



**MEMORANDO DE INVESTIMENTO**

**FUNDAÇÃO ATLÂNTICO –**

**SECUNDÁRIO**

---

**NOVEMBRO 2023**

## 1. Sumário

Este memorando apresenta a oportunidade de adquirir um portfólio de três fundos atualmente investidos pela Fundação Atlântico de Seguridade Social (FATL). A Spectra possui boa relação com os gestores do portfólio, Angra e BRZ, e é detentora de participações em todos os fundos analisados.

A posição da FATL totalizava R\$ 87,3m na data base da proposta, junho de 2023, dividida nos seguintes ativos:

- **Angra Infra (R\$ 73,1m):** fundo de R\$ 740m captado pela Angra em 2006. Possui dois ativos e um passivo em carteira, resultando em um PL de R\$ 900,9m em junho de 2023. A FATL detém 8,1% do fundo;
- **Empreendedor Brasil (R\$ 8,6m):** fundo de R\$ 196m com vintage 2007, captado e gerido pela BRZ. Em junho de 2023, o fundo possuía três ativos remanescentes, resultando em um PL de R\$ 189,9m. A participação da FATL equivale a 4,5% do fundo;
- **Logística Brasil (R\$ 5,6m):** fundo de R\$ 462m com vintage 2006, captado e gerido pela BRZ. Em junho de 2023, o fundo possuía um ativo em carteira que totalizava um PL de R\$ 36,8m. A posição da FATL corresponde a 15,2%.

Fizemos uma oferta pagando 100% da marcação na data base (R\$ 87,3m) pelo portfólio descrito acima. O valor será dividido em duas parcelas, uma primeira de 40% à vista e os 60% restantes em até 60 meses, com correção dos valores em aberto por INPC +4,5% e com pré-pagamento no caso de amortização de recursos dos fundos investidos.

O deal foi estruturado conforme descrito acima para que, considerando as chamadas e amortizações esperadas (em especial o desinvestimento de Cattalini), tivéssemos baixas chances de chamar capital para pagamento da segunda parcela. Dessa forma, acreditamos que o desembolso final será de R\$ 35m (sendo a primeira parcela de R\$ 32,8m e o restante de custos até desinvestimentos), o que representa um desconto implícito de ~60% dado o NAV de R\$87,3m. Para essas condições, no cenário base, é esperado que o investimento retorne uma TIR de 45%, e MOIC de 2,1x.

## **2. Os gestores**

A gestão do portfólio é realizada por duas diferentes casas, sendo que possuímos relações estreitas com ambas.

### **2.1 Angra Partners (Angra Infra)**

O detalhamento da gestora é apresentado nos memorandos dos secundários de Mantiq, Black, Inframprev, Investidores Institucionais II e Ceres.

Somos hoje o principal cotista da casa e já costuramos acordos para realizar o realinhamento de interesses e consequente desinvestimento dos ativos, o que acreditamos ter sido muito importante na performance de transações feitas anteriormente, como a reestruturação dos fundos InfraBrasil e Caixa Ambiental.

Desde nosso último investimento com a Angra, a principal mudança da gestora foi a saída do Geoffrey e do Sérgio Brasil. Com o desinvestimento de outros ativos geridos pela casa, o fundo Angra Infra se tornou ainda mais relevante para a receita da gestora. O desalinhamento entre gestor e cotistas se tornou mais delicado com o vencimento dos acordos de performance que fizemos com a casa, o que nos levou a acreditar que a Angra não estaria incentivada a acelerar o desinvestimento dos ativos e liquidar o fundo.

Dessa forma, em agosto desse ano, refizemos um acordo que inclui todos os ativos dos fundos geridos pela Angra nos quais somos investidores, também resetando a marca d'água pois dificilmente a gestora receberia performance nos termos antigos. Além disso a performance oriunda da venda do ativo Rocha Cattalini (único com valor na gestora e principal ativo desta transação) ficará retida, sendo liberada de maneira faseada com base na resolução dos passivos dos fundos Brasil Petróleo 1 e 2 e Investidores Institucionais II.

### **2.2 BRZ (Empreendedor Brasil e Logística Brasil)**

O detalhamento da gestora é apresentado nos memorandos de secundário de Postalis, Diamond, Ceres e GP.

