

Edição N.º28

RESENHA ESPECIAL

Trigono
CAPITAL

O Brasil é o silo do mundo – e a Kepler Weber, o silo do Brasil

Quem armazena, têm!

Prezado leitor e investidor,

Dedicamos esta Resenha especial a uma empresa igualmente especial, parte integrante de nossos fundos: Kepler Weber. Aqui, explicaremos seus fundamentos e o porquê de a incluirmos em nossas carteiras. Trata-se de uma companhia quase centenária – uma das poucas listadas na bolsa brasileira com tamanha longevidade.

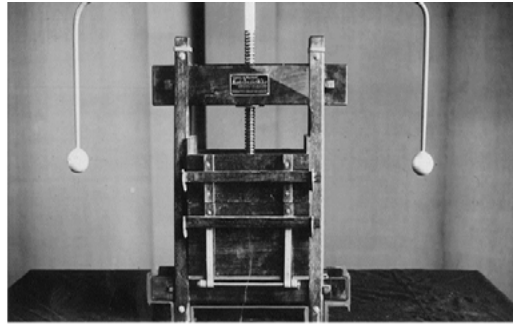
Como engenheiro agrônomo, tenho especial interesse em empresas ligadas ao agronegócio, um dos motores econômicos do Brasil, e a Kepler Weber, com seus produtos e serviços, tem grande importância na segurança alimentar, não só para o Brasil, como para todo o mundo que consome grãos aqui produzidos. Tão importantes quanto produzir são armazenar, cuidar bem da produção, vender na hora certa e no melhor preço. A Kepler Weber é essencial para o Brasil. Para nós também.

Breve histórico

A história da Kepler Weber como conhecemos hoje, começa em 1925, na parceria dos irmãos Otto Kepler e Adolfo Kepler Junior, filhos de imigrantes alemães que se estabeleceram no que hoje é a cidade de Panambi (RS), mas que à época era Neu-Württemberg. O município é conhecido como “Cidade das Máquinas”, em razão de ter sido o terceiro maior polo metalmeccânico do Rio Grande do Sul em meados da década de 1940.

A operação começou como uma pequena ferraria. Aos poucos, foi se desenvolvendo, fabricando desde ferramentas agrícolas, como enxadas e foices até prensas de banha, fumo e óleo vegetal e carrocerias para caminhões.

Dentre os vários negócios do grupo na época, havia uma concessionária de veículos da GM, inaugurada em 1936. Isso foi inédito à época, porque não só a cidade não tinha o número mínimo de habitantes exigido pela fabricante americana, como já havia uma concessionária GM em Cruz Alta/RS (distantes cerca de 45 km uma da outra). Há relatos de que, nesta revenda em Panambi, alguns clientes podiam comprar o caminhão e pagar o financiamento com o frete, que receberiam por transportar equipamentos dos outros negócios do grupo. Em 1939, os irmãos Kepler admitem como sócio Paulo Otto Weber; dessa junção surge a **Kepler Irmãos & Weber**.



Fonte: Kepler Weber. À esquerda a segunda carroceria de caminhão fabricada pela empresa em 1926 e na foto a direita um exemplar de prensa para fumo e óleo vegetal. Abaixo está a foto da revenda Chevrolet.

Após anos de consolidação, as décadas de 1960 e 1970 foram muito importantes para o crescimento da companhia, que foi beneficiada pelos incentivos do Governo Federal ao facilitar o acesso ao crédito e ao setor agrícola.

Para se ter ideia da magnitude dos incentivos à época, **a produção de soja e a área de cultura no Brasil cresceu cerca de 20 vezes entre 1965 e 1979**: de 431,8 mil ha e 523,1 mil toneladas de soja no início desse período, no fim já eram 8,3 milhões de ha e 10,2 milhões de toneladas. Para se ter uma ideia do ganho de produtividade no RS, esta é atualmente 3,4 ton./ha, ante 1,2 ton. naquela época. Maior produção de grãos levou a uma demanda maior por estruturas agrícolas como silos, secadores e máquinas para limpeza.

A KW viveu, assim, seus Anos Dourados de consolidação de sua marca na década de 1970. O cenário positivo permitiu o lançamento de produtos inovadores para aquele tempo, entre eles, os Secadores Minuano, cuja capacidade nominal era de 6 toneladas/hora. O Brasil chegou a ter à época mais de 600 desses equipamentos em operação, em diversas propriedades rurais.

Em 1975, a empresa celebrou seus 50 anos com a inauguração do parque fabril em Panambi, onde opera até hoje. A companhia se tornou uma parte fundamental da economia da cidade – cerca de 30% de sua população já chegou a trabalhar direta ou indiretamente ligada a KW. O nome “Kepler Weber”, na verdade, se tornou uma espécie de “nome não-oficial” do local: há relatos de moradores que dizem que, quando afirmavam ser de Panambi, pouca gente fazia ideia de que lugar era aquele; mas se dissessem ser da “terra da Kepler Weber”, todos saberiam de onde eram.

Em 1976, a empresa lança no mercado a máquina de limpeza móvel KW Jumbo e a nova linha de secadores KW capazes de processar até 40 t/hora de grãos. Nesse período, estimava-se que 90% das cooperativas agrícolas do país possuíam equipamentos KW, e a presença no exterior só fez crescer, com exportações destinadas a Argentina, Uruguai, Paraguai e Peru.

Um fato curioso e pouco conhecido é que ainda na década de 70 a Kepler tentou se aventurar no ramo de eletrodomésticos e móveis em geral. Em 1975, foi inaugurada a Kawecenter em Panambi, com filiais em Santa Bárbara do Sul, Três de Maio e Chapada (todas no RS).



Fonte: A Notícia Ilustrada, 1973-1974; MELLO, Eliane. 2006. "Esses alemão têm que se convencer que não mandam mais na cidade...". À esquerda propaganda publicada saudando o Ministro da Agricultura pelas medidas tomadas. À direita divulgação do comércio de eletrodomésticos da KW.

Referência em silos a empresa se tornaria em 1988, com o lançamento de uma nova linha de estruturas metálicas capazes de armazenar até 13 mil toneladas. Foi uma revolução no mercado. Quatro anos mais tarde, a KW entrou no segmento de movimentação de granéis e, em 1996, teve seu controle acionário adquirido por BB Banco de Investimento, Previ (fundo de pensão dos funcionários do Banco do Brasil), AERUS (fundo de pensão dos funcionários de Varig e Transbrasil) e Serpros (fundo de previdência do Serviço Federal de Processamento de Dados).

A partir de 2007, a companhia passou por uma grande reestruturação financeira, devido a problemas iniciados três anos antes, quando fez uma grande compra de insumos a preços elevados. A companhia previa uma demanda maior por silos nos anos seguintes – o que acabou por não se confirmar –, além de investimentos de R\$ 35 milhões desembolsados na construção da fábrica de Campo Grande (MS). Neste período, a dívida total chegou a ultrapassar R\$ 308 milhões – patamar elevado, considerando-se que a KW só conseguia obter matérias-primas com pagamento à vista aos seus fornecedores.

Em grandes dificuldades financeiras, a KW foi resgatada por BB, BNDES e Previ como medida de segurança nacional, através de um aumento de capital de R\$ 330 milhões, o que ajudou a amortizar dívidas e reestruturar por completo sua estrutura de capital. Bancos credores também participaram do processo de recuperação financeira, convertendo parte dos créditos em ações, vendidas ao longo do tempo, trazendo maior liquidez.

Como parte importante de reestruturação da dívida, em 2007 foram emitidos bônus de subscrição com prazo de 7 anos. Quase toda a emissão foi subscrita pelo BNDES a fim de melhorar o retorno financeiro relacionado ao crédito concedido. Mas em 2014, o preço de subscrição não seria atingido – o que levou a uma renegociação e a uma repactuação em mais 7 anos (tendo sido subscritos e convertidos em ações recentemente). Posteriormente, a empresa fez uma redução de capital de R\$ 278,5 milhões, devolvendo

aos acionistas R\$ 9,17/ação, sem tributação, à semelhança de dividendos (contamos mais detalhes deste episódio da história da KW na seção Governança e Composição Acionária, mais adiante).

Desde a época da reestruturação financeira conduzida pelo CEO Anastácio Fernandes, contratado para este propósito, a companhia operou com uma estrutura financeira conservadora, poucas dívidas ou nenhuma (desde 2013 o caixa é líquido) e mudou a estratégia de estoque ao comprar, junto a seus fornecedores, só matérias-primas para montagem dos silos já contratados.

O market share da KW é estimado atualmente em 40%, sendo líder de mercado. Atua como o **one-stop-shop** do pós-colheita: provê equipamento da secagem e beneficiamento do grão, construção do silo, serviço de manutenção e granéis para escoamento dos grãos nos portos. A KW atende todo o Brasil através das unidades industriais de Panambi (55 mil m²) e Campo Grande (33 mil m²), ambas de sua propriedade. Também dispõe de cinco centros de distribuição, em localidades estratégicas: Cascavel (PR), Panambi (RS), Campo Grande (MS), Cuiabá (MT) e Rio Verde (GO).

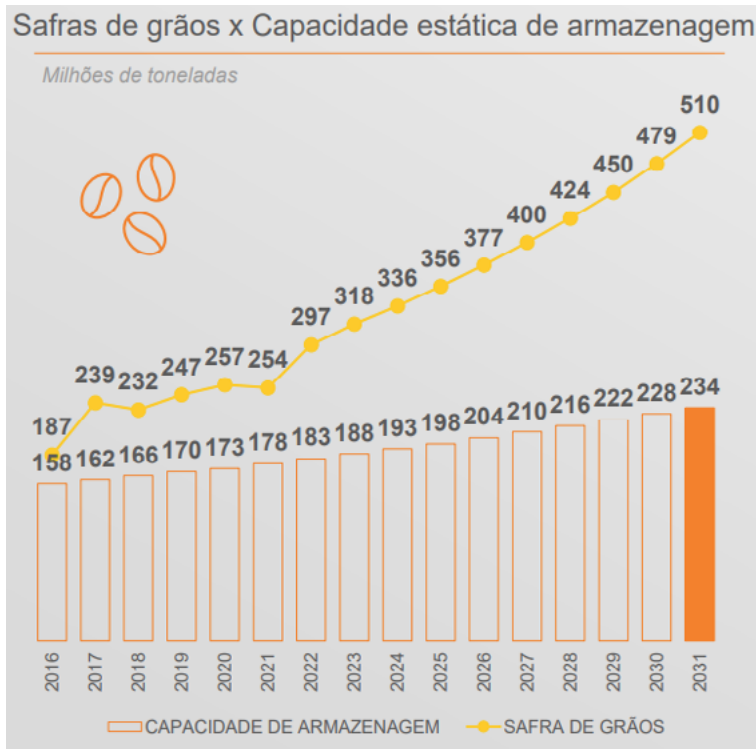
Visão Setorial

Em 2020, a razão capacidade de armazenamento/produção total de grãos no Brasil foi de cerca de 70% - abaixo dos 120% considerados pela FAO (*Food and Agriculture Organization, departamento da ONU*) como ideais para segurança alimentar das nações. **Essa defasagem representa um déficit atual superior a 80 milhões de toneladas de grãos e, na safra 2021/2022, pode atingir um déficit superior a 110 milhões de toneladas.** Como comparativo, o nível de armazenagem dos Estados Unidos é de 114% da produção total. A tendência do déficit é de forte alta até 2031, caso não haja incentivos relevantes na construção de silos e equipamentos pós-colheita, além de novas modalidade de financiamentos e fontes de recursos de natureza privada, e também de recursos de agentes financeiros estatais.

