

▶ PATRIA BRASIL  
Patria PIPE

## Prezados cotistas,

O cenário macroeconômico global continua a apresentar desafios relevantes: juros em alta em escala global, seis meses de guerra entre Rússia e Ucrânia e fraturas no processo de globalização das últimas décadas, com a consequente desorganização de diversas cadeias produtivas.

As quedas apresentadas pelos investimentos de risco nos últimos trimestres têm resultado em contínuos fluxos negativos que, realimentando os movimentos dos ativos, culminam em um ciclo vicioso que tem levado muitos investidores à capitulação e busca pela segurança da renda fixa em um ambiente de juros mais altos. Este processo gera um descompasso entre o preço das ações e seu valor intrínseco, penalizando o retorno de curto prazo do Fundo. Por outro lado, a oportunidade para os investidores com uma visão de longo prazo é das mais atrativas das últimas décadas.

Acreditamos que uma visão de longo prazo é fundamental no investimento em empresas e, desde o início do fundo em 2014, mantemos disciplinadamente a nossa filosofia de investir em setores e empresas resilientes, com grande potencial de crescimento e geração de valor de longo prazo.

**“Success in life is not for those who run fast, but for those who keep running and always on the move.”** Bangambiki Habyarimana

A forte correção nos preços das ações brasileiras, disparada com o início do ciclo de alta de juros no segundo semestre de 2021, e acelerada ao longo de 2022, poupando apenas algumas ações de setores ligados a commodities, remeteu a crises anteriores como 2015 e 2008 na sua magnitude. No entanto, ao contrário de correções anteriores, os fundamentos macroeconômicos e das empresas se mostram significativamente melhores atualmente, como pode ser evidenciado pelo crescimento das receitas e resultados da grande maioria das empresas do nosso portfólio.

No cenário macro, o Brasil encontra-se muito à frente dos principais bancos centrais do mundo em seu ciclo de aperto monetário, que tudo indica se aproxima do final. A alta da SELIC de 2% para 13,75% levou a uma corrida indiscriminada para investimentos em Renda Fixa em detrimento da tomada de risco. Dados da Anbima mostram fluxos negativos de R\$ 25 bilhões de fundos multimercado e R\$ 21 bilhões de fundos de ações ao longo de 2022. Como consequência, os valuations das empresas brasileiras se encontram em patamares muito inferiores às suas médias históricas, ao passo que os fundamentos e perspectivas de resultados continuam favoráveis.

### RETORNO LÍQUIDO ACUMULADO DESDE O INÍCIO <sup>1</sup>

**273% BRL**

### RETORNO LÍQUIDO COMPOSTO ANUALIZADO DESDE O INÍCIO<sup>1</sup>

**18% BRL**

Data Base: 9 de outubro 2014 até 12 de setembro 2022<sup>1</sup>

### RELAÇÕES COM INVESTIDORES:

**IR@patria.com**  
Marina Tennenbaum

**PIPE@patria.com**  
Flavio Menezes  
Carolina Medley

**Site**  
[www.patriapipe.com.br](http://www.patriapipe.com.br)

### INFORMAÇÕES DOS FUNDOS:

**Administrador:** Intrag DTVM Ltda.

**Distribuidor:** Patria Investimentos Ltda.

**Gestor:** Patria Investimentos Ltda.

**Classificação CVM:** Fundo de Ações

**Classificação ANBIMA:** Fundo Aberto de Ações

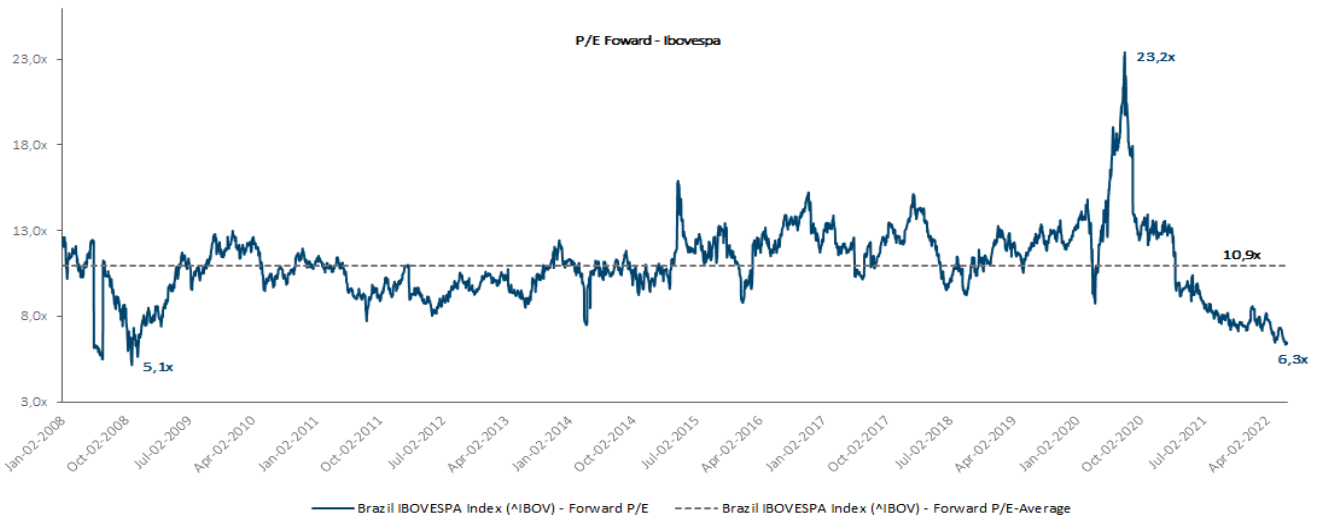
**Informações Administrador:** Av. Brigadeiro Faria Lima, nº 3.400, 10º andar, Itaim Bibi, São Paulo – SP, CNPJ nº 62.418.140/0001-31, ato declaratório CVM nº 2528, de 29/07/1993.

**Informações Gestor:** Av. Cidade Jardim, nº 803, 8º andar, sala A, São Paulo – SP, CNPJ nº 12.461.756/0001-17, ato declaratório CVM nº 11.789, de 06/07/2011.

**Supervisão e Fiscalização:** a. Comissão de Valores Mobiliários – CVM; e b. Serviço de Atendimento ao Cidadão em [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

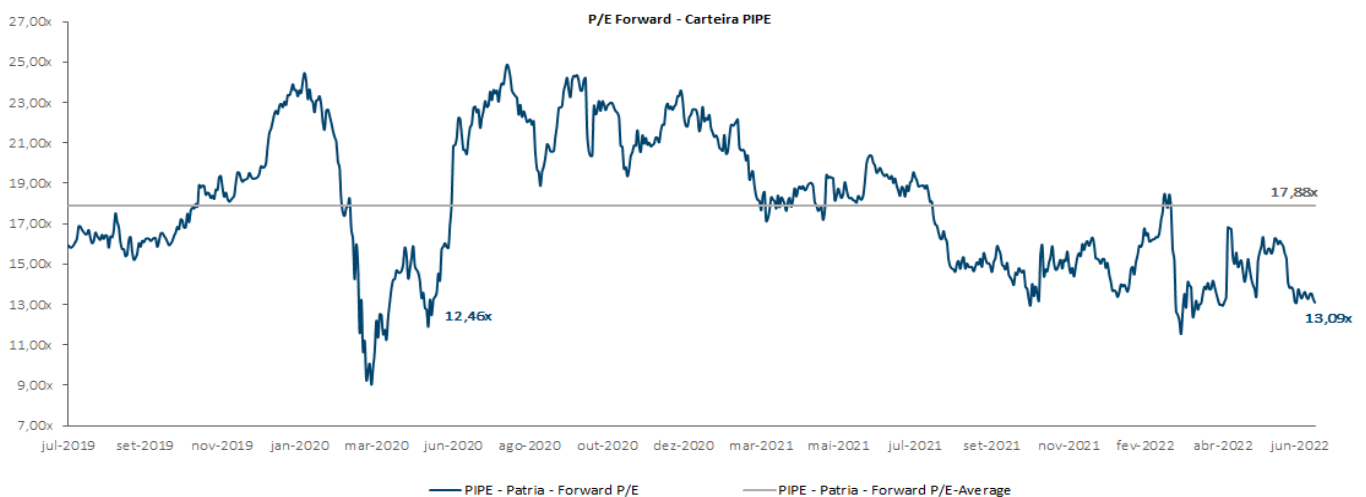


1) Calculados usando dados diários desde o início do Pátria PIPE Institucional FIC FIA – de 09/10/2014 até 12/09/2022. Esta informação é mera referência econômica e não representa meta ou parâmetro de performance do Fundo. As principais atualizações incluem, mas não se limitam, à performance da estratégia, ao desenvolvimento das principais empresas investidas e a atualização das atividades mais relevantes do Gestor ao longo do período. Informações gerais a respeito do Fundo são encontradas no quadro superior à direita.



Fonte: S&P Global Market Intelligence

Analisando o valuation das empresas que compõe a carteira do PIPE, o cenário não é diferente. O gráfico abaixo mostra a evolução do consenso de mercado para o Price to Earnings (P/E) projetado dos próximos 12 meses para os investimentos Core do fundo: Localiza, Ultra, CVC, Tenda, Qualicorp e Alper. No dia 30 de junho de 2022, o P/E se encontrava em 13x, mais próximo do valuation no auge da pandemia de 12x do que da sua média histórica de 18x. Boa parte deste movimento decorre de preços mais baixos, enquanto os fundamentos e resultados continuaram evoluindo positivamente.



