

# DIVIDENDOS

Comgás

Setembro/Outubro de 2018

# Sobre a Companhia

A Comgás S/A tinha um total de 130.038.279 ações, sendo 101.917.264 ONs e 28.121.015 PNAs, mas em razão do aumento de capital aprovado em Assembleia Geral realizada em 25 de abril, subscrevendo R\$168.828Milhões, mediante capitalização da reserva especial de ágio, 70% do valor do aumento será em proveito da acionista controladora (Cosan), passando a Comgás ter então 132.023.251 ações, sendo 103.472.982 ONs e 28.550.269 PNAs.

ACIONISTA	ON	ON%	PNA	PNA%	TOTAL	TOTAL%
Cosan S.A. Indústria e Comércio	100.797.844	97,41	5.053.652	17,70	105.851.496	80,18
Outros Acionistas (free float)	2.675.138	2,59	23.496.617	82,30	26.171.755	19,82
<b>Total</b>	<b>103.472.982</b>	<b>100</b>	<b>28.550.269</b>	<b>100</b>	<b>132.023.251</b>	<b>100</b>

Fonte: Comgás

A Cia. tem como atividade a distribuição de gás natural para São Paulo

Capital e mais dezenas de municípios. Sendo São Paulo a maior cidade do País, não é difícil imaginar que a Comgás é a maior distribuidora de gás do Brasil.

Mesmo sendo uma empresa privada, por se tratar de uma concessionária de serviço público é preciso, inicialmente, considerar as vantagens e desvantagens de tal característica: a grande vantagem é que hoje, e provavelmente por muito tempo, a Comgás terá o mercado cativo no fornecimento de gás encanado em constante expansão, como também é notório que o produto fornecido não vai simplesmente desaparecer do mercado da noite para dia; como desvantagem, podemos citar a vulnerabilidade às

políticas públicas, que nem sempre são pautadas na economia de mercado. Tal elemento é importante, porque a tarifa cobrada pela Companhia, como prestadora de um serviço público, é regulada pela ARSESP, vinculada ao Estado de São Paulo.

*Segundo informação da Comgás: A tarifa decorrente da revisão quinquenal é reajustada anualmente na data de aniversário da assinatura do contrato de concessão (31 de maio). Este reajuste é feito pela ARSESP e consiste na atualização das margens de distribuição pelo IGPM e do custo do gás e seu transporte, considerando as variações reais acumuladas dos preços de aquisição pela Comgás. Eventualmente, em razão de grandes variações de custo, o órgão regulador pode entender a necessidade de ajustes fora das datas ordinárias previstas.*

A Cosan é a principal acionista, contando hoje com pouco mais 80% das ações, sendo fundamental acompanhar a administração da companhia.

A Comgás vem pagando nos últimos anos dividendos expressivos, daí figurar neste relatório, mas é preciso, repita-se, acompanhar essa política de perto, porque não se mostra sustentável em longo prazo.

A previsão de crescimento da atividade econômica, em especial da indústria, nos leva a crer no aumento de consumo do gás, mas não se engane, a retomada do crescimento tende a ser em conta-gotas. De qualquer forma, no 1T2018, houve um crescimento de consumo de mais de 18% em relação ao 1T2017 para o ambiente residencial e de mais de 10% para o industrial, o que é animador, mas por outro lado, o custo do gás com o aumento do petróleo compromete parte do retorno que tal aumento refletiria no lucro.

## A Empresa em Números

Vamos começar falando, é claro, dos dividendos distribuídos nos últimos anos:

COMPANHIA DE GÁS DE SÃO PAULO - COMGÁS

Exercício Social Relativo	Valor por ação ON (R\$)	Valor por ação PNA (R\$)
31/12/2017	5,269085397915	5,795993937706
31/12/2016	3,075350522450	3,382885574700
31/12/2016	1,273204745960	1,400525220550
31/12/2015	1,668681648810	1,835549813690
Exercícios Anteriores	7,803180581720	8,583498639890
31/12/2015	1,069310100078	1,176241110086
31/12/2015	1,443346990522	1,587681689574
Exercícios Anteriores	2,482585961046	2,730844557150
31/12/2014	0,149549550186	0,164504505205
31/12/2014	1,164666949554	1,281133644509
31/12/2013	0,397304739095	0,437035213004
31/12/2013	0,918800235564	1,010680259120

Fonte: RI CGAS

No ano de 2017, a companhia distribuiu nada menos que R\$5,79 (cinco Reais e setenta e nove centavos) de dividendos por ação preferencial. Ao se considerar a cotação de hoje, R\$49,33, o retorno em dividendos foi de mais de 11% (*dividend yield*), um número bem significativo. Ao se considerar a cotação de dezembro de 2017, bateu em 10%.