Tais incentivos seriam relacionados a crédito, como a linha PCA (que comentaremos mais a frente), ou financiamentos como o FIAGRO (fundos de investimentos no agronegócio, semelhantes aos fundos imobiliários e com prazos mais longos). A própria KW estuda alternativas, tendo o CFO Paulo Polezzi, uma larga experiência nos assuntos (à frente teremos mais comentários sobre o executivo).

O armazenamento é importante tanto para compra durante a safra por preços mais baixos – ou, para após a colheita, manter os grãos até o momento de venda –, quanto para vendas a preços mais favoráveis na entressafra, ou para uso na produção de alimentos, rações e biocombustíveis. Assim, o armazenamento proporciona diminuição dos custos de frete, que encarecem em período de safra – a demanda cresce e o tráfego em estradas e portos aumenta, aumentando o tempo de deslocamento de mercadorias. Para entender o caráter estratégico de estruturas para armazenamento e conservação, nesse cenário de transporte complicado, considere a multa diária por atraso de um navio no porto – comum em períodos de escoamento de produção – de US\$ 30 mil, custo este que é repassado ao exportador. No final das contas, estes custos acabam onerando o produtor, o maior prejudicado.

Além de potencializar as receitas e reduzir custos, silos são essenciais na manutenção dos grãos em condições sanitárias (ao abrigo de fungos e insetos) e de umidade ideais, o que influencia na qualidade e nos preços. Também a armazenagem em silos próprios evita o custo de utilização de terceiros. É prática comum produtores manterem sua produção em silos de tradings ou cooperativas até o momento da venda. Mas normalmente esses, especialmente as tradings, oferecem preços abaixo do mercado e acabam comprando por um preço a eles favorável, em detrimento do agricultor. No caso de venda para terceiros, haveria um novo custo logístico ou a necessidade de um novo local para armazenagem. Talvez a comodidade seja o que os leva por fim a comercializar com a trading ou cooperativa com as quais já mantinha sua produção.



Fonte: COGO Inteligência em Agronegócio; CONAB; Kepler.

Somos o único país no mundo altamente dependente do agronegócio e que tem um déficit tão grande de armazenagem. Para se ter ideia, **apenas 16% da nossa capacidade de armazenagem está localizada dentro das fazendas**, ou das porteiras, como se diz. Em países desenvolvidos em geral, esta proporção passa de 50%. No Canadá, chega a 85%, e nos EUA, a 65%. Na Argentina, nossa vizinha, é de 40%. A baixa proporção brasileira se deve principalmente às faltas de informação e de uma cultura de benefícios da armazenagem por parte do produtor, além da falta de incentivos eficazes por parte do governo para ampliar a estrutura de estocagem de grãos. Faltam também instrumentos para financiamentos de longo prazo em condições apropriadas (exceto o PCA, que abordaremos mais à frente).

A maior parte do déficit de armazenagem no Brasil hoje se concentra no Centro-Oeste. No ano passado, a lacuna na região superou 50 milhões de toneladas de grãos. A região Sul vem em seguida, com déficit de quase 10 milhões de toneladas. Em contrapartida, o Sudeste é o único superavitário em armazenagem (+1,5 milhão toneladas), mas este número pode não refletir a realidade. Como os principais portos estão na região, a capacidade de armazenamento aumenta; mas olhando para as fazendas, há ainda muito investimento a ser feito. Como se não bastasse o déficit elevado, boa parte da nossa capacidade instalada ainda está em situação precária e com idade avançada – **aproximadamente 20% das instalações de armazenamento atuais não possuem termometria e aeração**.

CAPACIDADE DE ARMAZENAGEM INSTALADA NAS FAZENDAS EM RELAÇÃO AO TOTAL DO PAÍS (%)	
BRASIL	16%
ARGENTINA	21%
UNIÃO EUROPEIA	50%
ESTADOS UNIDOS	56%
CANADÁ	80%

Fonte: COGO Inteligência em Agronegócio; FAO.

Atualmente, o cenário para a agricultura no Brasil é muito positivo. Pelo terceiro ano consecutivo (safra 21/22), os grãos estão com preços remuneradores no mercado internacional, o real está desvalorizado em 40% desde o final de 2019 e o crédito para custeio da safra está disponível em diversas fontes: bancos estatais e bancos privados, *tradings*, cooperativas e empresas de fertilizantes e defensivos, que vendem seus produtos ou compram a safra antecipadamente através de adiantamentos e recebem em grãos – sistema conhecido como *barter*, que vem ganhando importância, e que favorece o uso de silos por parte das empresas envolvidas. Assim, a oferta de crédito é farta e a disputa pela produção é intensa.

O país saiu fortalecido da pandemia em relação a produção e exportação de alimentos. A produção sofreu pouco impacto, exceto por problemas pontuais na cadeia, até o início de 2021. Para se ter ideia, as exportações do agronegócio em 2020 representaram 46,6% do total vendido pelo Brasil ao exterior. Essa relação foi impulsionada pelo dólar em patamares recordes, que serviu para realinhar os preços das *commodities* agrícolas e dar maior competitividade ao produtor brasileiro. Além disso, os preços agrícolas também atingiram preços extraordinários. Nos últimos 12 meses (base novembro), nas bolsas de Nova York e Chicago, os preços da soja aumentaram 17,6%; do milho 34,9%; do trigo, 15,8% e do açúcar 40,5%, em dólar.

Mesmo com a pequena queda vista nos últimos seis meses, os preços continuam remuneradores. Excluindo esses fatores, a recessão no Brasil em razão da crise do COVID-19 poderia ter sido ainda mais grave, caso a representatividade do agronegócio não fosse tão grande. **Enquanto o PIB do Brasil fechou 2020 caindo 4,1%, o PIB do agronegócio avançou mais de 24%, com participação de 27,1% do PIB total estimado em 2021, ante 26% em 2020 e 21% em 2019 (pré-pandemia). Para 2022, CNA e CEPEA/ESALQ estimam que representará 29%.**

A soja tem grande importância no total produzido pelo agronegócio brasileiro e a demanda global pelo grão continua muito elevada – subiu 3,7% na safra de 2020/21. Para comparação, o consumo mundial de soja passou de 50 milhões de toneladas no fim da década de 1970, para mais de 350 milhões atualmente, para uma população mundial que dobrou no mesmo período.

A soja é usada para muito mais que fabricação de óleo e farelo para produção de ração. Suas aplicações incluem cosméticos, indústria farmacêutica, espumas e tintas que podem ser usadas na impressão de revistas/jornais, sendo inclusive mais fácil de ser removida no processo de reciclagem. Além disso, é usada como biocombustível na adição ao diesel, na proporção de 13% - temporariamente reduzida primeiro para 12%, e novamente para 10%, de forma a reduzir o preço do diesel. A exemplo do etanol de milho, a soja necessita de armazenagem ao longo do ano, para evitar a volatilidade de preços e do câmbio e fatores que podem encarecer o preço das oleaginosas e do milho, como eventos climáticos. A soja é o insumo utilizado em 80% do biodiesel no Brasil, com aproximadamente 25 milhões de toneladas (cerca de 20% da produção do país).

Entre 2010 e 2019, a produção de soja cresceu em 113 milhões de toneladas em todo o mundo. O Brasil respondeu por grande parte disso, por dispor de vantagens competitivas como uma grande extensão de áreas para cultivo e condições climáticas favoráveis, com duas safras. O milho dispõe de uma segunda, normalmente na área colhida com soja, e que acaba sendo a principal, ainda que denominada “safrinha”. Já o calcanhar de Aquiles está na carência de infraestrutura, como armazéns e logística.

Nosso país é um dos poucos no mundo com área agriculturável relevante para cultivo. Dos 324 milhões de hectares agriculturáveis, apenas 77 milhões são cultivados; e da área cultivada, 25% são utilizadas por mais de uma vez ao longo do ano-safra (por exemplo, a safrinha de milho). Entre 2000 e 2020, a área de plantio no país cresceu 21%, enquanto a produção avançou 223%, representando um altíssimo ganho de produtividade. Para se ter uma ideia, hoje é quase 19% mais barato produzir soja aqui do que nos EUA e 60% mais barato que na China. Mesmo com a deficiência em logística e carência de armazenagem.

Mas as pastagens ocupam duas vezes mais área que a destinada à agricultura: são 154 milhões de ha, correspondentes a 6,2 vezes à área total do Estado de São Paulo. Grande parte dessa área pode ser ocupada pela agricultura. Ou seja: podemos dobrar a produção de grãos, realocando metade da área de pastagens para este fim, **sem que isso comprometa a produção de carnes**. Isso é possível apenas empregando mais tecnologia, melhoramento genético e recuperação de pastagens degradadas.

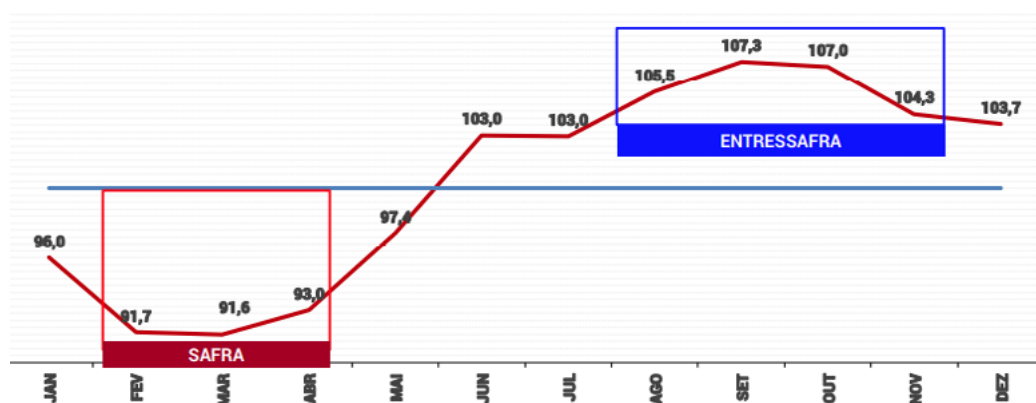
Enquanto o Brasil poderá aumentar a produção via ampliação de área e ganhos de produtividade, a maioria dos outros países só produziria mais com aumento da produtividade, muitas vezes só via intensificação do uso de fertilizantes. Com isso, o mundo deverá depender cada vez mais do agronegócio brasileiro – incluindo a cadeia de proteínas animais, também baseada na proteína vegetal. Hoje, produzimos 4 toneladas de grãos (soja, milho, arroz, trigo e café) per capita ao ano, mas consumimos apenas 1 tonelada: todo o restante é exportado. Mas antes de sair do país, essa produção teve, em algum estágio, de passar por um silo ou armazém.

