

Short Memo - Project Baja/ Entrevo Capital

1. Introdução

A Entrevo Capital (search fund mexicano liderado por Hunibert Tuch, que iniciou seu período de busca no segundo semestre de 2024) está avaliando a aquisição de uma companhia especializada em logística integrada transfronteiriça entre os EUA e o México, com foco na península da Baja California (região conhecida pelo turismo, contando com diversos hotéis de luxo).

A aquisição contempla 100% do equity da Project Baja por US\$ 9m (4,4x EBITDA 2024) e, incluindo custos de transação, search capital e step-up, o valor total da transação chega a US\$ 10m (4,9x EBITDA 2024 ou 3,6x EBITDA 2025), estruturados em 60% à vista e 40% via acquisition debt, cujos termos ainda estão em negociação.

2. Mercado

O turismo é o principal motor de crescimento do mercado de logística e importação na Baja California. Nos últimos anos, a região registrou aceleração com o aumento do fluxo de passageiros pela ponte entre San Diego e o aeroporto de Tijuana (4,5m em 2024), maior tráfego aéreo e recorde de cruzeiros em destinos como Los Cabos e Tijuana. Assim, projeta-se que o turismo cresça 10-12% a.a. em USD nos próximos anos (em linha com o histórico recente), impulsionando a demanda por soluções logísticas especializadas para hotéis, supermercados e distribuidores na região.

Nesse contexto, a companhia se posiciona entre os poucos operadores regionais com rota refrigerada diária para Los Cabos e La Paz e portfólio completo de certificações, o que a credencia para atender cargas perecíveis e reguladas. Seu modelo “end-to-end” – integrando frete, despacho e armazenagem – reduz a coordenação de múltiplos fornecedores e aumenta a confiabilidade, com tempos de trânsito mais rápidos (<1 semana vs. ~2 semanas dos pares). Com essa infraestrutura e especialização, espera-se que a companhia consiga capturar essa demanda adicional gerada pelo maior fluxo turístico e pela expansão do consumo de importados na região.

Primary Client Sector					
Pricing	14-18%	12-14%	14-16%	12-18%	11-13%
Transit Times	1 week	2 weeks	2 weeks	2 weeks	< 1 week
In-house Fleet					
Perishable Goods					
Specialized offering	No NOM restrictions	White-Glove Installation	-	-	Certifications
Physical presence	En LP TJ LC	En LP TJ LC	En LP TJ LC	En LP TJ LC	En LP TJ LC
Regional Footprint	Baja Region	Pacific Tourist Hubs	Northwestern Mexico	Baja Region	Baja Region
 En – Ensenada LP – La Paz TJ – Tijuana LC – Los Cabos					

O setor é altamente fragmentado, com predominância de prestadores focados em serviços isolados (frete ou despacho). Segundo o searcher, a atuação em nichos regulados de alimentos e perecíveis cria barreiras relevantes de entrada, como necessidade de certificações, frota refrigerada, armazéns próximos à fronteira e compliance bilateral (EUA/México) — exigências que demandam custo, tempo e know-how e que poucos players conseguem atender, o que explica a baixa oferta de soluções integradas na região. Esses pontos ainda precisam ser confirmados ao longo da diligência.

3. Empresa

A Project Baja é uma operadora logística integrada especializada em operações transfronteiriças entre EUA e México, com foco na região da Baja California e forte exposição ao turismo de luxo. Mais de 90% da receita vem dessa região, enquanto o restante é atendido sob demanda por parceiros terceirizados.

Abaixo, segue um detalhamento sobre seu portfólio de serviços:

- **Pacote “full service”:** core business da companhia, responsável por ~78% das vendas, com alta previsibilidade, recorrência e margem bruta de ~30%. Engloba frete interno, inspeções, despacho aduaneiro, gestão documental e coordenação de serviços em uma solução ponta a ponta. A remuneração vem de uma taxa de 11-13% sobre o valor da mercadoria (vs. 12-16% média de mercado), viabilizada pela escala e pelo modelo integrado.
- **Serviços de valor agregado:** integram o core business da companhia. Os serviços incluem certificações, rotulagem, inspeção da qualidade, compliance sanitário e coordenação de fretes internacionais. Embora representem uma fatia menor da receita, têm margem bruta superior a 50% e aumenta a rentabilidade da operação, além de reduzir o *churn* e aprofundar o relacionamento com os clientes, ao se integrarem naturalmente ao fluxo de frete e armazenagem.
- **Comercialização de alimentos:** segmento complementar dos outros dois serviços que consiste em comprar e vender mercadorias para compor carga das viagens e otimizar a cadeia fria. Representa ~22% das vendas, com margem bruta de ~20%. Apesar de diluir a margem consolidada, é um segmento estratégico por reduzir viagens vazias e fortalecer o *cross-sell*, além de atuar como hedge natural de câmbio (compra em USD e revende em MXN, equilibrando a exposição inversa do negócio de logística).

