

Iniciamos nossa carta semestral trazendo uma breve discussão sobre a nossa filosofia de gestão de portfólio, tema relevante ao momento atual de maior volatilidade no mercado e piora das expectativas macroeconômicas de curto prazo. Em seguida, abordaremos nosso investimento em Valid e, por fim, comentaremos a nossa atribuição de performance no segundo semestre de 2024 e no ano fechado.

Gestão de Portfólio

Em outras comunicações, comentamos sobre alguns aspectos que regem nossa filosofia de investimentos. Entretanto, um dos tópicos ainda não abordados se mostra bastante relevante ao momento atual de maiores turbulências no mercado: a gestão de portfólio.

Os últimos meses de 2024 registraram um forte estresse nos preços de ativos de risco, seguindo uma piora de percepção dos agentes econômicos sobre a sustentabilidade das contas públicas nacionais. Esse movimento desencadeou também uma dinâmica de depreciação do real, perda de ancoragem das expectativas de inflação e endurecimento do ciclo de aperto monetário conduzido pelo Banco Central.

Nosso objetivo principal como investidores não é tentar antecipar grandes movimentos macroeconômicos como o citado acima, mas sim identificar oportunidades assimétricas de investimento em empresas cujo preço de mercado não reflita o valor intrínseco. **Dessa forma, não dedicamos nosso tempo e esforços em análises preditivas macroeconômicas. Entretanto, justamente por esse não ser nosso foco, é de suma importância que nos tornemos resilientes a esses “ventos” macroeconômicos por meio da gestão de portfólio.**

A principal ferramenta que utilizamos para gerir o risco da carteira é manter uma diversificação adequada. É importante ressaltar que essa diversificação não está diretamente relacionada ao número de empresas investidas, mas a um equilíbrio saudável entre os principais fatores que afetam a carteira.

Em outras palavras, **buscamos estar expostos a uma série de fatores diferentes que tragam uma maior robustez para a carteira.** Por exemplo, balanceamos a exposição do portfólio a empresas dolarizadas e àquelas mais dependentes da economia doméstica, reduzindo os impactos negativos de uma eventual piora no cenário econômico brasileiro ou internacional. Há também uma diversificação importante em termos de setores econômicos das empresas investidas, o que ajuda a evitar que um problema setorial específico traga impactos desproporcionais para o fundo. Por fim, consideramos com atenção a exposição da carteira a empresas mais endividadas e que, naturalmente, são mais sensíveis às variações das taxas de juros.

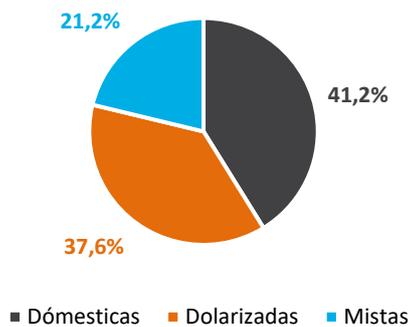
Com uma carteira concentrada, mas devidamente diversificada, torna-se mais factível enfrentar os mais diversos e imprevisíveis cenários econômicos, viabilizando a resiliência nos períodos de estresse e uma entrega de retornos atrativos nos momentos de bonança. Essa gestão prévia e cuidadosa do portfólio também permite que não precisemos realizar mudanças drásticas e repentinas na carteira em momentos de crise, o que pode levar a erros causados por decisões precipitadas e, conseqüentemente, a perdas permanentes de capital.

É importante notar que os principais critérios de seleção dos investimentos da carteira são os fundamentos microeconômicos das companhias, a margem de segurança existente e

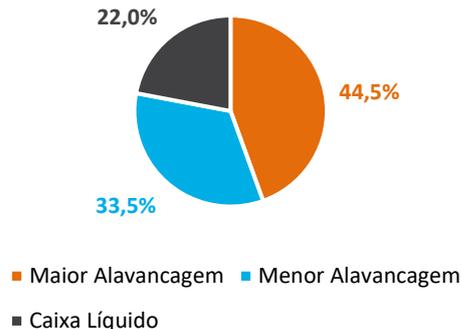
potenciais gatilhos para inflexão de resultados, sendo o papel das empresas na gestão de portfólio um aspecto secundário, mas naturalmente complementar e relevante.