Dada a dinâmica favorável para o agronegócio, acreditamos que é questão de tempo até ocorrer uma elevação significativa nos investimentos em equipamentos para armazenagem. Isso porque, no fim das contas, é o produtor quem paga toda a conta da deficiência em logística – com os atrasos e filas de que já falamos mais acima. O pior de tudo? Os preços mais baixos que decorrem disso: sem silos, o produtor é obrigado a vender sua produção logo após a colheita, período em que a oferta está em seu maior nível e os preços praticados são menos vantajosos. Como sabemos, na média histórica, os preços da soja são mais elevados na entressafra. Ou têm de estocar em silos de terceiros (cujas desvantagens também já comentamos).

Sem contar que a falta de estrutura adequada de silos não permite o beneficiamento dos grãos, que ficam expostos a umidade inadequada, contaminação por fungos e presença de insetos. Isso tudo gera desconto nos preços.

Calcula-se que 5 a 7 anos (a depender da variação de preços ou das taxas de juros dos financiamentos) bastam para o proprietário receber o payback do investimento de seu silo – cuja vida útil fica em torno de 30 anos.

**SOJA: MÉDIAS DOS ÍNDICES ESTACIONAIS PRODUTOR MATO GROSSO
2009 A 2018**



Fonte: COGO Inteligência em Agronegócio; Kepler.

De acordo com a Embrapa, o Brasil perde 20% (aproximadamente 45 milhões de toneladas) da sua produção no pós-colheita, principalmente em razão da situação de armazenagem precária. Já imaginaram quanto o produtor poderia lucrar se tivesse a estrutura necessária? Nas imagens abaixo, podemos ver um pouco da triste realidade que alguns produtores brasileiros enfrentam durante o período de colheita em razão da falta de silos.



Fonte: COGO Inteligência em Agronegócio; Kepler.

Dado todo este contexto de déficit de armazenagem, somado ao bom momento que o produtor (o agronegócio brasileiro) atravessa – de preços das principais *commodities* agrícolas em patamares elevados e expectativa de aumento de produção –, divisamos uma forte demanda para silos/estruturas de armazenagem ao longo dos próximos anos.

Adquirir um silo não deveria ser encarado pelo agricultor como despesa, mas sim como investimento que resultará em maiores ganhos, redução de riscos e grãos de melhor qualidade. Além dos produtores, consumidores de grãos (proteínas, óleos vegetais, biocombustíveis, alimentos etc.), *tradings*, empresas envolvidas em fornecimento de fertilizantes e defensivos que utilizam o *barter*, segmentos envolvidos em logística (hidrovias, ferrovias e portos) – todos se beneficiariam.

Concorrência Nacional e Players Externos

A KW, já mencionamos aqui, lidera o setor de armazenagem com folga (40% de *market share*) e com presença nacional, enquanto a concorrência muitas vezes tem atuação apenas regional, e poucas são as que competem diretamente com ela. Essa liderança traz grandes vantagens em termos de escala, como compra de aço, diluição de custos fixos e poder de marca, quase um sinônimo do produto. Nos últimos anos, a concorrência tem estado bem enfraquecida: a CASP está em recuperação judicial (RJ) desde 2019, e a Comil tem passado por desafios, como a Comil Ônibus, do mesmo grupo familiar, também no RJ.

Quem compra um silo tem de selecionar muito bem seu fornecedor. O cliente, em geral, adianta um terço do valor ao assinar o contrato, paga outro terço na execução e quita o saldo restante na entrega. **É grande o risco de uma empresa atrasar a entrega, e até não entregar o silo, por dificuldades financeiras e de execução; quando isso acontece, os recursos adiantados podem perder-se. O cliente fica, então, sem o produto e com a dívida, quando o investimento foi financiado.**

A Kepler consegue tirar vantagem do fato de conseguir melhores prazos e preços com os fornecedores, ao comprar volumes consideravelmente melhores. Sua marca e a assistência técnica que oferece (24/7), criam ainda uma importante barreira de entrada. O aumento do aço percebido nos últimos meses até pressionou as margens da Kepler inicialmente, mas a concorrência foi muito mais penalizada, podendo

inclusive ter fragilizado financeiramente vários *players* menores – mais carentes de capital de giro e sujeitas a comprar aço de distribuidores com preços maiores que os praticados por Usiminas, CSN e Arcelor Mittal, por exemplo. As duas últimas, aliás, são as principais fornecedoras da Kepler Weber – que, por comprar volumes expressivos, obtém condições mais favoráveis. Eis aí outra grande vantagem competitiva, uma vez que o aço representa cerca de 50% dos custos.

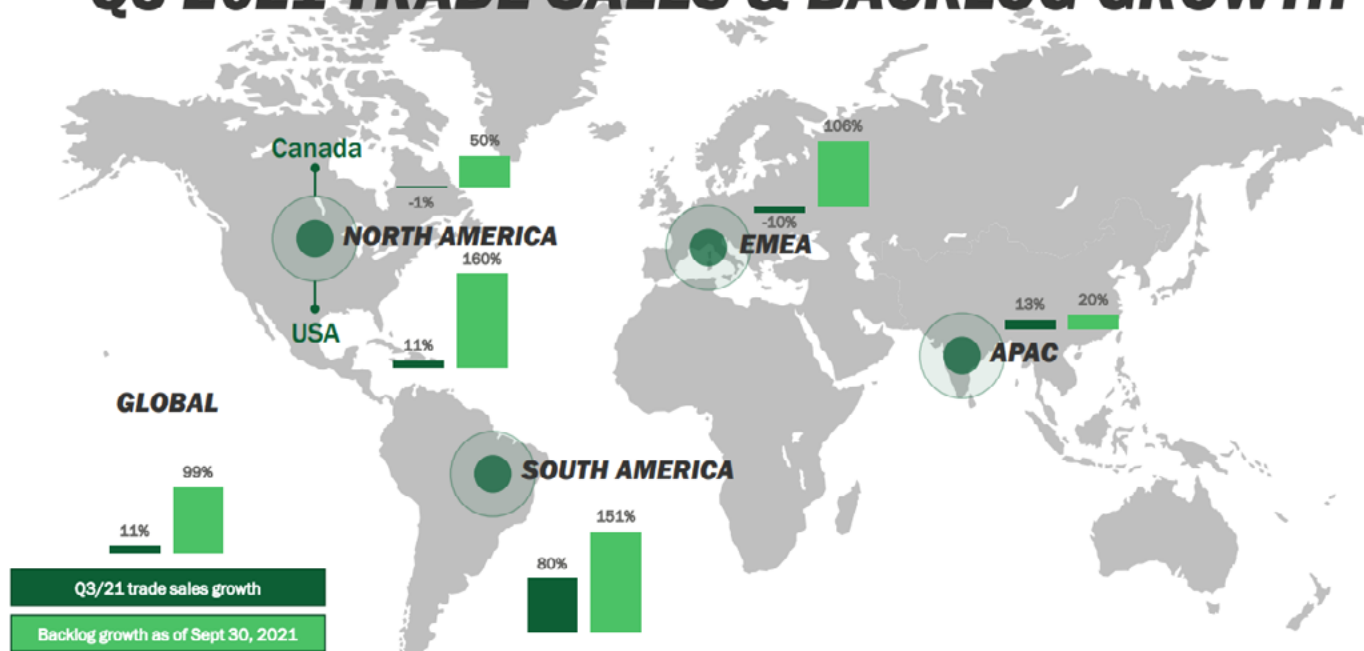
Apesar de não haver qualquer *player* comparável à KW na B3, o grupo AGCO tem uma certa proximidade. Controlada pelo grupo alemão Fendt, que oferece soluções completas ao agronegócio e possui marcas conhecidas como a própria Fendt, além de Valtra (ex Valmet), Challenger, Massey Ferguson e GSI, esta última adquirida em 2011 com atuação no segmento de armazenagem e presença no mercado brasileiro. Atualmente, a AGCO é listada na bolsa de Nova York, com market cap de aproximadamente US\$ 8,8 bilhões.

Um fato interessante é que a AGCO já esteve próxima de adquirir a Kepler em 2017 por US\$ 185 milhões (ou R\$ 580 milhões em valores da época). O acordo já havia sido firmado com Previ e BB Banco de Investimentos, para compra dos 35% detidos por ambos, a R\$ 22/ação. O acordo, no entanto, foi barrado por acionistas minoritários (inclusive por Werner Roger, como gestor à época, com participação relevante), em razão do grupo norte-americano ter condicionado a compra ao fechamento de capital através de uma OPA (Oferta Pública de Ações). Sem receptividade entre os minoritários, a oferta não foi adiante. Posteriormente, em momentos distintos, Previ e BB-BI venderam suas ações no mercado, adquiridas na maior parte pela gestora Tarpon.

Fora da B3, a empresa listada mais comparável é a canadense AGI Growth, listada em Toronto. Possui 33 plantas industriais e atua em 95 países através de exportações – o que mostra o potencial comercial da Kepler no exterior. A AGI se caracteriza por aquisições, tendo realizado 16 (cinco delas entre 2019 e 2021).

Em seu relatório do terceiro trimestre, destaca um crescimento de receitas de 11% no mundo, sendo o mesmo percentual na América do Norte (Canadá e EUA), enquanto no Brasil atingiu 80% em relação ao 3T20. Mas o mais importante é o *backlog* (encomendas), com 151% de crescimento no Brasil, 160% na América do Norte e 99% no consolidado. As imagens a seguir ilustram a evolução da AGI em carteira de pedidos, receitas, EBITDA e margem de EBITDA.

Q3 2021 TRADE SALES & BACKLOG GROWTH



Fonte: Investors Presentations AGI.

SUSTAINABLE GROWTH

YTD 2021

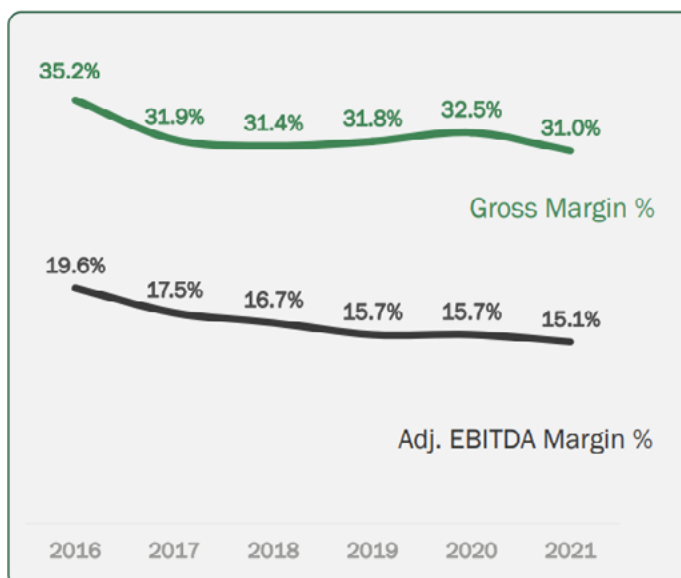
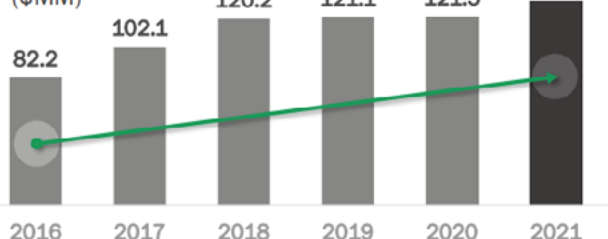
TRADE SALES

(\$MM)



ADJUSTED EBITDA

(\$MM)



AGI

Fonte: Investors Presentations AGI.