Fonte: S&P Global Market Intelligence

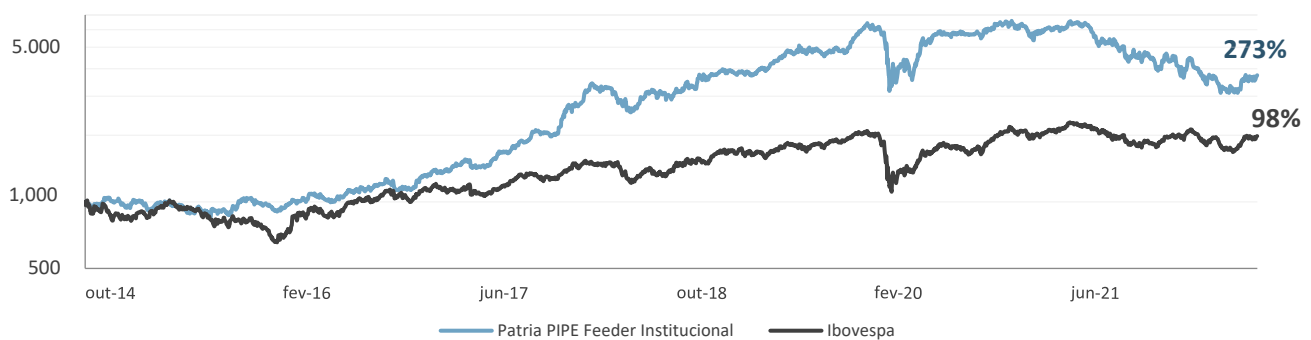
Muito se fala sobre a recessão nos EUA e o impacto dela em outras regiões. É interessante notar que a correlação do crescimento do PIB dos EUA com a América Latina é de apenas 20%. Logo, uma recessão global poderia trazer alguma desaceleração econômica ao Brasil, mas em uma magnitude menor do que no resto do mundo, dada a baixa correlação e drivers específicos da região. No caso do Brasil, os desdobramentos recentes contrariam o cenário global sombrio: uma combinação de superávits recordes na balança comercial, inflação em queda e positiva evolução no quadro fiscal, quando comparamos aos níveis de 2020.

Não temos como afirmar com absoluta certeza se os resultados positivos das empresas do portfólio, combinados com o provável fim do ciclo de alta de juros e os avanços positivos na economia que já se refletem na mudança de tendência de resultado do fundo continuarão acelerando ou se teremos ainda correções ao longo do caminho. Uma das mais importantes constatações da realidade dos mercados de risco é o fato de que no início de novas tendências positivas o mercado sempre escala uma parede de preocupações (“*The markets climb a wall of worry*”). Nossa estratégia busca investir em empresas com fundamentos sólidos e claras vantagens competitivas sustentáveis, em setores resilientes e de alto crescimento, e isto reforça nossa confiança na perspectiva de geração de retornos superiores e consistentes no longo prazo. Como dizia Ben Graham, no longo prazo o mercado é como uma balança (“*in the long run, the Market is a weighting machine*”), mas no curto prazo, é como uma eleição (“*in the short run, the Market is a voting machine*”). Apesar da incerteza e volatilidade do curto prazo, os bons fundamentos é que determinarão resultados superiores no longo prazo.

Nosso Fundo mais antigo, o Pátria PIPE Feeder Institucional FIC FIA (“Fundo”) teve um desempenho negativo no 2T22 de -28% versus -18% do Ibovespa no trimestre. À medida que a janela de análise se aproxima do nosso horizonte de investimentos de cinco anos, observamos retornos não apenas melhores, como também consistentes. Apesar do resultado negativo do Fundo no primeiro semestre do ano, as perspectivas futuras não poderiam ser mais promissoras e os ótimos resultados do 2T22 das empresas do portfólio, exceto Qualicorp que ainda enfrenta um cenário desafiador, corroboram essa visão.

### EVOLUÇÃO DO PIPE INSTITUCIONAL X IBOVESPA<sup>1</sup>

Fonte: Patria Investimentos e Capital IQ (Base 1000, escala logarítmica)



Retorno Líquido	12M	36M	60M	DESDE O INÍCIO	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
<b>PIPE Institucional<sup>1</sup></b>	<b>(28.4%)</b>	<b>(22.9%)</b>	<b>105.8%</b>	<b>272.6%</b>	<b>(15.9%)</b>	<b>(32.2%)</b>	<b>14.9%</b>	<b>54.0%</b>	<b>57.2%</b>	<b>102.9%</b>	<b>19.0%</b>	<b>(6.1%)</b>	<b>3.6%<sup>1</sup></b>
<b>PIPE Private<sup>2</sup></b>	<b>(28.8%)</b>	<b>(25.9%)</b>	n/a	<b>(27.5%)</b>	<b>(16.2%)</b>	<b>(32.5%)</b>	<b>15.1%</b>	<b>11.4%<sup>2</sup></b>	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>Ibovespa<sup>1</sup></b>	<b>(0.8%)</b>	<b>9.6%</b>	<b>52.6%</b>	<b>98.0%</b>	<b>8.2%</b>	<b>(11.9%)</b>	<b>2.9%</b>	<b>31.6%</b>	<b>15.0%</b>	<b>26.9%</b>	<b>38.9%</b>	<b>(13.3%)</b>	<b>(12.7%)<sup>1</sup></b>

Retorno Líquido Anualizado	3 ANOS <sup>1 3</sup>	5 ANOS <sup>1 3</sup>	DESDE O INÍCIO <sup>1 3</sup>
<b>PIPE Institucional</b>	<b>(8.3%)</b>	<b>15.5%</b>	<b>18.0%</b>
Ibovespa	3.1%	8.8%	9.0%

1) Calculados usando dados diários desde o início do Pátria PIPE Institucional FIC FIA – de 09/10/2014 até 12/09/2022 (os dados do gráfico “Evolução do Fundo x Ibovespa” são diários). 2) Calculados usando dados diários desde o início do Pátria PIPE Private FIC FIA – de 12/08/2019 até 12/09/2022. 3) Dados anualizados. Estas informações são meras referências econômicas e não representam meta ou parâmetro de performance do Fundo. A taxa de administração do Pátria PIPE Feeder Institucional FIC FIA é inferior à do Fundo, o que pode levar à variação da rentabilidade. Ademais, os investimentos podem variar ao longo do tempo em termos de estratégia, preço ou valor, em decorrência de diversos fatores, tais como as condições de mercado, o cenário macroeconômico e os eventos específicos de cada empresa e de cada setor investido, de forma que o Pátria poderá não alcançar para o Fundo a rentabilidade obtida no passado.



## Unidas

### DESTAQUES DO 2T22

Além de continuar a ser a maior alocação de capital do fundo, a Unidas é também a tese mais longeva do nosso portfólio. Investimos em 2014, na Locamerica, e participamos ativamente da gestão e transformação da companhia ao longo dos anos seguintes. Entre movimentos transformacionais, as fusões com a Ricci em 2017 e Unidas em 2018 e, recentemente, com a Localiza foram instrumentais em criar a maior empresa de mobilidade da América Latina e terceira do mundo.

O 2T22 foi emblemático para a história da Unidas e da Localiza. Após quase 2 anos do anúncio da operação, finalmente foi consumada a união entre as duas empresas, com a incorporação da Unidas pela Localiza no 1º dia de julho. A empresa combinada terá uma escala de operações sem igual na região, e um portfólio de produtos completo para seus clientes. A concretização da transação permite a busca de importantes sinergias operacionais, como o aumento do poder de barganha na compra e venda de veículos além de menores custos de manutenção, e financeiras, com redução do custo de capital. Além disso, com um balanço robusto e grande liquidez, a Localiza está em uma situação privilegiada frente aos concorrentes para poder imprimir um ritmo acelerado de crescimento e renovação da frota, em um momento em que as condições de compra e disponibilidade de veículos voltam a se tornar favoráveis.

A seguir apresentamos os principais resultados do último trimestre da Unidas como companhia independente. Os segmentos de locação continuam apresentando crescimento acelerado. A Receita Líquida Consolidada atingiu o valor total de R\$ 1,95 bilhões, enquanto as operações de locação ultrapassaram o montante recorde de R\$1,1 bilhão no trimestre, crescimento de 49,8% a/a. Este crescimento é fruto do aumento de preço e também das diárias, fruto da maior disponibilidade de carros que possibilitou crescer a frota para atender a demanda robusta e crescente. A Unidas efetuou no trimestre a maior compra bruta de carros de sua história, adquirindo mais de 30 mil carros e veículos pesados. Como grande parte destes veículos foram adicionados à frota na segunda metade do trimestre, sua contribuição para o crescimento de receita deve ser ainda mais forte no 3T22.

O retorno da disponibilidade de veículos acrescido ao poder de compra e liquidez da empresa combinada possibilitará o crescimento e a renovação da frota em um momento muito favorável de mercado, com maior disponibilidade de carros de perfil econômico. Nos períodos recentes, as montadoras vinham focando na produção de carros de maior preço e margem, dificultando a renovação da frota de carros mais econômicos das locadoras, resultando em um aumento da idade da frota com consequentes aumentos nos custos de manutenção.

