

Pebay Opportunities I

“There is nothing esoteric about value investing. It is simply the process of determining the value underlying a security and then buying it at a considerable discount from that value. It is really that simple.”

Seth A. Klarman

Carta #3

Referente a 30/06/2022

São Paulo, 13 de julho de 2022,

Caros parceiros de investimento,

Yin e yang são energias opostas e complementares. Yin significa escuridão e yang é a claridade. Segundo os chineses, o mundo é regido por forças opostas que se complementam em um movimento constante. Cada uma das forças manifesta dentro de si o seu oposto.

Esse antigo conceito da filosofia chinesa reflete nossa percepção do 2º trimestre de 2022. De um lado, o recrudescimento da inflação global, aliada à tentativa de controle por meio do aumento abrupto dos juros levou à uma redução constante e significativa dos preços dos ativos de “risco”. Desde os menos arriscados, como imóveis e utilities, até os totalmente especulativos como as *bitcoins*. Como o Brasil agiu rapidamente na elevação de suas taxas de juros, acreditamos que as empresas brasileiras sofrem um duplo impacto. Primeiramente pelo aumento do custo de capital e receios de recessão local. Num segundo momento, pelo aumento do custo de capital global e receios de recessão em escala mundial, que afeta o comportamento dos investidores internacionais. Isso contribui para a queda de 19,38% que experimentamos no trimestre.

Por outro lado, abriu-se uma janela de oportunidade rara para quem investe no longo prazo. Aproveitamos esse momento conturbado com cautela, ampliando nossa posição de 64,3% para 78,1% da carteira em renda variável, tanto pelo aumento de participação nas cias da carteira, como pela entrada em novos setores com mercado interno grande e crescente, como os de oncologia e o de de biodefensivos agrícolas. Das nove empresas da carteira, pelo menos quatro também possuem potencial de expansão internacional. Ou seja, podem crescer em meio às dificuldades aqui e lá fora.

Mantemos ainda uma posição de caixa de 22%, porém diminuimos nossa posição atrelada à inflação. Agora ~85% do caixa está atrelado à Selic (com rendimento de mais de 1% ao mês). Essa posição segue aguardando desdobramentos dos investimentos fora de bolsa, em fase de negociação e/ou melhoria dos preços de ativos listados.

Na [carta anterior](#), mostramos como fizemos investimentos em bolsa a preços de private equity (PE). Isso tem atraído outros fundos especializados nessa estratégia, como bem destacaram as matérias [“Private Equity se volta para bolsa”](#) e [“Ações baratas atraem fundos em busca de oportunidades”](#) no Valor Econômico de 05/07/2022. Esse movimento atingiu duas de nossas investidas: Omega Energia e Ambipar. A primeira foi alvo de investimento pela Actis com prêmio que pode chegar a 56% até 2023 (comparado ao preço da véspera). A segunda atraiu capital de um SPAC listado na bolsa de Nova Iorque, o HPX Corp, o que na prática significa o IPO nos EUA da unidade de emergências ambientais, trazendo consigo um selo de qualidade e acesso a capital que facilitam sua expansão naquele país. O prêmio foi de 17% nesse caso.

Dando seguimento à comparação que apresentamos na última carta, continuamos em terceiro dentre os 10 fundos comparáveis. Fechamos o *gap* com o segundo colocado (Fundo T). Essa diferença de performance que era de 7,9 pontos em março de 2022 passou para apenas 2,9 em Junho de 2022. Nossa volatilidade (parâmetro de risco) segue a menor do grupo.

Por fim, gostaria também de compartilhar que neste trimestre realizei aumento de 12% do meu investimento pessoal no fundo, acreditando ser esse um momento ímpar para investir.

A seguir apresentamos em maior detalhe nossa visão e discutimos cases selecionados da carteira. Agradecemos novamente pela confiança em nós depositada e nos colocamos à disposição para perguntas.

Leonardo de Lima Ribeiro
CEO / CIO

Contexto: A dupla tempestade

Na [carta anterior](#) discurremos sobre a elevada inflação, combinada com abrupto aumento de juros, impactando o valor das empresas. Conforme Gráfico 1, abaixo, no Brasil a Selic foi de 2% para mais de 13% em pouco mais de um ano, para lutar contra uma inflação que atingiu 12% a.a.. Isso gerou uma ampla desvalorização das empresas brasileiras. Não só pelo impacto de um maior custo de capital no *valuation* de uma empresa, mas também pela expectativa de uma menor demanda, maior custo de insumos e maior custo de serviço de dívida para empresas, potencialmente comprimindo seus resultados.

