

Pebay Opportunities I

“Compre ao som dos canhões. Venda ao som das trombetas.”

Nathan Rothschild

Carta #2

Referente a 31/03/2022

São Paulo, 20 de abril de 2022,

Caros parceiros de investimento,

É com muita satisfação que apresentamos a segunda carta do Pebay Opportunities I Multimercado, marcando seus primeiros sete meses de funcionamento e o primeiro trimestre completo.

O ambiente no qual atuamos segue turbulento, com incertezas econômicas e políticas, tanto no Brasil quanto no exterior, com tendência de alta de juros nos EUA, cenário eleitoral brasileiro ainda polarizado e um conflito que opôs Rússia e o Ocidente, com impacto em preço e disponibilidade de commodities, fertilizantes e energia. A economia brasileira segue sofrendo com uma inflação teimosa e elevada, o que, aliado a uma redução da atividade econômica, representa risco real para as empresas. Já se percebe em alguns setores diminuição de receitas, compressão de margens operacionais e aumento do custo das dívidas, principalmente aquelas tomadas quando os juros estavam 5x menores.

Apesar dos desafios de curto prazo, passamos a ter mais visibilidade. Hoje vemos como remota a chance de uma nova onda de Covid-19 que leve ao fechamento de comércio. Vislumbramos um possível desfecho para a crise na Ucrânia, com cessão de territórios (Donbas e Crimeia) em troca de paz e compromisso de não adesão à OTAN, além de possível inclusão da Ucrânia na UE, visando inclusive sua reconstrução. Vemos também os juros no Brasil próximos do limite e o aumento de juros nos EUA como algo inadiável.

Assim, ao longo do trimestre invertemos nossa posição, passando de 36,9% para 65,1% em renda variável. Aproveitamos os atrativos preços dos ativos listados em bolsa. Mantivemos ainda uma confortável posição de caixa sendo 84% atrelado à inflação e o restante à Selic. Isso para aproveitar novas oportunidades, incluindo transações fora de bolsa que temos desenvolvido com nossos parceiros. Também nos desfizemos totalmente de uma posição com alta volatilidade ao perceber que o setor de neo bancos sofreria muito com o aumento de juros globais. Afinal, fintechs privilegiam rápido crescimento em busca de lucros de longo prazo. Com isso evitamos uma desvalorização de -14% do ativo entre o momento de venda e o preço no fim do trimestre.

Nossas decisões se mostraram acertadas, contribuindo para um ganho de 6,8% no trimestre, sendo 8,23% apenas no mês de março. De oito investimentos realizados em cias., contabilizamos perda em apenas uma. Para colocar esse resultado em perspectiva, realizamos comparação com nove fundos de ações de gestoras que, como nós, possuem visão de longo prazo e experiência em private equity. Pebay Opportunities I se destaca entre os três primeiros, sendo aquele com melhor desempenho no mês de março de 2022. Isso, mesmo com menor exposição à renda variável. Esse resultado veio com a menor volatilidade e *drawdown* (ponto de máxima perda) do grupo. Ou seja, sem expor o fundo a riscos elevados.

A seguir apresentamos em maior detalhe os fatores que levamos em consideração na ampliação da carteira de investimentos e discorreremos mais sobre como o desempenho do fundo se compara com o de outros fundos de mercado.

Agradecemos novamente pela confiança em nós depositada e nos colocamos à disposição caso tenham perguntas.

Abraços,

Leonardo de Lima Ribeiro

CEO / CIO

Contexto

O que faz os preços de ativos listados se tornarem tão atrativos? De um lado, no contexto inflacionário atual, espera-se das autoridades monetárias aumento da taxa de juros. Juros maiores significam custo de oportunidade mais elevado. Esta é uma das principais variáveis que diminuem o *valuation* de uma empresa. De outro lado, temos a migração dos investidores de fundos de ações para ativos de renda fixa, atraídos pelas oportunidades de ganhar mais de 1% ao mês com baixo risco. Este movimento gera resgates que forçam os gestores de fundos a vender parte de seus ativos, mesmo a preços aos quais adorariam comprar mais.

Nesse contexto de baixa do mercado, conseguir distinguir as cias. que estão a preços menores porém mais propensas a sofrer (ou no limite quebrar) daquelas que conseguem passar bem por ambientes desafiadores como o atual podendo até prosperar nesse momento é um dos principais objetivos de nosso trabalho analítico.