**TIR BRUTA<sup>1</sup>**  
**77% BRL**

**Setor**  
Mobilidade

**Sede**  
São Paulo - SP

**Data do Investimento Inicial**  
Outubro 2014

**Período em Carteira**  
7 anos e 11 meses

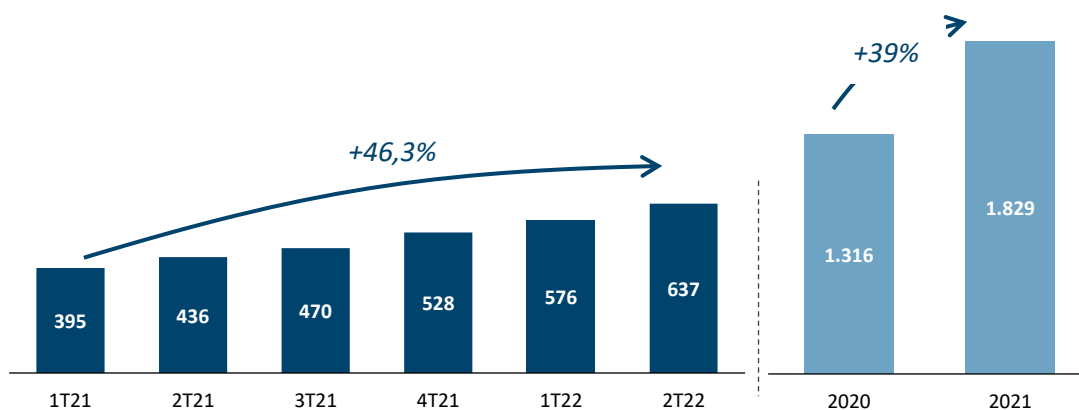
**Assentos no Conselho de Administração**  
1 de 6

**Membro indicado pelo Patria no Conselho de Administração**  
Eduardo Wurzmann (Presidente)

1) Data base: 12/09/2022

Fonte: Unidas e Patria Investimentos

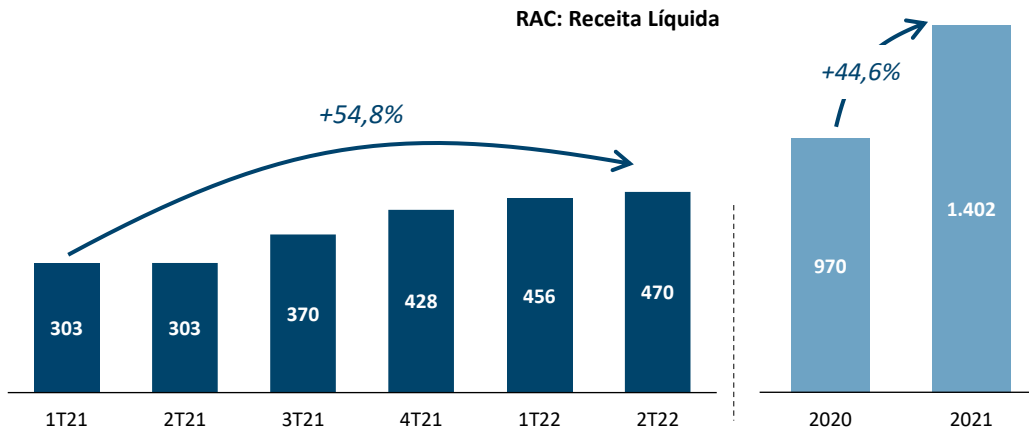
**Terceirização de Frotas: Receita líquida**



Fonte: Unidas e Pátria Investimentos



Em Terceirização de Frotas, a Receita Líquida alcançou novo recorde de R\$ 637 milhões no 2T22 (+46,3% a/a). O volume global de novas contratações foi recorde em R\$ 1,4 bilhões, com uma contratação de 9,6 mil novos veículos, e a frota final do período atingiu 131,6 mil carros. Os novos contratos e a renovação de contratos mais antigos possibilitaram à companhia acelerar em 15% a tarifa média mensal no 2T22, atingindo o valor de R\$2,1 mil por carro. A demanda por terceirização de frota continua crescendo, como pode ser observado no pipeline comercial da companhia, que considera 95 mil carros em disputa. Além disso, 8 a cada 10 carros corporativos ainda estão no balanço das empresas, o que ilustra o grande potencial de crescimento deste segmento de negócios. O número de diárias ultrapassou a marca de 10,1 milhões (+27,6% a/a), com taxa de ocupação de 97,7% no trimestre. O EBITDA Ajustado foi recorde em R\$428,1 milhões, aumento de 50,6% a/a e Margem EBITDA ajustada de 67,2%.

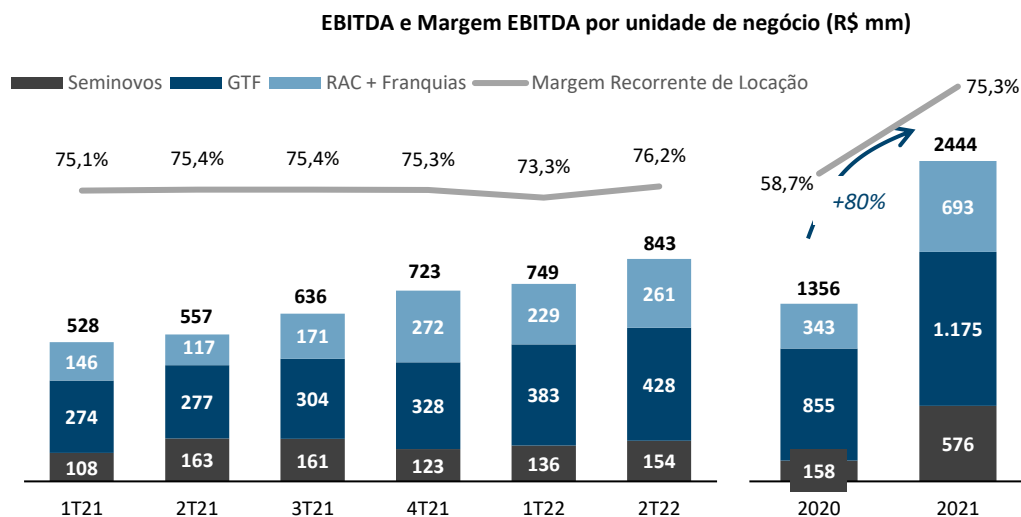


Fonte: Unidas e Pátria Investimentos

A frente de Aluguel de Carros (RAC) também continuou crescendo em ritmo acelerado e alcançou novo recorde de Receita Líquida de R\$469,5 milhões (+54,8% vs. a/a). A empresa tem conseguido aumentar suas tarifas (+41,9% t/t para R\$103,90) para compensar os aumentos do custo de capital e dos preços dos veículos novos, mantendo os patamares de rentabilidade da frota, o que resultou em EBITDA Ajustado recorde de R\$260,1 milhões, mais do que o dobro do registrado no mesmo período de 2021 e uma margem EBITDA ajustada de 55,5%.

No segmento de seminovos, o preço médio dos veículos vendidos continuou a subir, acompanhando os aumentos dos carros novos, e alcançou o patamar recorde de R\$67,1 mil por carro (+15,2% a/a) e margem EBITDA de 18,4%. Mesmo com a compra recorde de carros, a companhia seguiu com sua estratégia de priorizar a disponibilidade crescente de veículos para locação, mantendo menor ritmo na venda de seminovos.

A operação consolidada do trimestre resultou em um EBITDA Ajustado recorde de R\$843,0 milhões (+51,3% a/a) e um Lucro Líquido Ajustado de R\$213,0 milhões. Com a empresa combinada, vemos oportunidade rara de aceleração do crescimento da frota, combinada com margens e retornos crescentes, através da captura das sinergias com a fusão e menores custos com a retomada da renovação da frota, além de margens altas na venda dos seminovos, decorrentes de valor de mercado da frota significativamente superior ao seu valor depreciado.



Fonte: Unidas e Pátria Investimentos

# CVC

## DESTAQUES DO 2T22

O resultado do 2T22 corrobora a forte retomada observada no setor de turismo com a diminuição acentuada dos efeitos da pandemia. A robusta demanda reprimida aliada às evoluções em marketing e precificação da CVC resultaram em um forte crescimento das Reservas Confirmadas, +124,4% em comparação ao 2T21 e 33.6% frente ao 1T22.



**TIR BRUTA<sup>1</sup>**  
**(26%) BRL**

**Setor**  
Turismo e hospitalidade

**Sede**  
São Paulo - SP

**Data do Investimento Inicial**  
Julho de 2019

**Período em Carteira**  
3 anos e 2 meses

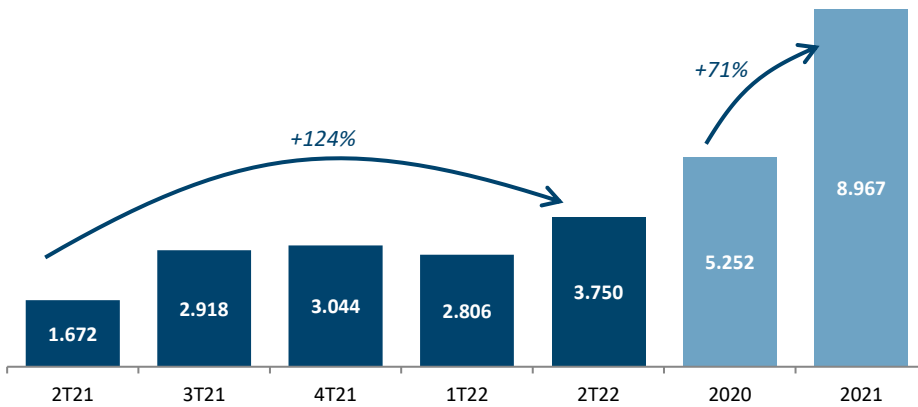
**Assentos no Conselho de Administração**  
2 de 7

