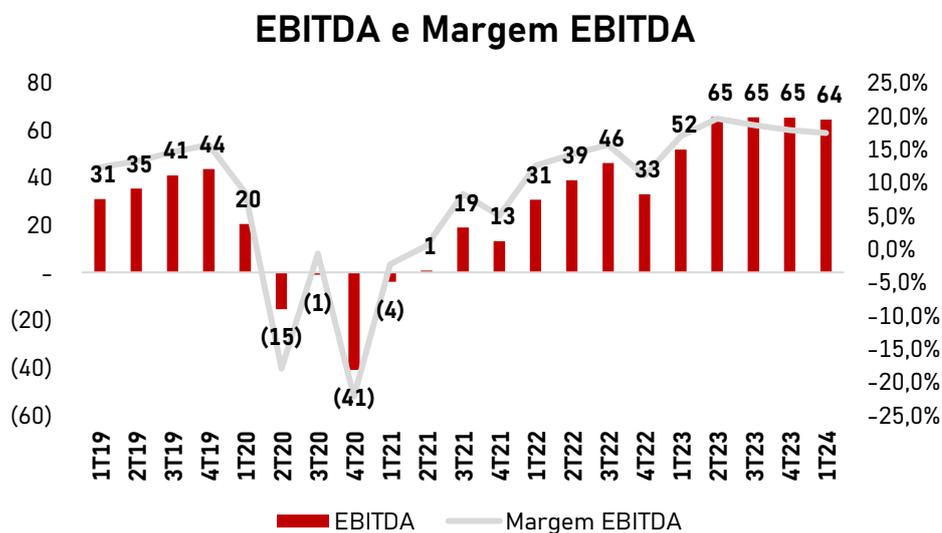


Fonte: Estapar

A expansão de Margem *EBITDA* reflete não só a evolução da Margem Bruta, como o excelente controle de *SG&A*, que ficou bastante contido, crescendo bem abaixo do faturamento no período. Porém, não se esperam

novas diluições de despesas no curto prazo, pelo contrário. É natural que, após um forte corte de custos durante a pandemia, a companhia precise readequar seu G&A para sua nova escala, como ocorreu no 1T24.

**Figura 25 – EBITDA Trimestral da Estapar**



Fonte: Estapar

Com os ganhos de margens e controle nas despesas financeiras, a Estapar vem reduzindo sequencialmente seu prejuízo trimestral, e já está entregando um *FFO* trimestral em linha com o pré-pandemia, ou até acima.

**Figura 26 – Resultado Financeiro da Estapar**

em R\$ mil	4T22	4T23	Var.%	2022	2023	Var.%
<b>RECEITAS FINANCEIRAS</b>	<b>10.395</b>	<b>9.059</b>	<b>-12,9%</b>	<b>27.478</b>	<b>43.660</b>	<b>58,9%</b>
Receitas Financeiras com efeito caixa	10.253	5.888	-42,6%	27.135	28.312	4,3%
Receitas Financeiras sem efeito caixa	143	3.171	>200%	343	9.174	>200%
<b>DESPESAS FINANCEIRAS</b>	<b>(66.407)</b>	<b>(63.156)</b>	<b>-4,9%</b>	<b>(256.245)</b>	<b>(278.070)</b>	<b>8,5%</b>
Despesas Financeiras com efeito caixa	(62.104)	(62.564)	0,7%	(242.437)	(263.483)	8,7%
→ Juros sobre arrendamento	(14.023)	(13.720)	-2,2%	(58.095)	(54.631)	-6,0%
→ Pgto. ao Poder Concedente (IFRIC 12 com efeito caixa)	(11.263)	(11.488)	2,0%	(44.994)	(46.090)	2,4%
→ Juros Financeiros com efeito caixa	(36.818)	(37.356)	1,5%	(139.348)	(162.761)	16,8%
Despesas Financeiras sem impacto no caixa	(4.303)	(378)	-91,2%	(13.808)	(8.200)	-40,6%
<b>RESULTADO FINANCEIRO</b>	<b>(56.011)</b>	<b>(54.097)</b>	<b>-3,4%</b>	<b>(228.767)</b>	<b>(234.410)</b>	<b>2,5%</b>

Fonte: Estapar

Figura 27 – FFO Trimestral da Estapar (Lucro Líquido + D&amp;A)

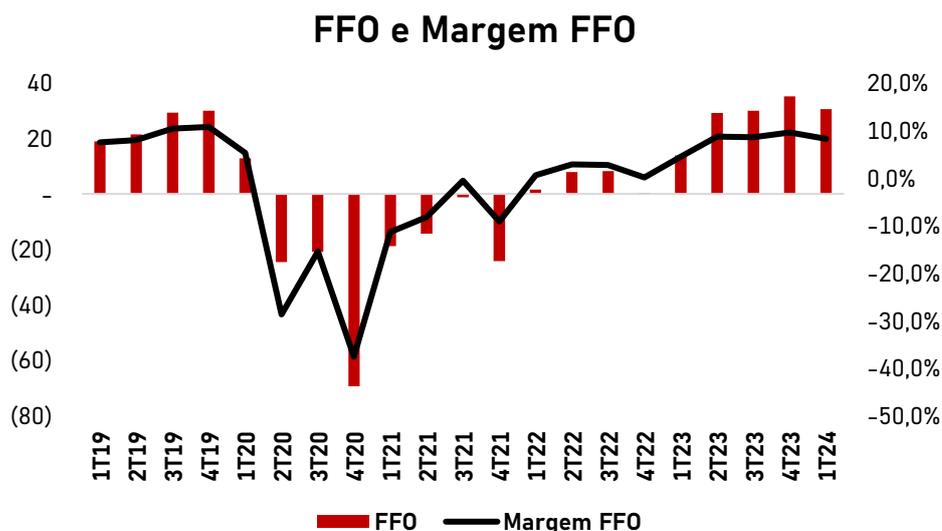
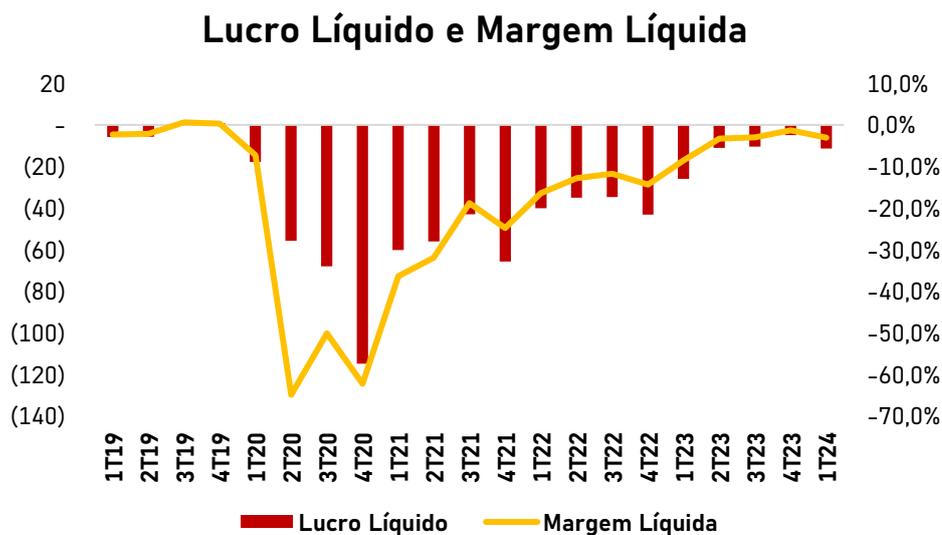