Trazemos abaixo uma visão geral de como a carteira do fundo está alocada¹, tangibilizando o processo de diversificação já comentado. A carteira do fundo foi dividida em três categorias de empresas: domésticas (companhias mais dependentes da performance da economia brasileira), dolarizadas (empresas exportadoras, que possuem negócios no exterior ou cujos produtos/serviços no Brasil têm uma precificação correlacionada ao dólar) e mistas (empresas que possuem exposição a negócios no mercado brasileiro e no exterior). Também é apresentada a exposição da carteira a empresas mais alavancadas (empresas do setor bancário ou que possuem um índice de alavancagem acima de 2,0x Dívida Líquida/EBITDA²), empresas menos alavancadas (índice de alavancagem abaixo de 2,0x) e empresas com caixa líquido³.

Carteira de Ações - Breakdown por tipo de empresa (% do portfólio) - Dez/24

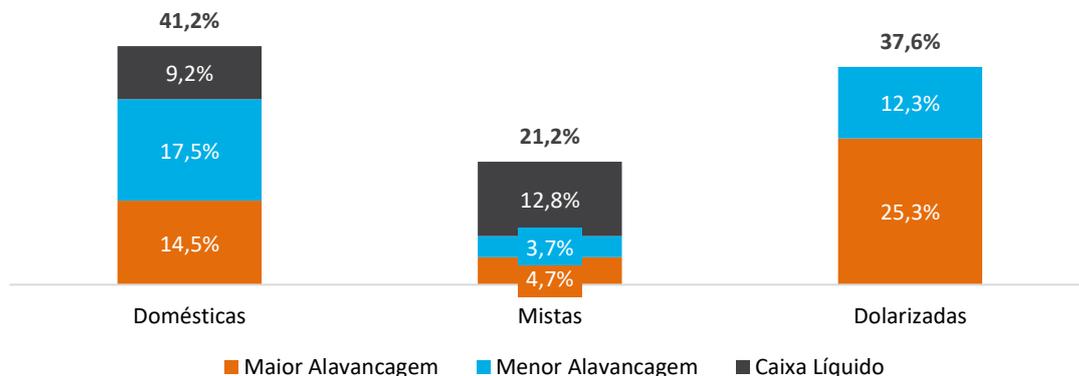


Carteira de Ações - Breakdown por alavancagem financeira (% do portfólio) - Dez/24



Fonte: Organon Capital

Carteira de Ações - Breakdown por tipo de empresa e alavancagem financeira (% do portfólio) - Dez/24



Fonte: Organon Capital

¹ Data de referência: 31/12/2024

² Dívida Líquida 3T24/EBITDA Últimos 12 meses

³ Empresas com uma posição de caixa superior ao valor da dívida bruta

Exemplos de Empresas Investidas por Tipo



Fonte: Organon Capital

É possível observar uma alocação bastante equilibrada entre os três tipos de empresas, assim como uma exposição controlada a empresas que carregam um maior nível de dívida. **No cenário atual de depreciação cambial e aumento de juros, embora algumas empresas domésticas sejam impactadas negativamente, parte importante da carteira deverá mostrar resultados robustos, impulsionadas por suas operações internacionais ou por repasses de preços que serão efetuados no Brasil.**

Essa situação pode ser melhor visualizada considerando dois exemplos de empresas investidas: Ânima Educação e Suzano. Dada uma maior alavancagem financeira, a Ânima sofre diretamente com o aumento na taxa básica de juros, que atinge negativamente o resultado financeiro e prejudica a geração de caixa. Paralelamente, as operações da companhia também podem enfrentar um cenário mais complexo, uma vez que a aceleração da inflação e o patamar mais alto de juros comprimem a renda disponível da população, reduzindo a demanda por educação. Por outro lado, a Suzano se beneficia diretamente do real mais depreciado, uma vez que seu principal produto (celulose fibra curta) é cotado em dólar e negociado no mercado externo, implicando em um crescimento contratado no faturamento. Além do impulsionamento da receita, as margens da companhia também são beneficiadas, uma vez que parte dos custos de produção não são dolarizados, mostrando uma defasagem em comparação com o *top-line* e resultando em uma expansão da rentabilidade.