**Membro indicado pelo Patria no Conselho de Administração**  
Flavio Teles de Menezes  
Sandoval Martins Pereira

1) Data base: 12/09/2022

Fonte: CVC e Patria Investimentos

**Total de Reservas Confirmadas (R\$mm)**

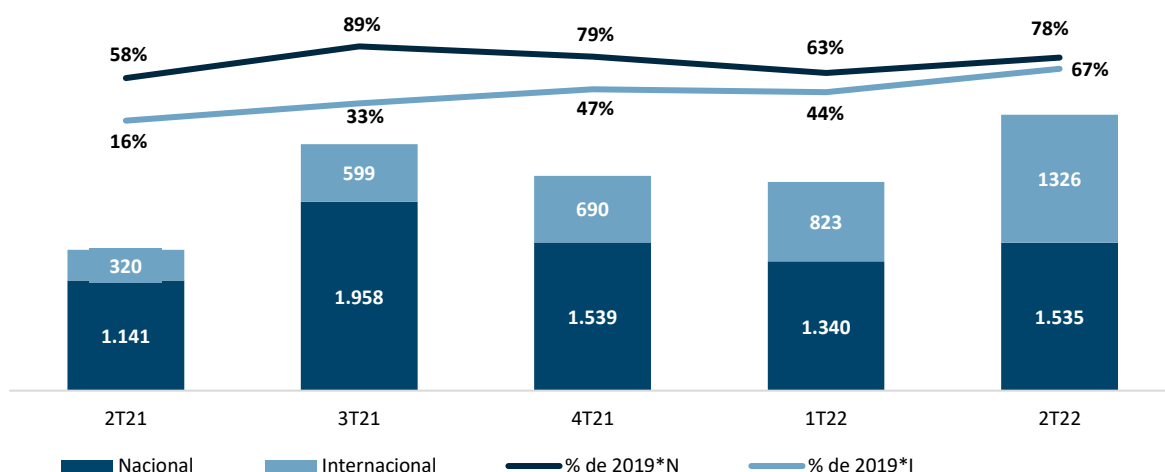


Fonte: CVC e Pátria Investimentos

O gradual reestabelecimento da malha aérea, a retirada das restrições de viagens e efeitos da apreciação do Real frente ao Dólar e outras moedas fizeram com que as reservas confirmadas crescessem em todas as unidades de negócio, notadamente para destinos internacionais, que atingiram participação percentual superior à de reservas domésticas pela primeira vez na CVC. O forte crescimento de viagens internacionais (+315% a/a) permitiu atingir patamares que já representam 67% do período pré-pandemia. Outro destaque do trimestre foi a retomada das viagens corporativas que tiveram um aumento expressivo de 141,3% a/a. O volume de pessoas viajando está cada vez mais próximo dos patamares pré-pandemia e, segundo a ANAC, em junho foram transportados 6,0 milhões de passageiros em voos nacionais e 1,2 milhão de passageiros em voos internacionais. A CVC Corp, no primeiro semestre de 2022, serviu um total de 3,6 milhões de passageiros, 14,5% a mais que no 1S21, e 1,7 milhão no 2T22, 13,8% superior ao 2T21.

As Reservas Confirmadas no Brasil apresentaram um crescimento de 96% a/a e 32.3% com relação ao 1T22. Na Argentina, o período de *Hot Sale*, promoções que ocorreram no mês de junho, foi um dos mais fortes dos últimos anos, impulsionando o volume de vendas e resultando em um crescimento de +300% a/a de Reservas Confirmadas e Consumidas, com predominância de viagens internacionais.

**Reservas Confirmadas Brasil (R\$mm)**



\*Valores referentes a Novembro e Dezembro 2021

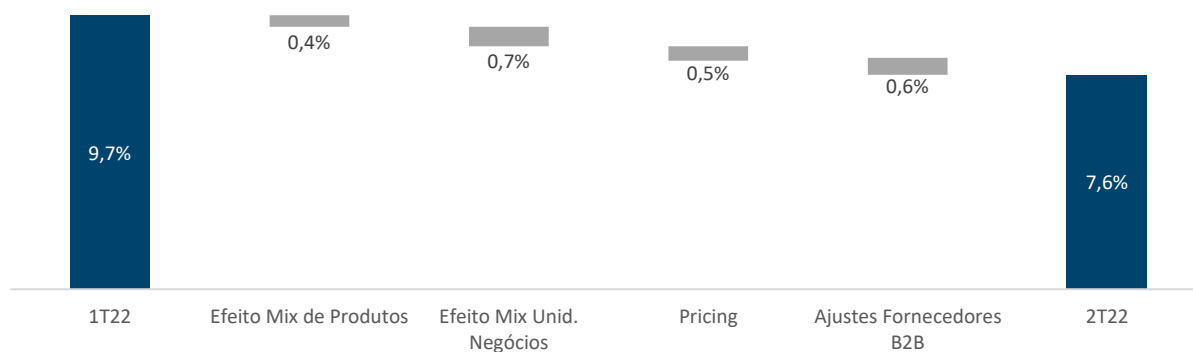
Fonte: CVC e Pátria Investimentos

## CVC



No 2T22, a Receita Líquida avançou 133,5% com relação ao 2T21, fruto do crescimento de 153,6% t/t das Reservas Consumidas e do aumento significativo do ticket médio na operação brasileira (+23,8% em relação ao 1T22 e +96,5% ante 2T21). O take rate de 7,6% no 2T22 foi 2,1% inferior ao reportado no 1T22 e 0,7% inferior ao reportado no 2T21, refletindo o mix de produtos (aéreos/terrestres) e a demanda sazonal maior da unidade de negócio B2B, que apresenta take rates mais baixos, embora requeira capital de giro muito inferior ao B2C. Como o segundo trimestre foi caracterizado por uma maior participação de produtos aéreos e viagens internacionais, que representaram 55% das Reservas Consumidas, houve uma diluição de 0,4% no take rate. Além disso, a maior representatividade sazonal de viagens corporativas e Argentina no mix, que apresentam menor take rate, geraram compressão de take rate de 0,7% no 2T22.

## Evolução Take Rate 2022 (%)



Fonte: CVC e Pátria Investimentos

Vale ressaltar que o segundo trimestre é sazonalmente fraco no segmento B2C. Como o reconhecimento da receita do B2C é, essencialmente, no momento do embarque, enquanto no B2B ele se dá na venda, a CVC espera, conforme divulgado, que o take rate se recupere no 3T22 em decorrência dos embarques das viagens de férias do meio do ano.

No 2T22, a CVC registrou um EBITDA negativo de R\$0,6 milhões, uma melhora de R\$ 123 milhões quando comparamos com o 2T21. O prejuízo líquido no trimestre foi reduzido em 46,0% a/a, fruto do alavancagem operacional decorrente do aumento da receita, e em 43,2% t/t, devido a não ocorrência da *write-off* de créditos tributários diferidos que impactaram o 1T22. Este efeito não recorrente no resultado do 1T22 foi decorrente da Lei do PERSE (Programa Emergencial de Retomada do Setor de Eventos) que prevê a isenção, por 5 anos, das alíquotas de contribuição para o PIS/Pasep, COFINS, Contribuição Social (CSLL) e o Imposto de Renda Pessoa Jurídica (IRPJ) para companhias que exercem atividades econômicas ligadas ao setor de eventos, entre as quais se inclui a CVC Corp. Como esta mudança ocorreu no final do 1T22, houve a baixa de ativos tributários diferidos que resultou em um impacto contábil negativo de R\$62,1 milhões no 1T22, sendo este um efeito não-recorrente.

Em junho, a CVC realizou uma nova emissão primária no montante de R\$402,8 milhões, mediante a emissão de 52,3 milhões de ações ao preço de R\$7,70/ação. Os recursos captados serão utilizados para reforçar o capital de giro da companhia e reduzir sua dívida bruta, que passou de R\$ 1.014,3 ao final do 1T22 para R\$ 890,6 milhões. Este reforço da estrutura de capital da companhia será fundamental para sustentar o crescimento das operações da companhia ao longo do restante do ano e em 2023.

A evolução do resultado da CVC é fruto da alavancagem operacional do seu modelo de negócio e dos investimentos que a companhia tem feito para melhorar a jornada do Cliente. A CVC continua investindo fortemente na digitalização de suas operações, consolidando sistemas e digitalizando seus canais e rede de franquia, com o objetivo de torná-las um ponto de experiência do cliente e não apenas um lugar transacional de vendas de viagens. A evolução para uma plataforma de relacionamento completa e multi-canal, integrando todos os canais de contato com cliente, possibilita à CVC atender melhor e conhecer profundamente o seu cliente, buscando fidelizá-lo e aumentar o chamado LTV (*Lifetime Value*). Essas iniciativas já vêm obtendo excelentes resultados, aumentando significativamente o funil de conversão de clientes e a recorrência, que passou de 10% para 25%.

Estamos confiantes no excelente posicionamento e competitividade da CVC na cadeia de valor do turismo doméstico e internacional. A companhia segue evoluindo mês a mês no crescimento de suas reservas e na otimização dos seus processos. Para os próximos trimestres, após finalização da implementação dos novos sistemas de front-office, a empresa focará seus esforços e investimentos na otimização e digitalização de seus processos operacionais e de *back-office*, visando obter reduções significativas de despesas operacionais, reduzindo o patamar de *break-even* financeiro, e consequentemente acelerando o caminho para voltar a gerar de lucros que por 5 anos estarão isentos de impostos federais.

# Ultra

## DESTAQUES DO 2T22

Nos últimos meses, a Ultrapar concretizou mudanças relevantes na sua governança, na gestão e no portfólio de ativos da holding. A companhia concluiu as vendas da Oxiteno e da Extrafarma, reduziu o seu endividamento líquido substancialmente, focou em eficiência na distribuição e armazenagem de combustíveis e reportou os melhores resultados de sua história.

No 2T22, a Receita Líquida do grupo totalizou R\$37,4 bilhões (+31% a/a e +10% t/t), com forte crescimento em todas as principais linhas de negócio, decorrente principalmente de aumento de preços. O EBITDA ajustado totalizou R\$ 1,49 bilhões, crescimento de +197% a/a e +14% t/t, reflexo do maior EBITDA da Ipiranga, Ultragaz e Ultracargo.