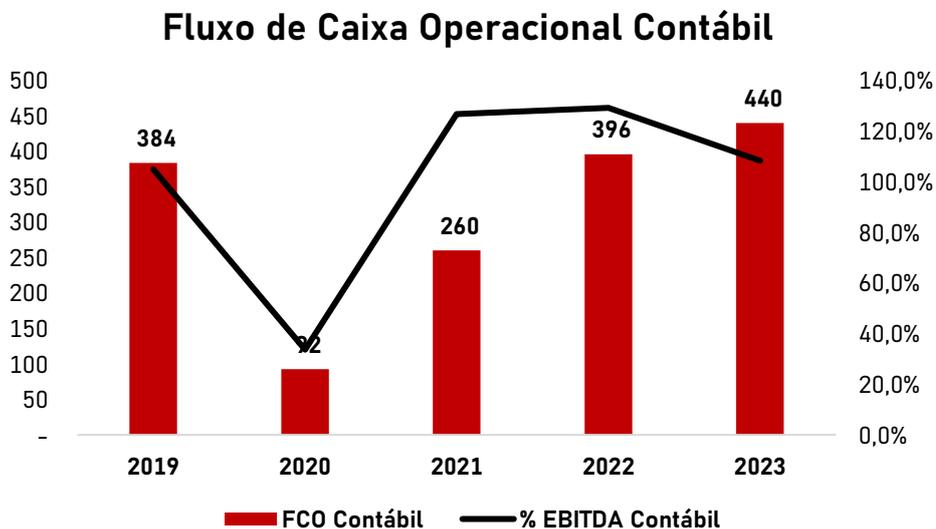
Figura 28 – Lucro Prejuízo Líquido Trimestral da Estapar



Um ponto chamou a atenção recentemente. Vimos uma desaceleração de *EBITDA* e *FFO*, explicada não só pela recomposição de despesas que foram cortadas durante a pandemia, como por variações pontuais de Margem Bruta em algumas operações recém-inauguradas, situação que não preocupa. A companhia deve seguir crescendo *top line* duplo dígito, puxada tanto pelo crescimento do número de operações, quanto, principalmente, pela pelo aumento da Receita Mensal por Vaga.

O business é muito gerador de caixa naturalmente, com conversão de cerca de 100% do EBITDA Contábil em Fluxo de Caixa Operacional nos últimos anos.

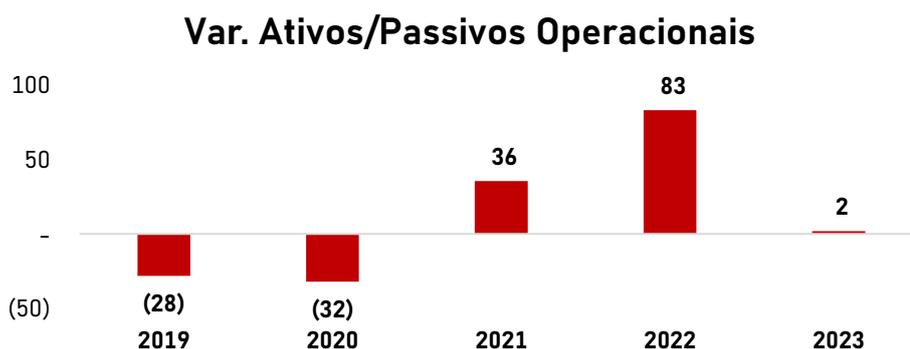
**Figura 29 – Fluxo de Caixa Operacional da Estapar**



Fonte: Estapar

Isso acontece por dois fatores: (i) capital de giro negativo e (ii) benefícios fiscais. Como dito anteriormente, a Estapar é sênior no recebimento referente às tarifas dos estacionamentos, e se trata de um pagamento de curto prazo (majoritariamente à vista), então o prazo de recebíveis no balanço é curto (~25 dias). A empresa também não precisa carregar estoque, dada a natureza de seu modelo de negócios, o que alivia ainda mais seu capital de giro. Assim, salvo algumas variações não recorrentes de Ativos/Passivos operacionais, não deveríamos ver grandes investimentos nessa modalidade.

Figura 30 – Variação de Capital de Giro da Estapar



Fonte: Estapar

Porém, boa parte da geração de caixa está sendo consumida por despesas financeiras, o que não está se traduzindo em Fluxo de Caixa Livre para o *Equity*.

Além de não estar gerando lucro no curto prazo, Estapar possui cerca de R\$ 1 bilhão de prejuízo acumulado no balanço, o que impossibilita a distribuição de dividendos, mas gera um benefício fiscal relevante. Estimamos que a economia de imposto resultado do Prejuízo Acumulado da Estapar represente cerca de R\$ 0,30/ação, ou ~10% do *market cap* atual, o que entendemos como um *upside risk* para a tese. À medida que o grupo passe a gerar *EBT* positivo, é natural que essa conversão de caixa reduza, em função do maior pagamento de impostos, mas acreditamos que o business continuará como um grande gerador de caixa operacional.