Também devemos ressaltar que mesmo algumas empresas domésticas podem navegar bem o atual momento do ciclo econômico. Por exemplo, a Iguatemi, por possuir contratos de locação indexados ao IGP-M, deve registrar aumentos na receita de locação com a aceleração dos índices de inflação e manter uma performance comercial saudável dado o mix de lojistas mais voltado às classes A e B. Outro exemplo similar é a Tegma, empresa cujos contratos também preveem um repasse periódico da inflação de custos.

Assim, embora seja extremamente desafiador projetar a dinâmica econômica no curto prazo, acreditamos possuir um portfólio devidamente estruturado para enfrentar os desafios atuais e eventuais desafios futuros. Na próxima seção, discutiremos a tese de investimento em Valid, uma das principais posições da carteira do fundo atualmente.

Case de Investimento – Valid

Nesta carta semestral, abordaremos nosso investimento em Valid. Iniciamos o investimento em março de 2021, época em que a companhia enfrentava um cenário desafiador para suas operações. Com o advento da pandemia de COVID-19, o principal negócio da Valid, a impressão de documentos (CNHs e RGs, majoritariamente) para os governos estaduais, foi severamente afetado. Os sucessivos *lockdowns* implementados paralisaram ou reduziram a emissão de documentos por um tempo prolongado, o que acabou levando a uma queda substancial da receita nessa vertical de atuação da companhia.

A combinação entre a piora nos resultados da empresa e uma estrutura de capital alavancada levou a Valid para uma posição de vulnerabilidade financeira. Com os desafios citados, as ações da companhia registraram um recuo de mais de 50,0% em comparação com jan/20.

Nesse contexto turbulento, começávamos a enxergar uma tese alinhada com nossa filosofia de investimentos: adquirir ações de empresas de qualidade que, por algum motivo conjuntural, estejam sendo negociadas abaixo de seu valor intrínseco e que possuam gatilhos claros para melhora de seus resultados. No caso da Valid, a melhora de resultados passava por três pontos principais: (i) recuperação na emissão de documentos e normalização nas cadeias de suprimentos globais com a eventual regularização da situação sanitária; (ii) reestruturação operacional dos principais negócios da companhia após a entrada de um novo time de executivos e (iii) redução da alavancagem financeira através de desinvestimentos de ativos não-estratégicos.

Desde o nosso investimento, a situação sanitária foi normalizada, a companhia executou um profundo plano de otimização operacional e realizou uma série de desinvestimentos de ativos, atingindo uma situação de caixa líquido em 2024. Com uma forte inflexão nos resultados financeiros, as ações da Valid registraram uma alta de +288,2%⁴ (vs. +4,7% do IBOV) e contribuíram com +36,0% para o retorno do Organon FIC FIA⁵. Mesmo com essa forte reprecificação das ações, mantemos uma posição relevante na empresa, uma vez que ainda visualizamos uma margem de segurança adequada no investimento considerando as perspectivas dos segmentos tradicionais da Valid e pelo fato de a companhia possuir uma série de opcionalidades para destravar seu crescimento no médio e longo prazo.

Ao longo das próximas seções, abordaremos o investimento na Valid através dos seguintes tópicos: (i) linhas de atuação; (ii) crescimento acelerado e consolidação de negócios; (iii) problemas na alocação de capital e desafios da pandemia; (iv) tese de investimentos; (v) execução do *turnaround* operacional; (vi) implementação do plano de desinvestimentos; (vii) inflexão nos resultados e (viii) visão de futuro.

⁴ Período considerado: 18/03/2021-30/12/2024

⁵ Performance do fundo no período: +105,4%

Linhas de Atuação

Embora não seja tão conhecida do público em geral, a Valid é uma empresa muito presente na vida dos brasileiros. Com mais de 65 anos de atuação no mercado nacional, a companhia se posicionou historicamente como um dos grandes provedores de serviços gráficos e tecnológicos do país, atendendo setores importantes como o financeiro, de telecomunicações e governamental. Atualmente o portfólio de produtos da Valid pode ser dividido em três grandes grupos: (i) emissão de documentos para entes governamentais e privados; (ii) soluções de meios de pagamento para instituições financeiras e (iii) soluções para o setor de telecomunicações.