**TIR BRUTA<sup>1</sup>**  
**(11%) BRL**

**Setor**  
Holding – Energia e Logística

**Sede**  
São Paulo - SP

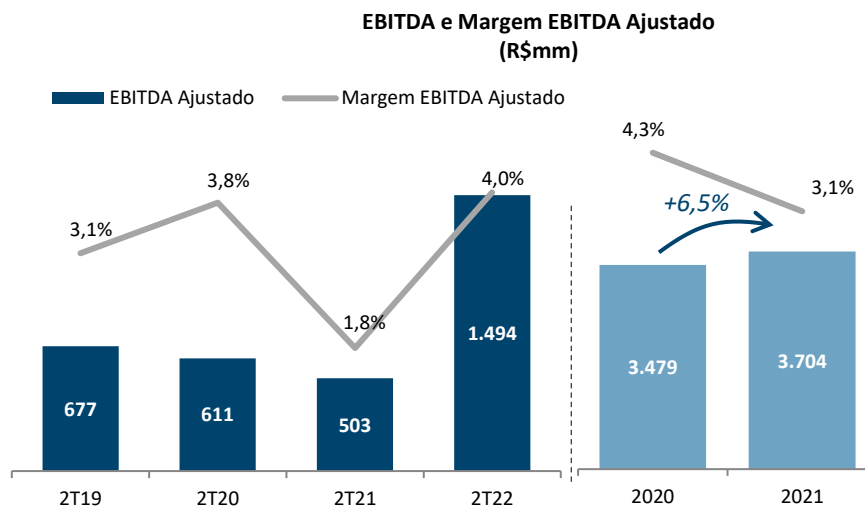
**Data do Investimento Inicial**  
Dezembro 2019

**Período em Carteira**  
2 anos e 9 meses

**Assentos no Conselho de Administração**  
2 de 10

**Membro indicado pelo Patria no Conselho de Administração**  
Alexandre Saigh  
Otávio Castello Branco

1) Data base: 12/09/2022  
Fonte: Ultra e Patria Investimentos

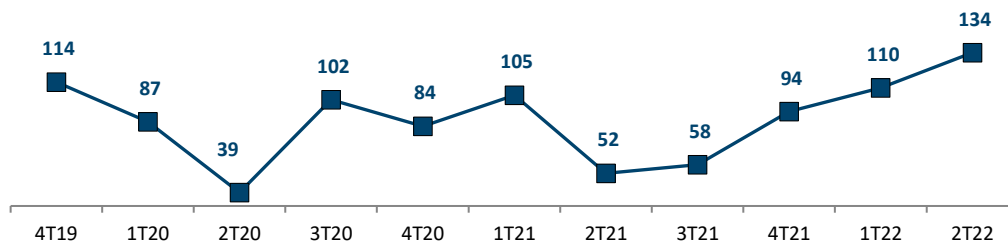


Fonte: Ultrapar e Pátria Investimentos

Detalhando um pouco mais o resultado da Ipiranga, principal área de negócio da empresa, a Receita Líquida cresceu +41% a/a, para R\$33,7 bilhões, devido aos repasses dos aumentos de custo dos produtos derivados do petróleo e do etanol. O volume vendido da Ipiranga apresentou crescimento de 1% em relação ao 2T21 e 5% em relação ao 1T22. Destaca-se o EBITDA Ajustado Recorrente de R\$ 745 milhões no 2T22 (+157% a/a e +27% t/t), fruto principalmente de melhores margens que totalizaram R\$ 134/m3 (+155% a/a e 21% t/t). A Ipiranga vem implementando iniciativas focadas em inteligência de *pricing*, *sourcing* e eficiência operacional e logística que refletem na evolução consistente de EBITDA por m3 nos últimos 12 meses.



### EBITDA/m3 (R\$)



Fonte: Ultrapar e Pátria Investimentos



## Ultra



A Ultragaz e a Ultracargo, apesar de menos representativas no resultado consolidado, apresentaram evoluções positivas no trimestre. A Ultragaz reportou uma receita líquida total de R\$ 2,9 bilhões (+26% a/a e +12% t/t) e um EBITDA ajustado de R\$ 261 milhões (+91% a/a). O aumento expressivo no EBITDA em relação à base comparativa pressionada do 2T21, decorre dos aumentos consecutivos de custo de GLP naquele período, além de melhores margens no 2T22, fruto de iniciativas de eficiência e produtividade. Com relação a Ultracargo, o EBITDA do 2T22 alcançou patamar recorde de R\$ 130 milhões (+29% vs 2T21), em função das expansões de capacidade com ganhos de produtividade e eficiência.

Um dos pilares fundamentais da nossa tese de investimento é a otimização do portfólio de ativos da Ultrapar. A conclusão da venda da Oxitenno em abril e da Extrafarma em agosto, a qual irá se refletir no resultado do 3T22, são grandes avanços na revisão do portfólio da companhia e na redução da alavancagem financeira. No 2T22, a Ultra apresentou uma dívida líquida de R\$ 8.2 bilhões (2.2x EBITDA Ajustado) versus R\$ 13,4 bilhões no 1T22 (3.1x EBITDA Ajustado), o menor patamar dos últimos 4 anos. A redução se deve principalmente à entrada de caixa decorrente do fechamento da venda da Oxitenno por USD 1.5 bilhões e o crescimento de EBITDA das operações continuadas.

Apesar dos importantes avanços da Ultrapar, suas ações ainda negociam próximas às mínimas históricas. Dessa forma, além do trabalho contínuo de melhorias operacionais da Ipiranga, a companhia tem intensificado seu trabalho de relacionamento com o mercado, enfatizando as importantes transformações em andamento que acreditamos possam colocar a companhia em patamares de eficiência, competitividade e lucratividade mais próximas de seus concorrentes diretos.



# Tenda

## DESTAQUES DO 2T22

O cenário para o programa Casa Verde e Amarela (CVA), com as mudanças implementadas ao longo do ano, aliada à recomposição da inflação na renda das famílias, tem permitido à companhia uma evolução de preços e recomposição de margens mais rápida que o esperado. Os planos de ação focados na geração de caixa também começam a demonstrar resultados importantes, com uma queda relevante no consumo de caixa da companhia.

Desde o início do ano, diversas medidas foram aprovadas para fomentar o PCVA. Em julho, foi aprovado o aumento de 10% no limite das faixas salariais dos Grupos 2 e 3. Como a Tenda atua nas faixas mais baixas do programa, os ajustes implementados aumentam significativamente o mercado endereçável da companhia. Além disso, sucessivas mudanças nas curvas de subsídios e outras medidas ainda mais relevantes, como extensão do prazo dos financiamentos de 30 para 35 anos e a utilização da contribuição mensal do FGTS (8% da renda) como composição da renda para os financiamentos já foram aprovadas no congresso e sancionadas pelo presidente e estão sendo implementadas no curto prazo.

Um dos destaques do trimestre na Tenda foi na gestão de liquidez. Uma série de iniciativas de administração de capital de giro contribuíram para um aumento no saldo de caixa disponível de R\$21mn e um consumo de caixa operacional de apenas R\$ 26mn contra R\$ -241Mn no 1T22. Iniciativas como realinhamento dos prazos de pagamento aos fornecedores e melhora na velocidade de repasses levaram a companhia a operar em um novo patamar de capital de giro. Além disso, houve uma expansão de R\$ 125mn do volume de financiamentos de SFH, linha de crédito com custo bem inferior às dívidas corporativas da empresa.

**TIR BRUTA<sup>1</sup>**  
**7% BRL**

**Sector**  
Construção e Incorporação

**Sede**  
São Paulo - SP

**Data do Investimento Inicial**  
Abril 2017

**Período em Carteira**  
5 anos e 5 meses

**Assentos no Conselho de Administração**  
1 de 7

**Membro indicado pelo Patria no Conselho de Administração**  
Flavio Teles de Menezes

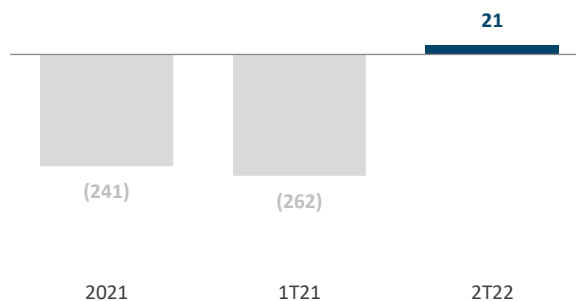
1) Data base: 12/09/2022

Fonte: Tenda e Patria Investimentos

Consumo de Caixa Operacional (R\$mm)



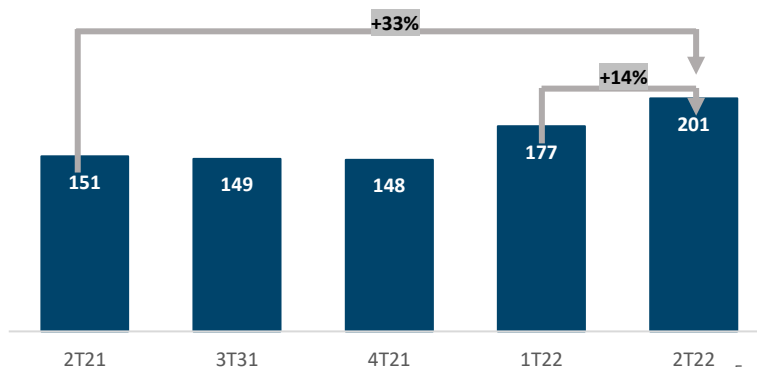
Varição do Caixa Disponível (R\$mm)



Fonte: Tenda e Pátria Investimentos

No 2T22, 10 empreendimentos foram lançados totalizando um VGV de R\$769,1 milhões (-22,0% a/a e +64,6% t/t). Os lançamentos do trimestre apresentaram importante ganho de preço médio por unidade para R\$201,1 mil, refletindo um aumento de 33,2% em relação aos preços de lançamentos do mesmo período de 2021 e uma evolução sequencial frente ao 1T22 de 14,1%. O aumento no preço médio resultou em uma redução na velocidade de vendas quando comparado ao 2T21, movimento já esperado e em linha com o esperado pela companhia. O volume de vendas brutas totalizou R\$ 754,2 milhões (-21,7% a/a e 1,3% t/t) com VSO bruta de 30,2% (-8,0% a/a e -2,8% t/t).