Além disso, um dos pontos importantes a serem considerados ao analisar Estapar, se refere ao descasamento entre Lucro Líquido e Geração de Caixa. Porém, nesse caso o descasamento é positivo, com o Lucro Líquido sendo uma aproximação muito baixa do real Free Cash Flow do business, pelo menos por enquanto. Segundo as regras contábeis, a empresa deve registrar o Direito de Exploração da Infraestrutura Concedida como um Intangível no Balanço e amortizá-lo ao longo de 15 anos, que é o período médio das concessões e licitações, o que afeta o lucro líquido contábil.

**Figura 31 – Método de Amortizações dos Intangíveis da Estapar**

	Softwares	Contratos de arrendamento <sup>2</sup>	Contratos de concessão	Direito de exploração da infraestrutura concedida <sup>3</sup>	Ágio	Outros
Vida útil	Definida	Definida	Definida	Definida	Indefinida	Definida
Período	5 anos	10 a 20 anos	4 a 26 anos	15 anos	-	5 a 10 anos
Método de amortização utilizado	Amortização linear ao longo do prazo de contrato	Amortização linear ao longo do prazo de contrato	Amortização linear ao longo do prazo de contrato	Amortização linear pelo prazo de contrato de concessão	Não amortiza	Amortização linear ao longo do prazo de contrato
Gerados internamente ou adquiridos	Adquiridos	Adquiridos em PPA	Adquiridos em PPA	Adquiridos	Adquiridos em PPA	Adquiridos

Fonte: Estapar

Assim, a companhia possui cerca de R\$ 1,5 bi de Intangível no Balanço, sendo cerca de R\$ 800 milhões referentes ao Direito de Exploração da Infraestrutura Concedida, um valor bem relevante.

**Figura 32 – Intangíveis do Balanço da Estapar**

em R\$ mil CONSOLIDADO						
Valor contábil	Custo	Amortização acumulada	31/12/2023 Valor contábil líquido	Custo	Amortização acumulada	31/12/2022 Valor contábil líquido
Softwares	157.073	(89.748)	67.325	145.711	(85.843)	59.868
Fundo de comércio	807.232	(370.619)	436.613	791.941	(328.348)	463.593
Contrato de arrendamento <sup>10</sup>	117.674	(103.856)	13.818	117.674	(99.797)	17.877
Direito de exploração da infraestrutura concedida	1.027.999	(232.866)	795.133	1.005.729	(163.723)	842.006
Contrato de concessão	23.143	(12.805)	10.338	23.143	(11.624)	11.519
Ágio	162.109	-	162.109	162.109	-	162.109
Carteira de clientes	4.062	(1.354)	2.708	4.062	(580)	3.482
Não concorrência	1.347	(1.179)	168	1.347	(505)	842
Tecnologia	10.543	(3.680)	6.863	10.543	(1.582)	8.961
Outros	3.330	(121)	3.209	3.934	(120)	3.814
<b>Total</b>	<b>2.314.512</b>	<b>(816.228)</b>	<b>1.498.284</b>	<b>2.266.193</b>	<b>(692.122)</b>	<b>1.574.071</b>

em R\$ mil CONSOLIDADO						
Movimentações	31/12/2022 Saldo	Adições	Baixas	Transferências	Amortização	31/12/2023 Saldo
Softwares	59.868	29.593	(744)	(1)	(21.391)	67.325
Fundo de comércio	463.593	34.852	(4.448)	-	(57.384)	436.613
Contrato de arrendamento <sup>11</sup>	17.877	-	-	-	(4.059)	13.818
Direito de exploração da infraestrutura concedida <sup>12</sup>	842.006	22.268	-	-	(69.141)	795.133
Contrato de concessão	11.519	-	-	-	(1.181)	10.338
Ágio	162.109	-	-	-	-	162.109
Carteira de clientes	3.482	-	-	-	(774)	2.708
Não concorrência	842	-	-	-	(674)	168
Tecnologia	8.961	-	-	-	(2.098)	6.863
Outros	3.814	305	(604)	1	(307)	3.209
<b>Total</b>	<b>1.574.071</b>	<b>87.018</b>	<b>(5.796)</b>	<b>-</b>	<b>(157.009)</b>	<b>1.498.284</b>

Fonte: Estapar

Porém, essa despesa de amortização específica que passa pela DRE da Estapar (~R\$ 69 milhões em 2023), não necessariamente se configura em

uma necessidade de reinvestimento. Assim, o total de despesas com depreciação e amortização é uma aproximação superestimada da real necessidade de reinvestimento do negócio. Deste modo, o *Capex* da empresa, principalmente o de manutenção, tende a ser menor do que as despesas de *D&A*.

Estimamos que o *Capex* de manutenção da empresa gire entre 1% e 2% da Receita Líquida, enquanto o *Capex* Total necessário para crescer a operação em um ritmo saudável, além de recuperar o número de operações referentes a contratos que se encerram, gire em torno de 10% da Receita Líquida (~R\$ 150 milhões de *Capex* em 2024), e a despesa total contábil de *D&A* em 2023 foi de R\$ 234 milhões em 2023 (~17% da Receita Líquida). Mesmo levando em conta os desembolsos a pagar ao Poder Concedente, o reinvestimento bruto total seria da ordem de ~12% da Receita Líquida para os próximos anos.

Atualmente, a Estapar possui cerca de R\$ 400 milhões em obrigação com o poder concedente, referente a parcelas futuras a serem pagas pela Zona Azul (~R\$ 73 milhões a serem pagos em 2024).

### Figura 33 – Cronograma de Pagamentos ao Poder Concedente

CONSOLIDADO - em R\$ mil		
2025		45.800
2026		40.714
2027		36.194
2028		32.167
2029 a 2035		168.546
<b>Total</b>		<b>323.421</b>
em R\$ mil		
	2023	2022
Saldo inicial em 01 de janeiro	404.231	377.301
Varição monetária sobre as obrigações com o poder concedente	46.090	44.996
Juros	7.409	2.361
Parcelas variáveis renegociadas	1.680	-
Pagamento parcelas renegociadas e juros	(34.255)	-
Pagamento principal e atualização	(50.947)	(57.750)
Remensuração	22.268	37.323
Saldo final em 31 de dezembro	396.476	404.231

Fonte: Estapar

Um dos pontos que nos chamava a atenção em Estapar no passado era sua alavancagem extremamente elevada. Juntando-se uma queda abrupta de resultados em função da pandemia, com um aumento muito forte (e rápido) de juros e uma saída importante de caixa para o pagamento da outorga da Zona Azul de SP, a companhia se viu em uma tempestade perfeita. Porém, com os resultados operacionais melhorando, a companhia conseguiu realizar um reperfilamento de R\$ 430 milhões na dívida no 1T23, com aumento de *duration* e redução do *spread* sobre o CDI.