A companhia opera com frota própria refrigerada (16 caminhões), armazéns em ambos os lados da fronteira e despacho diário entre San Diego e Los Cabos/La Paz, complementados por ~33% de capacidade terceirizada em picos de demanda. Possui sistemas de gestão aduaneira e contábil já estabelecidos e está avançando na implementação de CRM e digitalização de processos, o que pode abrir espaço para ganhos de eficiência no futuro.

O modelo “one-stop shop” da empresa cria dependência operacional e *switching costs* elevados para seus clientes. Isso se traduz em alta recorrência e relacionamentos de longo prazo com clientes de alto valor (hotéis, resorts e supermercados), o que tem resultado em um NRR >100% nos últimos 4 anos. Por outro lado, clientes de menor porte apresentam *churn* mais elevado, embora com impacto limitado na receita pela baixa representatividade individual.



3.1. Management

A companhia conta com um time de gestão longevo e experiente, com executivos-chave na empresa há mais de 20-30 anos. Segundo o *searcher*, a sucessão está bem encaminhada, onde apenas uma gerente sênior deve ser substituída no curto prazo, enquanto a equipe vai ficar o fundador permanecerá em um período de transição de até 6-12 meses, assegurando a transferência de relacionamento com os clientes e o know-how da operação.

3.2. Histórico e Projeções Financeiras

Entre 2020 e 2024, o faturamento da companhia apresentou um CAGR de ~25%, sustentado pelo crescimento do turismo na Baja California, expansão da frota e maior penetração do segmento de comercialização de alimentos, que reforçou a fidelização de clientes e aumentou o volume transportado. O *core business* de logística manteve margem contribuição de ~30%, enquanto os serviços de valor agregado operaram com margens de 50%, compensando parcialmente a diluição causada pelo *wholesale*, cuja margem bruta opera em torno de 20%.

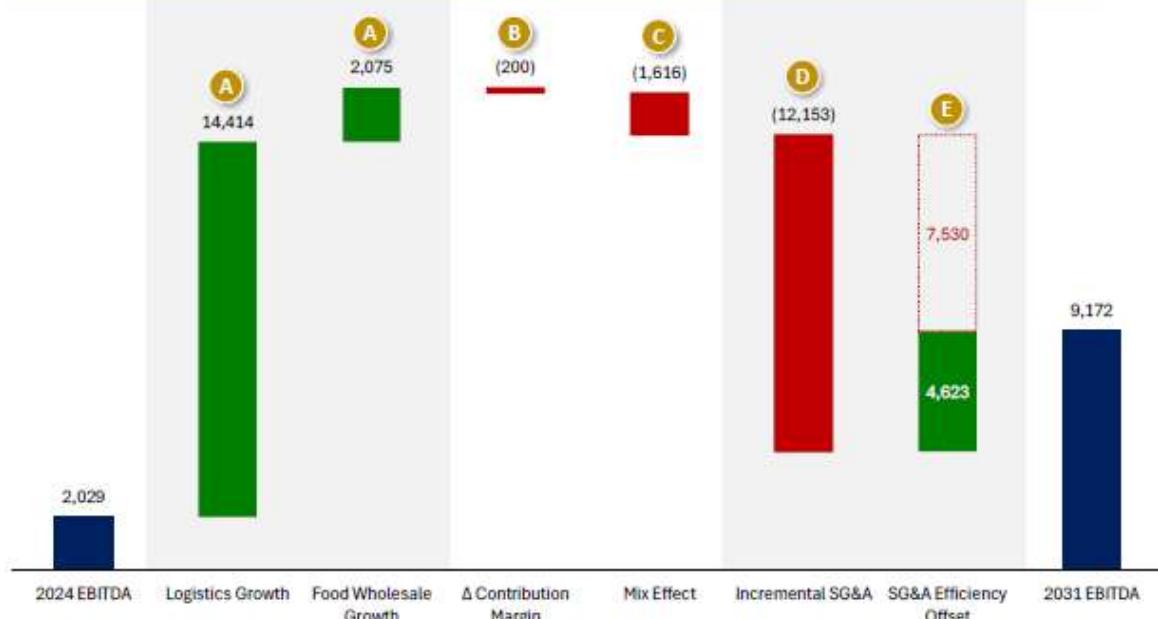
Apesar da margem bruta relativamente alta, um ponto de atenção é a margem EBITDA histórica, considerada baixa para uma empresa de *searcher*, em torno de 10%. Esse nível é explicado principalmente pelo elevado gasto com salários e despesas administrativas.