Novos Investimentos

Para os investimentos que realizamos no primeiro trimestre de 2022 privilegiamos empresas que já conhecemos. Já as estudamos, investimos nelas anteriormente, acompanhamos a evolução de seus negócios ao longo de vários anos e tivemos relação com seus controladores e/ou executivos. Três das quatro das cias. selecionadas receberam aporte de fundos de private equity com os quais nos relacionamos.

Considerando ainda o cenário econômico já discutido, fizemos questão que as empresas tivessem baixo endividamento, menor impacto da inflação em seus custos e possibilidade de repasse de aumentos aos seus clientes, seja pela força da marca, contratos ou outros fatores.

Assim, ao longo do primeiro trimestre realizamos quatro novos investimentos, aproveitando preços de mercado bastante atrativos. Conforme a Tabela 1 a seguir, pagamos em média 8x EBITDA por negócios que vêm crescendo na média 23% a.a. (considerando apenas o crescimento orgânico) e que possuem nível de endividamento baixo, na média de 2x dívida líquida/EBITDA, com boa parte da dívida com juros pré-fixados. Ou seja, conforme os juros aumentam o valor econômico dessa parcela da dívida cai.

O caso com maior endividamento, de 2,7x EBITDA (ajustado), totalmente atrelado à inflação, é de uma companhia no setor de energias renováveis que possui contratos de longo prazo de fornecimento de energia, também ajustados pela inflação. Assim, esse endividamento está em linha com o setor de energia, onde a média é de 2,5x EBITDA¹.

¹ Fonte: BTG Pactual Research. Análise Pebay.

Tabela 1: Novos Investimentos realizados

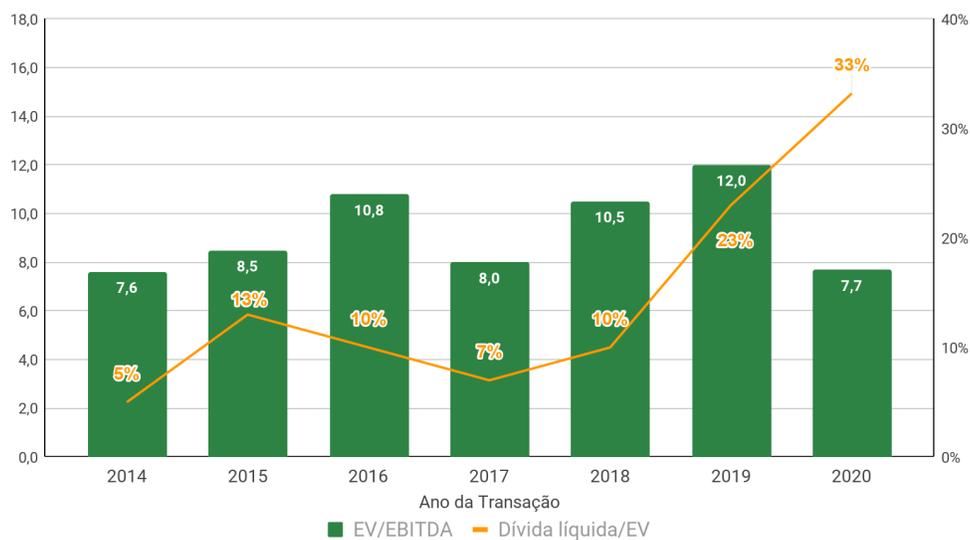
| Empresa | Dívida Líquida/ Ebitda | Dívida Líquida/EV | % Dívida Pré-fixada | EV/EBITDA Entrada | Crescimento (2017-2021) |
|------------------|------------------------|-------------------|---------------------|-------------------|-------------------------|
| Empresa A | 1,3x | 14,2% | 60,0% | 9,2x | 15,7% |
| Empresa B | 2,5x | 33,6% | 35,0% | 7,5x | 80,1%** |
| Empresa C | 1,5x | 17,1% | 50,0% | 8,9x | 20,4% |
| Empresa D | 2,7x* | 42,6% | 0,0% | 6,3x | 34,2% |
| Média | 2,0x | 26,8% | 36,3% | 8,0x | 23,4%*** |

Fonte Pebay. *desconsidera dívida da advinda de fusão em Dez/21 por projetos que ainda não geram EBITDA. **empresa passou por M&As e parte do crescimento apresentado é inorgânico. *** A média de Crescimento Orgânico (CAGR) desconsidera a companhia B para a qual não foi possível distinguir o crescimento orgânico.