Preço Médio de Lançamentos (R\$mil)

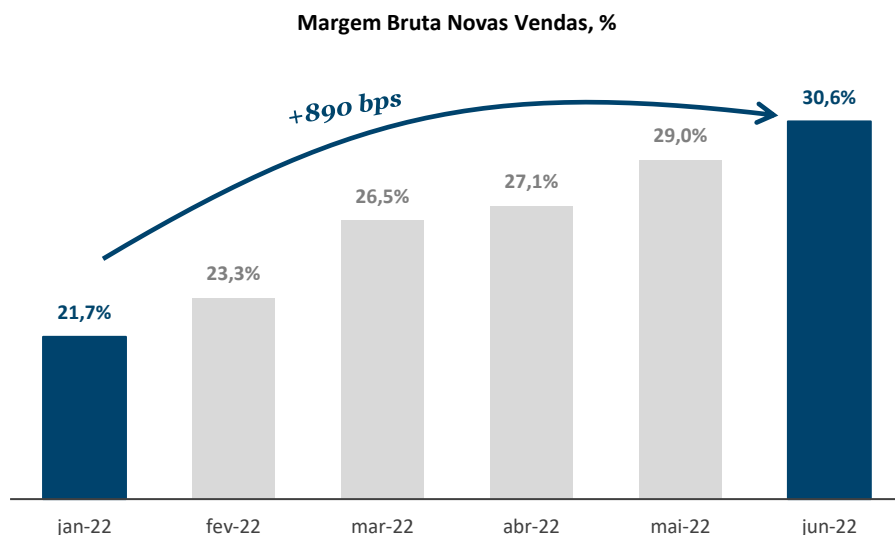


Fonte: Tenda e Pátria Investimentos

## Tenda

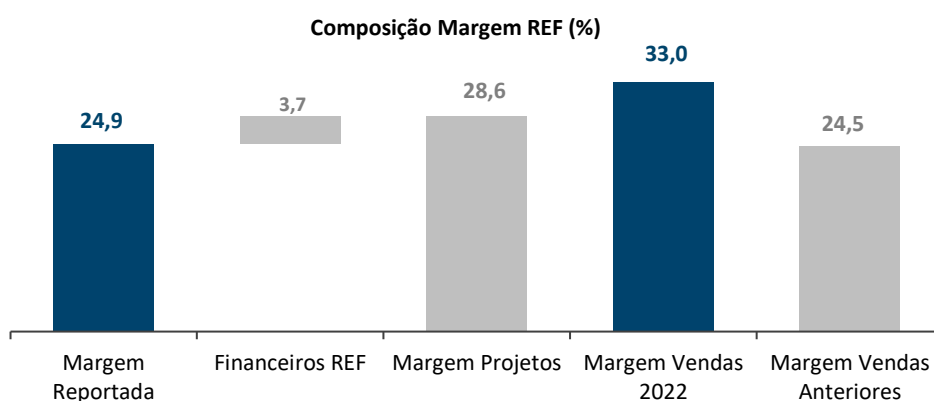


Como reflexo de uma maior seletividade de projetos e assertividade na precificação, a Margem Bruta de novas vendas saltou de 21.7% no início do ano para 30.6% em junho (+8,9p.p. vs Jan/22). A companhia esperava alcançar uma margem bruta de novas vendas entre 28% e 30% ao final de 2022 e já superou este patamar no final do 2T22. Segundo a companhia, a margem bruta ótima da operação da Tenda situa-se entre 32% e 34%, patamar que pode ser atingido quando da implementação das medidas recentemente aprovadas e que estão em processo de implementação.



Fonte: Tenda e Pátria Investimentos

A Margem de Resultados de Exercícios Futuros (REF) apresentou inflexão positiva pela primeira vez desde o início dos aumentos de custos, indicando que o legado de projetos de margem baixa no recebimento futuro começa a ser substituído por projetos com margem maior lançados recentemente. Isto fica evidente na comparação da Margem REF das vendas de 2022, que atingiu 33% versus 24% de projetos anteriores a 2022, o que reafirma a capacidade e determinação da Tenda de retornar a patamares de rentabilidade históricos que geram retorno ao acionista em seus projetos mais recentes.



Fonte: Tenda e Pátria Investimentos

Apesar do nível de distrato deste trimestre ter apresentado um acréscimo na comparação anual e trimestral (+12,9% a/a e +3,7% t/t), o incremento de preços na revenda das unidades distratas em +11% acabou contribuindo positivamente para as margens da empresa. Nos próximos trimestres, como a empresa espera incrementos de preços mais moderados, espera-se que o percentual de distratos se estabilize em patamares inferiores aos atuais.

## Tenda



As vendas líquidas totalizaram R\$558,4 milhões (-34,9% a/a; -3,5% t/t) com VSO líquida de 22,8% (-11,5pp a/a; -3,3pp t/t). O atual patamar de VSO está em linha com 2015-2017, período em que as Margens Brutas da companhia se situavam em patamares acima dos objetivos de 32% a 34%.

Os resultados contábeis, ao contrário dos resultados gerenciais que já mostram evolução muito positiva, ainda estão afetados pelas baixas margens dos projetos lançados em 2021 que sofreram o maior impacto da alta de custos, pois já tinham sido vendidos e repassados a preços muito inferiores aos atuais, e estão sendo contabilizados na medida em que são construídos. A margem bruta ajustada do trimestre foi de 17,4%, queda de 4,2p.p. frente aos 21,6% observados no 1T22. Vale ressaltar que a Margem Bruta desse trimestre foi negativamente afetada pelo efeito não recorrente de ajuste a valor presente do financiamento dos projetos, decorrente da revisão de taxas de desconto, e também pela sazonalidade das provisões para devedores duvidosos, que é historicamente mais alta no segundo trimestre do ano. Como ainda permanece alguma pressão inflacionária, com aumentos recentes no concreto e dissídio de mão de obra, a companhia continua prudente nas revisões orçamentárias e no corte de despesas. A Tenda implementou uma redução de 15% nas suas despesas de pessoal, o que impactou negativamente o EBITDA deste trimestre (aumento de despesas com desligamentos), mas tende a impactar positivamente as despesas da companhia a partir do 2S22, com consequente redução dos níveis.

Por fim, o Lucro e a margem líquida da companhia também foram negativamente impactados pela margem bruta contábil de projetos antigos, combinado a um resultado financeiro impactado pela alta de juros, registrando prejuízo líquido de R\$-114,4 milhões com Margem Líquida de -18,3%.

A Tenda vem evoluindo significativamente na recomposição de margens e redução do consumo de caixa para retomar o fluxo de caixa positivo. Em linha com essa agenda, em julho, os credores da Tenda aprovaram novos termos e condições referentes às emissões de dívida corporativa da companhia. Este acordo afasta um possível vencimento antecipado das dívidas e permite à empresa flexibilidade para administrar seu processo de recuperação de resultados e desalavancagem nos próximos anos. A renegociação com os credores consiste na flexibilização de determinadas obrigações da companhia, como *covenants* de alavancagem, em troca de um aumento temporário nas taxas de remuneração aos credores. Atualmente a empresa apresenta um patamar de dívida corporativa de ~33% do seu Patrimônio Líquido, folga considerável frente aos novos *covenants* previstos após a concessão dos *waivers*.

A Alea segue executando seu plano de escalar seus negócios, focando em lançamentos piloto que têm obtido sucesso acima do esperado em preços e velocidade de vendas e na construção de banco de terrenos para aceleração da escala da operação a partir de 2023. A Alea finalizou o 2T22 com *landbank* representando VGV de R\$ 638,1 milhões, acréscimo de 27,9% em comparação ao 1T22.

Os grandes desafios resultantes dos aumentos de custos desde 2021 estão sendo endereçados de maneira assertiva e determinada pela gestão da companhia. Estamos confiantes no processo de retomada da rentabilidade da companhia, e aumentamos marginalmente a alocação de capital do portfólio nas ações da companhia. A sua evolução na recomposição das margens de projetos e a retomada dos ganhos de produtividade após um período desafiador de inflação e aumento de custos de insumos, além das evoluções positivas do programa Casa Verde e Amarela, permitem à companhia usufruir de um posicionamento competitivo privilegiado, o que nos traz sólidos motivos para acreditar em criação de valor para os acionistas no longo prazo. Acreditamos também que a desaceleração econômica ocorrendo nos países desenvolvidos pode apresentar um possível *upside* de redução nos custos de insumos, o que permitiria à empresa recobrar mais rapidamente seu nível ideal de rentabilidade ou até mesmo superá-lo no médio prazo caso isto ocorra de maneira mais intensa.

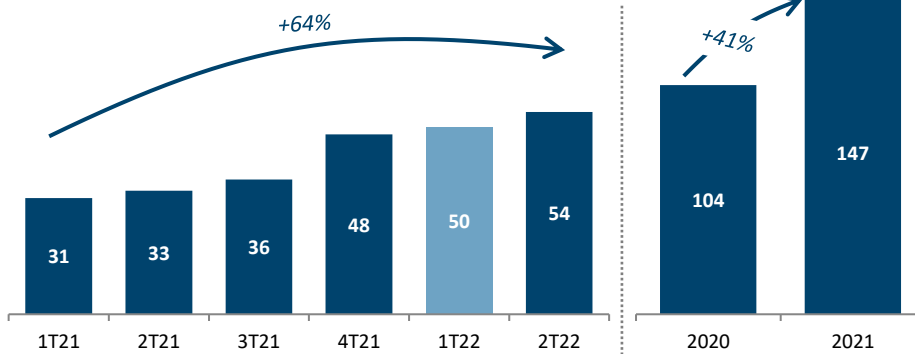


# Alper

## DESTAQUES DO 2T22

O resultado do 2T22 demonstra que a Alper tem executado com sucesso a sua estratégia de crescimento, alcançando o maior nível de receita trimestral dos últimos 6 anos, R\$ 53,7 milhões. O aumento da receita líquida em 64,1% com relação ao 2T21, é fruto das iniciativas de crescimento orgânicas e inorgânicas da companhia.

