

SHORT MEMO

SHIFT – ALPHA II

DEZEMBRO 2025

Short Memo – Shift - Alpha II

1. Resumo da oportunidade

Este documento apresenta a oportunidade de investimento no Shift Alpha II, segundo fundo da Shift Capital. A Spectra não é investidora do Alpha I. Um eventual compromisso no Alpha II seria via Fundo VII.

- Gestora: Casa operator led focada em empresas brasileiras de médio porte. Se posicionam como um early stage PE, com investimentos entre R\$10-15 mi em empresas com faturamento R\$30-50 mi de faturamento.
- Tese: Investir e gerir empresas capazes de entregar alto crescimento com produto e canal já definidos e comprovados. A gestora tem alocado capital mirando HP mais longos (6-7 anos de caso base), o que é um ponto de atenção para o Fundo VII.
- Fundo: Alpha II em captação, com objetivo de primeiro closing de R\$150 mi até março 2026 e portfólio concentrado em ~6 a 7 ativos. O fundo Alpha I foi um fundo de R\$90 mi e contou com mais R\$48 mi em co-investimento no período. Anterior ao fundo I, a gestora fazia investimentos *deal by deal* e investiu R\$79 mi.

2. Gestora, time e forma de atuação

- Posicionamento: O posicionamento das companhias é um dos principais diferenciais da Shift, uma vez que atua em um meio campo onde VCs e PEs não exploram. Nesta esfera, fazem investimentos em empresas já com tamanho e receita sólidas mas ainda longe do ponto de entrada de um fundo como Treecorp, ainda com alto crescimento e necessidade de profissionalização.
- Estilo: A Shift conduz seus investimentos no formato operator led, se envolvendo diretamente em estratégia e execução. Atua como parceiro recorrente de discussão com fundadores, menos como board apenas financeiro, podendo ocupar cadeiras de liderança nas empresas em situações específicas em que entende que o retorno potencial compensa o tempo do sócio que será alocado para isso. A experiência que tiveram como operadores em outros investimentos traz a credibilidade com os empreendedores nos momentos de discussão.
- Percepção dos fundadores: O fundador da Zerezes relata que a Shift respeita a experiência empreendedora, acompanhou o dia a dia em momentos de pressão e ajudou a tomar decisões não óbvias à época. Vê Fernando como mentor e valoriza o uso de aprendizados de outras investidas e de referências de fundos de growth. Ainda conversaremos com outros empreendedores investidos, mas achamos interessante que a questão “operator led” não se sobrepõe a uma visão positiva do time da companhia investida, o que vemos com bons olhos.

3. Portfólio Atual

3.1 Deal by Deal

Antes de captar o seu primeiro fundo, a Shift realizou os seguintes club deals, ainda sem saídas.

- **Bluefit** (jun/18, rede de academias low cost): investimento de R\$0,4 mi que fizeram ao longo da estruturação do que se tornaria o grupo de franquias mais rentável da Bluefit. Foram comprados pela rede em uma operação de troca de ações que levou o João, sócio da Shift, a ocupar o cargo de CEO da Bluefit até a entrada do Mubadala. Receita no momento da troca de ações era de R\$88 mi e fecharão o ano com R\$620 mi e EBITDA atual de R\$115 mi. Marcam a 7,7x EBITDA, resultando em 199,2x MOIC e 109% TIR bruta em reais.
- **Kovi / Moove** (jun/19, plataforma de mobilidade para motoristas de aplicativos): Investimento de R\$26,4 mi. Receita passou de R\$80 mi para R\$661 mi. EBITDA saiu de R\$17 mi negativo para R\$50 mi positivo. Marcam a ~2,4x Receita (valor da fusão com a Moove), resultando em 1,3x MOIC e 6% TIR.
- **The Coffee** (nov/19, rede de cafeterias to go): Investimento de R\$0,7 mi. Receita passou de R\$2 mi para R\$65 mi. EBITDA saiu de R\$1 mi negativo para R\$5 mi positivo. Marcam a 2,3x Receita, resultando em 3,2x MOIC e 25% TIR.
- **Atlas Agro** (jun/20, projeto de fertilizantes para agro): Investimento de R\$0,3 mi. Receita passou de R\$20 mi para R\$476 mi. EBITDA saiu de R\$0 para R\$70 mi. Marcam a 8,7x EBITDA, resultando em 694,0x MOIC e 247% TIR.
- **Paketá** (dez/20, fintech de crédito para CLT e consignado): Investimento de R\$9,0 mi. Receita passou de R\$3 mi para R\$63 mi. EBITDA saiu de R\$3 mi negativo para R\$29 mi positivo. Marcam a 9,8x EBITDA, resultando em 3,0x MOIC e 30% TIR.
- **Terramagna** (ago/21, plataforma de crédito e gestão de risco agro): Investimento de R\$44,6 mi. Receita passou de R\$4 mi para R\$80 mi. EBITDA saiu de R\$3 mi negativo para R\$30 mi positivo. Marcam a 10,0x EBITDA, resultando em 1,6x MOIC e 17% TIR.
- **Skelt** (nov/20, grupo de beleza e dermocosméticos): Investimento total de R\$40 mi fora do Alpha I. Receita passou de R\$37 mi para R\$430 mi. EBITDA saiu de R\$3 mi para R\$55 mi. Marcam a 10,3x EBITDA (estão com uma proposta a 19,3x EBITDA e 2,5x Receita), resultando em 4,4x MOIC e 51% TIR.