A AGI negocia com múltiplo de P/L projetado para 2022 de 10x (54x nos últimos 12 meses – com resultado não recorrente negativo), e EV/EBITDA de 10,4x. A KW, por sua vez, está sendo negociada a 10,8x (ou 6,2x se anualizarmos o lucro do 3T21) e múltiplo de EV/EBITDA de 6,1x nos últimos 12 meses (ou 4,1x anualizando o EBITDA do 3T21, sem qualquer outro ajuste).

Mesmo com os bons números apresentados pelas concorrentes estrangeiras na América do Sul (o que equivale dizer que é o mesmo que Brasil), a KW tem mantido seu *market share* estável e com as margens do último trimestre maiores que as de seus pares. A GSI (marca da AGCO) é a única que tem ganhado mercado no Brasil, mas está tomando a fatia dos concorrentes com atuação regional. A companhia poderia até ser mais agressiva na questão de preços em busca de participação cada vez maior, mas como já são líderes e com margens bem saudáveis, preferem ser cirúrgicos na atuação – uma eventual redução dos preços poderia fazer os concorrentes revidarem.

Considerando o câmbio de R\$ 5,50, o valor da Kepler é de R\$ 990 milhões – perto de US\$ 180 milhões, inferior ao ofertado pela AGCO em fevereiro de 2017 (equivalente a US\$ 185 milhões).

Mas hoje os resultados da KW são muito mais robustos que os apresentados à época da oferta, com: receita líquida (em 2016) de R\$ 475 milhões; EBITDA negativo de R\$ 15 milhões; prejuízo de R\$ 22 milhões e posição de caixa líquido de R\$ 59 milhões. Nos últimos 12 meses, as receitas mais que dobraram e superaram R\$ 1 bilhão, enquanto o lucro líquido atingiu R\$ 91 milhões e o caixa líquido (pós-redução de capital, de R\$ 278,5 milhões) é de R\$ 102 milhões, mesmo com as dificuldades relacionadas à pandemia e com o preço do aço tendo dobrado. Sua receita entre janeiro e setembro deste ano veio de: armazenagem (73%), construções de transportadora de granéis (2%), peças e serviços (15%) e exportação de produtos (10%).

Sem contar que, operacionalmente, a KW está bem mais robusta hoje, com receitas bem superiores, margens cada vez melhores, intensificação do uso de tecnologia e amplo horizonte para crescimento. Nada disso estava presente em 2017.

Modelo de Negócios

Para entender melhor o modelo de negócios da KW, é importante saber que ela realiza o ciclo de serviços completo: idealiza, planeja, projeta, monta e entrega o empreendimento na propriedade do cliente. Grande parte dos custos está atrelada às estruturas dos silos e aos equipamentos, com o **aço representando 50% de todos os custos**.

A montagem é realizada principalmente através da própria empresa, que faz questão de participar da etapa como forma de controle de qualidade no momento da instalação. Os produtos deixam o parque fabril totalmente desmontados. As instalações dos silos são feitas por parceiros certificados, que são controlados de perto (a Kepler não entra com o pessoal responsável pela montagem). São mais de 1.500 trabalhadores indiretos. Todas as obras são seguradas do início ao fim (isso porque durante a construção a estrutura fica vulnerável a ventos e efeitos climáticos). A estrutura de construção civil que abriga os silos representa cerca de 50% do custo total, cabendo à KW o correspondente à outra metade.

Em 2020, **a companhia chegou a ter 130 obras em execução simultânea**; em 2019, já haviam sido entregues mais de 270 obras (carteira de R\$ 724 milhões), além de 8 projetos na divisão de granéis (carteira de R\$ 88 milhões). Desde 2019, cerca de 75% das obras são montadas pela própria Kepler. Como dissemos há pouco, a garantia que o cliente tem da entrega do silo faz com que o preço de montagem da KW seja de 5% a 12% mais elevado que o dos concorrentes, o que garante uma rentabilidade superior aos concorrentes.

Outro grande diferencial está no fato da companhia conseguir se financiar com recursos do próprio cliente através de adiantamentos (R\$ 369 milhões em setembro de 2021). Como boa parte do valor do silo é adiantada de início e durante a montagem, o recurso recebido é usado para cobrir os custos da obra e a compra antecipada do aço. **Muitas vezes, no momento da entrega, 90% do valor total da obra já foi recebido.**

Em 2015, como forma de reduzir estoques excessivos e eliminar desperdícios, além da eficiência e produtividade industrial, a companhia implementou a prática de gestão *Lean Manufacturing*, abordagem criada no Japão pela Toyota – que deu origem ao conceito de *Toyotismo*, ou de produção *just in time*. O *LM* é utilizado para identificar e eliminar desperdícios ou atividades que não agregam valor ao processo, em busca da contínua melhoria. Nesta abordagem, os funcionários são livres para dar ideias e opiniões. Também elimina estoques desnecessários, encurta processos de produção, reduz o espaço utilizado na planta e torna mais eficiente o uso do capital da empresa, tanto de natureza fixa como de giro das operações.

Para adotar esse modelo de atuação, a companhia teve inclusive que adaptar seu parque fabril. As atividades que criam maior valor foram alinhadas em sequência, para manter um fluxo contínuo e serem realizadas de maneira ininterrupta. Ou seja: a KW produzirá apenas quando o cliente fizer o pedido, evitando, assim, estoques excessivos e desperdícios. A superprodução era o maior desperdício: os estoques excessivos ocupavam 3 mil m² no parque fabril da companhia, que hoje podem ser utilizados na ampliação de capacidade ou fabricação de um novo produto. A imagem abaixo mostra como ficou o layout da fábrica de Panambi após a mudança de modelo.



Layout misto entre processos e produtos

ANTES



Layout por produtos

DEPOIS

Fonte: Kepler Talks;

Os resultados de implementação do LM foram visíveis: **desde 2015, a produtividade aumentou próximo de 60%**, enquanto o turnover dos funcionários caiu 49% e o nível de atendimento aos clientes subiu 240%. O prazo de entrega diminuiu em 34% – mais um trunfo frente aos concorrentes. Ao reduzir o tempo de produção, a exposição ao preço do aço é menor, evitando um descasamento grande entre o preço cobrado pelo silo e os custos de fabricação.

Todas essas melhorias feitas ao longo dos últimos anos e o atual posicionamento permitem à Kepler “surfear” o bom momento vivido pelo agronegócio no Brasil, que deve, cada vez mais, demandar grandes somas de investimentos. No balanço publicado no 3T21 foi possível ver um alto volume de adiantamentos de clientes (R\$ 368 milhões), o que significa uma carteira robusta já contratada para os próximos trimestres. Apenas 4 grandes projetos feitos por clientes estratégicos e previsão de entrega para 2022 já representam uma receita de aproximadamente R\$ 190 milhões.

	Grande Cooperativa Agroindustrial Brasileira	Cooperativa de Café Brasileira de Grande Porte	Empresa do Segmento Portuário	Grande Indústria de Etanol de Milho
Valor do pedido R\$	R\$ 105,9 milhões Kepler: R\$ 87,7 milhões	R\$ 35,5 milhões Kepler: R\$ 31,2 milhões	R\$ 49,0 milhões Kepler: R\$ 28,3 milhões	R\$ 58,0 milhões Kepler: R\$ 46,0 milhões
Produtos	2 Obras Greefield completas (Silos, Secadores, Máquinas Limpeza, Transportadores e Sync) e 2 Obras de aumento de capacidade armazenada (silos e transportadores)	Silos e Transportadores	Transportadores de Correia convencionais, Transportadores de Correia Enclausurados e Elevadores de Canecas, todos para grãos e açúcar.	Transportadores de Corrente, Transportadores de Corrente Combinados, Transportadores de Correia, Elevadores e Silos
Setor	Cooperativa de armazenagem de grãos	Armazenagem de Café	Movimentação de Granéis	Armazenagem de Milho para produção de Etanol
Entrega da obra*	12/2022	10/2022	1º etapa: 04/2022 2º etapa: 06/2022 3º etapa: 08/2022	1º etapa: 03/2022 2º etapa: 05/2022

* Os faturamentos acontecem a partir de setembro de 2021 até a respectiva data de entrega.

Fonte: Kepler Weber

Um portfólio completo de produtos gera maior fidelidade dos produtores, que criam com a KW, assim,

uma relação que vai além dos silos e alcançam todo o pós-colheita. Abaixo, segue uma explicação mais detalhada dos 3 principais segmentos de atuação da KW:

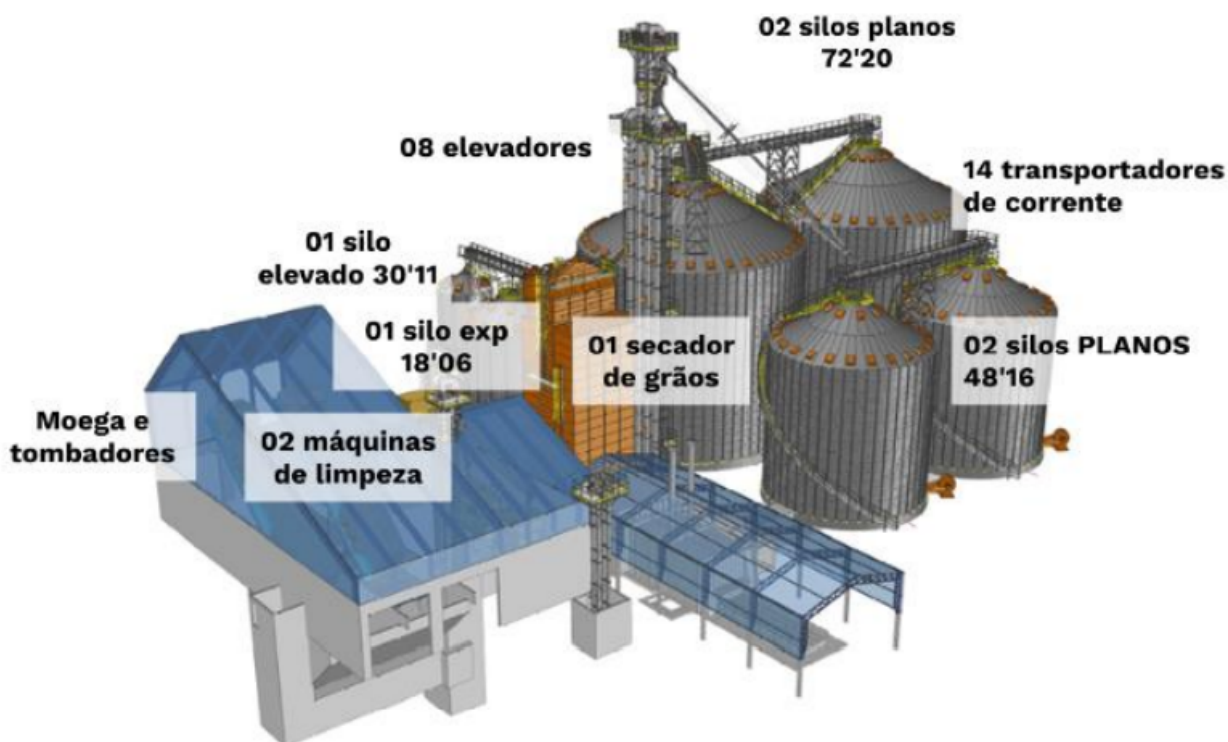
Armazenagem

O segmento de armazenagem é o *core business* da companhia: representa mais de 70% da receita consolidada. Os silos são mais complexos do que aparentam, pelo fato do grão ser “vivo”. Não se trata de uma armazenagem estática: é preciso toda uma estrutura complementar – notadamente de natureza sanitária – para manter a qualidade da produção.