**Figura 34 – Dívida Líquida da Estapar**

em R\$ milhões	DEZ/22	SET/23	DEZ/23
Debêntures e CRI	520,0	703,1	695,3
Empréstimos Bancários	359,3	274,2	253,0
Custos de Captação	(8,4)	(20,1)	(19,3)
<b>DÍVIDA BANCÁRIA TOTAL</b>	<b>870,7</b>	<b>957,2</b>	<b>929,1</b>
(+) Outras Obrigações	11,2	10,4	9,2
(-) Caixa e Equivalentes de Caixa	(137,4)	(231,2)	(189,5)
<b>DÍVIDA LÍQUIDA</b>	<b>744,5</b>	<b>736,4</b>	<b>748,5</b>
Custo Médio (Spread CDI + Equivalente)	3,54%	2,81%	2,81%

Fonte: Estapar

**Figura 35 – Dívida Bruta da Estapar**

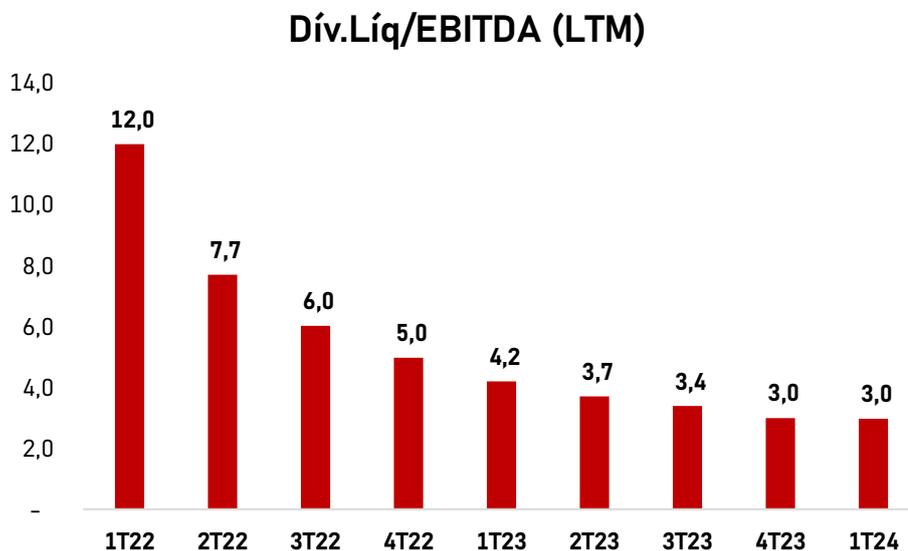
em R\$ mil	Indexador	Taxas a.a.	Vencimentos	Garantias	CONTROLADORA		CONSOLIDADO	
					31/12/2023	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2022
PROINFRA	Pré	11,18% a.a.	10/12/2027	Fiança bancária	-	-	16.778	20.433
FINEP	TJLP	0,8% a.a.	15/12/2030	Fiança bancária	35.860	20.426	35.860	20.426
Debênture	CDI	3,5% a.a.	20/07/2027	Alienação Fiduciária	251.698	297.865	251.698	297.865
Debênture	CDI	4,4% a.a.	25/08/2025	Alienação Fiduciária	-	-	-	110.963
Debênture	CDI	4,4% a.a.	25/08/2025	Alienação Fiduciária	-	-	-	110.963
Debênture	CDI + Spread	2,95% a.a.	29/03/2028	Alienação Fiduciária	-	-	130.074	-
Capital de giro CCB	CDI	2,25% a.a.	13/08/2025	Aval + Recebíveis	35.209	35.272	35.209	35.272
Capital de giro CCB	CDI	2,25% a.a.	04/10/2025	Aval + Recebíveis	25.245	25.290	25.245	25.290
Capital de giro CCB	CDI	3,5% a.a.	06/07/2022	Aval	-	22.464	-	22.464
Capital de giro 4131	CDI	4,32% a.a.	10/03/2023	Aval	-	10.273	-	10.273
Capital de giro 4131	CDI	3,95% a.a.	02/02/2026	Aval	45.649	66.674	45.649	66.674
Capital de giro CCB	CDI	3,65% a.a.	27/01/2025	Aval + Recebíveis	43.542	63.357	43.542	63.357
Capital de giro CCB	CDI	3,5% a.a.	28/03/2023	Aval + Recebíveis	-	24.796	-	24.796
NC	CDI	3,5% a.a.	25/05/2025	Aval	50.658	70.362	50.658	70.362
CRI 131 - 1ª Série	CDI + Spread	2,2% a.a.	19/03/2029	Aval + Recebíveis	200.448	-	200.448	-
CRI 131 - 2ª Série	CDI + Spread	2,9% a.a.	19/03/2030	Aval + Recebíveis	113.017	-	113.017	-
Custos com captação					(16.703)	(6.248)	(19.316)	(8.421)
<b>Total</b>					<b>784.623</b>	630.531	<b>928.862</b>	870.717
Passivo circulante					192.110	227.175	222.914	452.683
Passivo não circulante					592.513	403.356	705.948	418.034
<b>Total</b>					<b>784.623</b>	630.531	<b>928.862</b>	870.717

Fonte: Estapar

Recentemente, a empresa emitiu uma debênture relevante a CDI + 2% a.a., com uma forte demanda de fundos de investimento, o que sinaliza uma confiança do mercado no processo de desalavancagem orgânica da Estapar. Estimamos que, com esse novo passivo, o custo médio de dívida da companhia caia dos CDI + 2,78% no 1T24, para algo como CDI + 2,6%.

Essa readequação na estrutura de capital, junto à forte evolução nos resultados operacionais, levou a uma redução significativa na alavancagem nos últimos trimestres.