Gráfico 1: Evolução da Inflação e Juros - Brasil e EUA



Fonte: www.bcb.gov.br, countryeconomy.com e www.usinflationcalculator.com. Elaboração Pebay.

Além desse efeito de ordem local, o Brasil é afetado por um segundo efeito de ordem internacional, uma vez que o aumento de juros nos EUA (Gráfico 1) e na Europa para controlar uma inflação global também afeta o comportamento dos investidores internacionais. Chama a atenção como a reação do Fed foi tardia e como a mudança da taxa de juros num país que não via inflação tão alta há 40 anos ainda é módica, em especial para um nível de inflação similar ao que experimentamos no Brasil no fim de 2021.

Vemos que esse atraso da reação norte-americana gera um duplo impacto que pode ser visualizado no Gráfico 2. O impacto 1 é visto a partir de Julho de 2021, quando o IBX50 começa a ser afetado por conta dos aumentos sucessivos da Taxa Selic, realizados desde março daquele ano. A bolsa local deixa de seguir o contínuo aumento do S&P 500. O Impacto 2 aparece no segundo trimestre de 2022, quando a bolsa brasileira volta a acompanhar a bolsa americana em sua trajetória de queda.

Gráfico 2: Evolução cotação IBX50 vs S&P 500



Fonte: Dados diários de cotação: www.investing.com.br. Elaboração Pebay.

Estamos de olho em outros elementos que ainda podem afetar o comportamento dos ativos no Brasil:

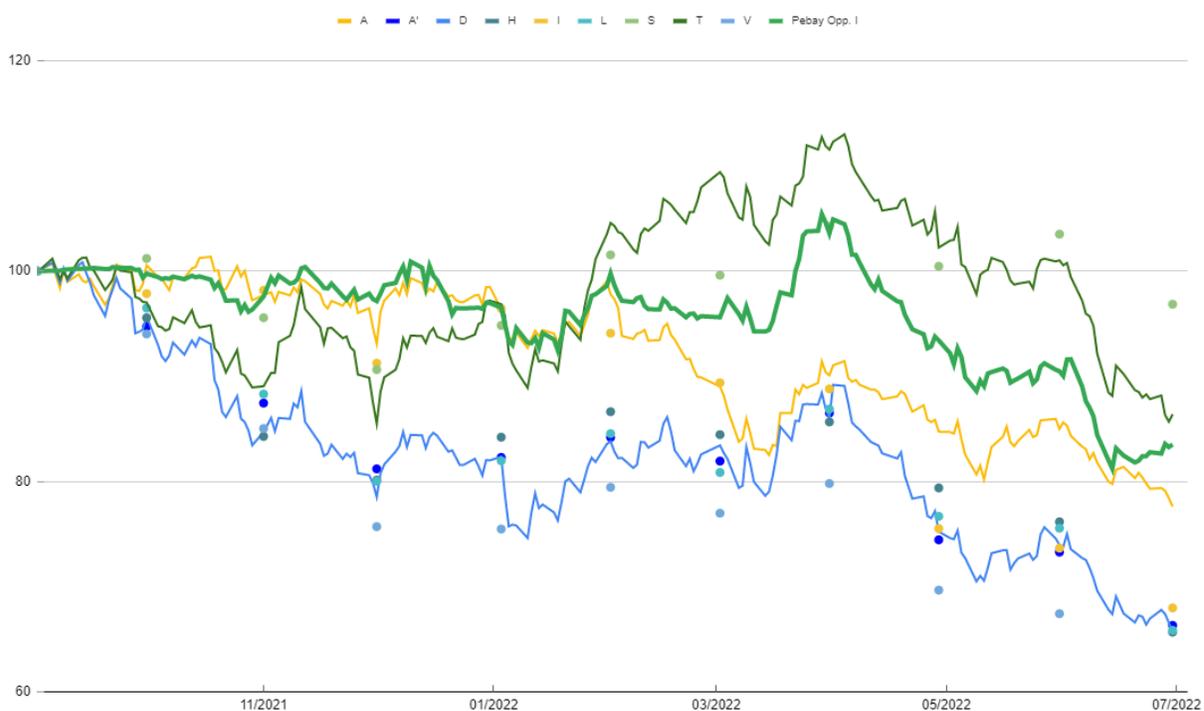
- Eleições presidenciais. Vislumbramos uma quente disputa eleitoral, que já afeta aliados do governo em posições chave. Para além do ruído gerado pela divisão dos eleitores, ambos candidatos mais populares na corrida eleitoral já se posicionaram contra o teto de gastos. Isso, somado aos gastos incorridos para enfrentar a pandemia geram incertezas sobre a credibilidade fiscal do país; e
- Escalada no conflito entre Rússia e Ocidente. A entrada de Finlândia e Suécia na OTAN, com surpreendente anuência da Turquia, aliado ao aumento do efetivo da OTAN em 300.000 soldados no continente, pode dificultar uma saída negociada para a crise no curto prazo.

