

## Case Apollo Energia e o início da Perfin Infra

São Paulo, 30 de abril de 2020

### A TESE DE INVESTIMENTO NO SETOR DE TRANSMISSÃO DE ENERGIA ELÉTRICA

A Perfin Asset investe no setor de energia elétrica desde sua constituição em 2007. O setor oferece uma combinação interessante de retornos de longo prazo com previsibilidade na geração de caixa operacional e aspectos de risco controlados, além do baixo risco de ruptura no fluxo contratado e duration dilatado, o que, ao preço e valor de entrada adequados, podem oferecer uma tese de investimento bastante sólida.

O ano de 2016 apresentou fatores importantes para que a exposição a ativos do setor de transmissão aumentasse substancialmente na Perfin Asset. De 2010 em diante, em geral, era percebido que a exigência de entrada em operação contratual dos ativos tinha um prazo que, na prática, acabava se provando mais curto que a própria obtenção de licenciamento para início das obras do projeto. Esse descasamento acabou gerando atrasos de obras relevantes para o suprimento de energia elétrica no Sistema Interligado Nacional e perda do fôlego financeiro por parte de alguns empreendedores, que acabaram optando pela desistência de seus contratos. **Isso culminou em alterações substanciais nas condições de oferta de novos investimentos em transmissão de energia elétrica por meio dos leilões da ANEEL, a partir do início deste mesmo ano. Estas condições proporcionaram mais segurança aos investimentos no segmento.**

Do lado do retorno, houve uma revisão na taxa regulatória de remuneração de capital (WACC) do segmento (para investimento em novos ativos) e a migração da condição de financiamentos dos projetos para uma parcela substancialmente menor de dívidas a taxas subsidiadas, o que acabou resultando em um aumento considerável na receita anual permitida máxima (RAP) dos leilões. Este movimento visava não somente a ajustar as condições de retorno ao risco de se empreender no segmento, mas também a atrair mais investidores para os certames, considerando também que havia turbulência na frente macroeconômica e política do país à época.

Do lado dos riscos, também houve evoluções importantes, tais como (i) a criação do “excludente de responsabilidade”, que eximia o empreendedor de penalidades caso eventuais atrasos em marcos intermediários fossem advindos de entidades não controladas diretamente por ele (por exemplo, atrasos nos prazos regulamentares de respostas de órgãos licenciadores) e (ii) o alargamento do prazo contratual para as fases de licenciamento e construção do ativo, resultando inclusive em mecanismo de incentivo (de antecipação eventual de receitas) caso o ativo entrasse em operação comercial antecipadamente.

Após profunda investigação da tese de investimento, e dada a melhora na condição de retorno ajustado ao risco do segmento de transmissão, a Perfin Asset então realizou um investimento relevante nas ações da Alupar Investimento S.A. através dos seus fundos de ações, tendo inclusive constituído um fundo de ações PIPE (private investment in public equities), com finalidade de investir exclusivamente em um aumento de capital privado desta empresa em meados de 2016. O Comitê de Investimento identificou uma alta taxa de retorno implícita no preço destas ações, tendo considerado os riscos e cenários pessimistas que poderiam ocorrer ao analisar a companhia e seu portfólio de ativos naquele momento. Dentre os principais pontos analisados, vale destacar o período do

ciclo de investimentos pelo qual a Alupar vinha passando (alavancagem em seu pico no final de 2015, porém com entrega de projetos e consequente geração de caixa e início do processo de desalavancagem já em 2016) bem como o “Equity risk premium” (ERP) com prêmio considerável sobre o mercado (cerca de 600 a 700bps superior). Ainda, havia a possibilidade de a Alupar, com sua experiência dentro do segmento de transmissão, alocar capital de maneira eficiente por meio dos leilões de transmissão, o que não era precificado pelo mercado naquele momento.

### **CAPTAÇÃO DOS PRIMEIROS FIPs-IE – A FAMÍLIA DE FUNDOS APOLLO 11**

Concomitantemente à análise da Alupar, a constante interação do time de Gestão da Perfin com a companhia evidenciava sua qualidade – em termos de gestão, recursos humanos, ferramentas de controle e execução. A confiança na companhia aumentava, assim como aumentava o nosso grau de conforto de manutenção da excelência no desempenho em desenvolvimento de projetos de transmissão pelo time da Alupar. Somava-se a isto a perspectiva favorável em relação a retornos expressivos do fluxo de caixa de novos projetos de transmissão, considerando o prazo de 30 anos do contrato de concessão, com ERP substancial e margem de segurança também bastante alta.