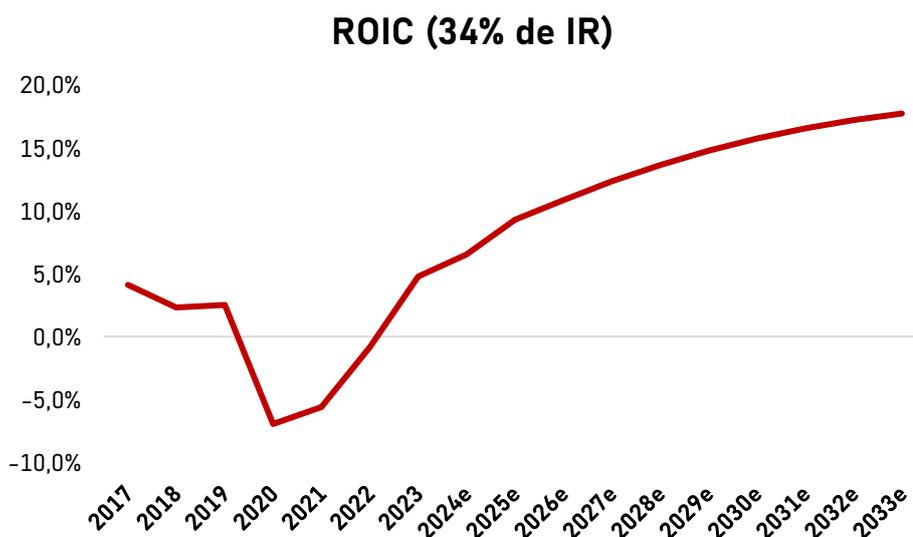
**Figura 36 – Alavancagem da Estapar (LTM)**



Fonte: Estapar

Por fim, enxergamos o aumento muito relevante de *ROIC* da Estapar no médio/longo prazo. Como discutido anteriormente, a companhia passou por um grande ciclo de investimentos, principalmente em segmentos “*asset-heavy*”, e está migrando seu foco para uma operação mais “*asset-light*”, focando em contratos privados de médio prazo. Além disso, o maior investimento de sua história, a concessão da Zona Azul de São Paulo, ainda está em processo de maturação, e as novas iniciativas da companhia (Zul+ e Zletric) ainda estão em fase embrionária. Com a escala que a companhia tem hoje, a posição competitiva mais favorável frente aos pequenos *players* após a pandemia, e a maturação dos novos investimentos, dificilmente o *ROIC* da Estapar não superará o custo de capital no médio prazo.

Figura 37 – ROIC Projetado da Estapar



Fonte: Meta Asset

### Valuation

Além de todos os aspectos qualitativos citados, um dos pontos que mais nos atrai em Estapar é seu *valuation* extremamente depreciado. Por ser uma empresa sem *track record* de lucratividade recorrente (mas sim de crescimento), com um valor de mercado muito baixo (menos de R\$ 700 milhões), com problemas recentes de alavancagem e em um setor sem pares listados, é um papel muito ilíquido e pouco acompanhado. Apenas um banco tem a cobertura da ação, além de duas casas de análise independentes.

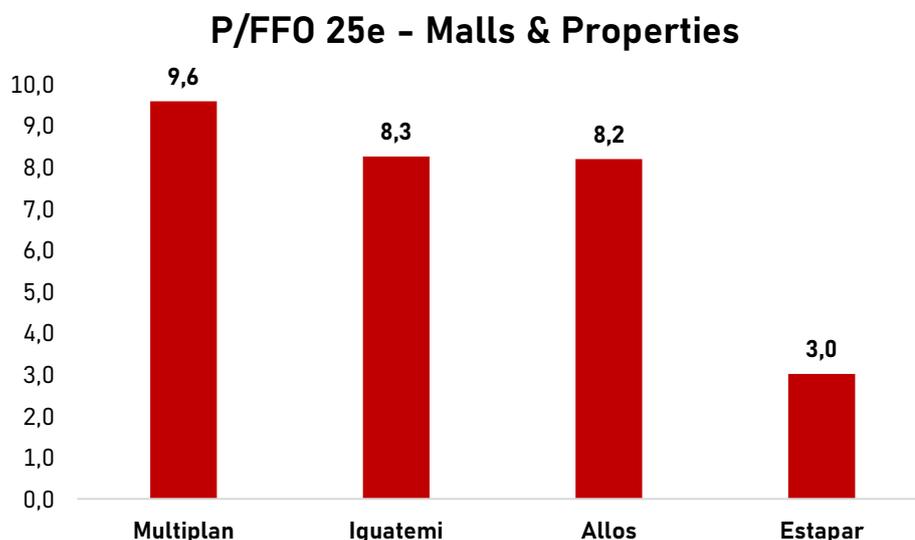
Nesse caso, vemos uma situação clara de que o preço do papel não reflete os fundamentos da companhia. Mesmo considerando o *FFO* do 1T24 anualizado, que sazonalmente é mais fraco e ainda é muito afetado pela alavancagem elevada, o papel já estaria negociando em um *P/FFO running rate* de 4,7x.

Levando em conta a continuação do crescimento de receita, a leve melhora de margens frente ao 1T24 e a relativa estabilidade do resultado financeiro, a empresa já poderia encerrar o 4T24 com um *P/FFO* anualizado de cerca de 3,5x. Porém, esses múltiplos baixos não conversam com o crescimento esperado para seus resultados. Por exemplo, esperamos um *CAGR* de *FFO* entre 2024 e 2026 da ordem de 25%, o que comprime ainda mais esse múltiplo.

Quando olhamos para 2025, vemos um desconto de ~65% para as operadoras de shoppings. Apesar dos negócios (e os históricos das empresas) serem claramente diferentes, o que justificaria um desconto, o

crescimento projetado para a Estapar é muito maior. Levando em conta todos esses fatores, o desconto nos parece excessivo.

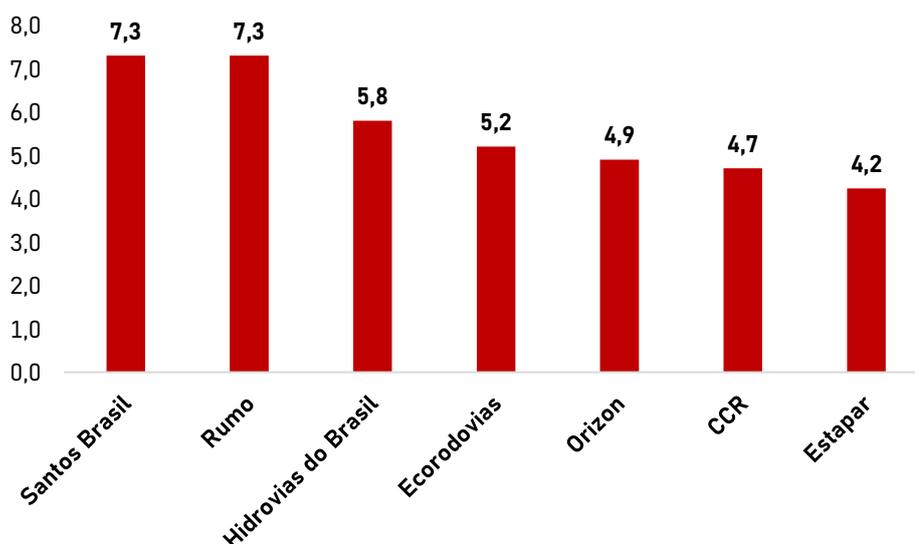
**Figura 38 – P/FFO 2025e – Malls & Properties**



Fonte: Meta Asset

Quando comparamos com outros players de concessões, vemos um desconto de *EV/EBITDA* da ordem de 30%, mesmo levando em conta a maior conversão de *EBITDA* em Fluxo de Caixa Operacional que a Estapar apresenta.

