

► PATRIA BRASIL
Patria PIPE

Prezados cotistas,

Encerramos **2023** seguindo a positiva performance observada nos trimestres anteriores, **com um retorno líquido de 49.1% no ano** ante um **retorno de 22.3% do Ibovespa**.

Dentre as principais empresas de nosso portfólio, destacamos a **Tenda** e o **Grupo Ultra** cujas as ações subiram, respectivamente, 251% e 115% no ano. Enquanto a primeira concluiu de forma exitosa seu *turnaround*, e apontando para positivas perspectivas adiante, a segunda encerrou 2023 com margens históricas, um portfólio de empresas mais coeso e uma estrutura de capital robusta para iniciar seu novo ciclo de investimentos.

A **Localiza** encerrou o ano em linha com as expectativas, tendo como principal tema para o ano que se inicia a renovação de sua frota e, conseqüente, menor pressão no tópico depreciação, enquanto a **CVC** concluiu a equalização de sua estrutura de capital a partir do exercício do bônus de subscrição atrelado ao aumento de capital promovido no 2T23, além de novamente apresentar um importante incremento sequencial em seu *Take Rate*.

Destacamos, também a efetivação da conclusão de nosso investimento na **Alper** ao dia 20 de Dezembro passado, tese essa detalhada em nossa carta do 3T23. **Com um retorno (TIR) de 26% sobre o investimento**, a companhia juntou-se ao bem-sucedido portfólio de empresas do Pátria que geram retornos para a sociedade e nossos clientes.

Já **2024** se inicia com os seguintes destaques para nosso portfólio: **(i)** embarcamos duas novas investidas, **Infracommerce** e **Vulcabras**, ao ancorar, em conjunto com fundos do Moneda, os recentes aumentos de capital promovidos por ambas as empresas; **(ii)** a **Tenda** viu duas matérias setoriais importantes, RET1% e FGTS Futuro, serem aprovadas com possíveis impactos positivos para seus resultados; e **(iii)** o **Grupo Ultra** anunciou sua primeira aquisição de destaque em dez anos a partir da potencial negociação de participação acionária relevante na Hidrovias do Brasil.

Nas páginas a seguir, destacaremos as principais marcas das empresas ao 4T23, suas perspectivas para 2024, e nossos novos investimentos.

RETORNO LÍQUIDO ACUMULADO DESDE O INÍCIO ¹

329% BRL

RETORNO LÍQUIDO COMPOSTO ANUALIZADO DESDE O INÍCIO¹

17.1% BRL

Data Base: 9 de outubro 2014 até 28 de Dezembro 2023¹

RELAÇÕES COM INVESTIDORES:

IR@patria.com

Marina Tennenbaum

PIPE@patria.com

Felipe Balestrin

Site

www.patriapipe.com.br

INFORMAÇÕES DOS FUNDOS:

Administrador: Intrag DTVM Ltda.

Distribuidor: Patria Investimentos Ltda.

Gestor: Patria Investimentos Ltda.

Classificação CVM: Fundo de Ações

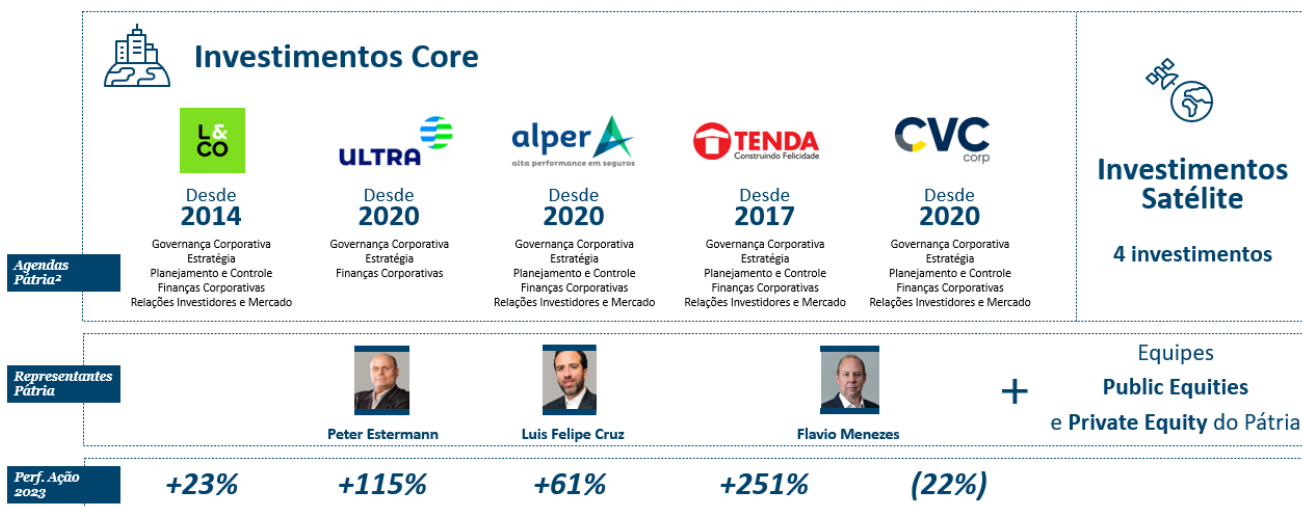
Classificação ANBIMA: Fundo Aberto de Ações

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

Destaques Portfólio 2023



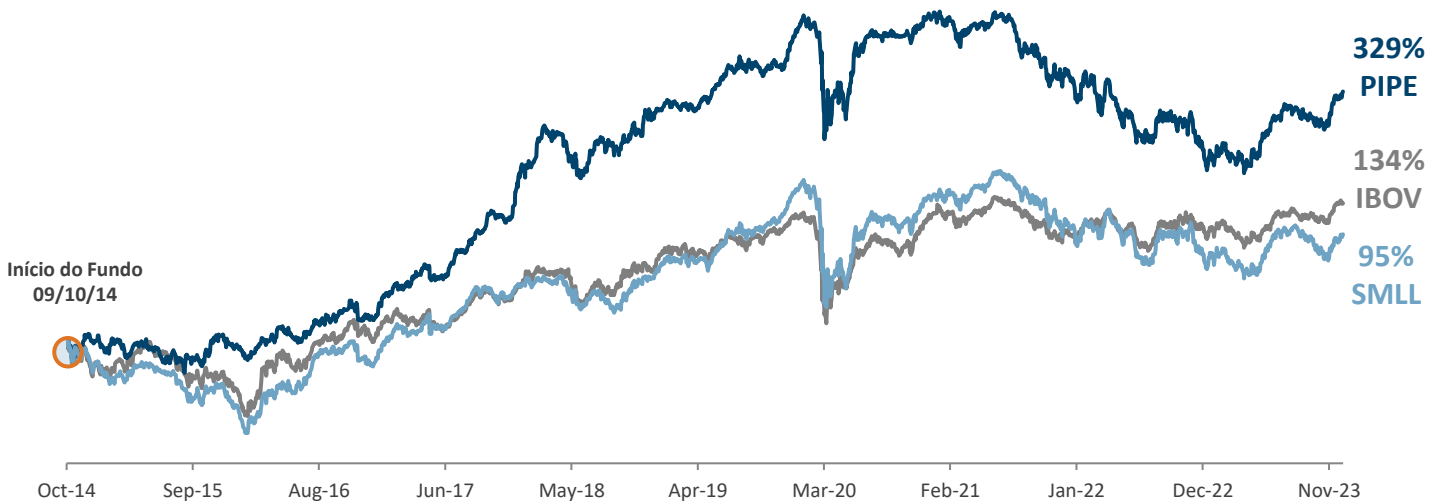
1) Calculados usando dados diários desde o início do Pátria PIPE Institucional FIC FIA – de 09/10/2014 até 28/12/2023. Estas informações são meras referências econômicas e não representam meta ou parâmetro de performance do Fundo. A taxa de administração do Pátria PIPE Feeder Institucional FIC FIA é 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. 2) Agendas de criação de valor do Pátria implementadas ao longo dos anos de investimento nas empresas, não sendo necessariamente atuais

2023 – Retornos e Atribuição de Performance

Patria PIPE Institucional, Ibovespa e SMLL¹ - Retornos

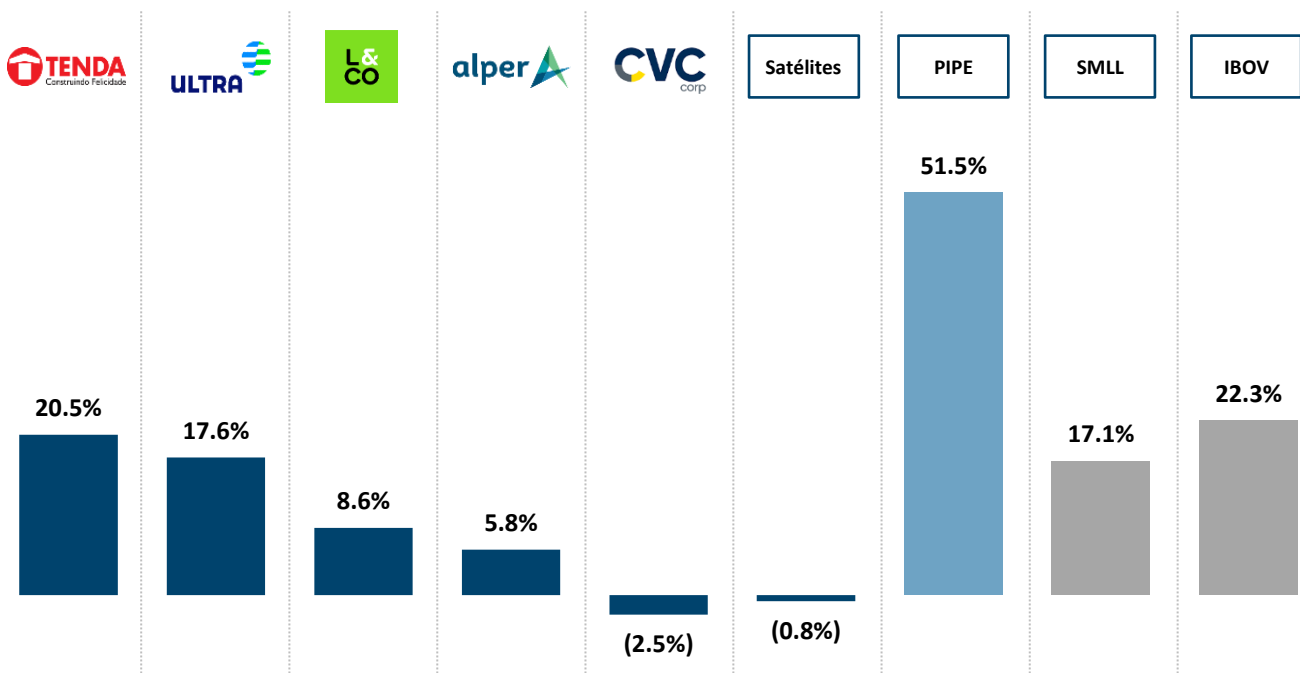
Fonte: Patria Investimentos e Capital IQ (Base 10, escala logarítmica)

Retornos	2023	36M	60M	ACUM.	Retorno Anualizado	BRL
PIPE Institucional	49.1%	(33.5%)	49.0%	329.4%	PIPE Institucional	17.1%
IBOV	22.3%	13.3%	35.0%	134.3%	IBOV	9.7%
SMLL	17.1%	(15.8%)	18.7%	95.3%	Vs Benchmark	IBOV + 7.4%



Patria PIPE Master - Atribuição de Performance²

Fonte: Patria Investimentos e Inoa



1) Calculados usando dados diários desde o início do Pátria PIPE Institucional FIC FIA – de 09/10/2014 até 28/12/2023 e o mesmo período para o Ibovespa e SMLL. Esta informação é mera referência econômica e não representa meta ou parâmetro de performance do Fundo. 2) Os dados do gráfico são calculados usando dados diários do Pátria PIPE Master – de 30/12/2022 até 28/12/2023. 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.