**Sendo assim, poucos meses após efetuar o investimento massivo nas ações da Alupar, a Perfin realizou a parceria com esta mesma companhia para que pudessem participar juntas no leilão de transmissão que estava por vir no segundo semestre de 2016, a fim de ter participação direta em ativos deste segmento. Para isso, captou os fundos Perfin Apollo 11 FIP-IE e Perfin Apollo Eleven FIP-IE, que foram constituídos com o intuito de investir no Leilão ANEEL nº 13/2015 – 2ª Etapa.** Era a primeira vez que a Perfin Asset levantava recursos por meio de FIPs-IE (Fundos de Investimento em Participações – Infraestrutura), veículo que concede isenção de imposto de renda sobre qualquer tipo de retorno (ganho de capital e proventos) para investidores Pessoa Física em prol de realização de investimentos dedicados ao setor, desde que cumpra algumas condições, tais como gestão ativa no nível das investidas. Somando ambos os fundos, foram levantados R\$ 275 milhões em capital comprometido. **Nesse momento, nasceu a Perfin Infra, braço da Perfin que foca no setor de infraestrutura com governança e equipe específica.** Viemos, ao longo do tempo, reforçando a equipe com contratações em novas frentes importantes para o negócio (áreas de controladoria, legal e gestão).

**Ter uma governança bem desenhada foi um pilar importante para a constituição dessa unidade de negócio, tanto nos fundos como nas diretrizes estabelecidas com o parceiro.** No âmbito do Acordo de Acionistas entre Perfin e Alupar, destacam-se alguns pontos (i) o direito de veto em matérias sensíveis por parte da Perfin, (ii) a otimização de distribuição de resultados pelas investidas e da estrutura de capital das mesmas, e (iii) o compromisso com as premissas de investimento do Plano de Negócios avaliado. A Perfin Asset também negociou a obtenção de uma opção de venda (“put”) da totalidade de sua participação nos projetos, remunerando seus aportes nas investidas a IPCA+5% ao ano, em troca da garantia pré-completion das dívidas tomadas nos projetos e da concessão de uma opção de compra (“call”) à Alupar nos projetos, para 30% do que tivesse sido aportado pelos recursos geridos pela Perfin nas investidas, remunerando estes aportes a IPCA+7,3% ao ano.

**Desde outubro de 2016, a Perfin participou de todos os leilões de transmissão no Brasil juntamente com a Alupar, em consórcio que também participou de alguns leilões em outros países da América Latina.** Especificamente em outubro de 2016, ocorreu o Leilão nº 13/2015 – 2ª Etapa, um certame com pouca competição, mas demonstrando interesse de grandes grupos do setor elétrico que já atuavam no Brasil, indicando uma mudança na característica dos empreendedores do segmento de transmissão nesta nova onda de investimentos do setor, comparado aos anos anteriores. O consórcio constituído por Alupar, Perfin e Apollo

11 Participações S.A. (holding não operacional criada a fim de investir os recursos dos FIPs-IE levantados pela Perfin) venceu dois lotes grandes no leilão: o Lote 2 e o Lote 6, que vieram a se tornar TPE – Transmissora Paraíso de Energia S.A. (BA/MG) e TCC – Transmissora Caminho do Café S.A. (MG/ES). Juntas somavam um investimento de R\$ 2 bilhões de investimentos de acordo com a ANEEL, e gerariam uma receita anual permitida (RAP) de cerca de R\$ 360 milhões ao consórcio.

**De acordo com as premissas (conservadoras) dos “bids” do leilão, e dadas as condições estabelecidas no Acordo de Acionistas entre Alupar e Apollo 11 S/A, a estimativa de retorno para os investimentos dos fundos da família Apollo 11 seria de aproximadamente IPCA+15,6% ao ano**, considerando o prazo do contrato de concessão (30 anos). Esta estimativa baseava-se em uma projeção de capex detalhada e captação de dívida por meio de BNDES e debêntures de infraestrutura, e também não contemplava antecipação no prazo de entrega dos ativos em relação aos prazos contratuais (cinco anos desde a assinatura dos contratos até o COD – “commercial operating date”, ou data de início da operação comercial do ativo).