Os sistemas da KW incluem todos os processos que garantem a integridade dos grãos e são adaptáveis a qualquer tamanho de produção: podem ser instaladas e ampliadas de forma modular, segundo a necessidade de cada cliente.

Na linha de armazenagem, os principais produtos da KW são:

- Silos armazenadores: os mais tradicionais nessa linha são os planos, os elevados e as tulhas metálicas;
- Máquinas de limpeza: utilizadas para retirar as impurezas grossas, médias e leves dos grãos, e até mesmo grãos quebrados;
- Secadores: disponíveis nos tamanhos pequeno, médio e grande, possibilitam a secagem do milho, soja, arroz e trigo. Normalmente usam biomassa (lenha), mas que poderá ser substituída por biogás, por exemplo (integrados aos aviários ou à suinocultura, ou mesmo ao etanol de milho – integrados a usinas de cana-de-açúcar);
- Transportadores – horizontais e verticais: elevadores agrícolas, roscas transportadoras, correias transportadoras e transportadores de corrente, empregados em carga e descarga e movimentação de granéis.



Fonte: Kepler Weber

A KW, como já tivemos ocasião de comentar, têm em carteira uma base diversificada de clientes. Um projeto de silo custa entre R\$ 800 mil e R\$ 1 milhão por mil toneladas de armazenagem. Silos com capacidade de 36 mil toneladas podem chegar a custar até R\$ 30 milhões, o que mostra a dimensão e importância da armazenagem na cadeia agrícola. Normalmente, os projetos levam de seis meses a um ano para serem concluídos, da concepção à entrega.

Um ponto importante é que a empresa cresce junto com o cliente. Por ser um investimento relevante, o cliente geralmente começa com um armazenamento de R\$ 5 milhões a R\$ 6 milhões e, à medida em que expande sua produção ou vai percebendo as vantagens de se ter um silo, ele investe em mais capacidade de armazenagem. Após o primeiro silo, o produtor tende a continuar com a empresa por questões de padronização – mas principalmente, porque a KW oferece soluções completas. Podendo ser ampliada de forma modular, o investimento inicial é normalmente superdimensionado e permite ampliações modular diluindo os custos unitários por tonelada. Tal fato estimula a ampliação da capacidade e novos investimentos pelo cliente.

São inúmeros os projetos já entregues pela KW, com destaque para a instalação do silo 156 para Uniagro, em Primavera do Leste (MT), considerado o maior do mundo até então. A estrutura era capaz de armazenar até 35 mil toneladas de grãos, equivalente a 583 mil sacas de soja e com altura de 30 metros (cerca de 10 andares). A seguir, temos imagens de outras entregas realizadas pela Kepler:



Fonte: Kepler Weber

Movimentação de Granéis e Portos

A linha de movimentação de granéis, embora tenha contribuído com apenas 2% das receitas nos nove primeiros meses de 2021, terá nos próximos anos um cenário favorável. O Novo Marco Legal das Ferrovias pode trazer R\$ 80 bilhões em investimentos, podendo ampliar a capacidade de escoamento de grãos em até 100 milhões de toneladas – o que certamente criará oportunidades para instalação de novos silos nos terminais portuários.

A companhia já concluiu mais de 100 obras na divisão de granéis em 28 anos de experiência no segmento. Foram projetos e equipamentos que demandaram muito *know-how*, uma vez que as operações normalmente funcionam de forma ininterrupta durante todo o ano. O silo é parte integrante da logística e, com isto, sua instalação requer agilidade: uma parada nesses granéis pode gerar grandes prejuízos (já vimos que a multa diária de um navio parado no porto é de ao menos US\$ 30 mil, saídos do bolso do exportador).

Os terminais de armazenamento portuários operam com soja, farelo, milho, trigo, açúcar, malte e fertilizantes, com fluxos de até 3 mil toneladas e capacidade de até 30 mil toneladas. O alto fluxo de grãos exige que tais estruturas sejam mais robustas que os silos convencionais, utilizados em fazendas. É fundamental que correias e cavaletes sejam padronizados e instalados de forma alinhada. Enquanto o

silos convencionais fazem o giro completo (enche e esvazia) de três a quatro vezes no ano, o silo portuário (silo de passagem, que passa do caminhão para o navio e vice-versa) chega a dar 36 giros completos – nada menos que três giros por mês.

A partir do 2T21, as vendas neste segmento foram retomadas após queda durante a pandemia. Foram anunciados dois fornecimentos relevantes, que permitirão o aumento das receitas de grãos a partir de 2022. Não serão projetos modestos: para se avaliar o tamanho do que está por vir, a KW forneceu silos para grandes terminais portuários como o da Hidrovias Miritituba (PA), com oito silos de 18 mil toneladas de capacidade cada, e os da M. Dias Branco – sete silos de 18 mil toneladas cada. Abaixo, as imagens do projeto da M. Dias Branco em Salvador (BA).



Fonte: Kepler Weber

Peças e Reposição

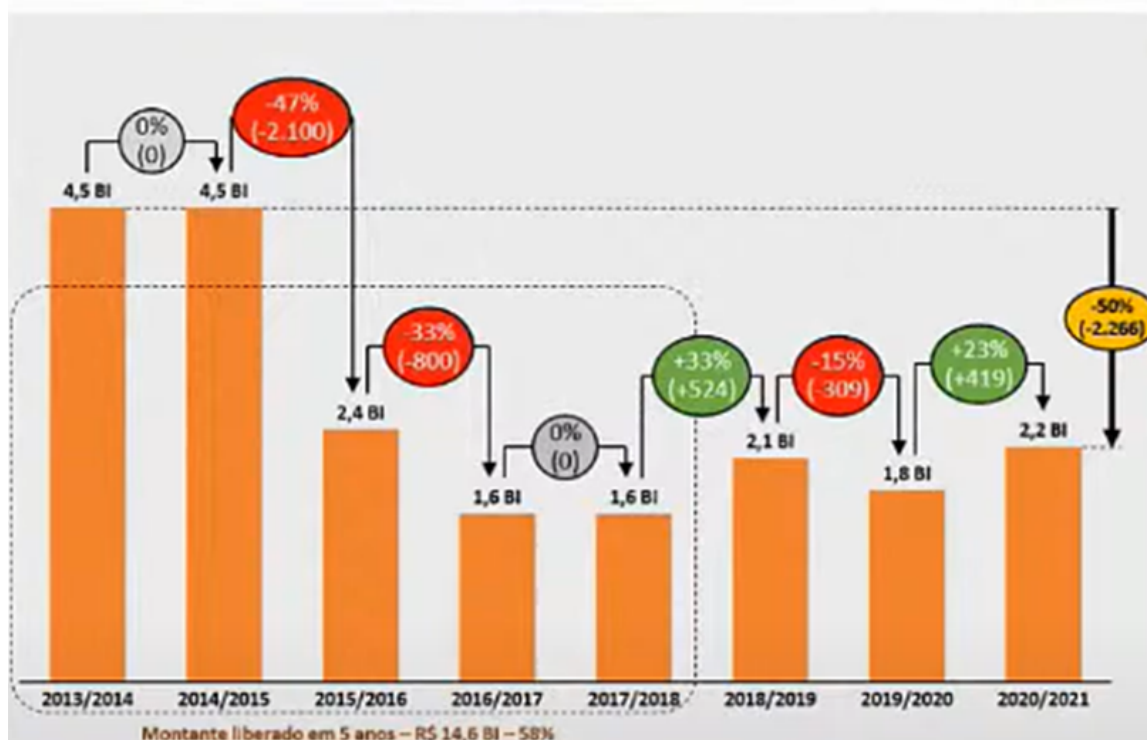
Esta divisão – que atualmente representa 15% de todo o faturamento – tem ganhado bastante representatividade nos últimos anos e enxergamos com bons olhos o empenho da administração no pós-venda. Apesar de parecer pouco representativa, olhando o conjunto, é dela que vêm as maiores margens e a maior recorrência de receita. Como um silo tem ao menos 30 anos de vida útil, reparos são raros, mas a estrutura completa de armazenagem possui outras peças do pós-colheita que precisam de manutenção rotineira. Mas a modernização certamente trará grande oportunidade, incluindo obras em silos construídos por terceiros.

No 3T21, as receitas com peças e reposição totalizaram R\$ 48 milhões – mesmo montante faturado por essa divisão em todo o ano de 2017. Vê-se aí a evolução do valor intrínseco da companhia, ao reduzir a dependência de grandes projetos. Buscando mais eficiência para este segmento, a KW inaugurou em 2020 um novo CD (Centro de Distribuição), com 3,1 mil m², voltado exclusivamente para peças, Cuiabá (MT). A Kepler é a única empresa que possui cinco CDs espalhados pelo Brasil, com preços padrões e sem diferenciação por região, além de ser a única com atendimento 24 horas por dia, durante o ano todo.

Plano Safra - PCA

Para fomentar o desenvolvimento do setor agropecuário brasileiro, o governo criou em 2003, o Plano Safra, programa de crédito para incentivar agricultores a custear produção e investimentos. Para a safra 2021/22, o plano prevê R\$ 236 bilhões – sendo R\$ 179 bilhões para custeio e R\$ 57 bilhões para investir. Já o PCA (Programa para Construção e Ampliação de Armazéns), incluso no montante destinado a investimentos, **teve liberação de R\$ 4,12 bilhões para a safra atual – nada menos que 84% a mais que na safra anterior.** Vide a seguir a evolução dos créditos do programa PCA:

Histórico dos volumes e taxas do PCA



Fonte: Kepler Weber


O PCA foi criado em 2013 pelo Governo Federal, com a meta inicial de liberar R\$ 25 bilhões em cinco anos. Isso, infelizmente, não se confirmou: só nos dois primeiros anos o planejado foi cumprido – e o montante inicialmente prometido só foi alcançado após nove anos. Com isso, o déficit de armazenagem aumentou significativamente no período. Nos primeiros planos de construção de armazéns, foram liberados R\$ 5 bilhões ao ano, e isso chegou a cair a R\$ 1,8 bilhão ao longo do tempo.