USD'000s	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Net Revenue	8.270	10.813	14.502	18.282	20.104	24.874	30.207	35.518	41.414	48.038	55.360	63.567
YoY (%)		31%	34%	26%	10%	24%	21%	18%	17%	16%	15%	15%
Contribution	2.978	3.667	5.353	5.751	6.607	8.027	9.616	11.349	13.201	14.493	16.742	19.419
Contrib. Margin (%)	36%	34%	37%	31%	33%	32%	32%	32%	32%	30%	30%	31%
EBITDA	519	1.108	2.384	1.755	2.029	2.509	3.313	4.437	5.567	6.168	7.516	9.172
EBITDA Margin	6%	10%	16%	10%	10%	10%	11%	12%	13%	13%	14%	14%
EBIT	258	543	2.071	1.439	1.729	2.166	2.922	3.973	4.971	5.685	6.922	8.434
EBIT Margin	3%	5%	14%	8%	9%	9%	10%	11%	12%	12%	13%	13%
EBT	286	626	2.162	1.113	1.795	1.802	2.144	3.297	4.400	5.227	6.603	8.289
EBT Margin	3%	6%	15%	6%	9%	7%	7%	9%	11%	11%	12%	13%
Net Income	286	626	2.162	1.113	1.795	1.261	1.501	2.308	3.080	3.659	4.622	5.802
Net Margin	3%	6%	15%	6%	9%	5%	5%	6%	7%	8%	8%	9%
Net Debt	25	(520)	(315)	(7)	507	4.891	3.811	1.993	1.965	1.214	30	(1.073)
Net Debt / EBITDA	0,0x	-0,5x	-0,1x	0,0x	0,2x	1,9x	1,2x	0,4x	0,4x	0,2x	0,0x	-0,1x
CapEx	-	594	312	367	629	259	643	707	1.463	1.555	1.297	1.398
Net Revenue (%)	-	5%	2%	2%	3%	1%	2%	2%	4%	3%	2%	2%

Para os próximos anos, o searcher projeta um CAGR de receita de 18%, sustentado por três vetores principais: (i) o crescimento do turismo, que avança 10-12% ao ano em USD; (ii) a operação de *wholesale*, que deve acelerar a um CAGR de ~25% a partir de uma base menor; e (iii) a entrada em serviços *stand-alone*, como despacho aduaneiro, que ampliam o portfólio.

Em relação ao EBITDA, projeta-se crescer a um CAGR de 24%, com margem estável no curto prazo e potencial de expansão de 2-5 p.p. no médio prazo via alavancagem operacional, já que parte das despesas fixas não acompanha o aumento de volumes. Trata-se de um dos principais pontos a serem validados

EBITDA Growth Drivers (USD '000s)



Por fim, projeta-se um capex recorrente de manutenção de ~1% da receita, além da reposição gradual de caminhões conforme o envelhecimento da frota (vida útil de ~20 anos) e da adição de 4 novos veículos ao longo do período, em linha com o histórico. Até metade desse capex deve ser financiado via dívida.

4. Searcher

Estamos com uma boa impressão de Hunibert, que nas últimas interações demonstrou postura consistente, boa capacidade analítica e profundidade na avaliação da oportunidade. Ainda assim, por se tratar de um negócio de margens mais estreitas (que as tradicionais do modelo de *search funds*), no setor de logística e que seria conduzido por um *searcher solo*, precisaremos de mais algumas interações para ganhar conforto de que a equação risco x retorno está balanceada.

4.1. Cap Table

Investidores	Units	Ownership
Spectra	15,0	15%
Cerralvo	10,0	10%
Paltus	10,0	10%
JB46	10,0	10%
Istria	10,0	10%
Vonzeo	8,0	8%
Família Ruiz	7,0	7%
José Cabiedes	7,0	7%
Leon Bartolome	7,0	7%
Conor McFadden	5,0	5%
9T	3,0	3%
Martell	3,0	3%
Geraldo Biagi	1,0	1%
José Maria Moctezuma	1,0	1%
Carlos Villarreal	1,0	1%
Javier Usabiaga	1,0	1%
Hunibert Tuch A.	1,0	1%
Entrevo Capital	100,0	100%

Entre os investidores do *cap table*, a Cerralvo está liderando o processo com 10% de participação e pretende aumentar seu ticket para US\$ 1,5–2m de um equity total de ~US\$ 6m (estamos marcando uma reunião para entender a visão da casa). Três fundos espanhóis tinham 10% cada (Vonzeo, Istria e JB46); a Istria já passou a oportunidade e os demais ainda estão avaliando. Além deles, Cabiedes e Leon Bartolomeo, com participações menores, também estão fora, alegando falta de interesse no setor e preocupação com margens.