3.2 Alpha I

Alpha I é o principal “laboratório” para avaliar a gestora. O Fundo é um veículo de R\$90 mi captado ao final de ‘22. Em 3T25, ~57% do capital está investido entre Skelt (nova rodada), Zerezes, Acquion e Regera. O MOIC está marcado próximo de 1,7x em menos de 2 anos de HP médio. O fundo também ainda não teve saídas. Abaixo trazemos mais detalhes sobre os primeiros 4 deals do fundo. O fundo pretende fazer ainda mais 1 ou 2 deals.

Skelt

Set/23 | R\$13,5 mi investidos | R\$39,9 mi de NAV, 10,3x EBITDA | 74%/3,0x (TIR/MOIC brutos)

- A tese de investimento foi em uma plataforma de marcas de skincare e bodycare, já com os primeiros passos no varejo físico, saindo de DTC digital para estratégia

omnicanal, com fábrica própria. Receita passou de R\$115 mi para R\$430 mi desde a entrada. EBITDA saiu de R\$10 mi para R\$55 mi, com crescimento forte, mas com pressão de margem e maior complexidade de canais.

- A Shift negociou bons termos de entrada, com preferência de liquidez e direitos de intervenção que dão boa proteção. O setor é altamente competitivo, como vimos em Forever Liss. A gestora conseguiu fortalecer a marca e organizar melhor os canais de venda, adotando uma estratégia diferente da que mapeamos, que na prática se mostrou a vencedora. A prova de geração de caixa mantendo o ritmo de crescimento nesse novo patamar ainda é um ponto de risco da tese.

Zerezes

Ago/22 | R\$12,5 mi investidos | R\$19,4 mi de NAV, 9,6x EBITDA | 16% /1,6x (TIR/MOIC brutos)

- A tese foi de investimento em uma marca de eyewear com produto premium a preço acessível, combinando expansão de lojas próprias com canal digital. Receita passou de R\$36 mi para R\$140 mi. EBITDA saiu de R\$1 mi negativo para R\$23 mi positivo, com boa tração comercial.
- O mercado é altamente competitivo e concentrado em poucos fornecedores e grandes players globais. A Shift conseguiu escalar a Zerezes nesse contexto, atingindo custo de produção interno competitivo e fazendo investimentos relevantes em marca e marketing. Com o plano traçado chegaram em '25 gerando caixa pela primeira vez, o que deverá se intensificar nos próximos anos mesmo com uma boa perspectiva de crescimento. O ativo se mostrou mais um exemplo de boa execução da Shift, em um ambiente difícil para o varejo no país, ainda que sem visibilidade clara de janela de saída.

Acquion

Ago/24 | R\$12,5 mi investidos | R\$12,5 mi de NAV, 1,4x Receita | -% /1,0x (TIR/MOIC brutos)

- A tese foi de investimento em produção de colágeno de maior valor agregado, em mercado global crescente, entrando em contexto de *distress* financeiro, investimento diferente do que esperava-se deles. Receita passou de R\$16 mi para R\$45 mi. EBITDA saiu de R\$2 mi negativo para R\$2 mi positivo, com 10% de margem nos últimos meses 1 ano após a entrada da gestora. Faturamento segue crescendo, margens brutas razoáveis e estáveis, EBITDA ainda está tomando corpo com '26 sendo um ano essencial para a confirmação de uma boa execução da tese.
- A Shift entrou em uma situação mais complexa, apostando na capacidade de fazer um turnaround operacional e de capital apoiado em um time de gestão da empresa que conheceu ao longo das diligências anteriores quando tentaram fazer um aumento de capital na empresa. O case ainda não se confirmou um sucesso, segue consumindo caixa, mas parece estar on track para isso. Caso contrário deverão precisar fazer um aporte de capital adicional para sustentar o plano.
- O investimento mostra a disposição da casa em trabalhar estruturas de entrada menos óbvias e assumir a frente da gestão (um sócio da Shift entrou como CEO da

empresa), em conjunto com pessoas da equipe da empresa em quem confiam para a execução industrial.