Receita Líquida (R\$mm)



Fonte: Alper e Patria Investimentos

**TIR BRUTA<sup>1</sup>**  
**7% BRL**

**Sector**  
Corretagem/ Consultoria de Seguros

**Sede**  
São Paulo - SP

**Data do Investimento Inicial**  
Junho 2020

**Período em Carteira**  
2 anos e 3 meses

**Assentos no Conselho de Administração**  
2 de 5

**Membro indicado pelo Patria no Conselho de Administração**  
Luis Felipe Cruz (Presidente)  
Eduardo Wurzmann

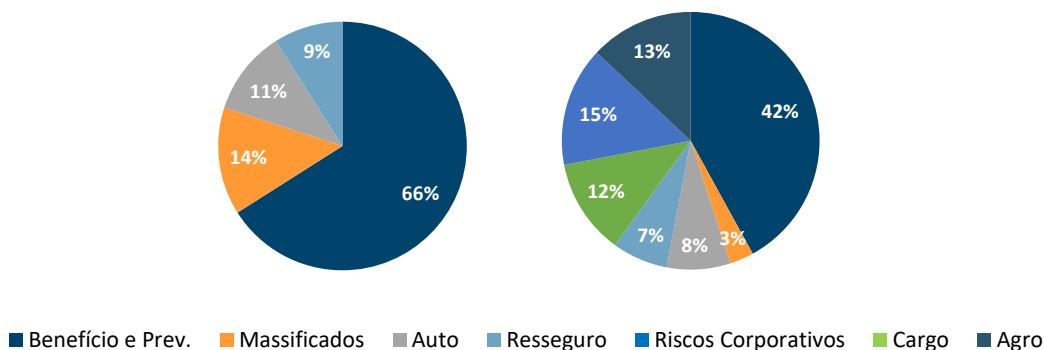
1) Data base: 12/09/2022  
Fonte: Alper e Patria Investimentos

Todas as unidades de negócio apresentaram forte crescimento, com destaque para o Agro, Transportes e Riscos Corporativos, que apresentam maior complexidade e comissionamento que as áreas de Benefícios, Autos e Massificados. A vertical Agro se tornou a 3ª maior unidade de negócio da companhia, representando 13% da receita total. A unidade de Transportes, responsável por 15% da receita líquida, teve crescimento de 134,4%, devido a aquisição da Trade Vale (TV) e o aumento do comissionamento e do valor das cargas transportadas. A Trade Vale foi adquirida em meados de abril, com o intuito de aumentar a participação no segmento de transportes e dar continuidade à estratégia da Alper de consolidação no mercado de corretagem de seguros e gestão de benefícios.

A unidade de Benefícios e Previdência, responsável por 41,8% da receita, apresentou crescimento de 15,3% t/t e 26,6% em comparação ao 1S21, resultado da maior penetração do produto, além de novas parcerias comerciais. Vale ressaltar que esta unidade de negócio é composta, em sua maioria, por receitas recorrentes e com um índice de renovação acima de 95%, o que faz da área a menos exposta às oscilações econômicas.

Quando comparamos a Distribuição da receita da Alper do 2T22 versus 2T20, nota-se claramente a maior diversificação de suas fontes de receita.

Distribuição da Receita Líquida (%)  
2T20 versus 2T22



Fonte: Alper e Patria Investimentos



# Alper

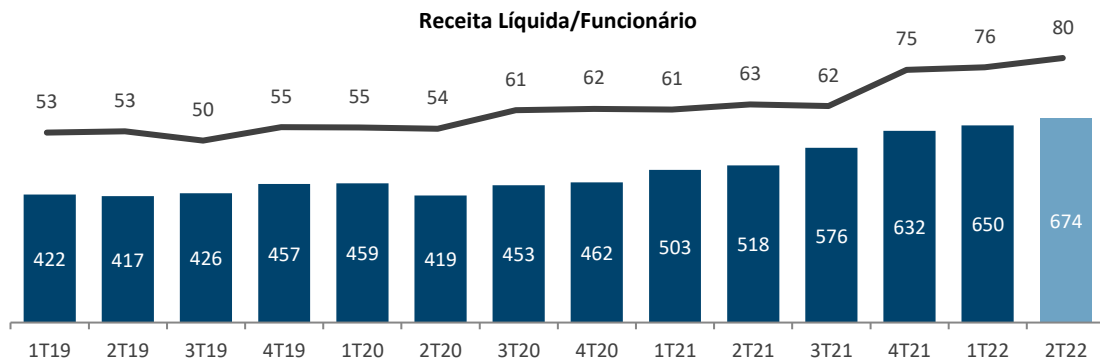
## DESTAQUES DO 2T22

O EBITDA Ajustado atingiu R\$ 11,2 milhões, uma evolução significativa de 79,7% a/a, assim como o ganho de 1,8 p.p em sua margem EBITDA, que atingiu 20,9%. O Lucro Líquido ajustado foi de R\$ 3,8 milhões no trimestre, 87,5% maior que o 2T21, e a geração de caixa operacional foi negativa em R\$299 mil. Isso não altera nossa expectativa de geração de caixa para o ano, uma vez que, historicamente, a geração de caixa no segundo trimestre é sazonalmente pressionada por pagamentos de despesas ocasionais, como PLR.

Além do crescimento orgânico, a Alper segue com um pipeline robusto e ativo de aquisições. A compra da Almeida Budoya em julho, corretora multi-produtos com especialização no ramo de elementares e prêmios estimados em R\$100Mn, possibilita a entrada da companhia em uma região na qual não tinha exposição: o interior de SP. Essa foi a maior aquisição da companhia sob a atual gestão e os números devem ser incorporados a partir de meados de setembro, alavancando os resultados da empresa a partir do quarto trimestre.

Para financiar a aquisição da Almeida Budoya e outras negociações em curso, a Alper fez uma emissão primária de R\$150 milhões em julho. O aumento de capital possibilitou a entrada de um novo investidor de referência na base acionária da companhia, a Axxon Capital, e permitirá ao menos dois M&As adicionais ainda este ano, com tickets girando em torno de R\$40-50M. Além das aquisições, em maio, a empresa iniciou as vendas de planos de saúde e odontológico em agências da Caixa Econômica Federal, projeto ainda em fase piloto mas com alto potencial de crescimento.

Com a agenda expressiva de M&As e a aceleração do crescimento orgânico, a companhia tem conseguido aumentar continuamente a produtividade de sua estrutura, conforme evidenciado no gráfico abaixo. A Alper tem apresentado um contínuo incremento da receita por funcionário ao longo dos últimos dois anos em que somos acionistas da empresa.



Fonte: Alper e Patria Investimentos

Por fim, a entrada do novo Chief Digital Officer (CDO) em maio e o aumento significativo dos investimentos em tecnologia (+100%), mostram o compromisso da empresa em digitalizar as suas operações e evoluir na qualidade e eficiência da jornada dos clientes.

# Qualicorp

## DESTAQUES DO 2T22

O cenário continua desafiador para o crescimento da principal linha de negócio da Qualicorp, a sua carteira de Adesão. No 2T22, houve um recuo de 1,2% t/t no número de vidas líquidas, resultado de uma desaceleração nas adições de vidas brutas combinado com ainda alto *churn* no trimestre (-11.6%).

As vendas brutas totalizaram 113,2 mil vidas no trimestre (-1,7% t/t e -14,3% a/a), contra 133,8 mil vidas canceladas no 2T22, resultando em perdas líquidas de 21 mil vidas. O *churn* acima da média histórica foi afetado por um aumento nos cancelamentos por solicitação (aqueles em que os beneficiários pedem ativamente pelo encerramento do contrato), resultado dos reajustes cumulativos nos planos de saúde após terem sido suspensos em 2020 e diferidos devido à pandemia e o contínuo aumento da inflação médica que tem resultado em aumentos de preços dos planos acima do esperado em 2022. Várias ações foram implementadas nos últimos meses como tentativa de mitigação dos cancelamentos, porém o alto *churn* tem inibido a efetividade da estratégia comercial mais agressiva implementada pela Quali a partir do 2T21.



**TIR BRUTA<sup>1</sup>**  
**(41%) BRL**

**Sector**  
Administração de Benefícios em Saúde

**Sede**  
São Paulo - SP

**Data do Investimento Inicial**  
Agosto 2020

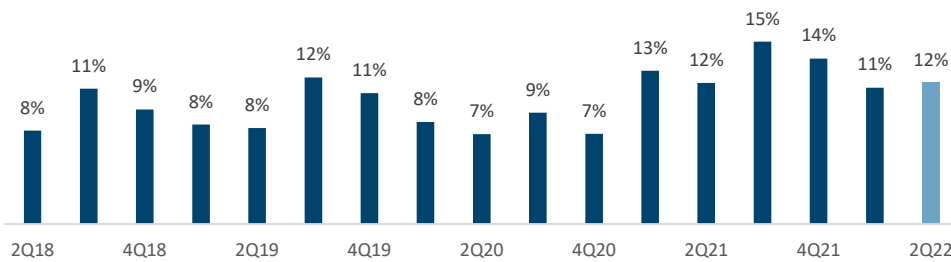
**Período em Carteira**  
2 anos e 1 mês

**Assentos no Conselho de Administração**  
2 de 9

**Membro indicado pelo Patria no Conselho de Administração**  
Peter Estermann  
Ricardo Barbosa

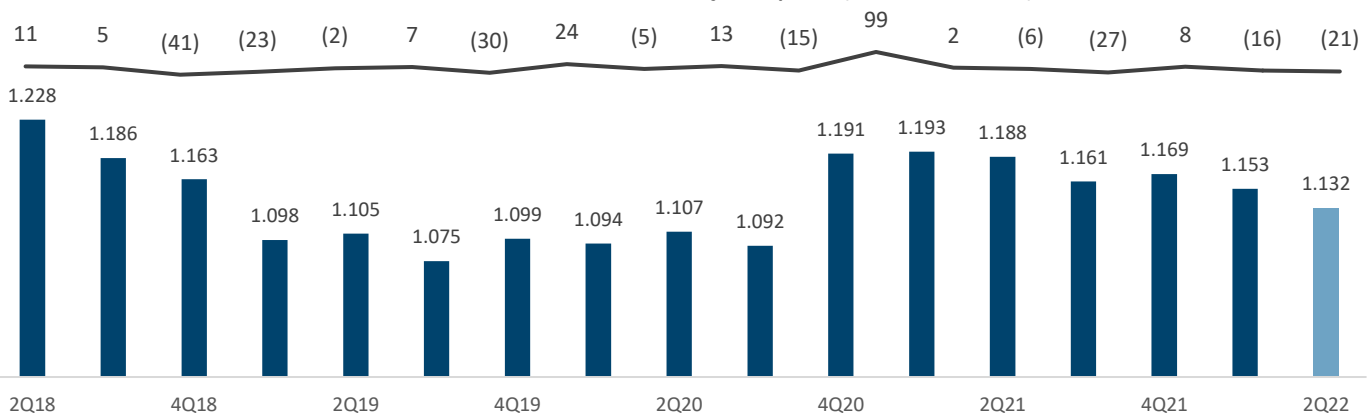
1) Data base: 12/09/2022  
Fonte: Qualicorp e Patria Investimentos

**Churn Trimestral (%)**



Fonte: Qualicorp e Patria Investimentos

**Adesão: Número de Vidas e Adições líquidas (milhões, milhares)**



Fonte: Qualicorp e Patria Investimentos

Sazonalmente, o terceiro trimestre é o mais desafiador para a companhia. Somado a isso, as negociações com operadoras de planos de saúde têm resultado em níveis de reajuste de preço mais altos que inicialmente esperados, impactando de forma negativa o *churn*. Os reajustes do 3T22 estão na faixa de 20%, acima dos 13% a 15% previstos anteriormente. Dito isso, a companhia espera mais um trimestre com *churn* pressionado.