5. Transação/ Retorno

A aquisição contempla 100% do equity da Project Baja por US\$ 9m (4,4x EBITDA 2024) e, incluindo custos de transação, search capital e step-up, o valor total da transação chega a US\$ 10m (4,9x EBITDA 2024), estruturados em 60% à vista e 40% via acquisition debt. O searcher tem duas propostas para os US\$ 4m de dívida: Nexxus (17% em USD) e Northgate (17,5% em MXP). No momento, estão negociando o MOIC mínimo e o cronograma de amortização para decidir qual seguir.

Assumindo uma saída em 2031 a 5x EV/EBITDA, considerando a estrutura de aquisição com dívida de 17% em USD, com CAGR 24-31 de EBITDA de 24% e *dividend yield* médio de 26% a partir de 2028 (o que considerando bastante agressivo), temos um retorno líquido de 6,8x MOIC e 39% de TIR.

Cenários	out/25	dez/25	dez/26	dez/27	dez/28	dez/29	dez/30	dez/31	IRR	MOIC
Retorno Saída 2028	(6.000)	-	-	-	21.303	-	-	-	47,6%	3,6x
Retorno Saída 2029	(6.000)	-	-	-	1.926	22.925	-	-	40,7%	4,1x
Retorno Saída 2030	(6.000)	-	-	-	1.926	1.587	28.426	-	39,4%	5,3x
Retorno Saída 2031	(6.000)	-	-	-	1.926	1.587	2.451	34.835	38,7%	6,8x

Tendo em vista que consideramos as premissas apresentadas relativamente otimistas, elaboramos um cenário alternativo mantendo as mesmas premissas, mas sem expansão de margem EBITDA (mantida em ~10%). Nesse

caso, o EBITDA cresceria a um CAGR 24–31 de 18%, com *dividend yield* médio de 10%, resultando nos seguintes retornos:

Cenários	out/25	dez/25	dez/26	dez/27	dez/28	dez/29	dez/30	dez/31	IRR	MOIC
Retorno Saída 2028	(6.000)	-	-	-	15.646	-	-	-	34,3%	2,6x
Retorno Saída 2029	(6.000)	-	-	-	174	19.094	-	-	31,7%	3,2x
Retorno Saída 2030	(6.000)	-	-	-	174	663	22.938	-	30,3%	4,0x
Retorno Saída 2031	(6.000)	-	-	-	174	663	1.101	27.061	29,3%	4,8x

6. Conclusão/ Pontos a Aprofundar

Por um lado, a companhia nos parece ter diferenciais competitivos, está bem posicionada no setor com uma operação bem conduzida e o fato de a Cerralvo estar liderando a transação é positivo. Por outro, vemos como ponto bastante negativo que investidores relevantes não estejam acompanhando o deal, levantando preocupações com a dinâmica do setor e margens apertadas da empresa — pontos que também nos deixam cautelosos em avançar.

Ainda assim, não consideramos o deal um no-go imediato e estamos agendando uma conversa com a Cerralvo para entender melhor sua visão sobre a companhia e os motivos que a levaram a liderar a transação. Além disso, acreditamos ser necessário aprofundar nos seguintes pontos para avaliar se conseguimos ganhar conforto com o investimento:

- **Mercado e competição:** aprofundar nas perspectivas de crescimento para o setor, dinâmica competitiva regional, poder de precificação e barreiras de entrada.
- **Performance histórica e projeções:** entender melhor como se deu o crescimento passado e a dinâmica das margens no período, além de entender a o quanto factível é a expansão de margem e crescimento projetada pelo searcher para os anos seguintes.
- **Estrutura da transação:** ainda estamos aguardando Hunibert finalizar a negociação dos termos da dívida para definirmos como ficará, de fato, o retorno da transação.
- **Projeção de dividendos:** as projeções de dividendos nos parecem agressivas e pouco prováveis de se concretizarem, o que reduziria de forma relevante o retorno projetado e permanece como ponto pendente de validação.
- **Alocação da Spectra:** como esse deal não parece ser óbvio, precisamos validar se faria sentido realizarmos 1/3 do deal (cheque de US\$2m) visando viabilizar um gasto maior de tempo nosso na diligência (deixando de ser followers e nos tornando um dos líderes).