Tenda

DESTAQUES DO 4T23 E 2023

Conforme destacado em cartas anteriores, a **Tenda**, a partir das pressões observadas ao seu modelo de negócio nos anos de 2021 e meados de 2022, conduziu um importante *turnaround* ao revisar suas estruturas de *pricing*, custos e despesas, além de endereçar os impactos deste período à sua estrutura de capital.

Os resultados apresentados no **4T23** apontam para uma bem sucedida recuperação: **(i)** evolução de 27% no preço médio de venda bruta (4T23 Vs 1T22), **(ii)** margem bruta das novas vendas em 33.7% (4T23 Vs 23.2% do 1T22), **(iii)** avanço de 126.9% no lucro bruto ajustado (4T23 Vs 4T22), **(iv)** margem bruta ajustada consolidada de 27.2% (4T23 Vs o *low* de 5.6% do 3T22) indicando quase para a totalidade do run-off dos projetos cujas as margens foram severamente impactadas em 2021-2022, e **(iv)** equalização da dívida à nível próximo dos *covenants* previstos para 2025, trazendo o indicador de Dívida Líquida Corporativa sobre Patrimônio Líquido para 16% ante 66% do 4T22.

Soma-se à estes temas a boa performance operacional observada ao longo de 2023, ano no qual a empresa superou as expectativas de mercado ao bater seu *guidance* de vendas líquidas consolidadas (R\$ 3.1 bilhões Vs a meta de R\$ 2.7 à R\$ 3.0 bilhões), e os positivos ventos setoriais: **(i)** novo teto de subsídio de até R\$ 55 mil por família, **(ii)** redução das taxas de juros para as famílias de menor renda, e **(iii)** a extensão do prazo de financiamento para até 35 anos.

A performance de 2023 é fruto de diligente e assertiva gestão operacional e financeira. Como resultante destes avanços, e já destacado em nossa sessão de abertura, a empresa observou uma relevante valorização de suas ações no ano, um salto de 251%.

Já em **2024**, dois importantes tópicos setoriais pendentes de 2023 foram enfim aprovados, o **RET1%** e o **FGTS Futuro**, eventos estes que acreditamos terem o potencial de influenciar de maneira positiva os resultados da empresa.

Nesse cenário, e considerando a continuidade da boa performance da empresa para o ano de 2024, além do positivo momento setorial, entendemos que a **Tenda** continua bem-posicionada para manter seu protagonismo no segmento de baixa renda.

Por fim, abaixo, destacamos o *guidance* da empresa para 2024, ainda não contemplando os impactos positivos dos temas setoriais supracitados, e uma visão histórica dos grandes números, os quais evidenciam importantes avanços ao final de 2023, mais as **perspectivas do mercado (Consenso Capital IQ)**¹ para o ano, as quais acreditamos apontar para uma avaliação ainda descontada:

Guidance 2024 (Limites)	Inferior - Superior
Margem Bruta Ajustada Tenda	29.0% - 31.0%
Margem Bruta Ajustada Alea	9.0% - 11.0%
EBITDA Ajustado (R\$ M)	375 - 425

Grandes Números ¹	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	CAGR 20-23
Market Cap	2.969	1.608	427	1.825	-	-
Receita Líquida	2.282	2.540	2.413	2.968	3.407	9.2%
Lucro Bruto	735	488	337	646	940	(4.2%)
Mg Bruta	32.2%	19.2%	14.0%	21.8%	27.6%	(1.040 bps)
EBITDA Ajustado	324	(7)	(179)	169	369	(19.5%)
Mg EBITDA	14.2%	(0.3%)	(7.4%)	5.7%	10.3%	(850 bps)
Lucro Líquido Aj.	200	(191)	(547)	(137)	126	-
Mg Líquida	8.8%	(7.5%)	(22.7%)	(4.6%)	3.7%	-
EV/EBITDA	9.3x	7.9x	7.3x	15.3x	6.6x	
Dívida Líquida / Patrimônio Líquido	2%	10%	66%	16%	-	
ROIC	19.6%	(6.9%)	(19.4%)	5.0%	17.5%	

1) *Perspectivas de Mercado*: expectativas de consenso extraídas do Capital IQ, data base de 05/04/2024.

TIR BRUTA¹
14.8% BRL

Setor
Construção e Incorporação

Sede
São Paulo - SP

Data do Investimento Inicial
Abril 2017

Período em Carteira
6 anos e 9 meses

Assentos no Conselho de Administração
1 de 6

Membro indicado pelo Patria no Conselho de Administração
Flavio Teles de Menezes
(Vice Chairman)

1) Data base: 28/12/2023
Fonte: Tenda e Patria Investimentos

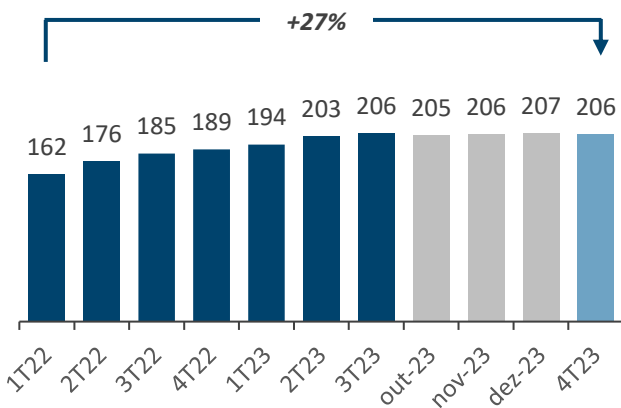


Tenda

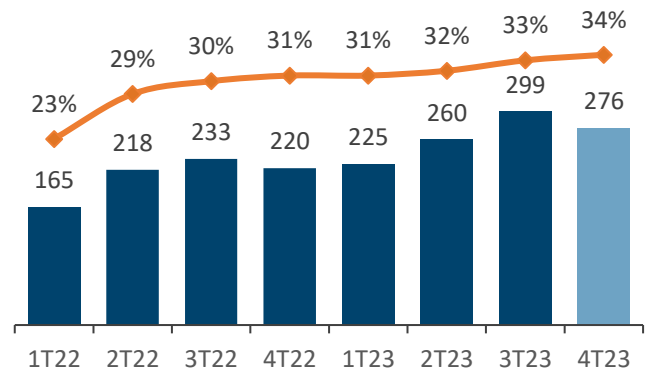
DESTAQUES DO 4T23 E 2023

A evolução consistente do Preço Médio de Venda Bruta é um pilar importante da recuperação da empresa. Além de revisar sua estratégia de *pricing*, a empresa, também têm conseguido se aproveitar dos positivos ventos à favor do setor, movimentos que somados à uma processo orçamentário mais assertivo e refinado, mantendo custos em linha com os orçamentos e sem desvios relevantes na execução de obras, continuam a permitir a expansão da Margem Bruta das novas vendas (34% Vs 23% no fundo do ciclo), acompanhada por um incremento relevante no Lucro Bruto que a companhia espera realizar a partir destas vendas (+22.6% Vs 4T22).

Preço Médio de Venda Bruta (R\$ M, %)



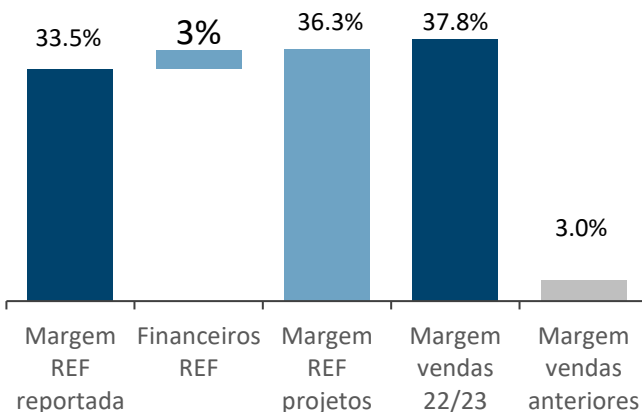
Margem e Lucro Bruto de Novas Vendas (R\$ M, %)



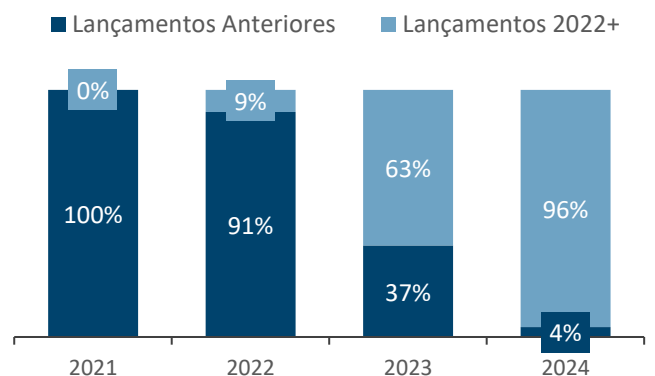
Fonte: Tenda e Pátria Investimentos

Como consequência, vale destacar a contínua expansão da margem REF (Resultados de Exercícios Futuros) sem financeiros, com incremento de 0.8 p.p ante o 3T23, atingindo 36.3%. Em 2023, cerca de 37% de receita da empresa ainda foi composta por lançamentos anteriores a 2022, com margens bastante inferiores às praticadas nos lançamentos recentes. Em 2024, a Tenda estima que estes projetos de margem baixa devam compor apenas cerca de 4% da receita, predominando projetos lançados após 2022 que apresentam margens superiores, potencialmente materializando incrementos nas margens e lucratividade da companhia ao longo dos próximos trimestres, conforme evidenciado nas suas margens REF.