**Figura 39 – EV/EBITDA 2025e – Concessões**



Fonte: Meta Asset

Entendemos que um *business* com crescimento duplo dígito, receita recorrente, relativa proteção contra a inflação e elevada conversão de caixa, como a Estapar possui, deveria valer, pelo menos, ~6x *EBITDA*. Se

houver esse *re-rating* em 2 anos, teríamos uma TIR potencial de ~50%. Se ocorrer em 5 anos, teríamos uma TIR de ~30%, o que ainda é bastante alto.

**Figura 35 – EV/EBITDA de Saída para a Estapar**

	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Preço	R\$ 3,15					R\$ 11,93
EBITDA	288					501
Dívida Líquida	790					414
EV/EBITDA						6,0
Dividendos	-	-	-	-	-	-
Fluxos	(684)	-	-	-	-	2.590
<b>TIR</b>	<b>30,5%</b>					

	2024	2025	2026
Preço	R\$ 3,15		R\$ 7,20
EBITDA	288		382
Dívida Líquida	790		729
EV/EBITDA			6,0
Dividendos	-	-	-
Fluxos	(684)	-	1.563
<b>TIR</b>	<b>51,2%</b>		

Fonte: Meta Asset

Se não houver *re-rating*, isso é, o papel seguir negociando a ~5x *EBITDA running rate*, apenas o crescimento de resultados já seria suficiente para termos retornos bastante atrativos no investimento.

**Figura 36 – Cenários de Valorização da Estapar**

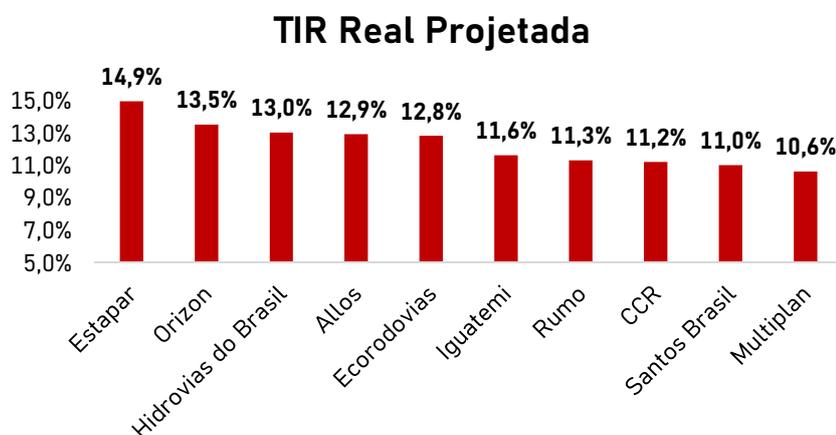
EV/EBITDA de Saída	TIR 5y	TIR 2y
4,0	18,4%	8,1%
5,0	25,0%	31,4%
6,0	30,5%	51,2%
7,0	35,2%	68,7%
8,0	39,3%	84,5%

Fonte: Meta Asset

Mesmo se assumirmos premissas que julgamos muito conservadoras, como a forte desaceleração da expansão de operações em Alugadas e Administradas e nenhuma nova concessão, desaceleração do ticket médio, levando a um crescimento recorrente de receita para um dígito, manutenção de margens, maior *Capex/Operação*, manutenção dos juros em 10,5% *ad eternum*, perda dos benefícios fiscais na perpetuidade e tratando Zul+ e Zletric apenas como *upside risk*, ainda enxergaríamos uma TIR Real da ordem de 15% para os fluxos projetados, o que implica em grande margem de segurança para o *case*. Quando comparamos com

empresas de Propriedades ou de Concessões, é um retorno excedente relevante.

**Figura 37 – TIR Real Projetada – Shoppings & Concessões**



Fonte: Meta Asset

Mesmo se descontarmos esses fluxos relativamente conservadores a um WACC de 15%, o que implicaria em um  $K_e$  acima de 17,5% dada a estrutura de capital atual da companhia (~60% dívida e ~40% *equity*) e seu respectivo custo de dívida, além de trabalhar com um crescimento nominal na perpetuidade de apenas de apenas 2%, ainda justificaria o investimento com alguma margem de segurança aos preços atuais.

**Figura 38 – Sensibilidade do Valor/Ação com WACC (vertical) e Crescimento na Perpetuidade (horizontal)**

	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
13,0%	R\$ 5,25	R\$ 5,46	R\$ 5,70	R\$ 5,96	R\$ 6,25
13,5%	R\$ 4,80	R\$ 4,99	R\$ 5,19	R\$ 5,42	R\$ 5,67
14,0%	R\$ 4,39	R\$ 4,56	R\$ 4,74	R\$ 4,94	R\$ 5,15
14,5%	R\$ 4,02	R\$ 4,16	R\$ 4,32	R\$ 4,50	R\$ 4,69
15,0%	R\$ 3,67	R\$ 3,80	R\$ 3,94	R\$ 4,10	R\$ 4,27

Fonte: Meta Asset

Se trabalharmos com premissas um pouco mais otimistas, mas ainda dentro da realidade, como a manutenção do ritmo de novas operações de Alugadas e Administradas (ainda sem nenhuma nova concessão), a manutenção do crescimento de ticket médio acima da inflação (ainda bem abaixo do observado atualmente), um leve ganho de margens (+ 1 p.p no consolidado), a manutenção do *Capex/Operação* em termos reais, Selic de longo prazo em 9,5% e monetização dos benefícios fiscais de prejuízos acumulados, podemos ver uma TIR Real projetada acima de 20%, o que é bastante raro para empresas de Propriedades Comerciais ou de Concessões. Nesse caso, vemos o papel podendo, pelo menos, dobrar.