ID

O segmento de ID engloba as operações gráficas da companhia e o negócio de emissão de documentos. A principal operação nessa vertical é a emissão de carteiras de habilitação e de identidade para os governos estaduais no Brasil. Nesse tipo de operação, a companhia se torna responsável por atuar desde a captura das informações do cidadão (atendimento ao público nos postos designados pelo governo) até a confecção e envio do documento e é remunerada pela volumetria de emissão. Os contratos possuem um prazo de até 5 anos e são fechados através de licitações públicas no formato de leilão de preço máximo⁶.

A companhia é líder nessa vertical, possuindo 80% de participação de mercado em carteiras de habilitação (CNHs) e 65% de participação em carteiras de identidade. A forte presença da companhia nesse nicho pode ser explicada por alguns fatores:

- **Custos e Investimentos:** desde a aquisição de sua principal concorrente em 2009, a companhia é o único player com escala nacional na emissão de documentos, conferindo vantagens competitivas e de custos. Com uma estrutura de custos mais competitiva, a Valid acaba sendo capaz de competir de forma mais incisiva no preço ofertado em comparação com suas concorrentes. Além disso, novos entrantes possuem incentivos reduzidos para adentrar nesse mercado, uma vez que os investimentos fabris e em infraestrutura de operação são relevantes e demoram a gerar retorno.
- **Descentralização:** os contratos geralmente exigem a administração de diversos *sites* de emissão espalhados pelo estado – embora a emissão do papel de segurança seja feita de forma centralizada, a impressão dos dados variáveis do documento (ex.: nome do cidadão, data de nascimento etc.) é efetivada em postos locais designados pelo poder público. Essa descentralização diminui as vantagens competitivas dos players internacionais, que estão acostumados com um modelo de emissão centralizado, e cria uma complexidade operacional relevante.
- **Flexibilidade:** a Valid é capaz de ofertar soluções altamente flexíveis aos entes públicos, adaptando-se às necessidades pontuais e diversas de cada estado e oferecendo modelos de negócio diferentes de forma mais rápida que os demais *players* do setor.

Entre os grandes clientes governamentais, é possível destacar os estados de São Paulo, Rio de Janeiro e Minas Gerais. Além do setor público, a companhia também trabalha com entidades de

⁶ Governo define um preço máximo em edital e a empresa vencedora é aquela que oferece o maior desconto

classe na emissão de documentos (ex.: emissão de carteiras para o Conselho Federal de Medicina).