Não houve atualização relevante na gestora desde então. Em suma, mantemos nossa visão que a BRZ é uma casa séria, mas que possui problemas relacionados a conflito de interesse envolvendo o desinvestimento do Porto de Itapoá (principal ativo dos fundos) e a perpetuidade da casa, dado que não consegui captar outros produtos e depende das taxas de gestão dos fundos legado.

### **3. O vendedor**

Sediada no Rio de Janeiro, a Fundação Atlântico de Seguridade Social foi criada em 2004 e é uma entidade fechada de previdência complementar patrocinada pela Oi. A entidade gera aproximadamente R\$ 12,5bi, sendo que a carteira de fundos negociada representa 0,7% do patrimônio total.

A FATL foi uma das primeiras casas com quem conversamos quando iniciamos a estratégia de secundários – realizamos conversas há aproximadamente cinco anos na tentativa de estruturar a presente transação. Fizemos uma proposta em dez/22 para a compra do portfólio e em agosto desse ano a fundação lançou um processo competitivo para a venda do portfólio de FIPs. Deste processo, a nossa proposta foi escolhida como vencedora.

#### 4. O Portfólio

A tabela a seguir apresenta o NAV da FATL na data base da nossa proposta, os ativos envolvidos nesta transação e nossa expectativa de valores a receber.

Fundo	Stake	NAV FATL (R\$ m)	%	A receber (R\$ m)	%
Angra Infra	8,1%	73,1	84%	137,0	95%
Empreendedor Brasil	4,5%	8,6	10%	5,4	4%
Logísitca Brasil	15,2%	5,6	6%	1,5	1%
<b>Total</b>		<b>87,3</b>		<b>143,9</b>	

A tabela deixa claro que o principal fundo da transação é o Angra Infra, cuja empresa mais relevante é o terminal portuário Rocha Cattalini.

##### 4.1 Angra Infra

Já possuímos exposição ao ativo através das transações secundárias Projeto Black, Andrade Gutierrez, CELOS e, mais recentemente, Ceres. Para maiores informações, favor consultar esses memorandos. Abaixo a marcação atual de cada um dos ativos do fundo na data de referêcia da transação:

Empresa	Stake	NAV (R\$ m) @ jun/23	%NAV
Rocha/Cattalini	40,2%	880,2	99%
Estre	8,5%	11,9	1%
Georadar	na	0,0	0%
<b>Total</b>		<b>892,1</b>	

##### Rocha/Cattalini

Desde nosso último investimento, o terminal tem apresentado uma boa performance operacional. No 1S23, a receita líquida do terminal de Rocha encerrou o período em R\$ 295m (9% abaixo do projetado), mas a margem EBITDA em 42% (5pp acima do projetado), fruto de iniciativas de redução de custos. Cattalini no 1S23, por sua vez, realizou uma receita de R\$ 269m (6% acima de nossas projeções) com uma margem EBITDA de 77% (em linha com nossas projeções).

Como detalhado nos memorandos anteriores, os acionistas controladores da Cattalini estão em um processo contra a Rocha. A reclamação busca o que, em sua visão, seria um direito garantido nos acordos feitos à época da venda da participação para Rocha. Com esse direito reconhecido pela justiça, a família poderia recomprar a participação vendida ao valuation implícito da entrada do BNDES em Rocha, o que representaria um valor bem reduzido do que seria o valor justo atual.

A discussão já teve uma conclusão favorável em câmara arbitral à Rocha, mas os Cattalini entraram com um processo na justiça comum a fim de invalidar a arbitragem. Rocha já teve decisão favorável em primeira instância e, agora, os advogados da companhia aguardam que os Cattalini entrem com um recurso em 2ª instância. Esse processo é um entrave relevante no processo de venda da companhia.

No passado, um comprador já saiu da mesa devido à arbitragem (que estava em andamento na época), por isso o gestor entende que a resolução do conflito é importante para liquidar a participação na companhia. Em paralelo, o gestor está em contato com os demais acionistas para convergir sobre a seleção de um banco de investimentos, a estratégia de desinvestimento e, em seguida, iniciar o processo de venda da participação de Rocha em Cattalini.

Tratamos a venda da companhia de maneira mais conservadora que o gestor. Em nosso cenário base assumimos a venda de cada terminal separadamente, assim projetamos a venda de Cattalini em dez/25 e a de Rocha em dez/26, um ano após a expectativa do gestor.

Essa alternativa de desinvestimento de forma separada implicará em um imposto por ganho de capital de 35% dos recursos que forem recebidos pela Rocha. Essa dedução não aconteceria caso os dois terminais fossem vendidos de forma conjunta, o que não representa nosso cenário base.