Estima-se que os R\$ 4,1 bilhões liberados nesta safra serão suficientes para aumentar a capacidade de armazenagem em 5 milhões de toneladas. Nesse ritmo, **o déficit de armazenagem só seria zerado em cerca de 18 anos – isso sem considerar o crescimento da safra de grãos, mantendo-se estáveis os recursos do PCA (oriundos do BNDES).**

O período para captação do PCA se inicia em 1º de julho e vai até julho do ano seguinte. Esse programa não financia apenas o silo: vale também para toda a infraestrutura de armazenagem. O PCA é disponibilizado para produtores rurais (PF e PJ), sendo realizado através de instituições financeiras credenciadas junto ao BNDES, com limite de até R\$ 25 milhões, carência de até três anos e prazo máximo de 12 anos. O volume aprovado para a safra 21/22 é 10% inferior em termos nominais em relação às safras 2013/14 e 2014/15. Em termos reais, talvez seja metade, considerando a evolução dos custos, notadamente do aço.

Programa para construção e ampliação de armazenagem (PCA)

	2020/2021 (Anterior)	2021/2022 (Atual)
Taxa:	5% e 6% ao ano	5,5% e 7% ao ano
Prazo:	13 anos	12 anos
Carência:	3 anos	3 anos
Montante:	R\$ 2,23 bilhões	R\$ 4,12 bilhões


+84,5%

Montante suficiente para aumentar em até
5 milhões de toneladas a capacidade instalada.
Cerca de 500 novas plantas

Fonte: Kepler, Ministério da Agricultura

A importância da armazenagem é tão grande que, antes da divulgação do Plano Safra 21/22, a Aprosoja (associação representante dos sojicultores) pediu um aumento do montante liberado pelo PCA. Para a entidade, a armazenagem é até mais importante que o custeio agrícola, pois proporciona redução do frete e melhor trafegabilidade das rodovias durante a safra.

Mesmo com o aumento de 84% em relação à safra passada, os **recursos do PCA acabaram em pouco mais de um mês**. Nesse caso, os produtores que já possuem toda a documentação preparada antecipadamente, conseguem os recursos com mais agilidade – o que tende a beneficiar a Kepler, que consegue apresentar projetos com mais rapidez aos clientes, largando na frente dos concorrentes.

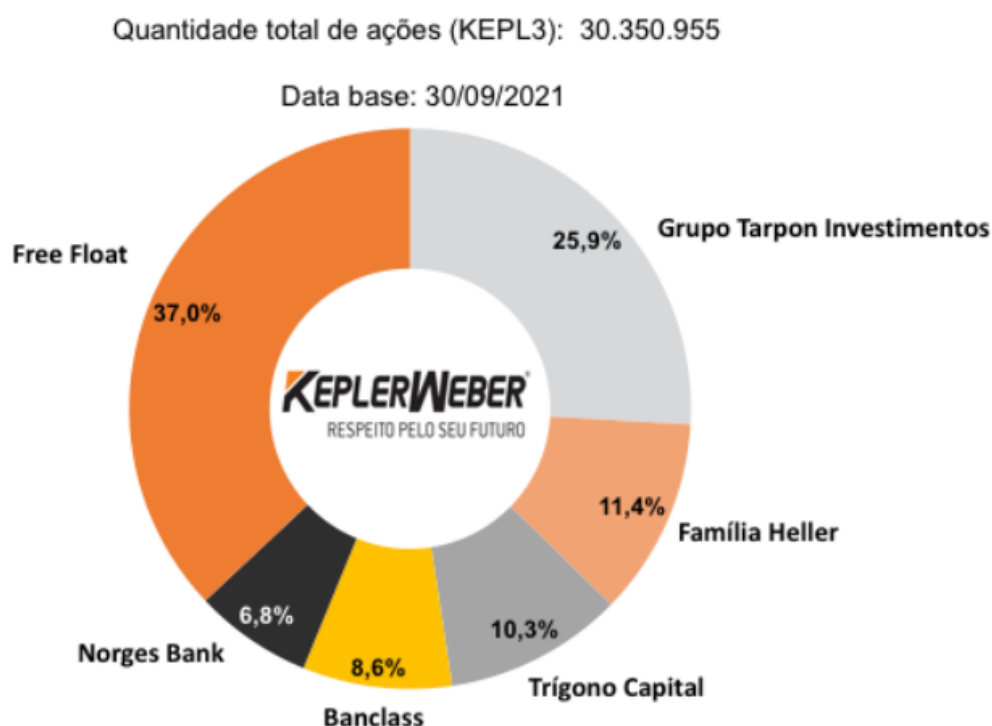
Com os recursos sendo disputados “a tapa” pelos produtores, é de se esperar que nos próximos anos, o PCA continue nos atuais níveis elevados ou até aumente. O país tem muito a ganhar com ampliação da capacidade de armazenagem. Afinal, trata-se de segurança alimentar, de maior competitividade do agronegócio – e, claro, de reduzir o custo para o produtor brasileiro. **O que o governo coloca no agronegócio, dá a ele um retorno 4 vezes maior, dado o impacto que tem em toda a cadeia de produção e na balança comercial.**

Como perspectiva de mercado, o Brasil deverá colher na safra 2021/22, cerca de 288 milhões de toneladas de grãos e aumentar de 10 milhões a 15 milhões de toneladas a produção na próxima. Se apenas um terço do aumento da produção demandar novos silos (sem considerar o enorme déficit atual) e ficar no ponto médio (cerca de 12,5 milhões de toneladas), será necessário um investimento de R\$ 4 bilhões, sendo que a KW apresentou uma receita total de R\$ 1 bilhão nos últimos 12 meses.

Governança e Composição Acionária

Listada na bolsa há mais de 40 anos, a Kepler possui apenas ações ON (que oferecem direito de *tag along*

de 100%). A partir da reestruturação societária ocorrida em agosto de 2007, as ações se dispersaram no mercado, fazendo com que a empresa fosse classificada como *Corporation* – não tem um controlador definido desde então. Por um longo período, BB Investimentos e Previ foram, como vimos, os principais acionistas, com quase 35% do capital social. Entretanto, em 2019, a Previ vendeu sua participação, e a Tarpon figura hoje como a maior acionista, com quase 26% das ações emitidas. A saída do BB foi comunicada no início deste ano. Em setembro, a Trígono era a terceira maior acionista, com 10,3% de participação.



Fonte: Kepler

Em 2014, houve uma renegociação dos bônus emitidos em 8 de outubro de 2007, envolvendo o BNDESpar, principal detentor (113.321 de um total de 114.132 bônus em circulação), e os principais acionistas da KW. Desta forma, o banco público poderia utilizar os bônus detidos através de dação de pagamentos, pelos novos a serem emitidos, no montante de até 210 mil. O preço de exercício do bônus anterior era de R\$ 889,10, com direito de conversão a 23 ações (ou R\$ 38,66/ação). O novo bônus teve o valor de exercício reduzido para R\$ 613,00, tendo como base a média das cotações nos últimos 30 dias.

Dos 180 mil bônus emitidos em 2014 (que trouxeram para a empresa R\$ 44,4 milhões – e quase toda a emissão subscrita pelo BNDES), 175.608 foram convertidos em agosto de 2021, através de emissão de 4,039 milhões de ações (pelo valor unitário por ação de R\$ 33,95), o que proporcionou aumento do capital social de R\$ 141,2 milhões.

Como as ações da Kepler estavam sendo negociadas acima de R\$ 50,00, a condição dos bônus foi vantajosa para a realização do exercício de aumento de capital aos detentores do bônus, principalmente BNDESpar e Norges Bank. Pelo fato de a companhia estar muito bem operacionalmente e financeiramente e ter alcançado um caixa líquido superior a R\$ 400 milhões, foi realizada uma redução de capital de R\$ 278,5 milhões, devolvendo aos acionistas R\$ 9,17/ação, sem tributação, à semelhança de dividendos (representando um yield de quase 20% aos valores da época). Metade desses recursos veio do exercício do bônus, ou seja, R\$ 140 milhões do caixa disponível antes do exercício do bônus.

Podemos dizer que a companhia tem um elevado grau de governança e transparência. O Conselho de Administração atualmente é composto por oito membros (quatro indicados pela Tarpon, dois pela família Heller, um pelo Banco Clássico e pelos demais investidores minoritários), e é presidido por Marcelo

Lima (indicado pela Tarpon). Já o Conselho Fiscal é composto por três membros, indicados por Tarpon, Banco Clássico e família Heller. Como a empresa é ainda negociada no nível tradicional, acreditamos que a migração para o Novo Mercado seria um evento que atrairia novos investidores, notadamente estrangeiros, proporcionando maior liquidez (alterando para cima os múltiplos de negociação).

Por fim, a Diretoria Executiva é presidida desde 2018 por Piero Abbondi, executivo com mais de 30 anos de experiência e passagem por Lafarge Holcim (setor de cimento) e GSI (como CEO), do grupo AGCO (já aqui comentado).

Paulo Polezi é CFO e Diretor de Relação com Investidores. O executivo tem mais de 25 anos de experiência e passagem por grandes empresas como Weg, Cosan, Comgás, International Paper e Votorantim. Há um ano na função, melhorou muito a relação com os investidores, elevou a transparência e contribuiu para criação e geração de valor para os acionistas, ao lado do CEO Piero Abbondi. Ambos já participaram de *lives* com a Trígono.

A diretoria é completada pelo engenheiro agrônomo Bernardo Nogueira, eleito para o cargo de Diretor Comercial em 1º de janeiro deste ano. Em sua posição anterior, na Bayer, ocupava o cargo de *Head* de Licenciamento.

Análise Financeira

A combinação de bons fundamentos, vantagens competitivas sólidas, liderança de mercado, marca forte e posicionamento estratégico tende a gerar bons resultados – principalmente em um segmento com perspectiva de muito crescimento nos próximos anos. Com a Kepler não poderia ser diferente: desde 2013, a companhia passou por grandes melhorias em seus processos produtivos, em especial pela adoção do *Lean Manufacturing* e controle maior dos níveis de estoque, potencializando as principais vantagens da companhia, tais como a baixa necessidade de capital.

Mesmo com todas as mudanças realizadas no passado recente, os anos de 2016 e 2017 foram bem desafiadores em razão da recessão que atingiu o país, da queda brusca da liberação de crédito via PCA, do maior nível de competição e, *last, but not least*, dos preços das *commodities*, então em patamares baixos. Esse cenário negativo contribuiu para que o déficit de armazenagem crescesse de forma rápida, pois mesmo com todos os entraves, o agronegócio brasileiro continuou a crescer, tendo a China como destino cada vez mais importante para a produção brasileira de grãos e proteínas.

Tomando as imagens um pouco mais abaixo como ponto de partida, faremos uma breve análise dos números da Kepler, utilizando 2014 (que até então representava o recorde da companhia) como ano-base. Em 2014, a KW passava por grandes transformações internas: foram feitos investimentos elevados nas fábricas e nos processos industriais (investimentos de R\$ 64,7 milhões, comparado a R\$ 13,2 milhões e R\$ 12 milhões em 2019 e 2020, respectivamente). Os bons resultados foram frutos dos bons ventos (não tão bons quanto os de hoje, diga-se) do agronegócio naquele momento e da implementação do PCA em junho de 2013 – que ofertou R\$ 4,5 bilhões para a safra 2013/14 e para safra 2014/15, com taxas prefixadas em competitivos 4% ao ano.