Margem REF 4T23 (%)



Composição da Receita DRE



Fonte: Tenda e Pátria Investimentos

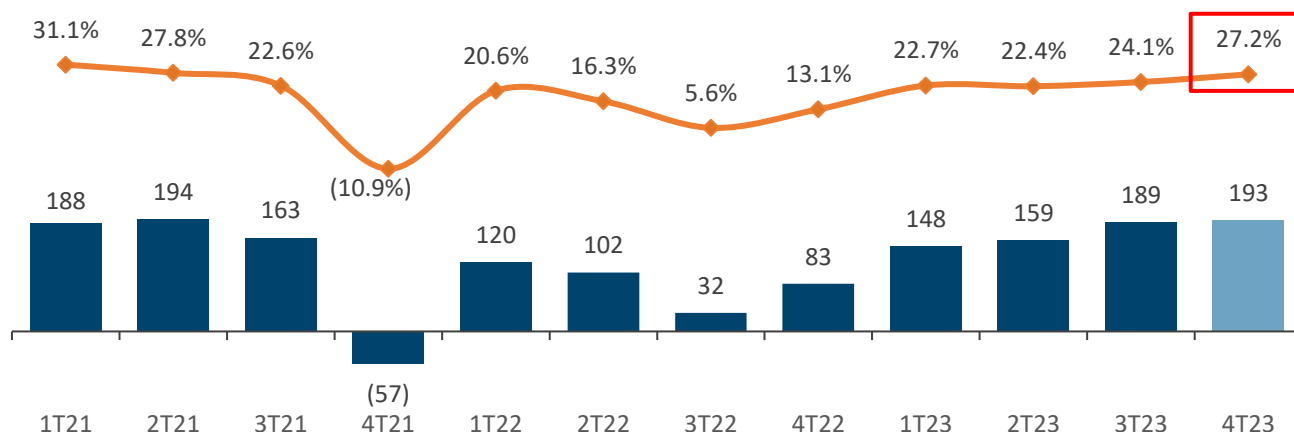


Tenda

DESTAQUES DO 4T23 E 2023

Enquanto os projetos com margens baixas vêm perdendo relevância no resultado consolidado da companhia, observa-se relevante expansão no Lucro Bruto Ajustado, traduzindo-se ao final do 4T23 em um incremento de +132% sobre o ano anterior. A mesma lógica se aplica à Margem Bruta consolidada, que continua sua trajetória ascendente aos níveis históricos almejados pela cia. De forma à explicitar a lógica apresentada, compartilhamos à seguir a evolução da margem por safra dos projetos da empresa, bem como o bridge para o número final ajustado ao final de cada trimestre.

Lucro Bruto Ajustado e Margem Bruta Ajustada - Consolidado (R\$ M, %)



Fonte: Tenda e Pátria Investimentos

Tenda – Receita, Custo, Lucro Bruto e Margem por Safra (R\$ M, %)

4T23	Receita	Custo	Lucro Bruto	Margem Bruta
DRE Consolidada	754.88	(587.24)	167.64	22.2%
(-) Alea	45.157	(50.272)	(5.115)	(11.3%)
DRE Tenda	709.723	(536.968)	172.755	24.3%

Bridge – 4T23	Receita	Custo	Lucro Bruto	Margem Bruta
Margem Bruta Ajustada	709,723	(516.489)	193.235	27.2%
Margem Projetos	728.556	(460.665)	267.891	36.8%
Lançamentos 2023	252.424	(142.928)	109.496	43.4%
Lançamentos 2022	371.155	(225.835)	145.32	39.2%
Lançamentos 2021	96.768	(78.631)	18.137	18.7%
Lançamentos 2020 ou -	8.209	(13.271)	-5.062	-61.7%
Vendas 2023	682.633	(400.329)	282.304	41.4%
Lançamentos 2023	252.424	(142.928)	109.496	43.4%
Lançamentos 2022	358.87	(218.189)	140.68	39.2%
Lançamentos 2021	46.87	(31.429)	15.441	32.9%
Lançamentos 2020 ou -	24.469	(7.782)	16.687	68.2%
Vendas 2022	110.19	(79.023)	31.167	28.3%
Lançamentos 2023	-	-	-	0.0%
Lançamentos 2022	69.78	(42.667)	27.113	38.9%
Lançamentos 2021	35.652	(31.846)	3.806	10.7%
Lançamentos 2020 ou -	4.758	(4.51)	248	5.2%

Fonte: Tenda e Pátria Investimentos

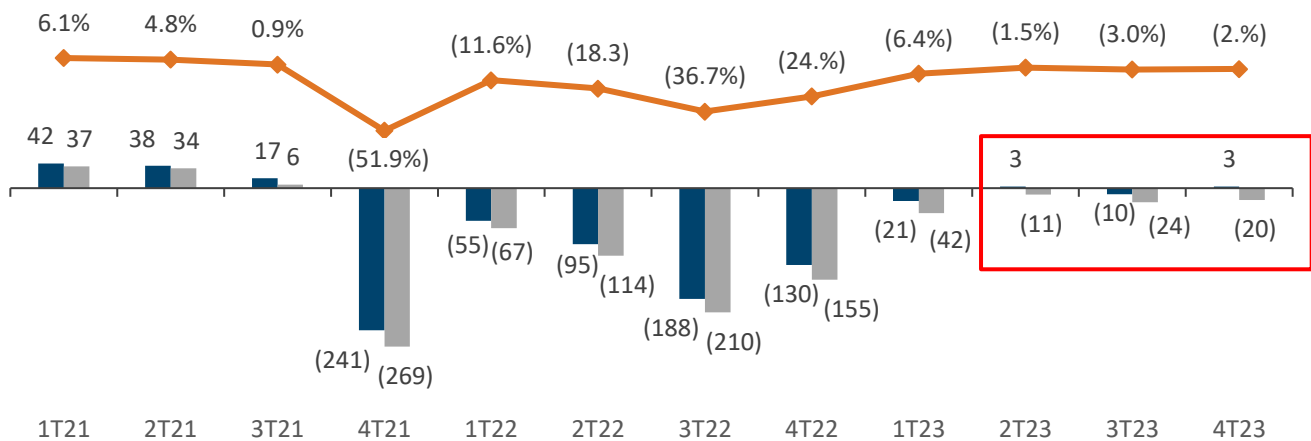
Tenda

DESTAQUES DO 4T23 E 2023



Destaca-se, também o resultado positivo observado na Tenda ao 4T23, fruto não apenas dos tópicos supracitados, mas também da importante diluição de G&A observada no ano contra ano (melhora de 22.5% ante o 4T22 e 14.4% na visão acumulada ante 2022). Para 2024, reforçamos que os indicadores operacionais em consistente evolução, somados aos tópicos setoriais destacados em nossa sessão inicial, RET1% e FGTS Futuro, devem potencialmente impulsionar a lucratividade da Tenda, resultando em importante geração de valor para os acionistas.

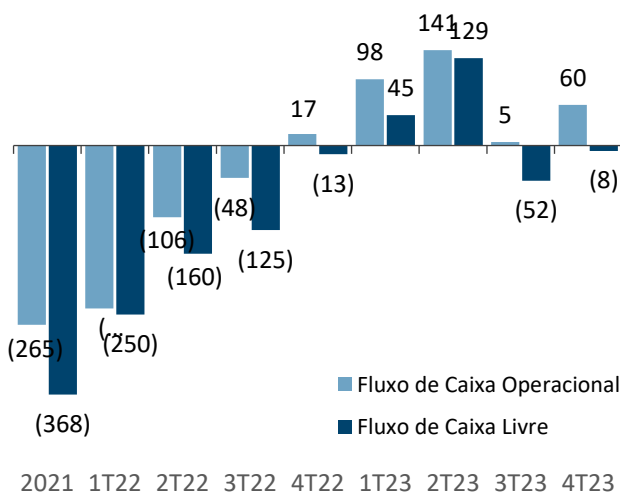
Lucro Líquido e Margem Líquida (R\$ M, %) – Azul: Unidade de negócio Tenda, Cinza: Consolidado



Fonte: Tenda e Pátria Investimentos

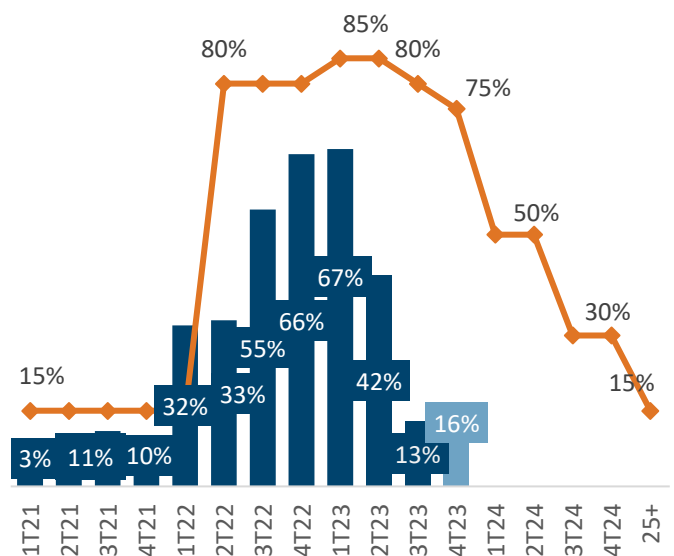
A geração de caixa da companhia também evoluiu positivamente no trimestre, mesmo sem nenhuma operação de antecipação de recebíveis de pro-soluto no período. Por fim, na visão consolidada do ano, destaca-se o retorno dos índices de estrutura de capital para um patamar mais saudável e alinhado com índices históricos anteriores a 2022, evidenciando que tanto pelo lado das margens e lucratividade quanto da geração de caixa e saúde financeira, a Tenda finalizou seu *turnaround* de maneira eficiente e assertiva.

Fluxo de Caixa (R\$ M)



Covenants

(Dívida Líquida Corporativa/Patrimônio Líquido, %)

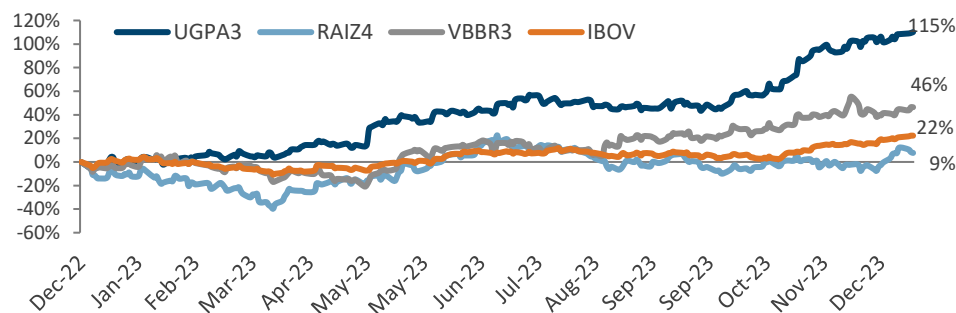


Fonte: Tenda e Pátria Investimentos

Grupo Ultra

DESTAQUES DO 4T23 E 2023

O Grupo Ultra encerrou o ano na mesma trajetória positiva observada ao longo dos trimestres anteriores, e superando largamente as expectativas iniciais do mercado. O avanço de 115% em suas ações foi consideravelmente acima da performance observada na valorização de mercado de seus principais concorrentes.



Tal performance evidencia o início de reconhecimento pelo mercado à bem sucedida agenda de criação de valor implementada a partir de 2020, que incluiu (i) uma bem sucedida renovação no Conselho de Administração e na gestão da companhia, (ii) uma revisão do portfólio de empresas investidas pela holding, levando ao desinvestimento de dois relevantes ativos *non-core* (Ultrafarma e Oxiten), entre outros, e (iii) uma revisão da alocação de capital, otimizando Capex e desalavancando a estrutura de capital visando preparar o balanço para novos potenciais movimentos estratégicos.

Sob a liderança de Marcos Lutz (CEO) e equipe, o Grupo Ultra observou incremento relevante de margens em seu ativo principal, a Ipiranga. A empresa passou por uma relevante equalização de estrutura e revisão de plano estratégico. O mesmo ocorreu também em suas outras subsidiárias principais, como a Ultragaz e Ultracargo.