Por outro lado, ao evoluirmos nosso entendimento do ativo desde o primeiro investimento que fizemos, ficou nítido que o apetite do mercado por Cattalini é significativamente maior, além de o perfil dos interessados ser diferente dos de Rocha. Dessa forma, a venda dos ativos separadamente maximiza o valor estratégico de cada terminal. Além disso, vender Cattalini antes de Rocha viabiliza o início do processo de geração de liquidez para o fundo antes que o entrave jurídico seja resolvido.

Também fomos mais conservadores do que o gestor quanto ao valor esperado no ativo. Enquanto a Angra acredita em uma saída a 10x EBITDA pelo grupo (tendo como base a proposta recebida em 2022 da ISquared de 11x EBITDA e que caiu com o início da arbitragem), projetamos um múltiplo de 7,5x por Rocha e 7,4x por Cattalini. Nessa situação, o fundo distribuiria aos cotistas R\$ 474m pela venda de Cattalini (já líquidos do imposto de ganho de capital) e R\$ 932m pela venda de Rocha, totalizando R\$ 1.406m para o fundo pelos dois terminais.

Já a expectativa da Angra é de uma venda de Cattalini que resultaria em R\$ 700m líquidos para o fundo. Dos valores que Rocha receber, acreditam que seria interessante uma retenção para financiar parte do CAPEX de expansão previsto em Rocha, necessário para a continuidade do crescimento do porto.

Essa retenção resultaria em uma distribuição de recursos ~R\$ 200m menor para o fundo (levando a uma distribuição aos cotistas de ~R\$ 500m). Por outro lado, permitiria ao porto realizar o plano de expansão com menor necessidade de alavancagem do que assumimos em nossas projeções.

Nas premissas de venda assumidas pela Angra, o comprador mantendo o grupo até a sua maturidade terá um yield de 5% real, o que resultaria em algo como R\$1,7bi para o fundo pela venda da participação nos dois terminais. Nas nossas premissas o comprador buscará um yield de 9% real, o que está mais em linha com o buscado por alguns players financeiros, e que leva aos ~R\$1,4bi para o fundo, detalhados no nosso caso base Além do valor de venda de cada um dos ativos, contamos, também com o recebimento de R\$ 333m a título de dividendos dos ativos, somando um recebimento total de R\$ 1.739m para o fundo Angra Infra.

DRE - Rocha (R\$ m)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Receita Líquida	453	517	630	728	851	941	1.041	1.136	1.238	1.289	1.333
YoY		14%	22%	16%	17%	11%	11%	9%	9%	4%	3%
EBITDA	159	160	231	270	331	370	411	448	490	516	536
Mg %	35%	31%	37%	37%	39%	39%	39%	39%	40%	40%	40%
Net Debt	92	270	457	586	653	715	778	1.186	1.130	1.079	1.025
Net Debt/EBITDA	0,6x	1,7x	2,0x	2,2x	2,0x	1,9x	1,9x	2,6x	2,3x	2,1x	1,9x

DRE - Cattalini (R\$ m)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Receita Líquida	382	415	476	480	626	647	668	690	713	736	760
YoY		8%	15%	1%	30%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
EBITDA	305	316	370	369	481	497	513	530	547	565	584
Mg %	80%	76%	78%	77%	77%	77%	77%	77%	77%	77%	77%
Net Debt	98	168	250	497	471	452	680	657	634	609	582
Net Debt/EBITDA	0,3x	0,5x	0,7x	1,3x	1,0x	0,9x	1,3x	1,2x	1,2x	1,1x	1,0x

### Estre

Quanto a Estre, o crédito do fundo ainda não foi incluído na lista de credores da Recuperação Judicial e o gestor segue questionando judicialmente o fato. A Angra aguarda o reconhecimento pela justiça da validade e exequibilidade do crédito para retomar o processo de busca por potenciais interessados em o adquirir. Não esperamos, assim, quaisquer recebimentos oriundos do ativo.

### Georadar

A Georadar está em processo de falência e estimamos passivos para o fundo de, no máximo, R\$ 30m. Em nossa modelagem consideramos esse montante sendo pago em dez/26, quando o fundo se encerrará.