Embora torçamos para que as forças obscuras (Yin) não se manifestem, seguimos prontos para aproveitar as oportunidades (Yang) nelas contidas.

Desempenho comparado

O Gráfico 3 abaixo mostra a evolução do preço de cota dos mesmos 10 fundos que constavam na carta anterior, a partir do início do Pebay Opportunities I 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 3: Comparativo de desempenho de fundos desde início do Fundo



A comparação evidencia o período conturbado pelo qual passamos no segundo trimestre. Dessa vez, nenhum dos fundos apresentou rentabilidade positiva no período de 10 meses apresentado. Apesar da queda do último trimestre, o Pebay Opportunities I se manteve em terceira posição, agora com uma diferença de apenas 2,9 pontos percentuais em relação ao segundo colocado.

A seguir discorreremos sobre dois dos investimentos realizados, que atraíram outros fundos com visão de private equity, gerando impacto positivo nos ativos após o encerramento do trimestre.

Case 1: Omega Energia

Em 29 de junho de 2022, a Omega Energia anunciou a entrada da gestora de Private Equity Actis para a sua base de acionistas, marcando também sua entrada nos EUA, mediante a aquisição de projeto eólico de 531 MW previsto para iniciar em 2023. Segundo a gestão, esse projeto prevê retorno para a companhia de 15% a 18% a.a. em dólar.

A cia. atua na geração de energia renovável e no desenvolvimento de novos projetos de geração, com foco em energia eólica (87% da capacidade instalada). Em 31 de dezembro de 2021, a capacidade instalada contratada da Companhia era de 2.414,9 MW de projetos 100% renováveis, diversificados em 8 estados brasileiros. Além disso, a Companhia possui um pipeline de projetos solares e eólicos de capacidade instalada potencial de aproximadamente 6.060 MW.

A Actis é investidor de referência no setor de renováveis na América Latina, com casos de investimento de sucesso como Echoenergia (vendida para o grupo Equatorial), Atlas, Zuma, Atlantic, entre outros. É também conhecida no Brasil por ter sido o primeiro investidor de private equity da XP Investimentos. Sua entrada em Omega conta com compromisso de investimento primário de R\$850 milhões, a um preço de até R\$ 16 por ação (prêmio de 56% em relação ao fechamento de 28/06). A Omega é a aposta da Actis para iniciar investimento no mercado norte-americano de energia renovável.

O investimento do Pebay Opportunities I na Omega foi realizado em março deste ano. Na busca por oportunidades diante do cenário macroeconômico que se desenhou após o estouro do conflito envolvendo Rússia (uma potência energética) e Ocidente. Percebemos que a dependência da Europa por petróleo e gás russos poderia criar maior incentivo para fontes renováveis de energia e eletrificação de veículos; além de aumentar o preço da energia como consequência do aumento do preço do petróleo e do gás natural.

A Omega já havia se tornado alvo de nossas análises pelo acompanhamento que temos da empresa em nossa plataforma Pebay.info e pelo fato de já termos analisado oportunidade de investir na cia. em 2018, quando ainda era uma empresa de capital fechado, além da experiência bem-sucedida de investimento em projetos da cia via ativo listado XP Omega (XPOM11).