Soma-se à isso uma redução de custos na *holding* e, na visão consolidada, a empresa reportou contínua expansão de margens e rentabilidade, além de forte desalavancagem financeira.

Os principais números de 2023 apresentados abaixo, acrescidos de dados históricos e as **expectativas do mercado (Consenso Capital IQ)**¹ para 2024, falam por si e são fruto da execução diligente e assertiva citada acima. Acreditamos, à despeito da valorização observada no ano passado, haver espaço de crescimento importante para a empresa adiante ao passo que (i) ela mantém sua trajetória ascendente de resultados e (ii) dá início a um novo ciclo de investimentos inorgânicos, o qual teve seu primeiro movimento anunciado recentemente detalhado a seguir.

Grandes Números ¹	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	CAGR 20-23
Market Cap	25.883	15.523	13.732	29.135	-	-
Receita Líquida	81.241	118.799	146.902	126.049	131.802	15.8%
Lucro Bruto	5.613	7.069	8.141	9.318	9.621	18.4%
Mg Bruta	6.9%	6.0%	5.5%	7.4%	7.3%	50 bps
Mg. EBITDA Ipiranga/m3	80	93	133	188	-	33.0%
Mg. EBITA Ultragaz/ton	421	425	687	948	-	31.1%
Lucro Líquido	893	850	1.801	2.440	2.256	39.8%
Mg Bruta	1.1%	0.7%	1.2%	1,9%	1.7%	60 bps
P/L fwd	29.6x	18.5x	7.8x	13.4x	12.6x	
DL/EBITDA	3.0x	3.2x	1.2x	1.0x	0.9x	
ROIC	5.5%	8.2%	13.8%	16.5%	18.5%	

Em março de 2024, o Grupo Ultra informou ter firmado um instrumento de compra e venda de ações que totalizam 16.9% do capital social da Hidrovias do Brasil S.A, empresa brasileira que construiu uma operação logística com escala para oferecer soluções integradas de transporte hidroviário, operação de terminais, cabotagem e integração de serviços de transporte. A transação está alinhada ao anseio da empresa em expandir sua presença no segmento do agronegócio brasileiro e ainda está pendente de aprovação pelo CADE e da dispensa da obrigatoriedade de realização de oferta pública por aumento de participação relevante (poison pill) pelos acionistas da Hidrovias. Com a potencial consumação deste investimento, o Grupo alcançará uma participação direta de 21.9% no capital social da Hidrovias, além de posição de derivativos de liquidação financeira referenciados em ações equivalente a outros 5% de seu capital.

1) *Perspectivas de Mercado: expectativas de consenso extraídas do Capital IQ, data base de 05/04/2024.*



TIR BRUTA¹
7.2% BRL

Setor
Holding – Energia e Logística

Sede
São Paulo - SP

Data do Investimento Inicial
Abril 2019

Período em Carteira
3 anos e 9 meses

Assentos no Conselho de Administração
2 de 9

Membro indicado pelo Patria no Conselho de Administração
Peter Estermann e Marco Lutz (em conjunto com a família controladora)

1) Data base: 28/12/2023

Fonte: Ultrapar e Patria Investimentos

Grupo Ultra

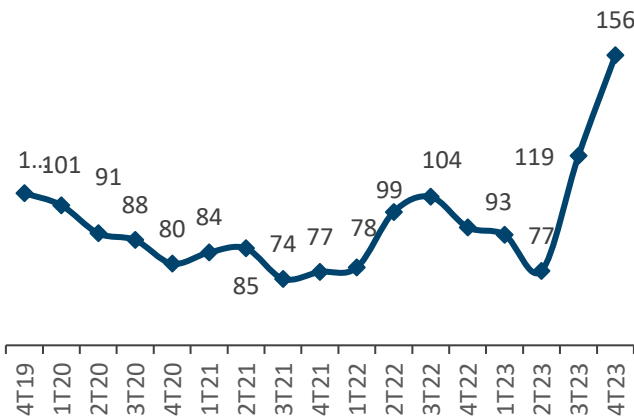
DESTAQUES DO 4T23 E 2023



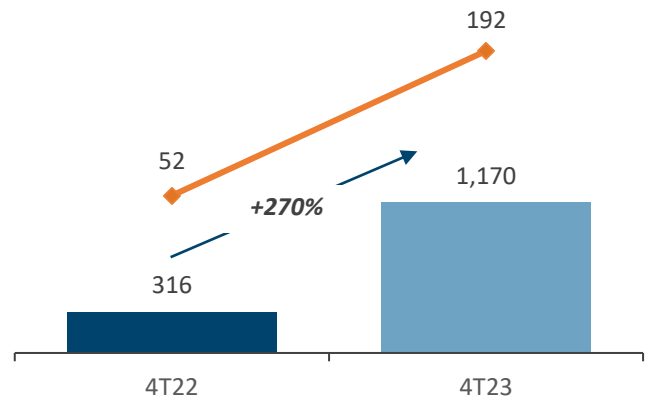
Por mais um trimestre, a Ipiranga apresentou sólido resultado operacional com expressivas expansões de EBITDA ajustado recorrente e margem. Os bons resultados decorreram em parte de aumentos nos preços de combustíveis e consequentes ganhos nos estoques, mas principalmente de um ambiente competitivo favorável e significativa evolução nas operações, qualidade e produtividade da rede franqueada.



EBITDA Ajustado Recorrente LTM/m³ (R\$)¹



EBITDA Aj. Recorrente² & Margem (R\$ M, R\$/m³)

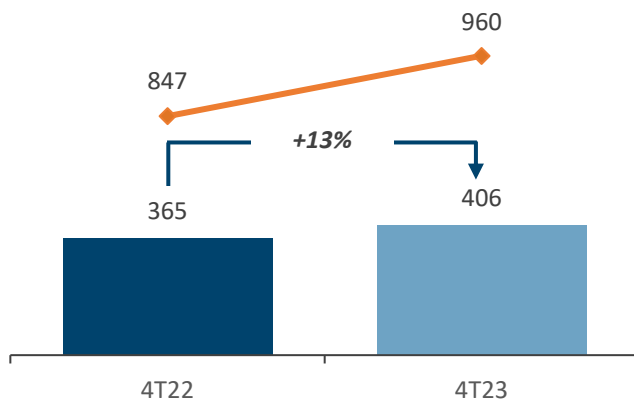


Fonte: Grupo Ultra e Pátria Investimentos

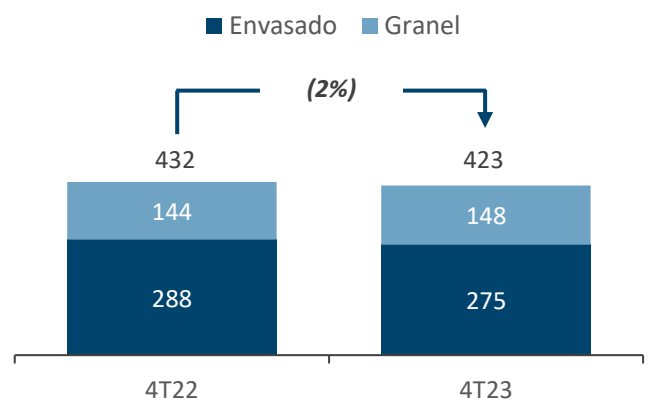
A Ultragaz publicou mais um resultado consistente, evidenciando que, à despeito da pequena queda no volume vendido, suas margens e resultados consolidados continuam sólidos e crescentes, consequência das iniciativas de aumento de eficiência, melhor mix de vendas e, também valor financeiro das vendas (com o repasse inflacionário). Ainda, no ano, vale destacar a entrada da Ultragaz nos segmentos de energia elétrica renovável e de gás natural comprimido a partir das aquisições da Stella e da NEOgás.



EBITDA & Margem EBITDA (R\$ M, R\$/ton)



Volume (Mil ton)



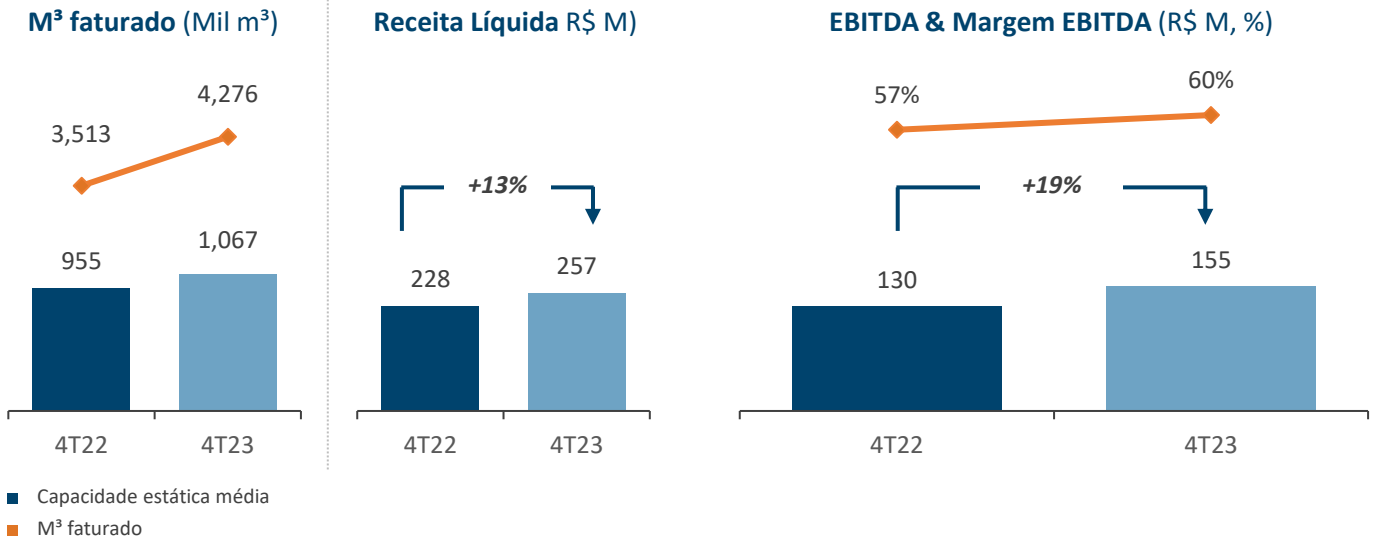
Fonte: Grupo Ultra e Pátria Investimentos

Grupo Ultra

DESTAQUES DO 4T23 E 2023

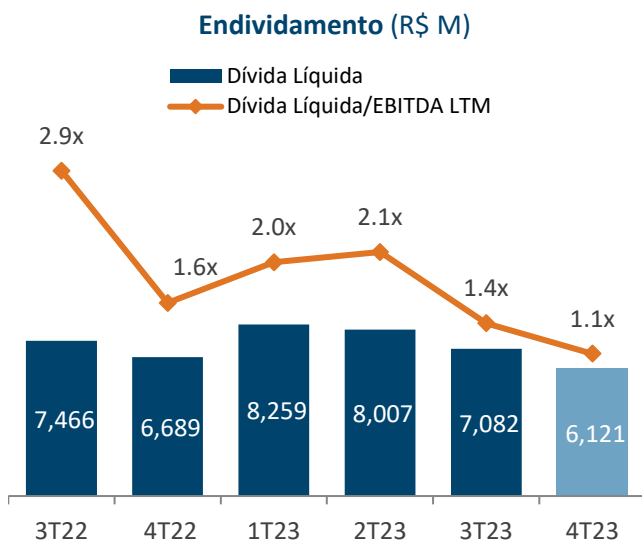


A Ultracargo encerrou mais um trimestre com evolução positiva em seus resultados, com continua expansão no m^3 faturado. O resultado positivo decorre de maior ocupação, melhores tarifas e ganhos de produtividade e eficiência. No ano, destaca-se, também os investimentos na conclusão da aquisição do terminal para Etanol em Paulínia (SP), bem como o anúncio da construção do primeiro terminal de granéis líquidos em Tocantins.