Empresa	Stake	NAV (R\$ m) @ jun/23	MOIC sobre NAV	A receber (R\$ m)
Rocha/Cattalini	40,2%	880,2	2,0x	1.753,9
Estre	8,5%	11,9	0,0x	0,0
Georadar	na	0,0	na	-30,0
<b>Total</b>		<b>892,1</b>		<b>1.723,9</b>

Estimamos que serão pagos R\$20m de taxa de gestão para a gestora até 2026, enquanto a taxa de performance somente da nossa participação no fundo (incluindo a transação com FATL) de 38% é de R\$ 24,5m. Tendo em vista que o novo acordo de performance vence ao final de '26, acreditamos no alinhamento do gestor em desinvestir dos ativos até as datas projetadas no nosso caso base.

## 4.2 Empreendedor Brasil

Já somos cotistas do fundo através das transações secundárias de Postalis, Ceres e GP.

Os ativos remanescentes do fundo são Itapoá, Regina Festas e TGSC, os quais temos bastante familiaridade.

Empresa	Stake	NAV (R\$ m) @ jun/23	%NAV
Itapoá	4,5%	155,7	81,9%
Regina	27,8%	28,0	14,7%
TGSC	3,8%	6,5	3,4%
<b>Total</b>		<b>190,2</b>	

### Itapoá

No caso de Itapoá, projetamos uma venda em jul/25 a um prêmio de 5% sobre o preço implícito do porto considerando o valor de tela do veículo listado, BRZP11, em 27/10/2023. Esse valuation possibilitaria ao comprador um yield de 20% a.a real na maturidade.

### Regina Festas

Regina Festas ainda está se recuperando desde a pandemia e, no período 20-22, apresentou CAGR de 19%, fechando 2022 com faturamento ainda 6% abaixo da receita de 2019. Para o ano de 2023, a perspectiva é menos positiva: esperamos um crescimento de apenas 7% pois a companhia perdeu a licença para revender fantasias da Disney. Além disso, a margem também foi corroída pois está tracionando uma linha de produtos White-label que temporariamente apresentará menor margem, mas que será importante para o futuro da empresa.

A BRZ mandatou a boutique Brasilpar para conduzir um processo de venda da companhia, que ainda está em fase inicial e potenciais compradores devem ser contatados em breve. Para a saída, esperamos a venda da participação a 6x EBITDA em dez/25, o que representa R\$ 24m para o fundo, um MOIC/NAV de 0,9x.

### TGSC

Em relação ao TGSC, Alberto Raposo, controlador da empresa, ofertou R\$ 14,5m pela compra da participação dos veículos da BRZ, pagos em 12 parcelas mensais, corrigidas por IPCA e um earn-out de R\$ 5,5m pago quinze meses após o início da operação do porto. Esta oferta já foi aceita pelo RCI dos fundos BRZ.

Em nossas projeções consideramos o recebimento do valor em dez/24, quando todas as parcelas já forem pagas. Dada a imprevisibilidade do earn-out, o desconsideramos integralmente em nossas projeções. Assim, o Empreendedor Brasil receberia R\$ 2m, um MOIC sobre NAV de 0,3x.

Empresa	Stake	NAV (R\$ m) @ jun/23	MOIC sobre NAV	A receber (R\$ m)
Itapoá	4,5%	155,7	0,6x	93,4
Regina	27,8%	28,0	0,3x	24,4
TGSC	3,8%	6,5	0,9x	1,9
<b>Total</b>		<b>190,2</b>	<b>0,6x</b>	<b>119,7</b>

#### **4.3 Logística Brasil**

Já somos cotistas do fundo através da transação secundária de Postalis, Ceres e GP.

O único ativo do fundo é o TGSC, também presente no fundo Empreendedor Brasil. Admitimos, assim, as mesmas condições de recebimento e o pro-rata do fundo Logística Brasil corresponde a um recebimento de R\$ 9,9m, um MOIC sobre NAV de 0,3x.

Empresa	Stake	NAV (R\$ m) @ jun/23	MOIC sobre NAV	A receber (R\$ m)
TGSC	19,7%	33,4	0,3x%	10,0