Outra análise que podemos fazer seria considerar o Fluxo de Caixa Livre que a empresa geraria em um ritmo de manutenção. Considerando um *EBITDA* ex IFRS 16 de ~R\$ 290 milhões para 2024, descontando Juros e Impostos e os pagamentos previstos ao Poder Concedente, e trabalhando com uma variação nula de capital de giro e um *Capex* de manutenção de ~R\$ 25 milhões, teríamos uma Geração de Caixa de ~R\$ 75 milhões, o que já seria ~11% do valor de mercado atual. Porém, quando olhamos para 2025, considerando um crescimento marginal de *EBITDA* (repasse de inflação), uma leve queda no resultado financeiro (redução do custo de dívida), e um menor pagamento previsto ao poder concedente, a Geração de Caixa Livre excluindo os investimentos em crescimento poderia ser de ~R\$ 125 milhões, cerca de 18% do valor de mercado da empresa.

**Figura 39 – Geração de Caixa Potencial da Estapar**

	Cenário 2024	Cenário 2025
EBITDA ex IFRS 16	290	300
Juros	(110)	(100)
IR & CSLL	(5)	(5)
Capex de Manutenção	(25)	(25)
Var. NCG	-	-
Pagamento ao Poder Concedente	(75)	(45)
<b>FCFE de Manutenção</b>	<b>75</b>	<b>125</b>
<i>FCFE Yield</i>	11,0%	18,3%

Fonte: Meta Asset

Se perpetuarmos essa Geração de Caixa sem crescimento real, e descontando a uma Taxa de Desconto Real para o *Equity* de 10% a partir de 2025, que é mais do que suficiente para compensar o risco de a Estapar minimamente repassar a inflação em seus contratos e recuperar futuro *churn*, chegaríamos a um valor de cerca de R\$ 5,80 por ação. Importante destacar que esse seria o valor sem e nenhuma geração (ou destruição) de valor de novos projetos, apenas considerando o ritmo de manutenção da empresa.

**Figura 40 – Equity Value considerando o Ritmo de Manutenção da Empresa, sem considerar Crescimento Real**

FCFE de Manutenção 25e	125
<i>ke real</i>	10,0%
<i>g real</i>	0,0%
Equity Value	1.250
<b>Equity Value/ação</b>	<b>R\$ 5,76</b>

Fonte: Meta Asset

Com essas premissas, precisaríamos reduzir a Geração de Caixa de Manutenção em ~25%, e considerar um  $K_e$  Real de 14%, para justificar o *valuation* atual

**Figura 41 – Análise de Sensibilidade  $K_e$  Real (eixo vertical) e FCFE de Manutenção (eixo horizontal)**

	100	115	130	145
8,0%	R\$ 5,76	R\$ 6,62	R\$ 7,49	R\$ 8,35
10,0%	R\$ 4,61	R\$ 5,30	R\$ 5,99	R\$ 6,68
12,0%	R\$ 3,84	R\$ 4,42	R\$ 4,99	R\$ 5,57
14,0%	R\$ 3,29	R\$ 3,78	R\$ 4,28	R\$ 4,77

Fonte: Meta Asset

Um argumento válido a se considerar é de que a Concessão da Zona Azul de São Paulo, hoje sendo ~10% da Receita e ~12,5% do Lucro Bruto, expiraria em 2036, com dúvidas sobre os termos de uma possível renovação. Para isso, podemos trabalhar com dois cenários: (i) perpetuar o fluxo considerando uma queda perpétua de resultados, refletindo o encerramento das concessões (importante lembrar que as concessões, somando *on-street* e *off-street*, representam “apenas” ~22% da Receita e ~25% do Lucro Bruto da Estapar); ou (ii) considerar o fluxo perpétuo considerando ex concessões, e estimar o fluxo das concessões.

No primeiro caso, podemos fazer uma conta inversa, estimando qual o crescimento implícito desse fluxo de manutenção que está embutido no preço atual da ação, considerando uma taxa de desconto real de 10%. Para nossa surpresa, o *valuation* atual justificaria uma queda perpétua de 7% a.a desse fluxo, para ainda entregar um spread de 350 bps sobre a NTN-B. Nos parece algo bem descolado da realidade, lembrando que as concessões representam ~25% do Lucro Bruto, e ainda estão em fase de maturação, entregando crescimento, pelo menos, para os próximos 10 anos.

**Figura 42 – Crescimento Implícito no Valuation Atual, considerando o FCFE Recorrente de Manutenção**

FCFE de Manutenção 25e	125
<i>ke real</i>	10,0%
<i>g real</i>	-7,0%
Equity Value	684
<b>Equity Value/ação</b>	<b>R\$ 3,15</b>

Fonte: Meta Asset

No segundo caso, descontamos ~25% dessa Geração de Caixa, refletindo a representatividade no Lucro Bruto, o que é bastante conservador, dado

que o *Capex* de Manutenção das Concessões é bem maior do que nas operações alugadas. Além disso, estimamos os fluxos da Zona Azul de São Paulo durante os 12 anos restantes (aproximadamente), e zeramos os fluxos das demais concessões *off-street* em T=0 (algo irrealista, dado que algumas ainda possuem uma *duration* de ~10 anos).

Nesse cenário, apenas os fluxos das demais operações, excluindo concessões, representariam cerca de R\$ 4,30/ação, enquanto a concessão da Zona Azul de São Paulo, representaria R\$ 0,55/ação, e atribuiríamos valor zero às demais concessões. Para a projeção da Zona Azul de São Paulo, consideramos uma Margem *EBITDA* de 20% (pouco acima da margem atual da Estapar), um *Capex* de Manutenção de 4% da Receita e nenhum crescimento real no período, descontando a um *Ke Real* de 10%. Importante ressaltar que os juros pagos referentes a essa “dívida”, e os pagamentos ao poder concedente, já estão sendo descontados dos fluxos das demais operações.