Fonte: Grupo Ultra e Pátria Investimentos

Por fim, e conforme mencionado em nossa sessão inicial, a forte geração operacional de caixa observada nos últimos anos permitiu à empresa alcançar o menor índice de alavancagem financeira dos últimos 15 anos ao final de 2023, além de recuperar a classificação de grau de investimento pela agência de classificação de risco S&P. Tal resultado coloca a empresa em invejável situação de liquidez para potenciais oportunidades de investimentos com retornos atraentes e que estejam alinhadas ao seu planejamento estratégico de longo prazo. Destaca-se, com isso, a expansão prevista no plano de investimentos da companhia para 2024, especialmente na Ultracargo e Ultragaz.



Fonte: Grupo Ultra e Pátria Investimentos

Guidance 2024 (Limites)	2023 Plano	2023 Real	2024 Plano
Expansão	1.005	1.039	1.528
Ipiranga	585	640	582
Ultragaz	190	164	311
Ultracargo	204	210	635
Outros	26	24	-
Manutenção e Outros	1.177	911	1.150
Ipiranga	791	503	764
Ultragaz	238	247	186
Ultracargo	113	121	169
Outros	35	39	32
Total	2.182	1.949	2.678

+37%

Localiza

DESTAQUES DO 4T23 E 2023

A **Localiza** entregou outro trimestre de progresso operacional e financeiro, e acima das expectativas, que evidencia o foco da companhia em **crescer gerando valor**. No ano, foram grandes os avanços também no processo de integração com ganhos substanciais de produtividade e eficiência.

Em **Seminovos**, a empresa expandiu a rede de lojas, o que contribuiu para o aumento do volume de carros vendidos e redução da idade média da frota, embora ainda não nos patamares históricos. Em **Locação de Veículos**, o incremento na capilaridade contribuiu para o crescimento de receita em todos os segmentos (RAC e GTF), mais do que compensando os efeitos do *carveout*. Em **Gestão de Frotas**, ressalta-se o sucesso do Localiza Meoo (carro por assinatura) e, também a maior frota de Pesados, que contou ainda com a inauguração de 2 lojas dedicadas à venda de caminhões seminovos. Por fim, vale citar o início da operação no México com a abertura de 10 agências nos principais aeroportos e a constituição de uma frota de cerca de 1 mil veículos.

O ambiente de taxas de juros ainda elevadas e restrição de crédito ao consumidor mostrou-se desafiador para as vendas de Seminovos e também impactou o custo da dívida da empresa ao longo do ano. Outro impacto negativo em 2023 decorreu da Medida Provisória do Carro Popular que impactou tanto o preço de veículos novos (temporariamente) quanto (especialmente) o de seminovos, resultando em um contínuo aumento na depreciação contábil da frota.

Já em 2024, gostaríamos de destacar os seguintes tópicos:

(i) Renovação de Frota: a empresa deve vender cerca de 240 mil carros e comprar outros 300 mil no período, a maior renovação de frota desde a Pandemia. Por consequência, a idade média da frota e dos veículos vendidos deverá terminar o ano em níveis semelhantes ao período pré-Covid e, com isso, influenciar positivamente o principal tema de atenção da tese no momento, a depreciação econômica da frota. Este movimento deve incrementar o círculo virtuoso em uma área crucial do negócio: um maior o volume de compras (escala) traz maior poder de barganha junto as montadoras (descontos), menor custo de manutenção (idade dos veículos), maior giro de ativos e consequentemente menor depreciação econômica.

(ii) Ambiente competitivo favorável: em Gestão de Frotas, a companhia têm conseguido importante incremento de preços nas renovações de contratos. Ao patamar atual de preços, as programadas renovações de contratos, representando em média 1/3 da frota (contratos em média de 3 anos), podem resultar em incremento médio de até 20% nas tarifas do segmento. Em RAC, a retração dos principais competidores tem permitido à empresa subir preços de forma gradual, compensando boa parte dos impactos da maior depreciação e custo de capital.

(iii) Expansão México: destino turístico 5x maior que o Brasil em número de viajantes, o país encontra-se ainda em estágio embrionário no segmento de RAC. As principais locadoras do país, em sua maioria franqueadas de grandes marcas globais, têm frotas pequenas e antigas, de no máximo 20-25 mil veículos, e limitada capacidade financeira para crescer. Com tarifas de locação estruturalmente mais elevadas que o Brasil, acreditamos que o México pode ser uma avenida importante de expansão para a Localiza no médio e longo prazo.

(iv) Sinergias, Endividamento + ROIC Spread: no primeiro tópico, espera-se uma nova rodada de ganhos de produtividade e racionalização de despesas. Já no segundo tema, o início do ciclo de redução dos juros, combinado com o rejuvenescimento da frota e maior eficiência operacional, além da precificação dos novos contratos alinhados à estratégia de retorno da Companhia, devem contribuir para a ampliação gradual do ROIC spread.

Em suma, enxergamos a cia com um *valuation* ainda bastante atrativo (visão P/L fwd vs média histórica).

Nos números, destaque para o relevante avanço **esperado pelo mercado (Consenso Capital IQ)¹** no lucro líquido de 2024:

Grandes Números ¹	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	CAGR 20-23
Market Cap	51.828	39.866	52.059	67.261	-	-
Receita Líquida	10.308	10.901	21.592	28.903	38.570	41.0%
Lucro Bruto	3.500	5.103	10.528	12.745	16.546	44.4%
Mg Bruta	34.0%	46.8%	48.8%	44.1%	42.9%	1.010 bps
EBITDA Ajustado	2.468	3.698	8.109	10.523	12.793	62.2%
Mg EBITDA	23.9%	33.9%	37.6%	36.4%	33.2%	1.250 bps
Lucro Líquido Aj.	1.048	2.044	1.976	1.800	3.427	19.8%
Mg Líquida	10.2%	18.7%	9.2%	6.2%	8.9%	(400 bps)
P/L fwd	19.7x	26.3x	37.4x	17.8x	12.6x	
ROIC	10.2%	17.0%	15.8%	13.7%	15.7%	

1) *Perspectivas de Mercado: expectativas de consenso extraídas do Capital IQ, data base de 05/04/2024.*



TIR BRUTA¹
75.5% BRL

Setor
Mobilidade

Sede
Belo Horizonte - MG

Data do Investimento Core
Outubro 2014 (Locamerica)

Período em Carteira
10 anos e 2 meses

Membro indicado pelo Patria no Conselho de Administração
Luis Fernando Memoria Porto (Vice-Presidente) e Sérgio Augusto Guerra de Resende (Indicados pelos acionistas de Unidas)

1) Data base: 28/12/2023

Fonte: Localiza e Patria Investimentos

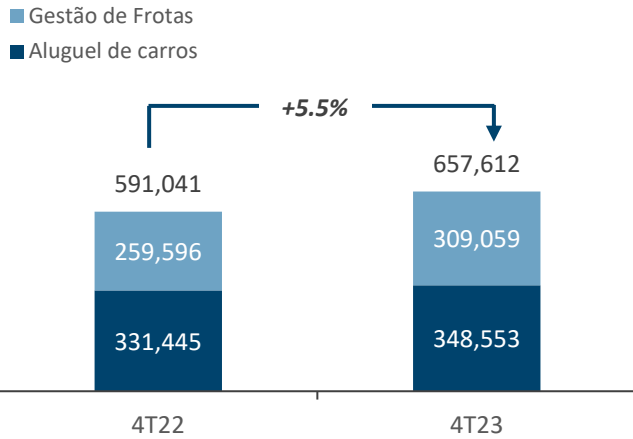


Localiza

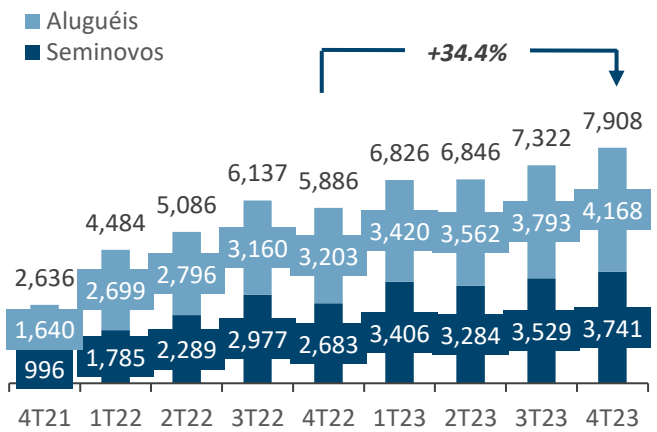
DESTAQUES DO 4T23 E 2023

Em grandes números, a empresa postou ao final do 4T23: **(i)** crescimento de 22.3% em receita líquida da Divisão de Aluguel de Carros, **(ii)** crescimento de 40.4% em receita líquida da Divisão de Gestão de Frotas, e **(iii)** crescimento de 39.4% em receita líquida da Divisão de Seminovos, todas em comparação ao mesmo período do ano anterior. No consolidado, expansão de 36.3% e 33.0% nas linhas de Receita e EBITDA, respectivamente.