## 5. Transação e Retornos Esperados

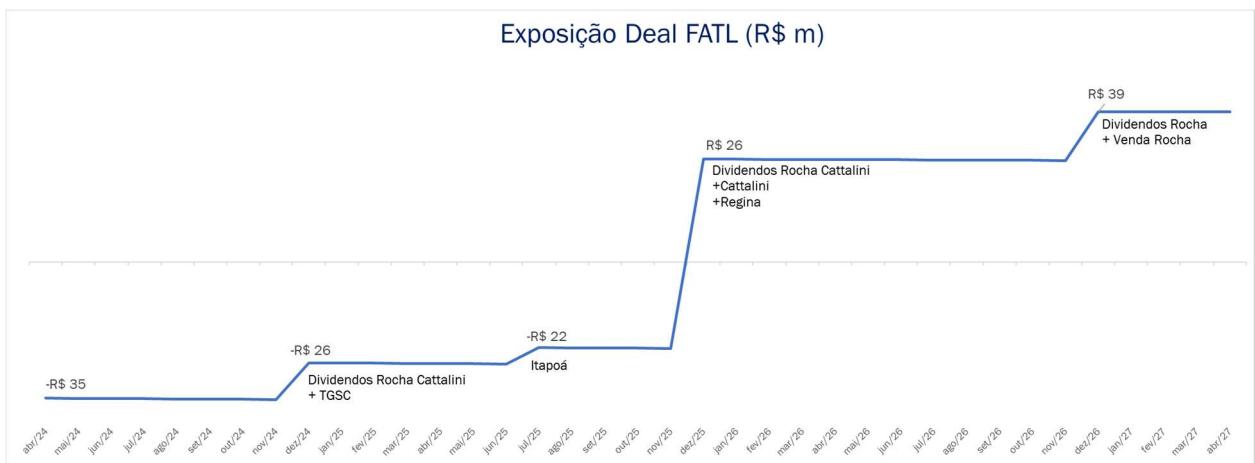
A transação consiste na compra das cotas da FATL nos fundos mencionados ao valor de marcação por R\$ 87,3m, NAV de jun/23.

O pagamento será em duas parcelas (40% a vista e 60% em até 60 meses), com a parcela sendo corrigida por INPC+4,5% e com mecanismo de pré-pagamento em caso de amortização dos fundos comprados.

Caso não ocorram os desinvestimentos nas datas esperadas, o desembolso da transação poderá chegar a R\$ 83,6m, já assumindo o ajuste de preço entre a data base e o primeiro desembolso e 2% de taxa para a Itajubá. Caso os desinvestimentos ocorram conforme esperamos, faremos frente a parcela em aberto com os desinvestimentos, assim seria necessário o aporte de apenas R\$ 35m.

A tabela a seguir apresenta os valores esperados de recebimento por ativo e o gráfico mostra o fluxo de pagamentos e recebimentos ao longo dos anos em nosso cenário base.

Empresa	Valor a Receber (R\$ m)	%Total	MOIC/NAV	Data de saída
Rocha/Cattalini	136,97	95%	1,9x	ago/26
Itapoá	4,21	3%	0,6x	jul/25
Regina	1,11	1%	0,9x	dez/25
TGSC	1,60	1%	0,3x	dez/24
<b>Total</b>	<b>143,89</b>	<b>100%</b>		



Em nosso cenário base assumindo o primeiro desembolso em dezembro de '23, conforme ilustrado acima, a transação retornaria 2,1x MOIC com 45% de TIR, líquido.

Construímos um cenário onde Rocha / Cattalini são vendidas um ano antes, em dez/25 e dez/24, respectivamente. Neste cenário a parcela final também é paga um ano antes, em dez/25, o que nos forneceria um retorno de 1,9x com 65% de TIR. Por fim, o cenário downside seria a saída atrasada de Rocha / Cattalini em dez/27 e dez/26, respectivamente, com a parcela final sendo paga em dez/27, o que nos retornaria 2,3x MOIC com 40% de TIR.

Ainda num cenário de a saída de Rocha/Cattalini atrasar 5 anos (com a última parcela sendo paga em dez/28, Cattalini saindo em dez/29 e Rocha em dez/30), projetamos 1,3x MOIC com 9% TIR. Em todos os casos projetamos a saída de Rocha / Cattalini a um fluxo de dividendos descontado a 9% real.

## **6. Conclusão**

Gostamos do perfil de risco da transação, o risco de alavancagem ser significativamente reduzido quando comparado ao de outras transações secundárias. Como a segunda parcela é paga mediante o desinvestimento dos ativos e a transação consiste em basicamente Rocha Cattalini, o cenário onde a venda dos terminais portuários ocorre após 60 meses é improvável. Assim, consideramos alta a probabilidade de financiar a segunda parcela a partir do recebimento de ativos.

A relação risco-retorno, assim, é atrativa e recomendamos que o investimento seja feito integralmente pelo Spectra VI.