**Considerávamos também a estratégia de saída do ativo – por meio de alternativas como venda a player estratégico e listagem do ativo na bolsa** – sendo um adicional ao retorno do investimento. Naquele momento, elaborávamos cálculos considerando que a venda das participações ocorreria cerca de sete anos após o início da concessão (ou dois anos após a entrada dos ativos em operação), tendo completado o período de “de-risking” do ativo, tanto no front de completion físico como financeiro. Nestes cenários, estimávamos que os retornos poderiam chegar a IPCA+25% a 30% ao ano, a depender do retorno implícito dos fluxos gerados pelos ativos adquiridos.

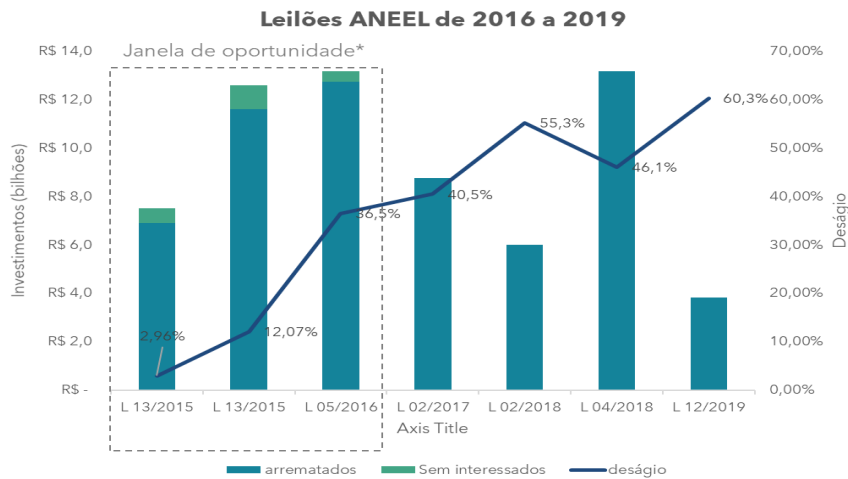
**Dado o sucesso na alocação dos recursos dos fundos da família Apollo 11, a Perfin Infra começou, no início de 2017, a captação dos fundos Perfin Apollo 12 FIP-IE e Perfin Apollo Twelve FIP-IE, com o intuito participar juntamente com a Alupar do Leilão ANEEL nº 05/2016, de abril de 2017.** O volume captado superou os R\$ 600 milhões, assim como já havia também mais players do setor de energia preparados para o certame.

Dos 35 lotes deste leilão de transmissão, o consórcio entre Apollo 12 Participações S.A. (Perfin Infra) e Alupar apresentou ofertas para 19 empreendimentos, mantendo a disciplina de capital. **No entanto, devido ao aumento de competição neste leilão, o consórcio sagrou-se vencedor de apenas um lote, a TSM – Transmissora Serra da Mantiqueira S.A. (SP/RJ), refletindo a disposição de alocar recursos racionalmente, mesmo tendo recurso no fundo para ser investido.**

O *equity* necessário para aporte no ativo pelo FIP-IE seria na ordem de R\$ 100 milhões. Com isso, optamos por reduzir o capital comprometido total da família Apollo 12 para R\$ 432 milhões. O excedente poderia ser usado em investimentos que a Perfin Infra vinha também analisando. Depois de uma diligência minuciosa dos ativos e identificar taxas de retornos bastante altas, **a Perfin acabou por costurar a aquisição de dois ativos de transmissão cujos contratos haviam sido assinados no final de 2016. Os ativos eram greenfields em estágio inicial: as concessões que vieram a se chamar ETB – Empresa de Transmissão Baiana S.A. (BA) e EDTE – Empresa Diamantina de Transmissão de Energia S.A. (BA).** Estes contratos pertenciam à WPR Participações, consórcio que se sagrou vencedor dos ativos no Leilão nº 13/2015 – 1ª Etapa (em abril/2016), mas que naquele momento preferiam abrir mão dos projetos devido a condições circunstanciais da companhia. Um fator importante que aumentava o interesse é que a EDTE era responsável pela construção da Subestação Poções 3 (BA), onde seria conectada a TPE e sem a qual não poderia ser considerada a antecipação dos ativos vencidos em outubro/2016.