**Figura 43 – Equity Value das operações de aluguéis, em ritmo de manutenção**

<b>Ex-Concessão</b>	
FCFE de Manutenção 25e	94
<i>ke real</i>	10,0%
<i>g real</i>	0,0%
Equity Value	938
<b>Equity Value/ação</b>	<b>R\$ 4,32</b>

Fonte: Meta Asset

**Figura 44 – Equity Value da Zona Azul de SP, em ritmo de manutenção, sem perpetuidade**

<b>Zona Azul de SP</b>	
EBITDA ex IFRS 16	27
Juros	-
IR & CSLL	(4)
Capex de Manutenção	(5)
Var. NCG	-
<b>FCFE de Manutenção</b>	<b>18</b>
<b>Equity Value</b>	<b>119</b>
<b>Equity Value/ação</b>	<b>R\$ 0,55</b>

Fonte: Meta Asset

Outro fator que dá conforto com o *valuation* atual é que o valor total que estaríamos pagando hoje para a Firma, isto é, *Equity* + Dívida Líquida, é cerca de ~30% abaixo do Capital Investido que a Estapar possui marcado no Balanço. Ou seja, está precificado que os retornos que a empresa irá obter sobre esses investimentos será perpetuamente muito abaixo de seu

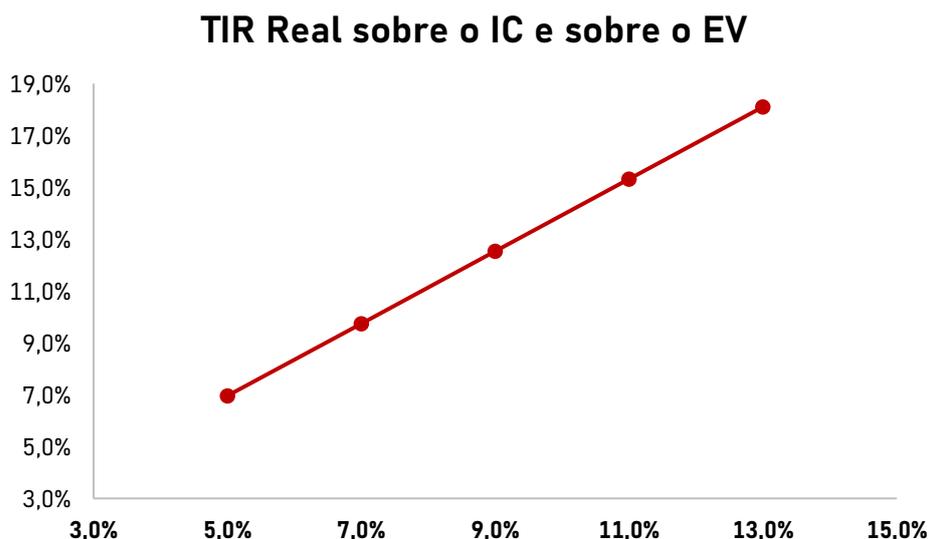
custo de capital ponderado. Nesse caso, bastaria entregarem um retorno sobre os investimentos pouco acima da NTN-B atual para termos uma TIR Real satisfatória sobre o *Enterprise Value*.

**Figura 45 – Capital investido e *Enterprise Value* da Estapar**

<b>Capital Investido 1T24</b>	<b>2.023</b>
<i>Imobilizado + Direito de Uso</i>	619
<i>Intangível</i>	1.493
<i>Capital de Giro</i>	(90)
<b>EV Atual</b>	<b>1.453</b>
<i>Equity</i>	684
<i>Dívida Líquida</i>	769

Fonte: Meta Asset

**Figura 46 – TIR Real sobre o EV Atual (vertical) x TIR Real sobre o Capital Investido (horizontal)**



Fonte: Meta Asset

Consideramos Capital de Giro como (Contas a Receber + Tributos a Recuperar – Fornecedores – Obrigações Trabalhistas – Obrigações Tributárias – Adiantamentos de Clientes).

Por fim, quando analisamos os motivos que levaram a esse *valuation* aparentemente descolado dos fundamentos, vemos um peso muito grande a fatores não relacionados à operação da empresa, seja liquidez, desconhecimento do setor ou baixo interesse por *small caps*. Olhando para os fundamentos da Estapar, vemos bom *momentum* operacional (crescimento de receita duplo dígito, ganhos de margem, desalavancagem orgânica, forte geração de caixa operacional, melhora significativa do *FFO* e reversão de prejuízo para Lucro Líquido no mais tardar ao final desse

ano); uma posição de liderança em um mercado fragmentado; ativos estratégicos (Zona Azul de São Paulo, por exemplo); uma governança sólida; contratos protegidos contra a inflação; receita recorrente; e diversas opcionalidades que não estão na conta (Zul+/Zletric), novas concessões, aumento da taxa de ocupação, ganho de margens por segmento, entre outras). Assim, enxergamos uma grande assimetria para o papel nos preços atuais.

## DISCLAIMER

Este material foi desenvolvido pela Meta Asset com caráter meramente informativo e, portanto, não deve ser entendido como oferta, recomendação ou análise de investimento ou ativo, nem constitui uma oferta de serviço ou venda de cotas dos fundos sob gestão.

Parte do conteúdo contido neste documento é relacionado a ativos financeiros investidos pelos fundos de investimento sob gestão da Meta Asset Management. Ressaltamos que as projeções ou estimativas apresentadas podem ter origem em simulações ou modelos proprietários, com o risco de divergirem significativamente dos resultados reais, sendo obtidas a partir de dados estatísticos, modelos probabilísticos e metodologias proprietárias, baseadas em fatos e resultados financeiros obtidos de fontes públicas ou através de relatórios e análises contratados. Como tal, eventuais estimativas ou projeções contidas neste documento servem somente para contextualizar o processo de decisão de investimentos da Gestora e não expressam, em nenhum momento, promessa ou garantia de retorno ou resultado do portfólio ou de ativos individuais.

Ainda, apesar do cuidado na obtenção e manuseio das informações apresentadas, a Meta Asset Management não declara ou garante a integridade, confiabilidade ou exatidão das informações, as quais podem inclusive ser modificadas sem comunicação, eximindo-se de quaisquer responsabilidades por prejuízos diretos ou indiretos que venham a ocorrer pelo seu uso.

O conteúdo deste documento não pode ser copiado, reproduzido, publicado, retransmitido ou distribuído, no todo ou em parte, por qualquer meio e modo, sem a prévia e expressa autorização, por escrito, da Meta Asset Management através de seus representantes.

Para dúvidas ou esclarecimentos adicionais sobre metodologia, modelos ou de métricas e estimativas relativas às empresas ou ativos investidos contidos neste material, entrar em contato através do e-mail [comercial@metaam.com.br](mailto:comercial@metaam.com.br).