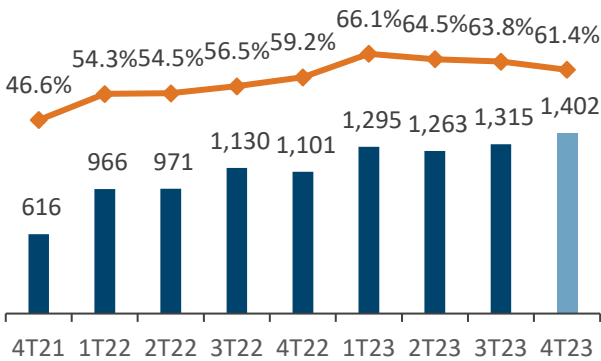
Frota Total ao final do período (milhares)



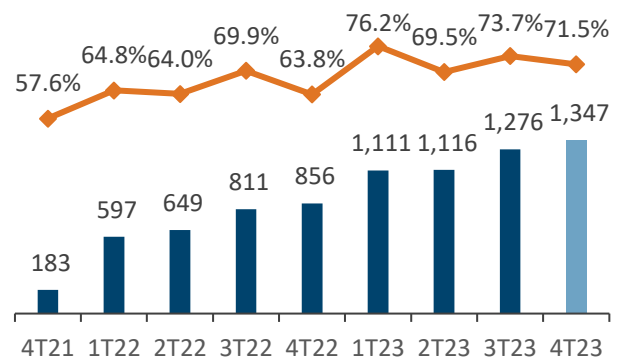
Receita Líquida (R\$ M)



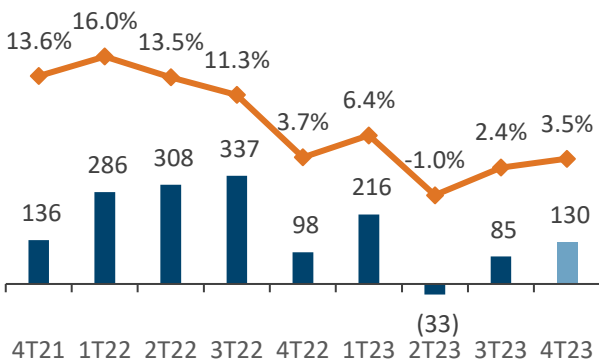
EBITDA e Margem EBITDA (R\$ M, %) - RAC



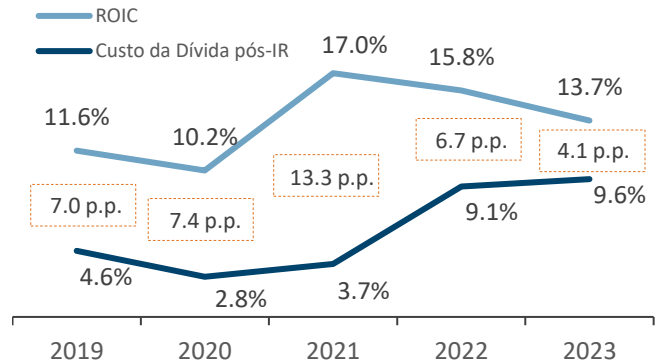
EBITDA e Margem EBITDA (R\$ M, %) - GTF



EBITDA e Margem EBITDA (R\$ M, %) - Seminovos



Spread (ROIC menos custo da dívida após impostos)





CVC

DESTAQUES DO 4T23 E 2023

A CVC encerrou o primeiro semestre completo sob sua nova gestão ao final do 4T23, que assumiu logo antes do *follow-on* promovido em Junho passado. Neste período, a empresa obteve expressivos ganhos operacionais e financeiros. Quase 95% do EBITDA do ano, de R\$ 193 milhões, foi gerado no segundo semestre de 2023.

O time liderado por Fábio Godinho (CEO) assumiu a CVC com a missão de recolocar a empresa em um patamar de retornos atrativos, com margens crescentes e saudáveis em uma plataforma escalável e geradora de caixa, com uma correta e diligente alocação de capital, além de adequada e sustentável estrutura de capital. Tudo isso possível a partir de uma clara agenda de geração de valor para todos os seus *stakeholders*: clientes, franqueados, parceiros (hotéis e cias aéreas) e investidores.

Esse *back to basics* se sustenta a partir do tripé Produto-Canal-Funding. Isso é: (i) foco em destinos onde a empresa é líder e tem grandes vantagens competitivas, com contínua expansão de take rate (mais e melhores serviços agregados e produtos exclusivos), (ii) fortalecimento e expansão da base de franqueados, alavancando as capacidades multi-canal (figital) após os importantes investimentos em tecnologia efetivados a partir de 2020 (oferta digitalizada e escalável), e (iii) soluções financeiras para expandir a base de clientes com novos meios de pagamento e financiamento.

Destacamos nestes últimos dois trimestres:

(i) A maior representatividade do canal B2C no resultado consolidado, beneficiado por novo acordo com master franqueados e expansão significativa do *take rate*;

(ii) Ainda no B2C, uma continua melhoria na estratégia de *pricing* (reforçando o foco na rentabilidade), além de assertividade nos produtos exclusivos;

(iii) No canal B2B, racionalização da oferta ao focar no equilíbrio correto entre volume e rentabilidade, desligando produtos e clientes de baixo retorno ou alto risco e focando na expansão do *take rate*;

(iv) Forte disciplina no controle de despesas, com redução de duplo dígito a/a, fruto de nova adequação do quadro de colaboradores, revisão de contratos e reversão de provisões relacionados a incentivos de ex-executivos;

(v) Relevante redução do Capex ao focar em projetos que tenham retorno sobre o capital investido alinhado ao target de longo prazo da empresa; e

(vi) Importante resgate da cultura inovadora e acessível da CVC, imprimindo seu DNA a partir de uma equipe gerida por especialistas em turismo.

Para 2024, esperamos a continuidade das medidas citadas acima e uma consequente retomada de margens (alavancagem operacional) e rentabilidade da empresa, que acreditamos serem de extrema importância para uma potencial reavaliação da CVC pelo mercado.

Por fim, apresentamos abaixo os grandes números da cia na visão histórica, evidenciando importantes avanços ao final de 2023, mais as **perspectivas de resultados (Consenso de mercado no Capital IQ)**¹ para o ano:

Grandes Números	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	CAGR 20-23
Market Cap	3.554	3.018	1.245	1.839	-	-
Receita Líquida	625	826	1.222	1.433	1.597	9.2%
Custos Fixos (CF)	(713)	(801)	(908)	(756)	-	-
CF como % da RL	137.7%	97.0%	74.4%	52.8%	-	-
EBITDA Ajustado	(438)	(219)	73	193	398	-
Mg EBITDA	(84.6%)	(26.5%)	5.9%	13.5%	24.9%	-
Lucro Líquido	(1.227)	(487)	(433)	(457)	(7)	-
Mg Líquida	-	(58.6%)	(35.5%)	(31.9%)	0.4%	-
EV/EBITDA fwd	-	46.3x	8.4x	4.8x	1.9x	-
DL/EBITDA	(1.8x)	(0.8x)	3.5x	2.0x	1.5x	-

1) *Perspectivas de Mercado*: expectativas de consenso extraídas do Capital IQ, data base de 05/04/2024.

TIR BRUTA¹
(35.6%) BRL

Setor
Turismo e Hospitalidade

Sede
São Paulo - SP

Data do Investimento Inicial
Abril 2020

Período em Carteira
3 anos e 9 meses

Assentos no Conselho de Administração
1 de 7

Membros indicados pelo Patria no Conselho de Administração
Flavio Teles de Menezes

1) Data base: 28/12/2023
Fonte: CVC e Patria Investimentos

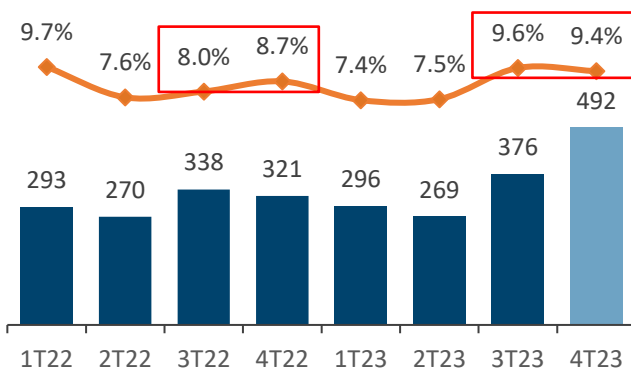
CVC

DESTAQUES DO 4T23 E 2023

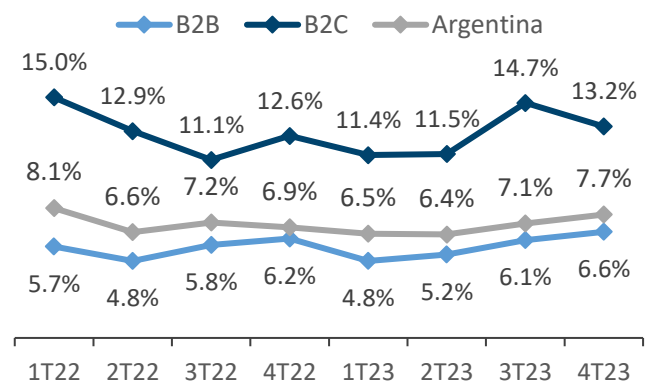


A Receita Líquida da CVC Corp apresentou incremento de 9,6% frente ao 4T22, reflexo das operações B2C e Argentina. Destaca-se, também a contínua evolução do *take rate* consolidado da companhia na visão ano contra ano, um avanço de 0.7 p.p no trimestre. No B2C, destacam-se os tópicos *pricing* e mix de produtos, através de mais pacotes/produtos exclusivos, como as principais alavancas desta BU no trimestre. Isto resultou em um incremento de 0.6 p.p no *take rate* da BU Vs 4T22. Já na Argentina, a empresa obteve expressivo aumento de embarques no período, principalmente nos meses de outubro e novembro, além de incremento de 0.8 p.p no *take rate*. Quanto ao B2B, ressalta-se o foco em produtos mais rentáveis em detrimento de volume, tendo como resultado um incremento de 0.4 p.p no *take rate* da BU.

Receita Líquida e Take Rate (R\$ M, %)



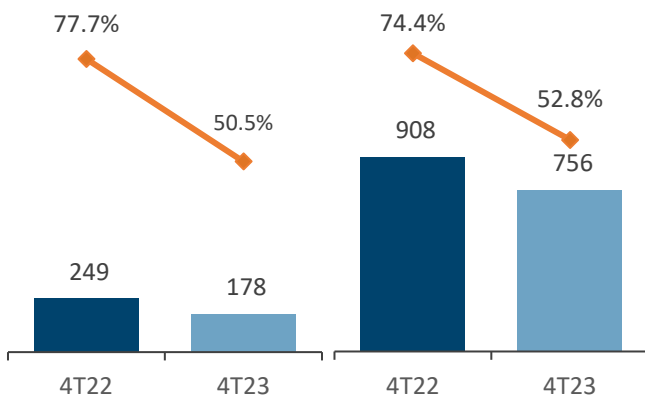
Take Rate por Unidade de Negócio (%)



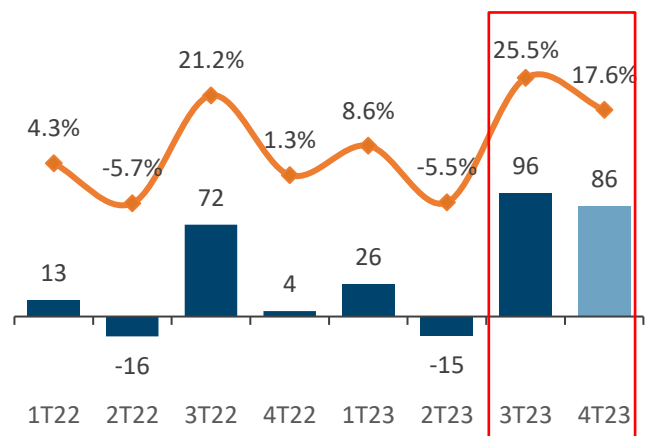
Fonte: CVC e Pátria Investimentos

Outro fator importante na evolução dos indicadores foi a contínua disciplina no controle de despesas fixas da companhia, evidenciada pelo *ratio* Despesas Fixas sobre Receita Líquida. Tal abordagem combinada à constante evolução das receitas é mostra importante da alavancagem operacional do modelo de negócio da empresa. Adicionalmente, em janeiro/24 foi realizada uma nova adequação estrutural com a redução de aproximadamente 10% do quadro de colaboradores. O impacto destas medidas, expansão *take rate* e redução de despesas, se evidencia na forte expansão do EBITDA no segundo semestre do ano.