A Apollo 12 S/A concluiu tal aquisição em julho de 2017, adquirindo 100% das ações dos projetos e pagando ágio ao vendedor – o que poderia ter gerado desconforto para alguns investidores em relação à capacidade de geração de bons retornos nestes ativos. Em novembro de 2017, a Alupar passou a ser sócia dos ativos, nos quais foram mantidas as condições de controle e governança que detínhamos nos demais projetos.

A família Apollo 12 também participou do consórcio no leilão de transmissão de dezembro de 2017, juntamente com Alupar e a Apollo 14 Participações S/A, que teve seus recursos oriundos da captação de mais um fundo pela Perfin Infra. No entanto, a competição deste leilão foi bem mais acirrada do que os anteriores, e não houve condições de alocar adequadamente os recursos existentes. Dessa forma, a família Apollo 12 alocou seus recursos em projetos com a estimativa conservadora de retorno de aproximadamente IPCA+12% ao ano, considerando os 30 anos de concessão. Mais uma vez, esta estimativa baseava-se em uma projeção de capex detalhada, captação de dívida por meio de BNDES e debêntures de infraestrutura, e sem contemplar antecipação no prazo de entrega dos ativos em relação aos prazos contratuais. Os cálculos considerando a venda das participações após cerca de sete anos resultavam em retornos entre IPCA+20% e 25% ao ano, a depender do retorno implícito dos fluxos gerados pelos ativos adquiridos.



A maioria dos ativos arrematados pela Perfin em parceria com a Alupar foram neste período, onde o nível de deságio competitivo permitia projetos com retornos atrativos.

## 2018 E 2019 – NOVOS FIPs, NOVAS PARCERIAS, E A MATUREZAÇÃO DO INVESTMENT CASE DOS FUNDOS PIPE

Os anos de 2016 e 2017 foram providenciais para pavimentar um bom início em investimentos dedicados a Infraestrutura pela Perfin. **Em 2018, havia muito trabalho ao considerarmos somente os investimentos já existentes: obtenção de licenciamento ambiental, análise e início de desapropriação fundiária das áreas implicadas, elaboração dos projetos executivos, negociação com fornecedores e discussão sobre as dívidas dos projetos – sobre o que falaremos brevemente na sequência.** Mas neste ano, também mantivemos o crescimento do pipeline de investimentos, uma vez que mais oportunidades surgiam com boas perspectivas de retorno e risco para o longo prazo.

**Na frente dos investimentos das famílias de fundos Apollo 11 e Apollo 12, o desempenho de desenvolvimento dos projetos em fase pré-operacional era satisfatório e evoluía em um ritmo animador** – os processos anteriores ao início da construção civil dos ativos caminhavam de forma a já haver possibilidade de ser projetada a antecipação da entrada em operação comercial de projetos. Enquanto isso, o cenário político-econômico e o apetite do mercado de capitais ofereciam condições de analisarmos alternativas de financiamento de longo prazo dos projetos de uma forma inimaginável cerca de um ano e meio a dois anos antes – discutíamos a possibilidade de financiamentos bilionários somente por dívida privada (debêntures incentivadas), com prazo, duration e condições de covenants bastante favoráveis.

O resultado nessas frentes no ano foi (i) um forte avanço na fase pré-obra e expectativas reais de obtenção de licenças de instalação logo no início de 2019 e (ii) a captação de R\$ 2,8 bilhões de dívidas de longo prazo para TPE, TCC, ETB e EDTE (em outubro para as duas primeiras, e dezembro para as duas últimas), que seriam então financiadas integralmente por debêntures incentivadas com 10 anos de prazo, cerca de 7 anos de duration, balloon de aproximadamente 50% da dívida e custo de NTN-B de referência mais 50 a 70bps na data de emissão. Consequentemente, os retornos projetados no cenário corrente dos projetos aumentavam devido às condições favoráveis.