Modelo de negócios – Emissão de documentos

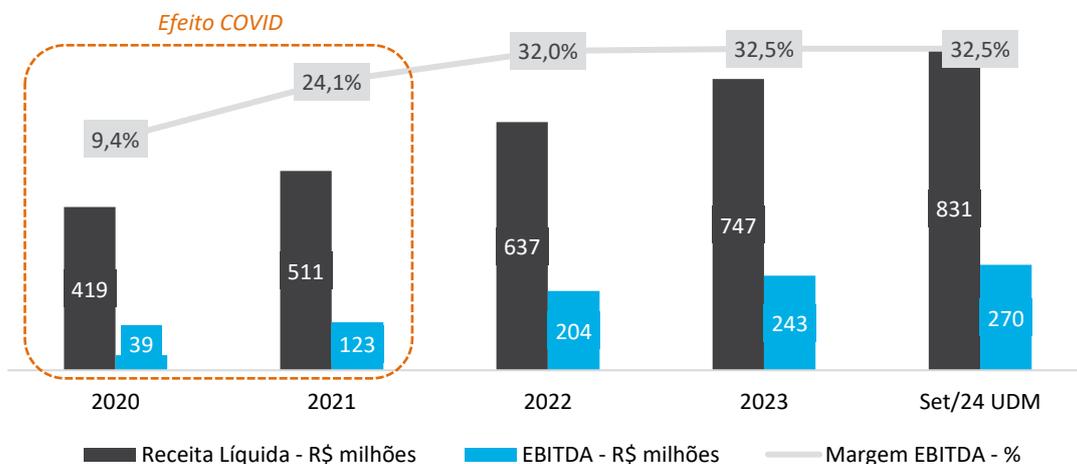


Fonte: Valid e Organon Capital

Em adição ao negócio de emissão de documentos, a companhia atua com serviços de gráfica de segurança, emissão de certificados digitais e outras iniciativas digitais (e-gov – soluções digitais para o governo / ferramentas de *onboarding* de clientes / soluções para cidades inteligentes).

Em termos financeiros, o segmento de ID responde por aproximadamente 35% da receita e 46% do EBITDA total, apresentando uma margem EBITDA em torno de 32% nos últimos 3 anos.

ID - Receita, EBITDA e Rentabilidade

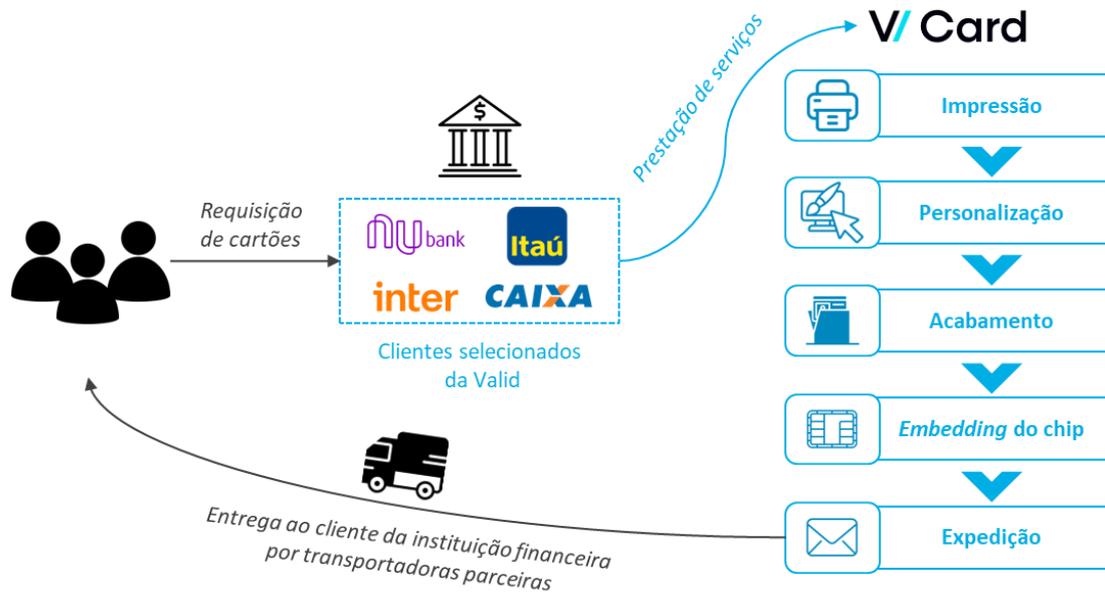


Fonte: Valid

Pay

Em soluções de meios de pagamento para instituições financeiras, o principal produto da companhia é a produção de cartões de pagamento para clientes do setor privado, especialmente instituições financeiras (bancos tradicionais e *fintechs*) no Brasil e Argentina. A companhia produz uma ampla variedade de cartões, que vão desde os modelos mais simples (*gift cards* e similares) até os de maior valor agregado (*contactless*, biométricos etc.).