Para melhor entender o que 8x EBITDA representa, apresentamos no Gráfico 1 abaixo com dados oriundos da plataforma Pebay.info referente a transações que ocorrem fora de bolsa, quando da entrada de fundos de private equity em companhias de capital fechado. Fica evidente que 8x EBITDA está próximo da mínima mediana histórica, em período que englobou crises político-econômicas como as vividas em 2015-1016. E o nível de endividamento de 2020, de 33% do *Enterprise Value* (EV), significa na mediana essas cias. tinham 2,5x dívida líquida/EBITDA, algo acima dos índices das empresas que selecionamos no trimestre.

O que torna as operações realizadas em bolsa ainda mais atrativas, é o fator liquidez. Ou seja, a capacidade de vender o ativo a qualquer momento. Algo inexistente no mercado privado. Isso gera um diferencial de precificação entre companhias privadas e companhias listadas em bolsa da ordem de 35% a 50%, conhecido como prêmio de liquidez. Além disso, empresas listadas, que passaram por ciclo de investimentos de private equity, tendem a possuir governança mais evoluída, marcas com maior reconhecimento e acesso mais amplo ao mercado de capitais. Fatores estes importantes de forma geral e nesse contexto desafiador em particular.

Gráfico 1: Múltiplos de Entrada no mercado de Private Equity no Brasil



Fonte: Price & Performance of Private Equity in Brazil (Elaboração: Pebay Informação) para os anos 2014-2019 e plataforma Pebay.info. Para o ano de 2020. Múltiplos calculados a partir do EBITDA e Dívida Líquida no mesmo ano da transação. Valuation Post-Money. Exclui os setores de Real Estate e Timber. Transações com EV/EBITDA maior que 30x ou negativos foram removidas da análise.

Para ilustrar como tais investimentos foram selecionados, temos o caso de uma cia. do setor de saúde animal. Acompanhamos a empresa desde 2015. Visitamos suas instalações em 2016. Desde então, aguardamos que iniciasse produção em escala industrial em sua nova planta de biológicos, inaugurada em 2018. Nesse período, embora a cia. tenha dobrado de tamanho e seu EBITDA tenha multiplicado por 5x, a ação permaneceu no mesmo patamar. Entendemos que o ramp-up da planta é um dos fatores que deve desbloquear a geração de valor para os acionistas.

Como exemplo da capacidade da cia. de repassar preços, temos que medicamentos e vacinas compõe parcela pequena do custo total de produção de um animal para abate, sendo ítem relevante para a produtividade. Assim, o pecuarista está disposto a aceitar um preço maior nesses insumos, considerando ainda o preço mais elevado a que vende seus produtos hoje.

Aproveitamos também oportunidades geradas por ruídos de comunicação que ocorrem entre cias. que desenvolvem seus negócios com foco no longuíssimo prazo e investidores que buscam retornos de curto prazo. A cia. que atua com produtos de uso pessoal e é reconhecida por sua preocupação com sustentabilidade, passou por dificuldades ao divulgar seus resultados ao mercado, derrubando seu preço. Em 2008 algo parecido aconteceu. A cia. iniciava sua expansão internacional e os resultados negativos iniciais espantaram o mercado. Tratava-se de um efeito temporário, essencial para o crescimento futuro da marca. No entanto, o evento derrubou o preço das ações e gerou uma boa oportunidade de investimento. Quem

tivesse adquirido ações nesse momento e vendido-as ano passado, antes do evento de ruído atual, teria obtido 8,5x o capital (já contando dividendos). Ou seja, 18% de retorno ao ano.

Dentro de nossa tese de valorização de ativos com impacto ambiental positivo e aproveitando a aceleração da busca de alternativas de geração de energia causada pelo conflito na Ucrânia, também realizamos um investimento no setor de energia renovável. O investimento se beneficia ainda de nossa visão quanto ao aumento da eletrificação dos transportes nos próximos anos e seu consequente impacto na demanda.