Naquele ano, a receita líquida atingiu R\$ 906 milhões (no acumulado de 2021 até agora a receita totaliza R\$ 809 milhões), puxada principalmente pela divisão de armazenagem, beneficiada pelos fatores já aqui citados. Como consequência, o lucro líquido foi de R\$ 133 milhões, e uma margem líquida de 14,6% – em linha com a apresentada até agora em 2021, mas que tende a aumentar nos próximos trimestres, dada à lateralização dos preços do aço e investimentos que reduzirão custos. Neste período, a companhia operava próximo a seu limite produtivo.

As ações da KW encerraram 2014 cotadas, como lembrado pouco mais acima, a R\$ 50,30, representando um EV (Enterprise Value) de R\$ 1,25 bilhão e múltiplos EV/EBITDA de 7,7x e um P/L de 10x. Agora, tomando como base o terceiro trimestre de 2021, o EBITDA anualizado chega a R\$ 240 milhões – superior aos R\$ 161 milhões de 2014, representando um múltiplo EV/EBITDA próximo a 3,7x. Já o lucro líquido (anualizado) de julho a setembro deste ano, seria de R\$ 160 milhões (um novo recorde), resultando em uma relação P/L de 6,2x. As condições da KW hoje, que fique claro, são bem diferentes das de 2014, quando dependia de forma relevante dos recursos do PCA, e quando apresentava resultados bem inferiores na linha de peças e serviços.

Resultados 2014, 2020 e 9M21

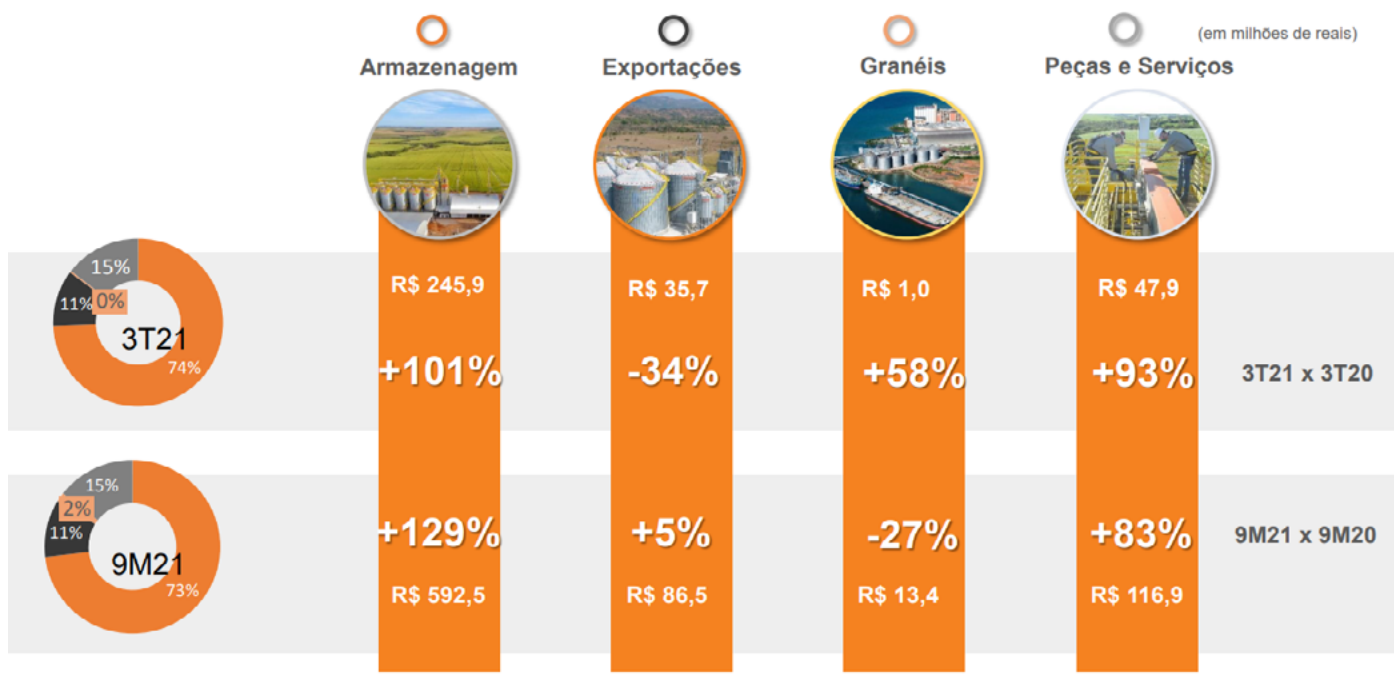
Principais Indicadores (R\$ milhões)	2014	2013	Δ%	Principais Indicadores (R\$ milhões)	2014	2013	Δ%	
Desempenho Operacional				Índices				
Receita Líquida	905,8	594,8	+52,3%	Lucro por Ação (R\$)	5,0594	2,3715	+113,3%	
CPV	(687,9)	(432,8)	+58,9%	ROE	26,1%	17,1%	+9p.p.	
Lucro Bruto	217,9	161,9	+34,6%	Margem Bruta	24,1%	27,2%	-3,1p.p.	
Lucro Operacional	143,4	84,1	+70,6%	Margem Líquida	14,6%	10,4%	+4,2p.p.	
Lucro Líquido	132,7	62,1	+113,7%	Margem EBITDA	17,8%	16,5%	+1,3p.p.	
EBITDA	161,0	97,9	+64,4%	Margem Operacional	15,8%	14,1%	+1,7p.p.	
Investimentos (R\$ mil)*	64,7	28,1	+130,2%					
Dívida Líquida	(72,2)	(2,2)	+3193,0%					
Patrimônio Líquido	508,8	364,1	+39,8%					
							* Saldo em 31 de dezembro.	
	4T20	4T19	Δ%	3T20	Δ%	2020	2019	Δ%
Receita Operacional Líquida	248,1	179,4	38,3%	201,6	23,0%	671,2	583,5	15,0%
Lucro Líquido	20,7	21,1	-1,7%	23,0	-9,6%	67,7	37,6	80,1%
Margem Líquida	8,4%	11,8%	-3,4 p.p.	11,4%	-3 p.p.	10,1%	6,4%	3,6 p.p.
EBITDA	30,5	30,9	-1,5%	37,4	-18,6%	108,8	83,3	30,5%
Margem EBITDA	12,3%	17,2%	-5 p.p.	18,6%	-6,3 p.p.	16,2%	14,3%	1,9 p.p.
EBITDA AJUSTADO*	38,3	31,6	21,2%	37,4	2,4%	100,4	92,5	8,5%
Margem EBITDA ajustado*	15,4%	17,6%	-2,2 p.p.	18,6%	-3,1 p.p.	15,0%	15,9%	-0,9 p.p.
Lucro por Ação (LPA)	0,7885	0,8022	-1,71%	0,8725	-9,63%	2,5711	1,4279	80,1%
	3T21	3T20	Δ%	2T21	Δ%	9M21	9M20	Δ%
Retorno sobre o Capital Investido	-	-	0 p.p.	-	-	56,2%	23,4%	32,8 p.p.
Receita Operacional Líquida	330,5	201,6	63,9%	242,7	36,18%	809,3	423,1	91,3%
Lucro Líquido	41,1	23,0	78,7%	11,8	247,9%	70,2	46,9	49,6%
Lucro Líquido Ajustado	43,4	24,1	80,1%	13,5	221,5%	75,8	30,0	152,7%
Margem Líquida	12,4%	11,4%	1 p.p.	4,9%	7,5 p.p.	8,7%	11,1%	-2,4 p.p.
Margem Líquida Ajustada	13,1%	12,0%	1,1 p.p.	5,6%	7,6 p.p.	9,4%	7,1%	2,3 p.p.
EBITDA	59,9	37,4	60,2%	21,4	179,9%	114,1	78,3	45,8%
Margem EBITDA	18,1%	18,6%	-0,5 p.p.	8,8%	9,3 p.p.	14,1%	18,5%	-4,4 p.p.
EBITDA AJUSTADO*	63,3	38,5	64,4%	24,0	163,8%	122,7	63,3	93,8%
Margem EBITDA ajustado*	19,2%	19,1%	0,1 p.p.	9,9%	9,3 p.p.	15,2%	15,0%	0,2 p.p.
Lucro por Ação (LPA)	1,4253	0,8725	63,36%	0,4340	228,41%	2,5137	1,7826	41,0%

Fonte: Kepler Weber

Quanto a 2020, os resultados já vinham em uma crescente em relação aos de anos anteriores. Mesmo com a paralisação dos parques fabris em razão da pandemia, os números foram bem positivos – receita líquida de R\$ 671 milhões e lucro líquido R\$ 68 milhões, altas de 15% e 80%, respectivamente, frente a 2019. Dada a estrutura saudável de capital, desde 2014 a companhia opera com caixa líquido, passando de R\$ 72 milhões para R\$ 280 milhões ao final de 2020. No 3T21, a posição de caixa líquido totalizava R\$ 381 milhões (que, ajustados pela redução de capital feita em outubro, fica ajustada na ordem de R\$ 102 milhões).

Atualmente a KW se encontra em um dos melhores momentos de sua história: a carteira de pedidos é robusta e as somas de adiantamento de clientes é elevada (R\$ 368 milhões). Se anualizarmos as receitas do terceiro trimestre de 2021, chegamos em R\$ 1,32 bilhão, 45% superior ao recorde de 2014. A companhia tem operado perto de sua capacidade plena, o que fez com que os investimentos voltassem a aumentar – foram R\$ 25 milhões nos nove meses de 2021, em linha com a soma dos investimentos realizados em 2019 e 2020. Tais valores foram investidos principalmente no aumento da capacidade fabril, na redução de custos e em ganhos de produtividade, além da redução da dependência de terceiros.

Para analisar de forma mais detalhada, comentaremos os números por área de atuação. Na imagem a seguir, é possível ver a composição do faturamento no acumulado dos nove meses de 2021:



Fonte: Kepler Weber

A linha de armazenagem, como lembramos mais acima, foi a que mais contribuiu para o crescimento das receitas nos nove primeiros meses deste ano, com avanço de 129% frente ao mesmo período de 2019. Para essa melhora, contribuíram principalmente o maior número de projetos entregues através do PCA e a taxa de sucesso superior a 50% nas vendas realizadas em abril e maio. A KW também se beneficiou da retomada dos investimentos de grandes cooperativas e produtores rurais, que buscam aproveitar o bom momento do agronegócio para fazer melhorias em suas estruturas de armazenagem.