Em dezembro de 2021 foi aprovada a fusão entre a Omega Geração e a Omega Desenvolvimento, o que gerou maior complexidade para a análise e precificação dos ativos do grupo. Na transação, os fundos de investimento minoritários negociaram em bloco e conseguiram reduzir significativamente o valuation dos ativos trazidos pela Tarpon por meio da Omega Desenvolvimento. Ainda assim, após a transação, as ações da nova empresa (MEGA3) sofreram queda de aproximadamente 30%. Ao mesmo tempo, vimos sólidos resultados operacionais em 2021 e boas perspectivas para a

empresa combinada. Percebemos também via formulários regulatórios uma forte movimentação compradora do controlador (Tarpon Investimentos) a um determinado preço. A desvalorização do ativo em bolsa permitiu que investíssemos na cia. a um preço 13,5% inferior, com TIR implícita de 13% a.a. nos projetos, que possuem contratos de longo prazo ajustados pela inflação. Taxa essa semelhante à que a empresa apresentava em 2018, num contexto de investimento secundário, com desconto.

A entrada de um novo investidor com presença global como a Actis corrobora nossa visão de preço atrativo do ativo; contribui para o sucesso da cia. na entrada em um novo mercado; e aprimora sua governança corporativa.

Case 2: Ambipar Group

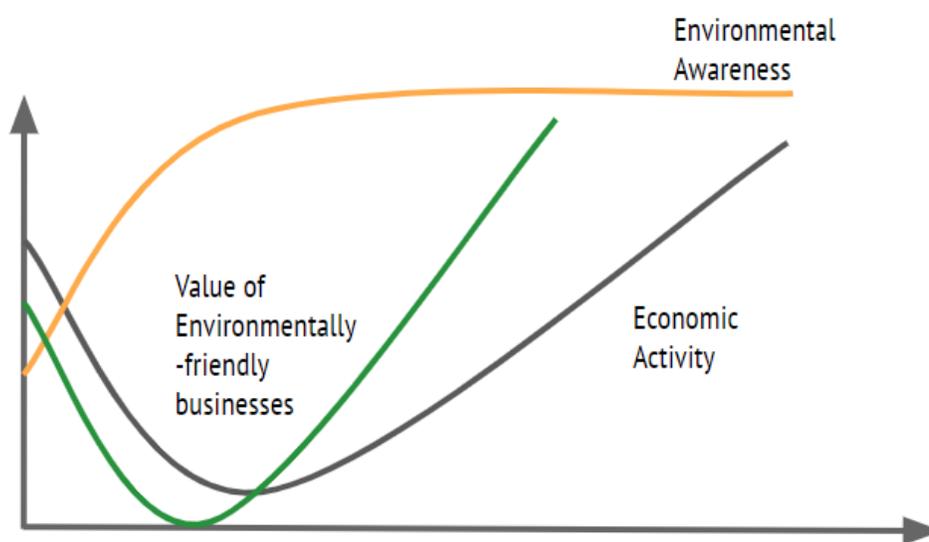
A Ambipar é uma multinacional brasileira, fundada em 1995, líder em gestão ambiental e resposta a emergências ambientais. Essa unidade, denominada Response, atuou em desastres como os de Brumadinho. Com um modelo de assinatura, coloca sua equipe e frota de veículos especializados à disposição de seus clientes para qualquer eventualidade de risco ambiental. Com ampla presença geográfica a empresa consegue atuar de forma rápida diante de derramamento de óleo em estradas e córregos, acidentes envolvendo transporte de cargas, acidentes aéreos, manejo de químicos como cloro e ácido sulfúrico, vazamento de gás etc. O modelo de assistência por assinatura dá previsibilidade de receitas e protege contra aumentos nos custos. A proximidade às seguradoras agrega valor ao cliente por permitir o reembolso antes mesmo do desembolso pelos serviços prestados numa eventualidade. A Ambipar também apoia seus clientes a se adequarem às normas ambientais vigentes, de forma a evitar a exposição negativa de suas marcas, além de promover a agenda ESG.

Por meio de sua unidade Environment a empresa também realiza gestão total de resíduos, com foco na valorização, sob o conceito de economia circular, especialmente no tratamento, reúso, reparo e reciclagem de materiais. Entre os clientes atendidos estão plantas de papel e celulose que utilizam resíduos de corte das árvores como adubo para plantio. A unidade de pesquisa e desenvolvimento (P&D) da cia. busca soluções para diversas situações dos clientes em diferentes indústrias.