Com o objetivo de se tornar uma plataforma multi-produtos, a Quali tem investido em outros segmentos, como PME, e na sua plataforma digital, a Qualiseguros. O PME teve crescimento orgânico de 8 mil vidas (+11,2% t/t) e atingiu a marca de 80 mil beneficiários, em linha com o esperado.

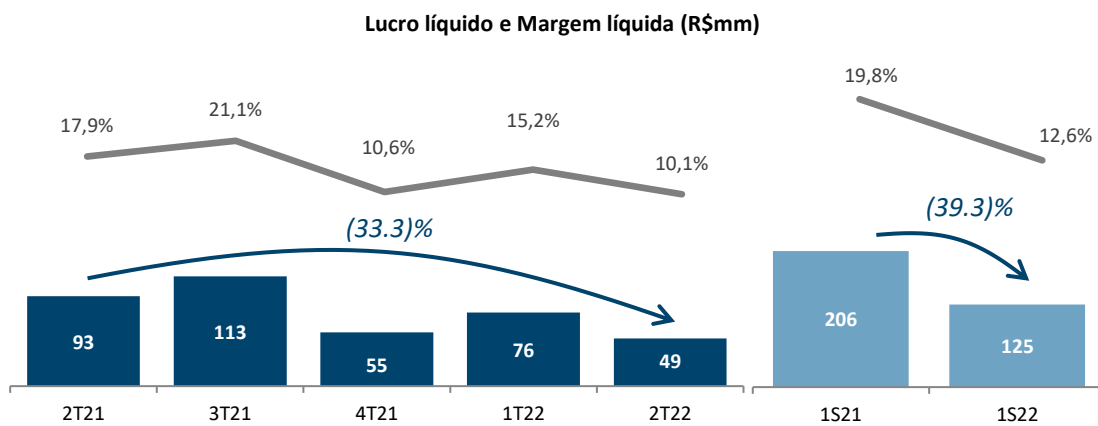
# Qualicorp

## DESTAQUES DO 2T22



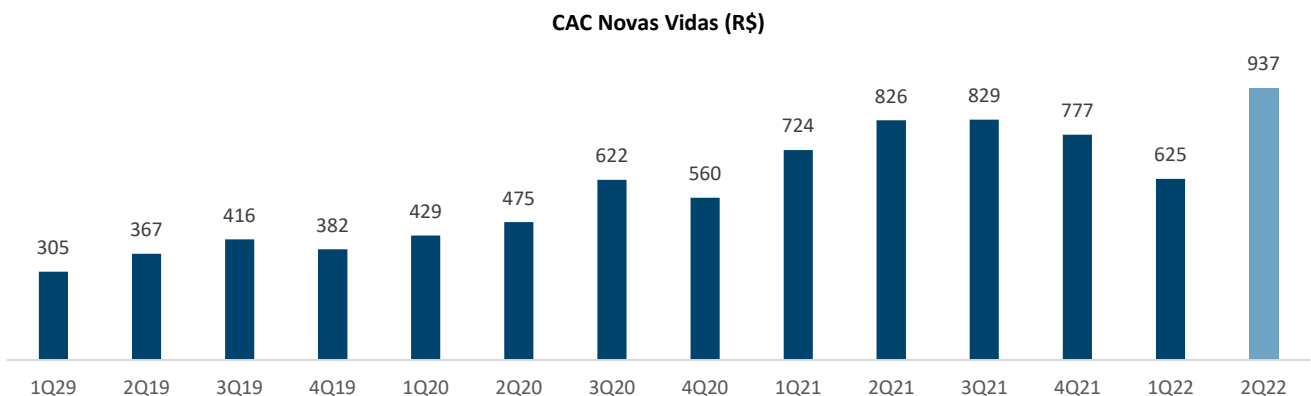
Entre os fatores que contribuíram para uma piora de 8,1% no EBITDA reportado pela companhia temos: menor receita líquida (-5,4% a/a e -2,6% t/t), aumento de comissões devido a força de vendas interna e aumento de Perdas com Créditos Incobráveis (PCI, +79,2% a/a e +2,6% t/t), resultando em um EBITDA de R\$ 231,1 milhões no 2T22. Neste cenário ainda desafiador, a empresa continua sofrendo com quedas nos seus resultados e incertezas de curto prazo, com suas ações negociando nos patamares mais baixos desde seu IPO.

Com o intuito de mitigar os efeitos da alta das taxa de juros nas despesas financeiras e alongar o perfil da dívida, a Qualicorp emitiu novas debêntures no valor total de R\$2,2 bilhões. Os recursos captados a um custo mais atrativo que as debêntures anteriores serão destinados para a liquidação dos compromissos de curto prazo e adequação da estrutura de capital da companhia. O aumento nas despesas financeiras, assim como das despesas com Depreciação & Amortização e a desalavancagem operacional, pressionaram o lucro líquido da companhia no trimestre, que foi de R\$49,4 milhões, representando queda de 45% a/a e 33,3% t/t.



Fonte: Qualicorp e Patria Investimentos

Por fim, a geração de caixa operacional foi impactada pelo aumento de comissionamento no trimestre que atingiu R\$ 112,4 milhões. Com o aumento da força de vendas interna e uma base maior de representantes de vendas parceiros (55 mil versus 40 mil no 4T21), além dos investimentos em campanha de vendas, o CAC (Custo de Aquisição de Cliente) voltou a crescer atingindo os maiores níveis históricos.



Fonte: Qualicorp e Patria Investimentos

A Qualicorp vem executando diversas iniciativas para aprimorar seus canais de venda (digitalização e internalização parcial do Canal de Atendimento) e enriquecer a prateleira de produtos (exemplo: PME e Massificados). No entanto, essas iniciativas não têm resultado em melhora nos resultados da companhia e na retenção de clientes. Continuamos monitorando de perto as iniciativas tomadas pela companhia para a avaliação sobre as possíveis perspectivas de reversão dos resultados negativos dos últimos trimestres.



## Notas Importantes

Este Relatório ao Investidor (“Relatório”) e as informações nele contidas são estritamente confidenciais, para uso dos investidores do Pátria PIPE, e não poderão ser divulgadas ou distribuídas a terceiros sem a prévia autorização por escrito do Pátria Investimentos Ltda. (“Pátria”). Ao receber este Relatório, o receptor concorda em:

(a) limitar o número de pessoas que terão acesso a este Relatório e a suas informações, ainda que parcialmente, apenas a pessoas de sua empresa que tenham a necessidade de recebê-las; (b) não divulgar ou disponibilizar cópias deste Relatório, tampouco qualquer informação aqui contida, a pessoas que não façam parte de sua empresa; e (c) exigir a observância do disposto acima aos possíveis receptores deste Relatório e/ou de suas informações.

Este Relatório está sendo divulgado aos investidores do Fundo, a título informativo, com relação ao desenvolvimento dos investimentos realizados pelo Pátria na qualidade de gestor do Fundo e do Pátria PIPE Master FIA (“Fundo Master”), fundo no qual o Fundo investe preponderantemente seus recursos.

Este Relatório não representa uma oferta, colocação ou distribuição de cotas de fundos de investimento ou de qualquer outro valor mobiliário, sendo certo que uma oferta, caso ocorra, será realizada por instituições autorizadas.

Ademais, este Relatório também não representa uma análise ou consultoria de valor mobiliário, nos termos da regulamentação em vigor, razão pela qual este Relatório e as informações aqui contidas não devem ser levadas em consideração como aconselhamento financeiro, jurídico, contábil, tributário ou como recomendação de investimento.

Ao considerar as informações a respeito de performance contidas neste Relatório, os receptores devem atentar-se ao fato de que resultados (rentabilidade) passados não são indicativos de resultados futuros, e não há garantia de que o Fundo ou outro veículo de investimento alcançará resultados semelhantes. Nesse sentido, não há garantia de que o Fundo ou o Fundo Master será capaz de implementar sua estratégia ou atingir seus objetivos de investimento.

Ademais, todas as eventuais informações de expectativas e cenários futuros trazidos neste Relatório refletem exclusivamente as informações divulgadas ao mercado pelas companhias aqui mencionadas.

Para avaliação da performance de fundos de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Verifique se o Fundo utiliza estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a

Consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do Fundo.

Fundos de investimento não contam com a garantia do administrador fiduciário, do gestor de recursos da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. Ao investidor, ao aplicar seus recursos, é recomendada a leitura cuidadosa do regulamento e do formulário de informações complementares do Fundo, com especial atenção para as cláusulas relativas ao objetivo e à política de investimento do Fundo, e, ainda, das disposições que tratam dos fatores de risco a que o Fundo está exposto.

Embora os autores deste Relatório tenham tomado todas as precauções para assegurar que as informações aqui contidas não sejam falsas ou enganosas, os mesmos não se responsabilizam pela exatidão, veracidade ou abrangência de tais informações. O Pátria não tem qualquer obrigação de atualizar as informações deste Relatório.

Os receptores deste Relatório também são encorajados a entrar em contato com o Pátria a fim de discutir as informações aqui contidas, quando necessário.