**Consideramos importante destacar que a parceria com a Alupar, nos moldes como foi desenhada e na forma como vinha funcionando bem ao longo de mais de um ano e muito esforço conjunto, resultou no início da parceria com a Casa dos Ventos (CDV), maior desenvolvedora de projetos de geração de energia eólica do Brasil, com características semelhantes às que tínhamos na transmissão com a Alupar. Iniciou-se a família dos fundos Perfin Ares. A Perfin Asset captou recursos em um fundo que viria a ser dedicado a geração de energia elétrica ainda no segundo semestre de 2017 – o Perfin Ares I FIP-IE. A parceria entre Perfin e CDV vislumbrava desenvolver projetos ganhos no Leilão A-6 de energia de dezembro de 2017 para um parque do Complexo Eólico Rio do Vento, no Rio Grande do Norte que soma 504MW de capacidade instalada e hoje essa parceria já se expande para mais de 1GW de capacidade instalada, que inclui mais 2 novos projetos.**

Já do lado do crescimento de portfólio, atacamos em algumas frentes no ano de 2018. A manutenção da busca por investimentos em projetos de transmissão greenfield, tanto por meio da participação nos dois leilões de transmissão no ano em consórcio com a Alupar, como via propostas de aquisições de ativos no mercado secundário; no entanto, neste ano, não houve sucesso de adquirirmos novas participações em investimentos greenfield em transmissão. Por outro lado, **avançamos na frente de Geração com o começo da comercialização do Rio do Vento II, fruto da parceria com a Casa dos Ventos, e em ativos operacionais de transmissão.**

**Neste ano, realizamos as aquisições de dois ativos já operacionais de Transmissão explorada através da participação no Leilão Eletrobras nº 01/2018.** Este leilão tinha por objetivo o desinvestimento por parte da Eletrobras de participações minoritárias em SPEs de transmissão, por não serem foco da empresa. **A Perfin Asset levantou R\$ 314 milhões nos fundos CSHG Perfin Apollo 15 FIP-IE e CSHG Perfin Apollo 16 FIP Multiestratégia** (este último focado em projetos que não se enquadram na Lei nº 11.478 de benefício fiscal em FIP-IE).

**O consórcio do FIP Apollo 16 com a Alupar venceu o lote referente à aquisição de 49% da AETE – Amazônia Eletronorte Transmissora de Energia S.A. (MT), em 2019 concluiu a aquisição da participação da Eletrobras, e ainda no terceiro trimestre do mesmo ano adquiriu mais 37,75% de participação na companhia. Já o FIP Apollo 15 assinou um contrato de aquisição de 35% de participação na TME – Transmissora Matogrossense de Energia S.A. (TME) em março de 2019, referente a parte da aquisição da participação de 49% na companhia que a Alupar arrematou da estatal federal no mesmo leilão do ano anterior.**

Para os investimentos acima descritos, mantivemos expectativas de retornos com prêmio sobre as condições de mercado e riscos mitigados – no caso de geração eólica, devido à produtividade do recurso eólico do projeto, víamos possibilidade concreta de retornos reais de dois dígitos para o cotista, considerando o prazo completo dos contratos; no caso de transmissão, a baixa competição no Leilão Eletrobras e as sinergias operacionais dos projetos resultariam em taxas de retorno real, depois de impostos, próximas dos dois dígitos para os cotistas no cenário de carregarmos os ativos até o vencimento. Nos cenários de projeção de estratégia de saída, mantínhamos resultados que poderiam superar a faixa de retorno de IPCA+15% a 20% nos projetos.

**No fim deste mesmo ano, iniciamos um acordo com a Mori Energia Holding S.A., abrindo a frente de investimento em Geração Solar Distribuída, vertical que já vínhamos analisando há cerca de um ano. Identificamos na parceria uma forte oportunidade pelos projetos estarem no Estado de Minas Gerais e com possibilidade de termos parceria, no nível das SPEs, com o braço de GD da Cemig.** Víamos este último fator como relevante para auxiliar com a estratégia de comercialização varejista da energia produzida. Esta frente já soma mais de R\$ 600 milhões de investimentos em 34 UFVs (usinas fotovoltaicas) que juntas somam 180MWp de geração de energia, fazendo com que a Mori seja, atualmente, a maior empresa do segmento no Brasil.