Desde 2011, a cia. segue estratégia de crescimento inorgânico por meio da aquisição do controle de inúmeras empresas que agregam valor a plataforma das verticais de crescimento, aumentam o know-how do grupo em novas tecnologias e serviços, como as aquisições feitas na Environment e, no caso da Response que pudessem dar maior capilaridade e abrangência geográfica. Em 2020 a empresa realizou IPO, com isto pôde alavancar o ritmo de aquisições por meio dos recursos da oferta primária de ações. Apenas em 2021 foram 29 aquisições, inclusive na América do Norte e Reino Unido. Ainda assim, segundo relatório da administração, em 2021 a empresa apresentou um crescimento majoritariamente orgânico, com aumento de margem. Entre os fatores que influenciaram esse crescimento está a captura de sinergias comerciais, operacionais e administrativas das aquisições feitas ao longo do ano, com a ampliação de serviços oferecidos alavancados pelos esforços de cross-selling da carteira de clientes e otimização na aquisição de insumos.

O investimento na Ambipar surgiu como parte de nossa tese, desenvolvida em 2020, que coloca o momento como ideal para investimentos sustentáveis. Devido à pandemia, houve um aumento da consciência ambiental. No entanto, com a baixa atividade econômica (e conflitos geopolíticos) os consumidores em um primeiro momento preferem produtos mais acessíveis e os governos priorizam proteção e retomada de crescimento em detrimento de preservação. Com o passar do tempo, os níveis de preocupação ambiental tenderão a se manter elevados e com a retomada da economia, vislumbramos uma valorização das empresas com foco na sustentabilidade ambiental.

Gráfico 4: Tese - Valorização dos Investimentos Verdes



Fonte: Elaboração Pebay. 2020

O gráfico abaixo apresenta o histórico de cotação em bolsa da Ambipar em comparação ao crescimento de sua geração de caixa (medida pelo EBITDA) no mesmo período. O EBITDA acumulado de 12 meses da cia. evoluiu de R\$142M em março de 2020 para R\$618M em março de 2022 (um crescimento de 4,6x). A cotação em bolsa da cia. não acompanhou tamanho crescimento de EBITDA, gerando janela de entrada para investimento no ativo ao preço de 7,5x EV/EBITDA. Por meio de formulários regulatórios estimamos que nosso preço de entrada seja 23,4% inferior àquele pago pela empresária e modelo Gisele Bündchen em agosto de 2021, quando passou a integrar o quadro societário e o comitê de sustentabilidade da cia.

Gráfico 5: Evolução da cotação em bolsa vs. EBITDA (12 meses)



Fonte: Dados de cotação diária: www.google.com/finance/. Ebitda divulgado pela companhia. Elaboração Pebay.

No mês de maio visitamos a sede da Ambipar Group, em Nova Odessa, para compreender melhor o modelo de negócios da companhia. Recebidos pelo C-level da cia, pudemos apreciar de perto a operação da Ambipar Response no Brasil, que atua por meio de sistema integrado em todas as regiões do país. Essa unidade é a mesma que no dia 6 de Julho de 2022 anunciou a celebração de acordo para combinação de negócios com a HPX Corp., permitindo que a Ambipar Response seja listada na NYSE por meio de uma *Special Purpose Acquisition Company* (SPAC). O HPX Corp foi fundado por três executivos brasileiros oriundos do mercado de private equity: Bernardo Hees, Carlos Piani e Rodrigo Xavier. A transação, que implica em múltiplo de 11,5x EV/EBITDA, corrobora nossa crença no modelo de negócios da cia. e amplia a capacidade de acesso a capital para crescimento da cia. Internacionalmente, além de trazer mais visibilidade e um selo de qualidade para a conquista de mais clientes no exterior.