Despesas Fixas – Total e como % da Receita Líquida (R\$ M, %)



EBITDA Ajustado e Margem (R\$ M, %)



Fonte: CVC e Pátria Investimentos

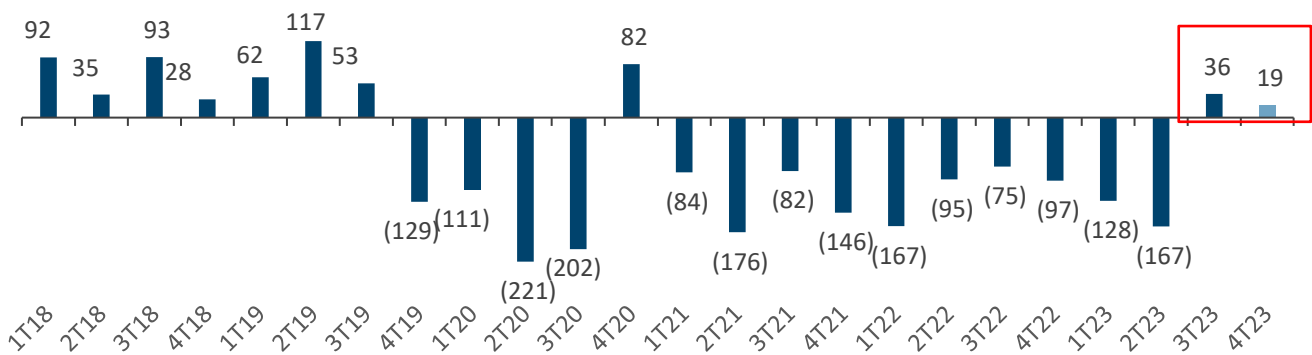
CVC

DESTAQUES DO 4T23 E 2023



Por fim, outra importante linha de destaque que consolida nossa visão positiva da empresa está no Lucro Líquido Ajustado Caixa, que registrou novo resultado positivo ao final do 4T23. Tal marca evidencia que as diferentes iniciativas implementadas pela nova gestão combinadas à uma estrutura de capital mais robusta, em uma empresa com modelo de negócios gerador de caixa, devem potencialmente se traduzir ao longo do tempo em retorno positivo e criação de valor para seus acionistas. O caminho desta retomada ainda é longo, mas acreditamos que a CVC de hoje conta com todas as ferramentas necessárias para ser exitosa nessa trajetória.

Lucro Líquido Ajustado Caixa (R\$ M)



Fonte: CVC e Pátria Investimentos

2024

DESTAQUES 1Q24

Como destacado em nossa sessão de abertura, iniciamos 2024 com duas novas teses em nosso portfólio, **Infracommerce** e **Vulcabras**. Enquanto a primeira representa um **investimento core**, no qual contamos com dois membros indicados pelo Pátria no Conselho de Administração da empresa, a segunda ainda se configura em um **investimento satélite**.

A seguir, compartilhamos um breve resumo de ambas as teses de investimento:

Infracommerce

Investida Core

A Infracommerce é o maior player de *full commerce* da América Latina, atuante em um mercado sub-penetrado e em franca expansão, suportado por **(i)** alta tecnologia embarcada e **(ii)** estrutura de logística robusta.

Após a efetivação do aumento de capital em dezembro passado, e o início de nosso trabalho junto ao Conselho de Administração com outros sócios da empresa, acreditamos que a mesma encontra-se agora com estrutura de capital em trajetória positiva, renovada governança corporativa e diligente abordagem operacional e de alocação de capital.

Seu modelo de negócio, altamente escalável, se resume a seguir:

- Implementação e operação das atividades de e-commerce das empresas clientes, sejam em B2B ou B2C, através de solução *white label* integrada de soluções digitais de e-commerce à logística;
- Serviços: E-commerce omnicanal, *fullfilment*, soluções financeiras;

A solução da Infracommerce integra até 40 sistemas necessários para o *go-live* de um e-commerce, podendo ser 20-50% mais barata que uma solução *in-house*.

Com isso, a empresa é parte de um mercado global de distribuição de produtos que têm passado por profundas transformações há, pelo menos, uma década, com suas soluções sendo parte importante deste processo.

Criada em 2012, a empresa cresceu construindo uma carteira de clientes composta por empresas *blue chip* B2C e B2B, destacando-se Nike, Armani, Ambev, Nespresso, Montblanc, Unilever, J&J, Mondelez, entre outras. Foram anos seguidos de expressivo crescimento (em média 70% ao ano) sob a liderança de seu fundador e CEO Kai Schoppen.

Seu IPO, concluído em Junho de 2021, permitiu à empresa expandir e consolidar seu negócio a partir das aquisições estratégicas da Synapcom, então o segundo maior player do mercado e operador *full commerce* da Samsung no Brasil, e da Ecomsur, então maior player de *full commerce* da América Latina com operações no Chile, Mexico, Colômbia, Peru e Panamá, além de conduzir importantes investimentos em infraestrutura (Centros de Distribuição) e tecnologia.

O período seguinte, apesar de contínua expansão de receita nas diferentes unidades de negócio, foi também muito desafiador. A empresa se viu em delicada situação financeira decorrente de excessiva alavancagem assumida no processo de consolidação do setor. Com isso, o time de gestão iniciou uma importante agenda de racionalização da estrutura de custos, despesas e investimentos a partir de meados de 2022, visando atingir equilíbrio de fluxo de caixa no curto prazo.

Em paralelo, a empresa buscou a reestruturação de sua estrutura de capital através de captação primária de recursos para, assim, (i) focar as atenções na integração das unidades de negócio do Brasil e LatAm em busca de sinergias e *benchmarking*, e (ii) voltar a investir em crescimento. Foram realizados dois aumentos de capital, em Setembro de 2022 e em Dezembro de 2023. Este último foi ancorado conjuntamente pelo Pátria PIPE e Moneda, marcando nossa entrada como acionistas relevantes da empresa com cerca de 6% de seu capital social.

Os resultados da Infracommerce em 2023 marcaram importantes evoluções:

- (ii)** expressiva geração de caixa operacional Vs resultado negativo de 2021; e
- (ii)** desalavancagem à 2.0x (Dívida Líquida/EBITDA) Vs o pico de 20.8x de 2021.



Setor Logística
Sede São Paulo - SP
Data do Investimento Inicial Junho 2023
Data do Investimento Core Dezembro 2023
Período em Carteira 9 meses
Assentos no Conselho de Administração 2 de 6
Membros indicados pelo Patria no Conselho de Administração Peter Estermann (Chairman) Pedro Melzer

2024 INFRACOMMERCE

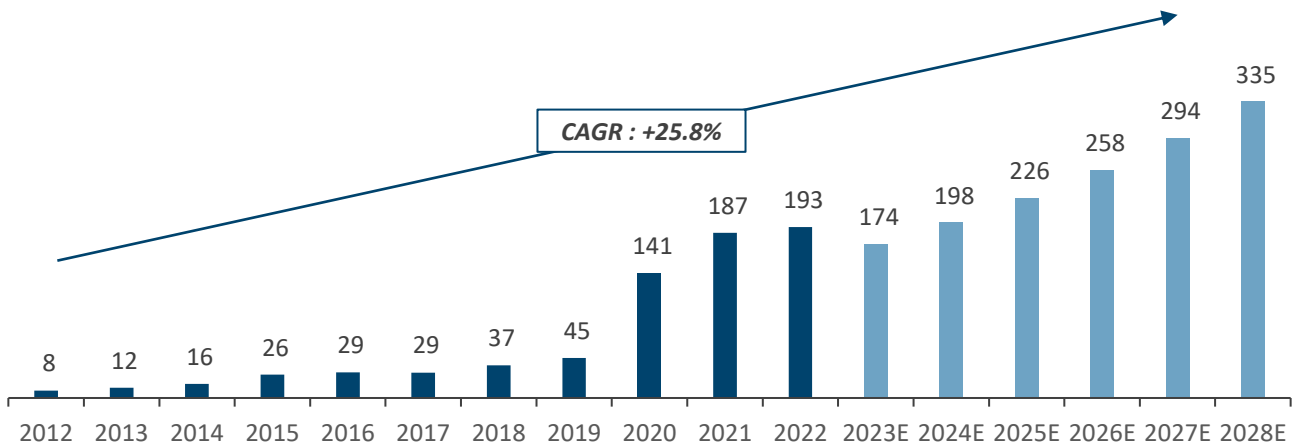
Inicialmente, indicamos um membro ao Conselho de Administração, Pedro Melzer, sócio do Pátria e Fundador da Igah Ventures, além de propormos a instauração de um Comitê de Investimentos reportando ao Conselho.

Após pouco mais de 2 meses de profunda interação com os demais acionistas, a Infracommerce anunciou ao final de março a contratação de Ivan Murias como novo CEO. Ivan foi responsável por liderar um bem sucedido *turnaround* na Valid entre 2020 e meados de 2024 e terá como missão liderar uma nova etapa de crescimento na Infracommerce. Em paralelo, Peter Estermann, sócio e *board member* do Pátria, foi eleito Chairman, sucedendo Pedro Jeiresatti, que liderou o Conselho com muita competência durante anos de expansão e, que permanece como conselheiro.

Esperamos para esta nova fase da Infracommerce, sob a liderança do novo CEO, que a companhia possa continuar a imprimir um ritmo adequado de crescimento e evoluir positivamente na maximização do potencial de seu modelo de negócios e de sua posição competitiva dominante em seu mercado de atuação.

A seguir, apresentamos alguns números de destaques do segmento e da empresa, em uma visão histórica desde 2019.

Brasil – Mercado de E-commerce B2C (R\$ bilhões)



Fonte: Nielsen, Infracommerce e Pátria Investimentos

Infracommerce- Grandes Números (R\$ M, %)

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	CAGR 19-23
Market Cap	-	-	4.869	1.343	733	-
Receita Líquida	138	236	423	891	1.216	66.9%
Lucro Bruto	64	117	205	379	466	62.4%
<i>Mg. Bruta</i>	46.2%	49.8%	48.5%	42.5%	42.4%	(374 bps)
EBITDA Ajustado	5	21	26	124	207	157.3%
<i>Mg EBITDA</i>	3.4%	9.0%	6.1%	13.9%	19.3%	1.591 bps
EBITDA Ex-Recebíveis	5	21	24	37	63	91.3%
<i>Mg EBITDA</i>	3.4%	9.0%	5.7%	4.2%	5.9%	249 bps
Lucro Líquido Aj.	(8)	(2)	(39)	(265)	(295)	-
<i>Mg Líquida</i>	(5.7%)	(1.0%)	(9.2%)	(29.7%)	(27.5%)	-
EV/Sales	-	-	12.6x	2.0x	1.0x	
DL/EBITDA	7.9x	3.5x	20.8x	4.9x	2.0x	
ROIC	2.4%	14.8%	0.2%	1.2%	4.1%	

À medida que nossa tese de investimento evolua, dedicaremos em momento oportuno uma carta focada na apresentação do case, elencando nossas principais agendas de geração de valor, a performance histórica da empresa e a evolução dos resultados das principais iniciativas implementadas pela nova gestão.