Em 2016, o valor foi um pouco menor, R\$4,78 (quatro Reais e setenta e oito centavos), mas ao se considerar a cotação em dezembro de 2016, o *dividend yield* foi ainda mais alto.

O problema é que essa política tende a comprometer os resultados da

companhia caso não haja um crescimento mais consistente nos próximos anos.

Em primeiro lugar, precisamos reconhecer que as companhias pagadoras de dividendos expressivos, em regra, são companhias que não podem ou não querem expandir significativamente. Os recursos que seriam destinados a tal crescimento (*capex*), escorrem dos cofres da empresa para o bolso do acionista. Por um lado é bom, mas por outro limita o seu crescimento e aumenta os seus riscos.

Então sabemos que a companhia não vai crescer tanto assim, e hoje ela está com uma dívida de quase 3x o patrimônio líquido. Esse número é expressivo. Se por um lado a dívida alta, com pagamento de despesas financeiras na mesma proporção reduz o imposto de renda, por outro coloca a companhia em um risco maior em caso de recessão ou mesmo uma política tarifária desfavorável.

O ROE médio<sup>1</sup> é de aproximadamente 27,41% e o lucro

<sup>1</sup> Retorno sobre o patrimônio líquido: a média fizemos com base nos últimos 36 meses, dando maior peso ao

médio<sup>2</sup> por ação (cotação atual) é de 9,90%, e esses números, de fato são bons, mas repito, o ROE de quase 30% com distribuição quase total dos lucros em dividendos, acaba por não significar muita coisa, e isso será visto mais adiante.

Especificamente para o ano de 2017, o ROE foi de 31,73%.

O resultado líquido do último trimestre decepcionou, e por isso o valor das ações caíram tanto. A redução do lucro no último trimestre, se deu, basicamente, em razão do aumento do custo do gás, e também um pequeno impacto negativo no resultado financeiro.

Como divulgado pela Companhia, o preço para o consumidor final leva em conta o custo do gás, mas a revisão tarifária é feita uma vez por ano, maio, então é natural que haja impacto negativo por alguns meses, mas a tendência que a Companhia se recupera na nova revisão:

“A tarifa decorrente da revisão quinquenal é reajustada anualmente na data de aniversário da assinatura do contrato de concessão (31 de maio). Este reajuste é feito pela ARSESP e consiste na atualização das margens de distribuição pelo IGPM e do custo do gás e seu transporte, considerando as variações reais acumuladas dos preços de aquisição pela Comgás. Eventualmente, em razão de grandes variações de custo, o órgão regulador pode entender a necessidade de ajustes fora das datas ordinárias previstas.”

A relação cotação valor patrimonial, está em 2,76x o que deve ser levado em consideração na hora de se optar por investir em tal companhia: isso significar dizer que pela cotação atual, você paga 2,76x o valor do patrimônio líquido.

Para quem gosta de analisar a empresa pelo EBITDA<sup>3</sup>, houve um aumento de mais de 13% em relação ao 1T2017, e a projeção da companhia é um crescimento de 1,8% a 7,6% para este ano em comparação com o ano anterior.

---

último ano e principalmente ao último trimestre que foi anualizado.

<sup>2</sup> Mesmo critério para apuração da média apontada acima

Este relatório é protegido por Direitos Autorais, não podendo ser divulgado ou distribuído, sujeitando o infrator as sanções civis e criminais.

---

<sup>3</sup> Lucro antes dos juros, tributos (IR e CSSL), depreciação e amortização, também conhecida como LAJIDA.

# Retorno Esperado

Nos últimos anos também, como já vimos, o retorno com dividendos foi expressivo, o que mostra, até aqui, ter sido um investimento bastante eficiente.

Com base nos números que ficaram para trás, é possível estimar o retorno exigido em 9,5%, isso porque a taxa selic hoje está em 6,5%, e ao se considerar, é claro, a metodologia aplicada neste caso, comparando os últimos 5 anos o retorno com ganho de capital e dividendos.

# Preço Justo

Como já mencionado, acreditamos que a companhia continuará pagando dividendos expressivos, mas não há espaço para aumentos, e por isso no cálculo do preço justo não estaremos

considerando aumento nos dividendos para os próximos anos. O mercado entendeu bem isso ao valorizar as ações ordinárias em detrimento das preferenciais nos últimos meses.