Considerações finais

Exemplos como os discutidos acima demonstram nosso cuidado em montar uma carteira de empresas antenadas com tendências do futuro, antecipando movimentos de outros investidores que enxergam esses ativos de forma semelhante à nossa. Entre as tendências com futuro promissor por nós escolhidas estão:

- Geração de energias renováveis e eletrificação em substituição de fontes de energias tradicionais, poluentes;
- Biodefensivos e fertilizantes organominerais em substituição gradual dos químicos;
- Terceirização de serviços de emergências ambientais e preocupação das empresas pela economia circular e reuso;
- Aumento no diagnóstico de câncer e envelhecimento da população, com tendência de cura por meio de terapias mais modernas (ex. imunoterapia), aplicadas em contexto não-hospitalar;
- Aumento da longevidade e humanização dos pets, gerando demanda por terapias e medicamentos de saúde animal;
- Sofisticação na forma de investir e gerir patrimônio pela população.

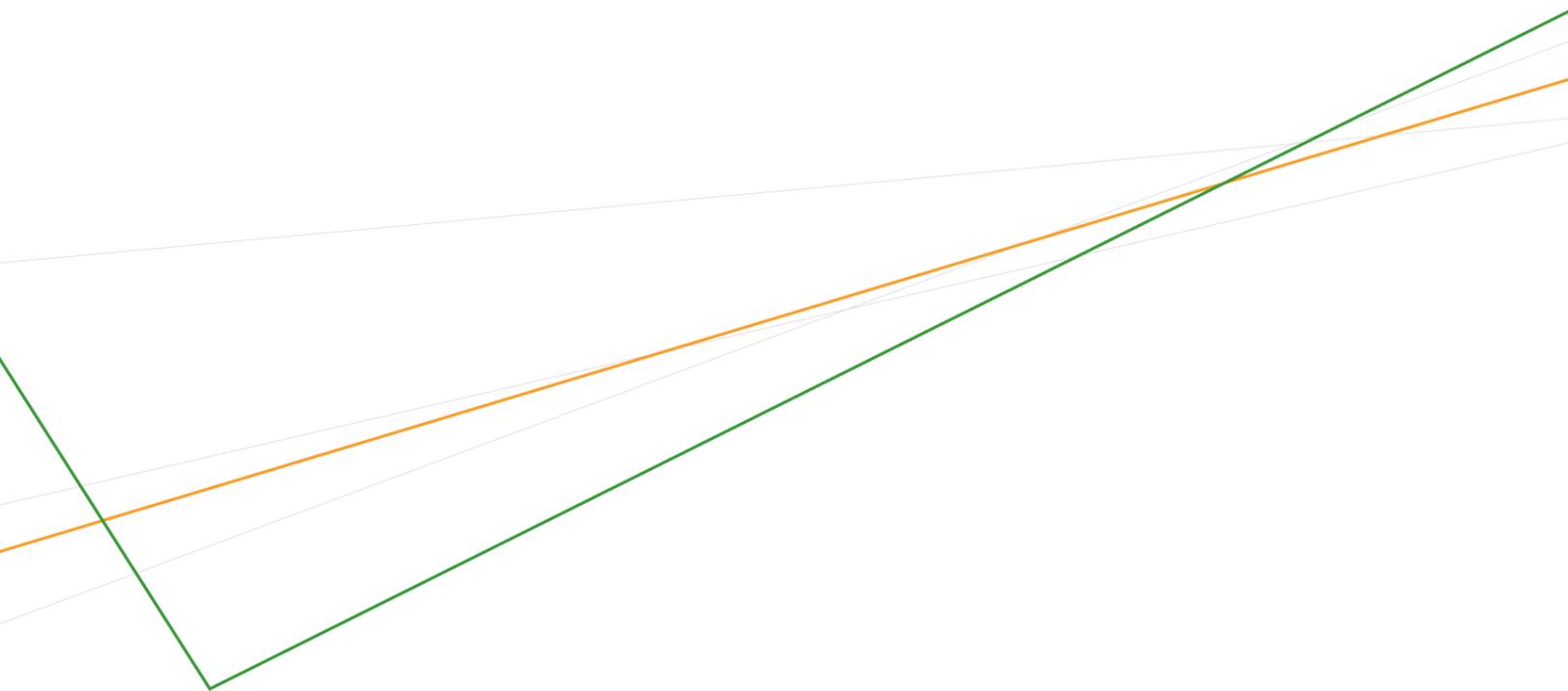
Seguimos em busca de mais tendências como essa, em cias. que ofereçam preços de entrada atrativos.

AVISOS OBRIGATORIOS: 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\$1.805.685,27.



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.