Quanto à linha de exportação, houve queda de 34% no 3T21 frente ao mesmo período de 2020. A entrega de um grande projeto no Peru acabou por distorcer a base comparativa. Considerando o acumulado deste ano até setembro, as receitas de exportações avançaram 5% em relação aos nove primeiros meses de 2020. A Kepler ainda tem uma boa oportunidade para avançar no mercado externo, que pode ser uma excelente avenida de crescimento no futuro, tendo a canadense AGI como referência. Mas existem desafios que não podem ser ignorados, como fretes, logística e padrões e normas diferentes. O objetivo inicial deve ser priorizar regiões com mercados similares ao Brasil ou fazer parcerias com outras companhias para exportar apenas produtos e equipamentos em que são mais competitivos.

Já na divisão de granéis, as receitas foram pouco significativas até setembro, somando R\$ 13,4 milhões (queda de 27,4% frente a igual período em 2020). Como as vendas representam grandes projetos na

maioria das vezes, essa linha possui alta volatilidade no faturamento. No 2T21, houve retomada das vendas de granéis e a tendência é que, a partir do primeiro trimestre de 2022, as receitas dessa divisão se recuperem. Para colocar em perspectiva o potencial desse segmento, em 2014 a receita líquida alcançada foi de R\$ 66 milhões. Como hoje os preços praticados são bem maiores que os de então, em razão do repasse do aumento de custos, existe ainda um grande espaço para este segmento crescer.

Por fim, peças e serviços têm contribuído de forma significativa nos últimos anos. No trimestre mais recente, a receita líquida foi de R\$ 48 milhões (15% da receita total). Essa linha é de extrema importância, pois, como destacamos, traz maior previsibilidade de receitas e reduz a dependência de grandes projetos para bons resultados. Em 2014, contribuía com receita de R\$ 29 milhões – bem menos que os R\$ 48 milhões reportados apenas no terceiro trimestre de 2021. Isso nos mostra que a companhia realmente mudou de patamar nesta linha, pois em anos igualmente bons, as receitas de peças e reposição foram significativamente melhores.

Dada toda a conjuntura que favorece o setor e o ótimo posicionamento da KW, estamos bem otimistas com seu futuro. Cada vez mais transparente, a partir do terceiro trimestre de 2021 a empresa passou a reportar seu ROIC, ou retorno sobre o capital investido – métrica que acreditamos ser fundamental para mostrar ao mercado a forte capacidade de geração de valor aos acionistas. Atualmente, o ROIC da Kepler está em 56%, um dos mais elevados do setor de capital goods (bens de capital).

Em razão do aço representar cerca de 50% dos custos totais, os resultados até o 2T21 sofreram impacto negativo, com as margens sendo comprimidas. Porém, o que vemos é que o preço do aço cederá gradativamente, como está acontecendo em todo o mundo, particularmente mais intensamente na China. Desde junho e julho, quando dos últimos aumentos, os grandes fornecedores de aço estão cada vez mais flexíveis e dispostos a negociar descontos, a depender da quantidade adquirida. Dados os atuais níveis de produção, espera-se uma diluição cada vez maior de custos fixos, podendo já no primeiro semestre de 2022 apresentar margens ainda maiores.

É válido comentar que a companhia se beneficia de incentivos fiscais em relação ao parque fabril no município de Campo Grande (MS), reduzindo em 90% o saldo devedor de ICMS apurado. O acordo foi assinado em 2002 e é válido até 2032, desde que alguns pré-requisitos sejam cumpridos – como investimentos até 2028, manter e criar empregos, além de manter um faturamento mínimo anual pré-estabelecido até 2032. Esse benefício contribuiu com R\$ 8,8 milhões até o momento em 2021, sendo que em 2020, o montante reconhecido totalizou R\$ 16,4 milhões.

Apesar da fábrica de Campo Grande não ser tão produtiva quanto a de Panambi, os benefícios fiscais estão mantidos até o final do acordo. O atual momento exige que a companhia faça investimentos para ampliar a produção, abrindo espaço, assim, para voltar a expandir a planta sul mato-grossense e, com isso, beneficiar-se do incentivo tributário. Esta unidade já tem escala que permite ampliar o maquinário, e está na porta de entrada da região Centro-Oeste, ainda de grande potencial de crescimento agrícola. O estado ainda dedica grandes áreas à pecuária, que poderá ser substituída por grãos e ainda há a perspectiva de ampliação da malha ferroviária.

Crescimento futuro

Após conhecer a história da Kepler e entender o modelo de negócios por trás dos resultados atuais, suas principais vantagens competitivas e perspectivas para o setor, vamos elencar os principais *drivers* que, em nossa visão, contribuirão para que a empresa continue a gerar valor para seus acionistas (e, consequentemente, para nossos cotistas).

- Déficit de Armazenagem e crescimento do agronegócio brasileiro: são excelentes as perspectivas para o agronegócio brasileiro (há anos em processo de constante evolução, principalmente tecnológica) na próxima década. O déficit de armazenagem atual, em 80 milhões de toneladas, é extremamente relevante e reduz a competitividade do produtor brasileiro. Ao somar o déficit cada vez maior com o aumento da produção de grãos, pode-se esperar que a demanda por silos e equipamentos pós-colheita persista por vários anos. Apenas na safra 21/22, esse déficit deverá se ampliar em mais 30 milhões de toneladas.
- Planos de infraestrutura no Brasil: os investimentos anunciados pelo ministro Tarcísio de Freitas, sem dúvida, são um vetor de crescimento para a companhia nos próximos anos. Os planos para portos e ferrovias devem demandar silos e granéis para compor a cadeia logística, bem como equipamentos para transbordo (esteiras transportadoras e para transbordo e embarque, por exemplo). O novo marco regulatório das ferrovias terá papel importante: cada trem retira 240 caminhões bitrem da estrada, podendo, com isso, ampliar a capacidade de escoamento de grãos em até 100 milhões de toneladas. Abrem-se aí oportunidades para instalação de novos silos, principalmente no segmento de granéis e nas novas fronteiras agrícolas desprovidas de infraestrutura de armazenagem.
- Serviços Pós-Colheita 4.0: no “Kepler Day” deste ano, a KW divulgou a criação deste novo segmento de negócios, que permitirá aumentar ainda mais sua receita recorrente. Este segmento engloba a plataforma SYNC, desenvolvida pela Kepler para automação e operação de sensores de ponta, permitindo acompanhar em tempo real os equipamentos. Esses serviços já vêm sendo incluídos nas vendas. O segmento ainda está em fase inicial, mas possui grande espaço para crescer: existem mais de 17 mil plantas de armazenagem no Brasil que possuem potencial de instalação do SYNC. Apesar da receita do *hardware* ser pequena (perto de 3% do valor total da obra), o serviço de assinatura que virá acompanhando pode ser um excelente *driver* para aumentar a fidelização do cliente. O grande desafio é convencer o produtor a testar o produto; uma vez testado, no entanto, o *churn* deverá ser muito baixo, dado que as perdas são consideravelmente reduzidas.
- Crescimento do etanol de milho e biodiesel: de acordo com Eduardo de Lima, CEO da companhia de bioenergia Millenium, em 10 anos, o milho pode ultrapassar a cana na produção de etanol. Ao contrário desta, que precisa ser produzida ao lado da usina, o grão pode ser estocado – o que permite que a usina seja construída mais distante das lavouras. Outra grande vantagem é que as usinas de etanol de milho podem ser significativamente menores (uma vez que a matéria-prima pode ficar estocada em estruturas separadas), permitindo produzir durante todo ano. Já as usinas de etanol de cana precisam ser maiores para comportar toda a produção na época de colheita – e por isso ficam ociosas 40% do tempo. A Kepler fechou para 2022 um grande projeto com uma indústria de etanol de milho, no valor de R\$ 46 milhões. A 1ª etapa será entregue em março e a 2ª, em maio do próximo ano. O biodiesel possui amplo espaço para crescer, com a soja como principal insumo utilizado no Brasil – anualmente são 25 milhões de toneladas utilizadas no Biodiesel (ou 20% da produção desses grãos no país).
- Exportações: a desvalorização do real em 40% nos últimos dois anos deu mais competitividade à Kepler, especialmente no mercado latino-americano e na África. Parcerias locais para montagem, obras civis e assistência técnica são desafios – mas que também que afetam a concorrência. Pesa a favor da KW, no entanto, a tradição e a capacidade de entregar nos prazos.
- Novos negócios: a Kepler poderá desenvolver novos produtos para outras aplicações, notadamente para o segmento de proteínas e intensificação do uso de tecnologia como diferencial. Eventuais aquisições de pequenas empresas que atuam em nichos poderiam ser os veículos mais rápidos e efetivos.

Agradecemos o apoio de nossos investidores e esperamos retribuir com desempenho consistente e acima do mercado ao longo dos anos. A Kepler Weber faz parte deste desempenho diferenciado e acreditamos que continuará a contribuir com os resultados positivos de todos os nossos fundos. Esperamos ter ajudado nossos investidores a entenderem nossos investimentos nesta notável companhia e que muito contribui e continuará contribuindo para o progresso do agronegócio brasileiro e segurança alimentar de todo o planeta, sem ufanismo, apenas observando os fatos.

Créditos

Esta resenha foi produzida pelo analista Pedro Carvalho Resende e supervisão e colaboração do gestor e CIO Werner Roger

Post Scriptum – Segurança Alimentar

Segurança alimentar é um termo que começou a ser utilizado durante a Primeira Guerra Mundial na Europa. Com a traumática experiência da guerra, vivenciada sobretudo na Europa, tornou-se claro que um país poderia dominar o outro controlando seu fornecimento de alimentos. A alimentação seria, assim, uma arma poderosa, principalmente se aplicada por uma grande potência em um país que não tivesse a capacidade de produzir por conta própria e suficientemente seus alimentos. Portanto, esta questão adquiria um significado de segurança nacional para cada país, apontando para a necessidade de formação de estoques estratégicos de alimentos e fortalecendo a ideia de que a soberania de um país dependia de sua capacidade de autossuprimento de alimentos.

O conjunto de normas de produção, transporte e armazenamento de alimentos visando determinadas características físico-químicas, microbiológicas e sensoriais padronizadas, segundo as quais os alimentos seriam adequados ao consumo refere-se a Alimento Seguro ou Alimento Adequado ao Consumo. Estas regras são, até certo ponto, internacionalizadas, de modo que as relações entre os povos possam atender as necessidades comerciais e sanitárias. Alegando esta razão, alguns países adotam “barreiras sanitárias” a matérias-primas agropecuárias e produtos alimentícios importados.

Fonte: Wikipédia

Como estudante de agronomia, na aula magna em agosto de 1977, o professor ensinou que um dos fatores que diferenciava um país desenvolvido e subdesenvolvido (termo muito usual nos idos da década de 70 quando eu, Werner Roger, ingressei na faculdade), era a capacidade de uma nação armazenar 100% da produção de uma safra. Nunca mais esqueci esta fala. O Brasil, infelizmente, de acordo com este conceito, é ainda um país em desenvolvimento, para não usar aquele termo atualmente considerado politicamente incorreto, mas na minha opinião, adequadíssimo, perdoem-me meus caros leitores pela franqueza e indignação a respeito desta condição do nosso querido país.



www.trigonocapital.com

Av. Chuchi Zaidan, 1550/2206-7 | 04583-110 - São Paulo - SP