Sendo assim, o preço justo estimado para as ações preferenciais é de R\$60,94 (sessenta Reais e noventa e quatro centavos)

No momento do fechamento deste relatório o papel estava sendo negociado a pouco mais de R\$48, o que justifica a recomendação de compra, ainda que, e bastante atenção, haja uma real possibilidade de queda ainda maior nos preços.

**ATENÇÃO: Estabelecer o preço justo não significa que o valor apontado será alcançado ou superado pelo mercado, sendo apenas uma estimativa, que leva em consideração vários fatores, inclusive de ordem subjetiva.**

# Riscos

Diversos fatores de risco devem ser considerados para esta Companhia, e dentre eles destacam-se:

Riscos da própria atividade, que por envolver o transporte e fornecimento de um produto altamente volátil e inflamável, é extremamente arriscado, podendo incorrer em acidentes de grandes proporções;

Há o risco também envolvendo licenciamentos ambientais, e outros decorrentes da expansão de tal atividade;

Por estar em um mercado regulado, a Companhia sofre interferências do regulador, em especial da parte relativa a tarifação;

Outro fator de risco importante é possíveis conflitos de interesses entre o controlador (Cosan) e a controlada, em especial no que tange a política de

distribuição de dividendos, a existência de contratos de fornecimento de gás entre ambas, entre outros;

Existe um risco evidente no que tange ao fornecimento de matéria-prima, já que a companhia tem um único fornecedor, e por isso está vulnerável neste ponto;

A companhia também é parte em diversas ações judiciais e processo administrativos, com destaque para um processo no CARF envolvendo mais de R\$900Milhões; e várias outras medidas judiciais e administrativas também na casa dos milhões, grande parte sem provisionamento.

# Conclusão

A companhia tem vários elementos que justificam certa exposição a ela, em especial o ROE de quase 30% e a distribuição de dividendos.

No entanto, o nível de endividamento deve ser monitorado, bem como a distribuição de dividendos nos próximos anos, que se por um lado agrada o acionista, por outro pode comprometer a taxa de crescimento interno, uma vez que a taxa de retenção é praticamente nula.

Os fatores de risco também devem ser considerados com bastante cuidado.

É preciso observar que as ações preferenciais pagam mais dividendos que as ordinárias, e considerando o controle acionário pela Cosan, e que no momento as preferenciais estão sendo cotadas por valor menor, nossa recomendação é pela compra da CGAS5.

22 de setembro de 2018.

## *Disclaimer*

Este relatório é um conjunto de informações públicas organizadas de acordo com a opinião do analista, não podendo ser utilizado como único elemento para compra ou venda do ativo analisado. Não representa, pois, compromisso com resultados futuros, cuja intenção é auxiliar o investidor na tomada de decisão, mas sem qualquer vinculação.

O Investidor foi cientificado quando da contratação dos riscos que o mercado de renda variável representa, por sua própria natureza, podendo sujeitar o investidor a perdas significativas e, por isso, deve estar sempre respaldado pelo conhecimento e diversificação.

O analista responsável por este relatório é Antonio Marcus Ermida, certificado CNPI número 1949, observando o cumprimento da instrução CVM 598/2018\*, tendo sido elaborado de modo independente, sem qualquer ingerência ou sugestão de terceiros, representando as opiniões pessoais do responsável e seus colaboradores.

As informações desse relatório não representam, por parte da Capital Extreme Analises para Investimento ou do analista responsável garantia de exatidão das informações prestadas ou julgamento sobre a qualidade das mesmas, por terem sido, em sua maioria, obtidas da própria companhia ou em veículos de imprensa. As opiniões do analista estão sujeitas a alterações, e por isso são transitórias, não tendo a Capital Extreme Analises para Investimento ou seu analista a obrigação de atualizar tais informações, não se responsabilizando por resultados de decisões de investimento com base nas informações ou recomendações nele contidas. As informações e/ou recomendações não dispensam a consideração de opiniões de outras fontes e/ou instituições especializadas, muito menos substitui o julgamento pessoal de quem o recebe, inclusive por não levar em consideração as condições pessoais/subjetivas de cada investidor.

Fotografias, gráficos e outros elementos retirados de livros, sites, revistas ou outras fontes, são reproduções parciais autorizadas por lei cuja fonte está indicada, em regra, logo após a informação ou imagem utilizada.

**ATENÇÃO: O INVESTIMENTO EM RENDA VARIÁVEL É ARRISCADO, PODENDO HAVER PERDAS SIGNIFICATIVAS. RESULTADOS PASSADOS NÃO SÃO GARANTIA DE RETORNOS FUTUROS.**

- <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst598.pdf>