Modelo de negócios – Emissão de cartões de crédito



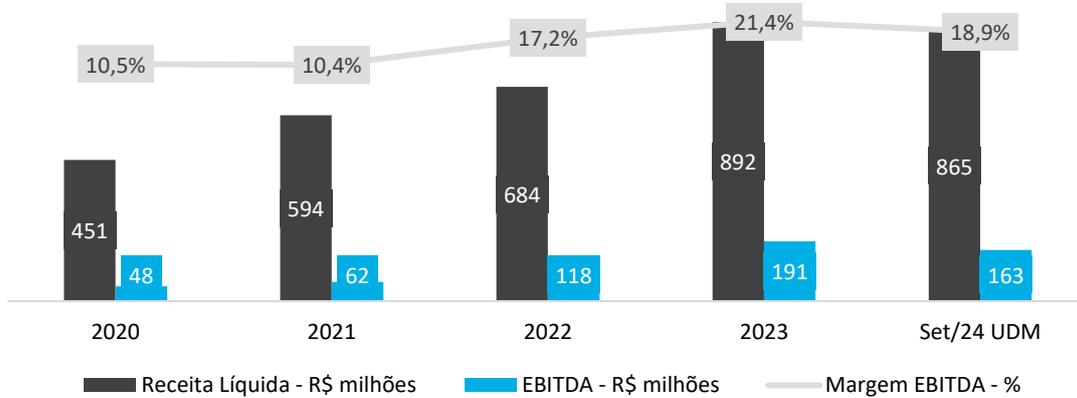
Fonte: Valid e Organon Capital

No Brasil, a companhia historicamente possui uma participação de mercado que gira em torno de 20%, enquanto na Argentina esse indicador fica próximo de 50%. Em ambas as geografias, a competição no mercado acaba acontecendo com grandes multinacionais do setor e com empresas domésticas de menor porte.

Como a produção de cartões de pagamentos tende a ser, em média, um serviço mais comoditizado, a competição tende a ser mais acirrada e, conseqüentemente, as margens dessa vertical tendem a ser menores em comparação com os demais segmentos da Valid.

Em termos financeiros, o segmento de Pay responde por aproximadamente 38% da receita e 29% do EBITDA total, apresentando margens históricas próximas de 19% nos últimos 3 anos.

PAY - Receita, EBITDA e Rentabilidade

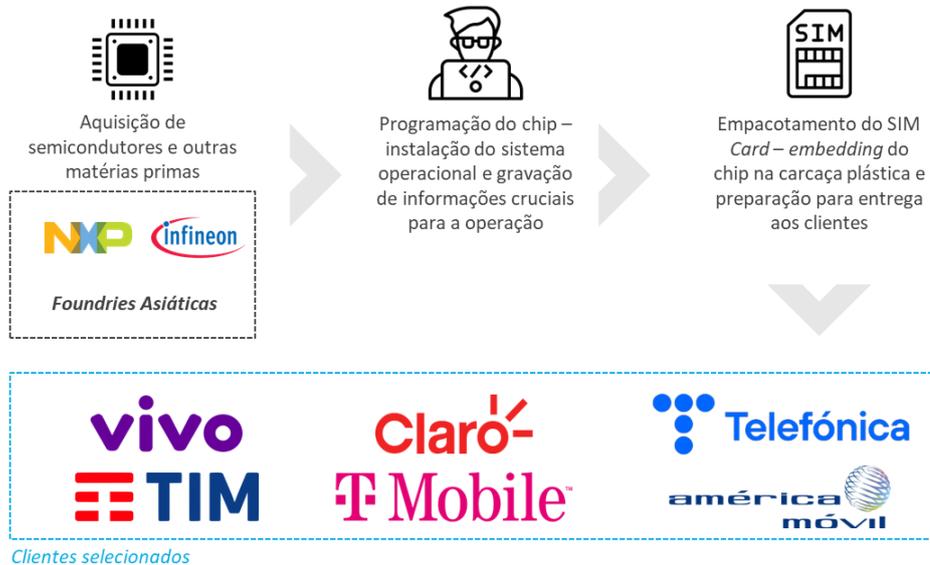


Fonte: Valid

Mobile

Em soluções para o setor de telecomunicações, o principal produto da companhia atualmente é a venda de SIM Cards (chips telefônicos) para as grandes operadoras de telefonia ao redor do planeta. Além da pura comercialização dos chips, a Valid também é responsável pelo desenvolvimento do sistema operacional embarcado no produto, etapa de maior valor agregado na cadeia produtiva.