**Iniciamos o desinvestimento dos fundos PIPE de ações da Alupar em junho de 2019, e finalizamos este processo em dezembro do ano passado. No período de cerca de três anos desde a captação do primeiro fundo PIPE, o mercado passou a precificar de forma mais adequada as ações da Alupar e, dado que o fundo possuía prazo para vencimento, optamos por antecipar em alguns meses sua liquidação, facilitando a execução do desinvestimento da posição. O fundo PIPE entregou um retorno líquido de IPCA+19,3% ao ano para seus cotistas, enquanto o fundo PIPE 2 retornou, após as taxas, IPCA+9,3% ao ano aos seus cotistas em menos de dois anos de prazo de investimento.**

Os diferenciais de termos uma parceria com uma grande empresa também se mostraram favoráveis em todo este processo. Desde as discussões referentes às premissas utilizadas no momento da participação o leilão, até a busca pelas alternativas de engenharia que otimizariam nosso projeto, passando pelos detalhes contratuais que garantissem a execução com segurança aos acionistas. No segundo semestre de 2019, após termos obtido as licenças de instalação dos projetos, o desembolso de dívida bilionária de mercado, as contratações de equipamentos e serviços e um bom andamento nas obras, tornou-se facilitado o caminho que imaginávamos trilhar em relação aos investimentos geridos pela Perfin em transmissão – o de **criação de um portfólio de investimentos listado em bolsa, nascia o Perfin Apollo Energia FIP-IE, que servisse como alternativa a milhares de investidores que desejam investir seus recursos em projetos que beneficiem o desenvolvimento da infraestrutura de energia elétrica brasileira.**

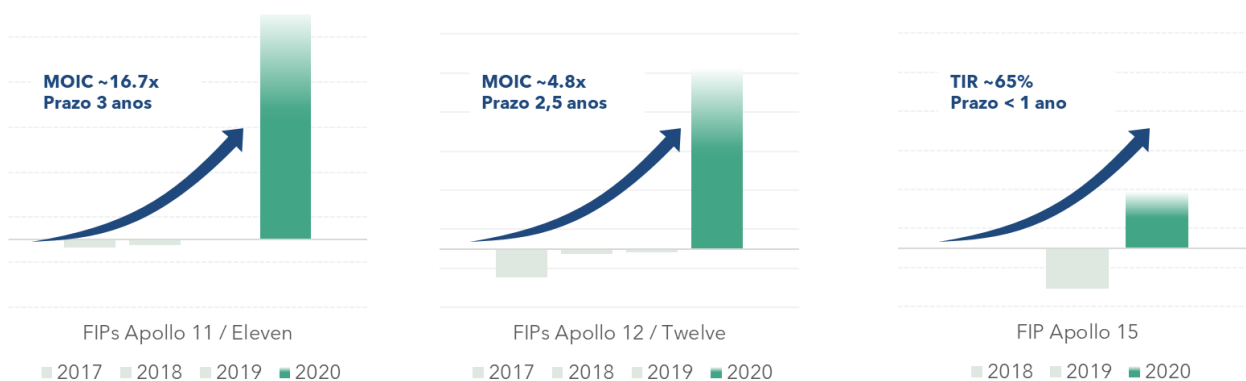
**Desta forma, as participações em investimentos detidas pelos FIPs-IE Apollo 11 e Eleven, os FIPs-IE Apollo 12 e Twelve e o FIP-IE Apollo 15 foram incorporadas no Perfin Apollo Energia FIP-IE, que foi objeto de uma oferta pública CVM 400 e levantou mais de R\$ 1 bilhão, sendo listado em janeiro de 2020 sendo o maior FIP-IE negociado na B3 (ticker PFIN11).**

## PERFIN INFRA – TRAJETÓRIA



O retorno do investimento nos fundos da família Apollo 11 foi de cerca de 16,7x o dinheiro em três anos; da família Apollo 12, 4.8x em dois anos e meio; e o FIP Apollo 15 retornou 37% em menos de 8 meses, resultando em TIR de 65%. Todos estes retornos são líquidos de todas as taxas (administração e performance).

## FAMÍLIA APOLLOS – RETORNOS





**PERFIN**  
ASSET MANAGEMENT

Nós, da Perfin, agradecemos a confiança de vocês investidores e nossos parceiros, Alupar, Casa dos Ventos e Mori, que vemos nos ajudando nessa empreitada. Um agradecimento especial a todos que acreditaram na tese de investimento que construímos em um momento desafiador e agora conseguimos, felizmente, recompensá-los – além de possibilitar novos investimentos promissores.

Obrigado.

**Equipe Perfin**