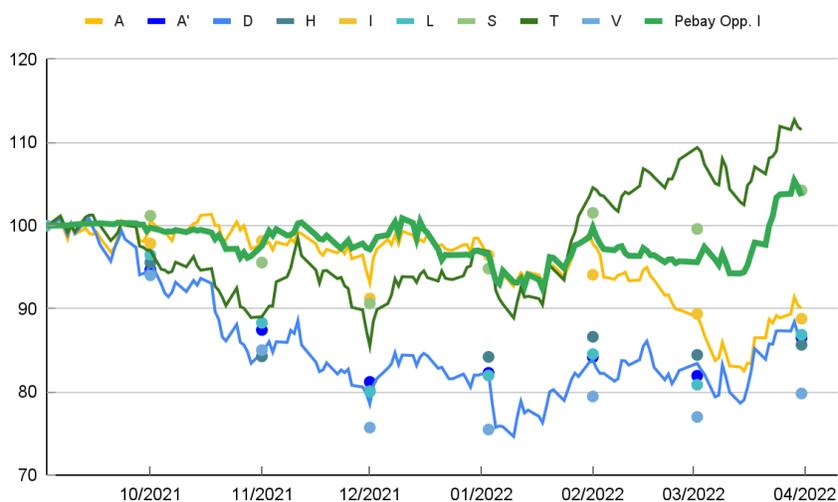
A cia. passou por uma fusão relevante, tornando mais simples a gestão do negócio e eliminando conflitos, mas trouxe para dentro de seu balanço série de projetos que gerarão receita apenas no futuro. Após a fusão, a análise de todos os projetos mostrava uma taxa interna de retorno (TIR) implícita em torno de 13% acima da inflação (IPCA). Devido ao nosso relacionamento com os controladores, no ano de 2018 já tínhamos analisado uma oportunidade de investimento ilíquida envolvendo tal cia., com o mesmo retorno esperado de agora. Foi um dos investimentos mais rentáveis realizados pelo controlador da empresa. Não por acaso, no início do ano o controlador realizou compras de volume expressivo porém a valores 15% superiores aos nossos.

Desempenho comparado

Nessa carta aproveitamos o fato do Pebay Opportunities I ter acumulado mais de seis meses de vida para discutir seu desempenho e compará-lo com outros fundos de gestoras que admiramos. Como nossa exposição em renda variável fechou em março dentro do que seria o limite mínimo de um fundos de ações (FIA) optamos por realizar comparação com FIAs dessas gestoras.

O Gráfico 2 abaixo mostra a evolução do preço de quota de 10 fundos, incluindo o Pebay Opportunities I, a partir de seu início em setembro de 2021. Para escolha de comparáveis buscamos gestoras focadas em investimento de longo prazo; com prática de investir tanto em bolsa quanto fora de bolsa, em empresas de capital fechado; e sólido histórico de resultados. Para não poluir a análise, fundos com desempenho semelhante ao de outros fundos foram representados por pontos, com aferição trimestral.

Gráfico 2: Comparativo de desempenho de fundos desde início do Fundo



Fonte: Dados diários de cota: www.maisretorno.com.br. Elaboração Pebay.

Ao dividir os fundos em três grupos nota-se que o grupo em azul apresentou quedas de até -25% e leve recuperação em 2022. Já o grupo amarelo seguia uma trajetória mais estável até fevereiro de 2022, quando se aproximou do grupo inferior. Já o grupo em verde, do qual o Pebay Opportunities I faz parte, apresentou recuperação a partir de janeiro de 2022, sendo o único grupo com rentabilidade positiva no período.

A comparação evidencia o período conturbado pelo qual passamos desde o início das operações do fundo. Ainda assim, o fundo Pebay Opportunities I demonstrou resiliência e baixa volatilidade, principalmente devido à escolha de momentos

oportunos para a realização de cada investimento, disciplina de preço de entrada e foco em empresas sólidas e que podem se beneficiar do cenário macroeconômico visualizado.

Uma análise mais detalhada apenas do mês de março de 2022 demonstra ainda que o Pebay Opportunities I foi o fundo com maior retorno no mês, mesmo tendo “apenas” dois terços alocado em renda variável, que é a exposição mais conservadora que um FIA pode ter segundo a regulamentação em vigor. Por esse motivo, aliado à seleção de ativos, o fundo possui a menor volatilidade do grupo, com 14,20% frente a 15,71% do segundo colocado e 29,13% do último colocado nesse quesito.

