

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, Infraprev, 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 conseguiu 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 gere 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%
Logística Brasil	15,2%	5,6	6%	1,5	1%
Total		87,3		143,9	

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 referência 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%
Total		892,1	

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
Total		892,1		1.723,9

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%
Total		190,2	

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 mandou 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
Total		190,2	0,6x	119,7

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

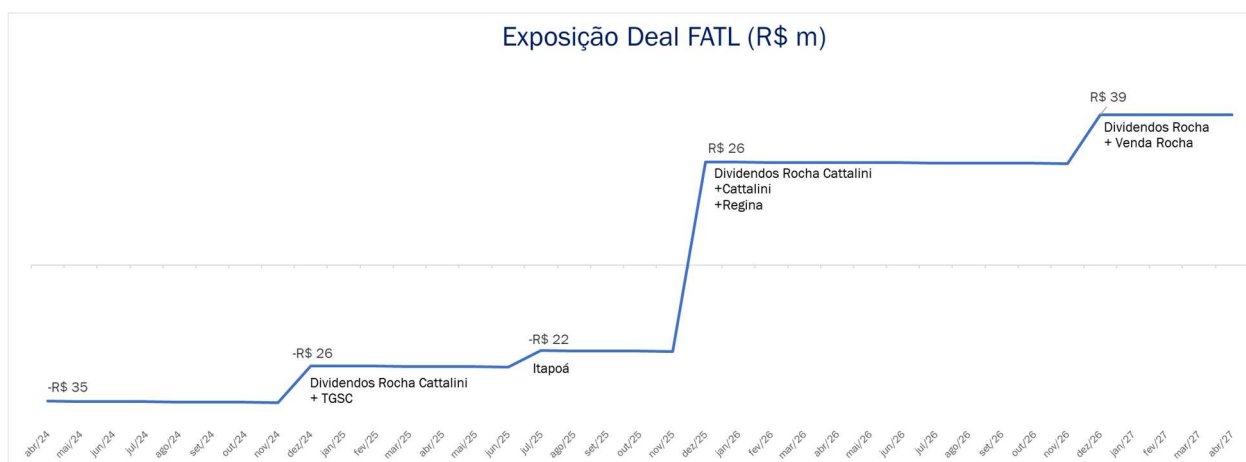
A transação consiste na compra das cotas da FATL nos fundos mencionados ao valor de marcação por R\$ 87,3m, NAV de jun/23.

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
Total	143,89	100%		



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.