Regera

Mar/24 | R\$12,5 mi investidos | R\$13,0 mi de NAV, 7,6x EBITDA | -% /1,0x (TIR/MOIC brutos)

- A tese foi de investimento em plataforma de bioenergia e fertilizantes a partir de resíduos, com narrativa ESG forte e múltiplas fontes de monetização. Receita passou de R\$5 mi para R\$13 mi. EBITDA saiu de R\$9 mi negativo para R\$5 mi positivo, ainda em base pequena.
- É um ativo intensivo em CAPEX e regulação, com dependência de funding de longo prazo e execução de projetos em série. Este é o deal que reconhecem que comeram bola. Fizeram junto com um parceiro financeiro que prometeu trazer capital, que é um ponto fundamental da tese. O parceiro não trouxe e agora a tese ficou bem mais difícil e estão tentando colocar nos trilhos novamente. O risco de alongamento de HP e de retorno concentrado em poucos projetos ainda é alto.

4. Alpha II – desenho e implicações

O mandato é um fundo de R\$150 mi alvo, com ~6 a 7 ativos. A gestora quer 1 ou 2 casos mais oportunistas de construção (perfil Acquion/Regera) e 4 ou 5 casos de growth minoritário ativo (perfil Skelt/Zerezes).

No Alpha II, a ideia é basicamente replicar o playbook do Alpha I, com poucos ativos, estruturas de aquisição, governança e atuação operator led. Neste formato, ter 6 a 7 ativos em um fundo de R\$150 mi significa cheques por empresa ligeiramente maiores do que fizeram no fundo 1. Isso não muda o estágio em que investem, apenas que ficarão com maior stake inicial. Além disso, atingirão um patamar de transações que exigirá da casa continuar desenvolvendo equipe para monitoramento dos investimentos feitos, o que adiciona um risco à análise.

5. Pontos positivos e negativos

Pontos positivos

- Bom posicionamento setorial, mirando um nicho entre VC e PE tradicional, em empresas de médio porte em setores com bons fundamentos e pouco disputados por gestores maiores.
- Crescimento forte de receita e tração operacional em Skelt e Zerezes, o que tende a gerar valor de saída e chamar atenção de compradores estratégicos e financeiros.
- Versatilidade de execução, atuando tanto em captura de valor em empresas mais tracionadas e com modelo de negócios já provado, quanto em companhias em cenário de maior estresse financeiro.
- Apesar de o Alpha I ainda ser um investimento recente, a gestora conseguiu demonstrar capacidade de seleção e consistência, ainda que com amostra curta, o que é reforçado com alguns casos do período anterior.

Pontos negativos

- O modelo operator led exige banda relevante dos sócios e do time, e a gestora ainda precisa estruturar, aumentar e treinar a equipe para conseguir manter esse nível de envolvimento em mais empresas sem diluir o posicionamento e qualidade.
- O fundo ainda não realizou saídas e não mostrou capacidade concreta de executar bons desinvestimentos, o que deixa o track record muito mais focado em construção e crescimento do que em realização efetiva de retorno. Importante mencionar como mitigante parcial que existiu o sounding de saída em Paketá, que veio com bom preço de compra e retorno implícito para a Shift de +40% de TIR.

6. Principais pontos a aprofundar

- Aprofundar no racional de investimentos. Direcionamos o deal de Raízes, companhia de microcrédito, para avaliar como conduzem a decisão. Também planejamos endereçar aprofundando nos memorandos das transações feitas.
- Aprofundar a dependência do retorno em poucos ativos vencedores. Vamos simular cenários de stress por ativo, testando impacto de subperformance em Zerezes, Skelt, Acquion e Regera no retorno do fundo.
- Aprofundar na disciplina de saída e alinhamento com o horizonte do Fundo VII. Vamos discutir com a Shift casos concretos em que houve sondagens ou propostas de M&A e entender racional de seguir investido vs vender em múltiplos já atrativos.
- Aprofundar a escalabilidade do modelo operator led. Vamos entrevistar os sócios e novas contratações, entender organograma alvo para o Alpha II e o papel da rede de advisors e C-level externos na sustentação do modelo em um portfólio maior.
- Aprofundar a visão dos fundadores sobre o valor agregado da gestora. Vamos conduzir referências estruturadas com fundadores e c-levels das investidas. Foco é entender em frequência, profundidade e impacto das interações com a Shift em decisões de produto, time, capital e estratégia.
- Aprofundar o risco de necessidade de capital adicional em situações especiais. Vamos revisar com a gestora os planos de funding de Acquion e Regera, incluindo cenários de follow on, e checar com coinvestidores como enxergam a necessidade de capital e os riscos de balanço.

Como visão inicial, vemos o Alpha II como uma oportunidade atrativa de exposição a um gestor com capacidade real de mexer na operação das investidas, em um nicho pouco coberto entre VC e PE tradicional, com potencial de MOIC elevado, ainda que com HP mais longo e concentração relevante em poucos ativos. Ainda assim, principalmente, temos dúvidas relevantes especialmente sobre a capacidade de executar saídas consistentes nesse nicho e de converter as marcações atuais em retornos realizados para os investidores. Recomendamos avançar para uma nova etapa de diligência com foco em disciplina de saída, escalabilidade do modelo operator led e análise de sensibilidade do Alpha I, visando avaliar a viabilidade de um compromisso do Fundo VII no veículo.