Gráfico 3: Comparativo de desempenho de fundos no mês de Março

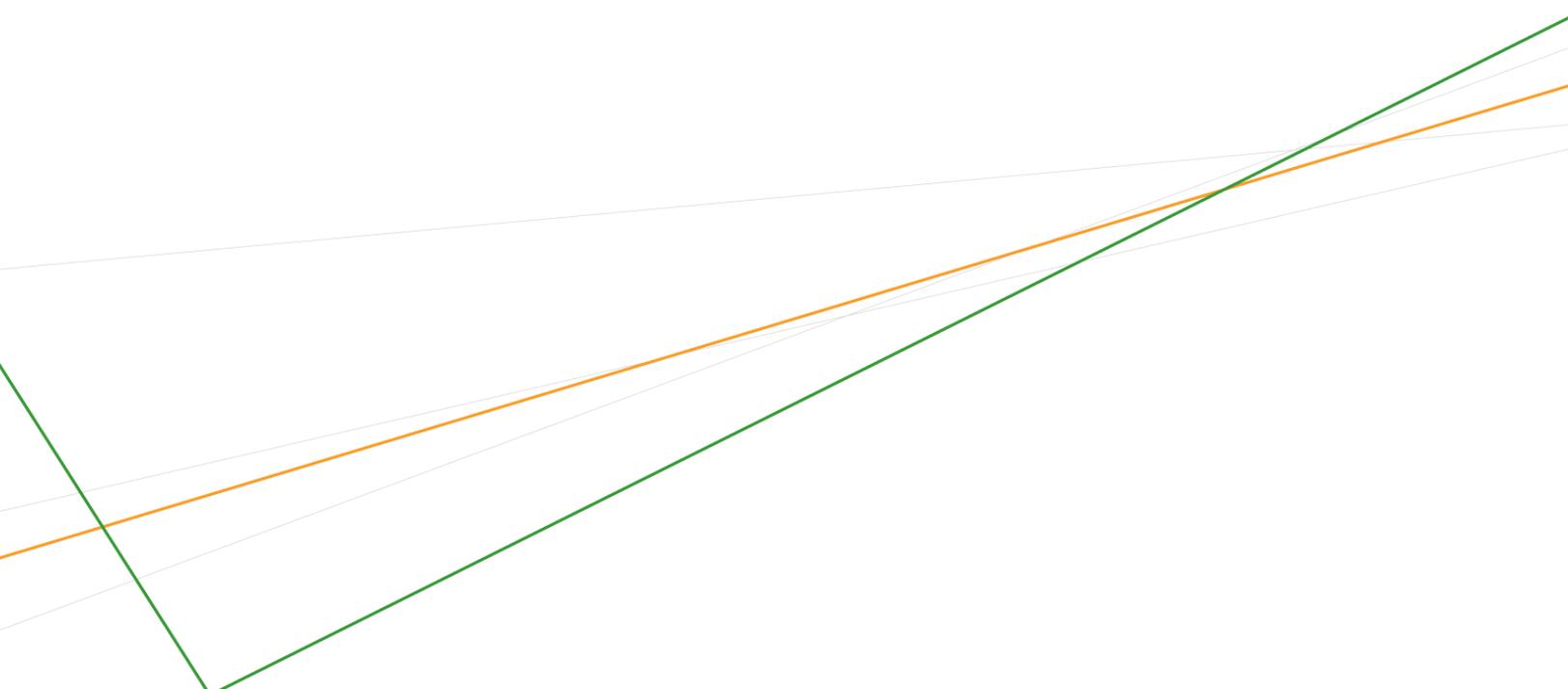


Fonte: Dados diários de cota: www.maisretorno.com.br. Análise Pebay.

AVISOS OBRIGATÓRIOS: LEIA O REGULAMENTO ANTES DE INVESTIR. RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS. FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR, DO GESTOR, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO - FGC. ESTE FUNDO TEM MENOS DE 12 (DOZE) MESES. PARA AVALIAÇÃO DA PERFORMANCE DE UM FUNDO DE INVESTIMENTO, É RECOMENDÁVEL A ANÁLISE DE, NO MÍNIMO, 12 (DOZE) MESES. A MÉDIA ARITMÉTICA DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO APURADO NO ÚLTIMO DIA ÚTIL DE CADA MÊS DE EXISTÊNCIA DO FUNDO É R\$1.792.668,65.

 Autorregulação
ANBIMA

Gestão de Recursos



Sobre a Private Equity Bay (Pebay)

A Pebay é focada no mercado brasileiro de Private Equity. Somos referência em informação para o segmento de ilíquidos e atuamos na gestão de ativos. Nossa gestora é especializada neste mercado e temos como diferencial o uso de tecnologia de ponta para realizar investimentos dentro e fora de bolsa. Temos sob nossa gestão o Pebay Opportunities I Fundo de Investimento Multimercado que, com investimento mínimo de R\$50 mil e período de iliquidez reduzido para 5 anos, democratiza o acesso a oportunidades de investimento em companhias, fundos e recebíveis ligados à venda de empresas, dentro e fora de bolsa.