Modelo de negócio – SIM Cards Tradicionais



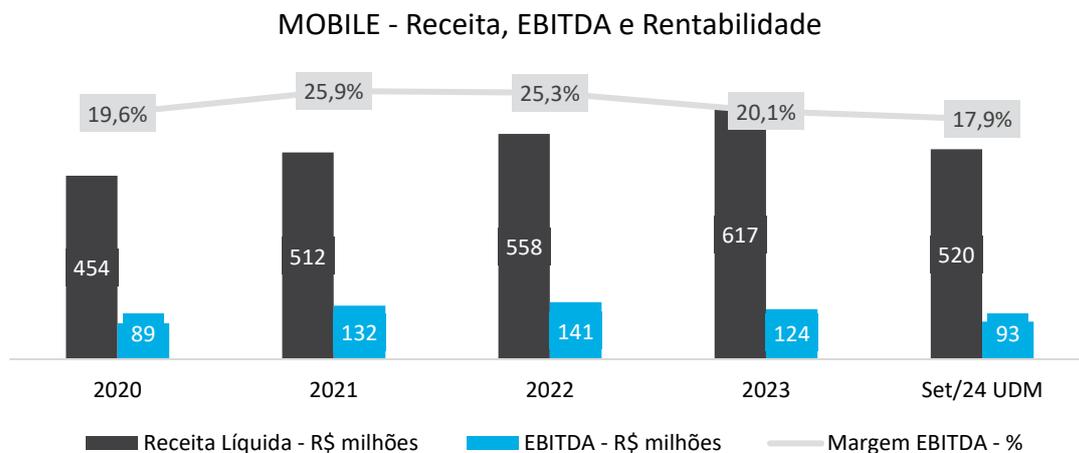
Fonte: Valid e Organon Capital

Com a aquisição da Fundamenture em 2015, a Valid, que já possuía um posicionamento comercial forte na América Latina, tornou-se um player de referência também no Sudeste Asiático, Oriente Médio e África. Hoje, o segmento Mobile é uma operação verdadeiramente

global, contando com um time de desenvolvimento tecnológico na Europa (Dinamarca e Espanha), presença comercial em mais de 20 países e apoio da sede no Brasil.

A companhia possui em torno de 10% de participação no mercado global de SIM Cards, posicionando-se entre as cinco maiores empresas atuando nesse nicho, ficando atrás apenas dos grandes players europeus.

Em termos financeiros, o segmento de Mobile responde por aproximadamente 27% da receita e 25% do EBITDA da companhia, apresentando margens históricas em torno de 22% nos últimos 3 anos.



Fonte: Valid

Nas próximas duas seções, abordaremos de forma mais profunda a história corporativa da Valid, passando pelos principais sucessos obtidos ao longo das décadas e pelos principais problemas que culminaram nos grandes desafios enfrentados em 2020 e 2021.

Pré-IPO até 2015: Crescimento Acelerado e Consolidação dos Negócios

Atuando no Brasil desde 1957, a companhia mudou seu portfólio de produtos diversas vezes ao longo do tempo. Começando como um *player* focado no negócio de impressão de papel-moeda, a companhia precisou se reinventar no começo da década de 1970 por conta do estabelecimento do monopólio estatal sobre o setor. Nesse cenário, a empresa acabou concentrando suas atividades no segmento de impressos de segurança⁷, visando aproveitar seu parque gráfico e o *know-how* já existente. Ao longo de décadas, a companhia intensificou sua atuação como gráfica de segurança, tornando-se uma referência nesse nicho.

Na década de 1990, a companhia passou por uma primeira fase de crescimento inorgânico ao adquirir as gráficas pertencentes aos grandes bancos privados (Bradesco, Itaú e Unibanco), criando um grande prestador de serviços de impressão para o setor financeiro. Concomitantemente, a companhia buscou atuar em novos produtos, começando a produzir cartões plásticos (cartões de crédito e débito, *gift cards* etc.) e cartões indutivos (cartões

⁷ Produtos que possuem elementos gráficos e técnicas de impressão que dificultem a sua falsificação – ex.: selos de segurança, talões de cheques, loterias instantâneas, certificados de ações etc.

utilizados nos telefones públicos) e atuando na emissão de documentos de identificação (CNHs, especialmente) para os governos estaduais.