Vulcabras

Investida Satélite



Setor
Varejo

Sede
Jundiaí - SP

Data do Investimento Inicial
Fevereiro 2024

Período em Carteira
2 meses

A Vulcabras é uma das principais gestoras de marcas esportivas do Brasil com **(i)** um modelo integrado e verticalizado, **(ii)** capilaridade de distribuição única, **(iii)** sólidas performances operacional e financeira e **(iv)** relevante espaço para expandir seu portfólio atual e consolidar o mercado.

Com pouco mais de 70 anos de história, a empresa ficou inicialmente conhecida pelos seus sapatos de couro homônimos, como o icônico Vulcabras 752, além de suas linhas de botas, calçados sintéticos de PVC, entre outros. Já na década 70, a empresa deu início a produção e comercialização exclusiva de calçados esportivos no Brasil para marcas como Adidas, Puma, Le Coq Sportif e Lotto. Seu IPO ocorreu no ano de 1977.

Adquirida em 1988 pela família Bartelle, com destacado histórico empreendedor na indústrias de calçados brasileiros e ainda atuais controladores, a Vulcabras apresentou relevante avanço nas décadas seguintes, dentre eles:

(i) Inauguração de plantas industriais na região Nordeste do país nos anos 90, ainda hoje forças motrizes das cidades e microrregiões onde estão situadas e importantes geradoras de empregos e de expansão econômica nestas regiões;

(ii) Em 2007, visando abandonar o estigma de indústria pura, a empresa adquiriu o Grupo Azaleia, dono da marca de calçados femininos homônima e da Olympikus, já uma referência nacional no segmento esportivo e dona de *market-share* relevante no mercado; e

(iii) Ainda nos anos 2000, **(a)** consolidação da operação na Argentina, **(b)** início da linha de vestuário e acessórios da marca Olympikus e patrocínio da delegação olímpica do Brasil, **(c)** fortes investimentos na marca Reebok, patrocinando grandes clubes de futebol do Brasil e da Argentina, **(d)** ganho expressivo de *share* da Azaleia como uma das principais marcas de sapatos femininos do país, e **(e)** formação de JV exclusiva com a Adidas para produzir e distribuir os produtos da marca no Brasil e na Argentina.

Entre 2011 e 2014, porém, a empresa sofreu efeitos significativos das crises global e brasileira de consumo e deu início a um importante processo de *turnaround*. Como resultado, foram implementadas relevantes reduções no corpo de colaboradores - de 25 mil para 16 mil funcionários - e de fábricas - de 25 para 3 - além do encerramento dos contratos de licenciamentos com as marcas internacionais, levando a um foco exclusivo nas marcas próprias.

Em outubro de **2017** a empresa fez um re-IPO, com emissão 100% primária de BRL 748M a BRL 9.50/ação, gerando maior liquidez às suas ações e levando a empresa ao Novo Mercado. Em outubro de **2018** deu início à sua nova estratégia, **com objetivo de se tornar uma house of brands de marcas esportivas**, ancorada no grande sucesso da marca Olympikus. A marca Azaleia, apesar de sua relevância, vinha de contínuos resultados aquém das expectativas e deixou de estar alinhada com os objetivos estratégicos do grupo.

A primeira marca internacional a ser incorporada neste novo plano estratégico foi a **Under Armour (UA)**, que operava de forma independente no Brasil desde 2014 e vinha sofrendo com a falta de atenção dada pela matriz, às voltas com dificuldades no mercado norte-americano. À ocasião, a UA Brasil faturava R\$ 100 milhões e atendia principalmente os mercados do sul e sudeste do país. Atualmente já atingiu cerca de R\$ 300 milhões em faturamento no mercado brasileiro.

Em **2020** mais dois passos importantes foram dados: **(i)** a marca Azaleia foi licenciada à Grendene (contrato renovado com duração até Dez/2026) e **(ii)** a marca **Mizuno** foi adquirida por R\$ 198 milhões da Alpargatas. À despeito de seus 25 anos de história no país, a marca estava operando muito aquém de seu potencial faturando então cerca de R\$ 500 milhões.

Passados, pouco mais de, **3 anos** da consolidação da última marca licenciada, e do início da pandemia, **a Vulcabras é hoje uma empresa geradora de caixa, com um balanço robusto, quase caixa líquido e operando com margens e rentabilidade crescentes**. Foram 13 trimestres consecutivos de crescimento percentual de vendas em duplo dígito, com retorno sobre capital investido (ROIC) acima de 24% e significativa geração de caixa. Destaca-se, também a rápida e expressiva expansão da marca Mizuno sob a gestão da Vulcabras, atingindo faturamento de R\$ 1.1 bilhões ao final de 2023, sendo este atestado importante ao bem sucedido e gerido modelo de negócio da empresa.

As marcas **Olympikus, Mizuno e UA** são pilar e exemplo da estratégia da empresa para os próximos anos e encontram-se em diferentes patamares de maturidade, contando, ainda, com estratégias distintas de expansão, seja via novas linhas de produtos, seja via novos canais de distribuição (digital e offline).

2024 VULCABRAS

A seguir, apresentamos um breve resumo de nossa tese inicial de investimentos:

Acreditamos que a Vulcabras seja uma história sólida, ainda muito descontada e com boas perspectivas:

(i) Maturação de seu portfólio de marcas atual;

- **Olympikus:** mix tendendo à produtos de maior valor agregado e ticket médio;
- **Mizuno:** novas linhas de produtos e crescimento da capilaridade de distribuição; e
- **Under Armour:** brand awareness (novas linhas de produtos, mix e capilaridade).

(ii) Possível movimento inorgânico visando a integração de uma operação de varejo física capaz de alavancar a marca **Under Armour**, operando em um modelo *asset light* (franquias) altamente escalável e rentável à semelhança ao da Track&Field; e

(iii) Potencial fortalecimento de sua oferta a partir da integração de novas marcas complementares ao seu portfólio.

Combinadas, esperamos que estas diferentes agendas contribuam para o já positivo *momentum* e se solidifiquem em:

- Consolidação de margens;
- Contínua e expressiva geração e conversão de caixa;
- Crescente Dividend Yield, Earnings Yield e EPS; e
- Manutenção de ROIC em patamares elevados.

Destacam-se, ainda: (i) singular capilaridade no varejo nacional, com atendimento à 19 mil pontos de venda em todo o Brasil e visão exclusiva de 60% do *sellout*, (iii) indústria como vantagem competitiva, permitindo à empresa maior flexibilidade e disponibilidade para a confecção de seus calçados - são produzidos e comercializados anualmente 25 milhões de pares das marcas Olympikus, Mizuno e Under Armour, (iii) centro de pesquisa e desenvolvimento único com equipe dedicada ao desenvolvimento de produtos que sejam referência mundial em tecnologia e qualidade, e (iv) operação DTC que após pouco mais de quatro anos de implementação já representa 10% da receita da empresa, conta com expressivo espaço e estrutura para expansão (CD dedicado), além de trazer maiores margens.

Referendamos também a liderança da Vulcabras, composta por um corpo de executivos jovem, comprometido e com vasta experiência no setor de gestão de marcas esportivas aos quais confiamos nossas expectativas e perspectivas.

Apesar de apresentar as maiores margens e retornos dentre as principais empresas listadas do setor de varejo, além de destacada política de dividendos e consistente geração de valor para os acionistas, a empresa ainda é avaliada pelo mercado com expressivo desconto de cerca de 60% em relação a seus *peers*, quando analisado o múltiplo Preço/Lucro.

Creditamos este desconto em parte ao fato da empresa estar fora do radar do mercado desde seu re-IPO em 2017, com um generalizado desconhecimento quanto a sua estratégia, entregas e perspectivas. Soma-se à isso a baixa liquidez da ação, tópico este potencialmente endereçado em fevereiro de 2024 com um bem sucedido *follow-on* que teve por objetivo principal trazer novos acionistas e visibilidade à tese. Foi neste contexto e oportunidade, considerando que já acompanhávamos a história, que ancoramos esta emissão e passamos a ter um investimento satélite na Vulcabras.

Por fim, abaixo compartilhamos números de destaque da empresa:

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	CAGR 19-23
Market Cap	2.251	1.941	2.246	3.066	4.939	-
Receita Líquida	1.360	1.179	1.867	2.537	2.818	20.0%
Lucro Bruto	472	385	659	937	1.176	25.7%
<i>Mg. Bruta</i>	34.7%	32.6%	35.3%	37.0%	41.7%	705 bps
EBITDA Ajustado	205	138	317	477	630	30.3%
<i>Mg EBITDA</i>	15.1%	11.7%	17.0%	18.8%	22.3%	640 bps
Lucro Líquido Aj.	129	68	200	371	490	25.7%
<i>Mg Líquida</i>	9.5%	5.8%	10.7%	14.6%	17.4%	705 bps
P/L fwd	71.3x	6.2x	4.8x	6.2x	8.5x	
DL/EBITDA	-0.1x	0.7x	0.6x	0.4x	0.1x	
Dividend Yield	0.0%	0.0%	3.8%	3.0%	4.6%	
EPS	0.6	0.1	1.3	1.9	2.0	
ROIC	13.8%	2.8%	21.6%	24.3%	24.9%	

Já em 12.3% em 2024 após as recentes distribuições já efetivas

Considerações Finais

Pátria PIPE

Encerramos nossa carta destacando os principais tópicos abordados em nosso *Webcast* de atualização realizado ao último dia 11 de março de 2024 (link: https://www.youtube.com/watch?v=PNZxfNBI1_s):

Pátria PIPE |

Em breve revisão, comentamos sobre o histórico do fundo e de nossa estratégia investimentos. Oriundo da nossa BU de Private Equity, contamos com uma clara, construtiva e associativa abordagem de geração de valor ancorada nos 35 anos de experiência do Pátria, além de importante contribuição de sócios sêniores da empresa junto as investidas e nosso comitê de investimentos.

2023 |

Unificamos as equipes de gestão do PIPE e do Moneda, passando assim a contar com 18 profissionais, com conhecimento multi-setorial e regional, dedicados à gestão de R\$ 14 bilhões investidos em ações na América Latina.

São atualmente seis fundos que se dividem entre: **(i)** três estratégias no Chile, lideradas pelo sócio do Pátria e CIO de Public Equities Pablo Echeverría, **(ii)** duas estratégias LatAm, lideradas pelo sócio do Pátria Alejandro Olea, que passou a atuar também como co-PM do PIPE, e **(iii)** a estratégia Pátria PIPE, com quase 10 anos de existência e expressivos retornos sob a liderança de Flavio Menezes e com relevante contribuição de diversos sócios do Pátria.

Essa reorganização contribuiu para os expressivos retornos do PIPE em 2023, como já mencionado em nossa sessão inicial.

2024 |

Apesar dos riscos macroeconômicos e geopolíticos mundo afora e seus possíveis impactos, acreditamos tratar-se de um momento muito interessante para nossa classe de ativos, com os *valuations* das empresas em patamares mínimos históricos, enquanto um número relevante de empresas listadas apresenta boas perspectivas operacionais e financeiras, uma assimetria relevante em nossa visão.

Este bom *momentum* aplica-se claramente às investidas de nosso portfólio conforme detalhado nas páginas anteriores.

Permanecemos sempre à disposição e agradecemos o contínuo apoio e confiança dos nossos investidores.

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.