Com o IPO⁸ da companhia em 2006, foi inaugurada uma segunda fase de crescimento acelerado através de M&As, com a compra da principal concorrente no mercado nacional (Interprint) e o início de um movimento de internacionalização das operações através de aquisições na Argentina, Espanha, Dinamarca e nos EUA. Na tabela abaixo, estão listadas as principais aquisições feitas até 2015:

Empresa	Setor	País Sede	Ano de Aquisição	Valor de Compra	EBITDA
Transtex	Cartões	Argentina	2007	US\$ 10,5M	US\$ 2,5M
Interprint	Documentos de identificação, impressos de segurança, cartões indutivos e SIM Cards	Brasil	2008	R\$ 179,1M à vista + R\$ 28,2M em ações	R\$ 52,0M
Microeletrónica Española	SIM Cards	Espanha	2010	€ 13,0M	€ 2,1M
PPI Secure Solutions	SIM Cards, documentos de identificação e cartões	EUA	2012	US\$ 1,3M	--
Vmark	Cartões, marketing de mala direta e soluções de dados	EUA	2012	US\$ 51,2M	US\$ 10,0M
ScreenCheck North America	Documentos de identificação	EUA	2013	US\$ 4,6M	--
Card Cells	Cartões	EUA	2015	US\$ 8,4M	--
Marketing Software Company	Marketing de banco de dados	EUA	2015	US\$ 41,2M	--
Fundamenture	SIM Cards	Dinamarca	2015	US\$ 90,0M	US\$ 10,0M

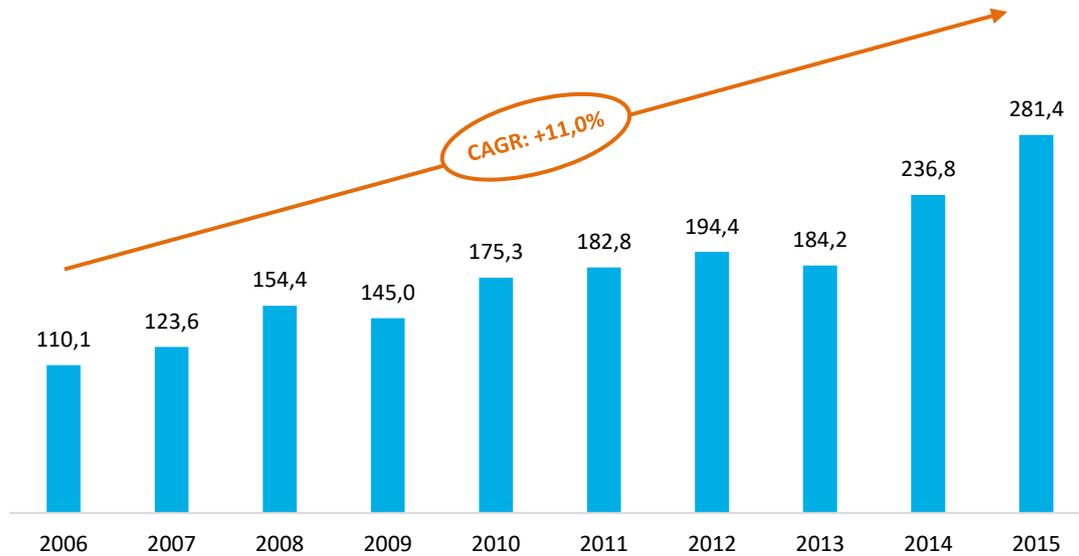
Fonte: Valid

Foi também nesse momento que o portfólio de produtos da companhia passou por uma evolução natural. No segmento de cartões plásticos, a companhia passou a atuar mais fortemente na produção de *smart cards* (cartões bancários com chips embutidos), tecnologia que viria a substituir os cartões com tarja magnética. Já no canal de vendas para as empresas de telecomunicações, a companhia, enxergando a clara redução nas vendas de cartões telefônicos, começou a atuar na venda de SIM Cards (chips para celulares), produto com perspectivas de demanda crescente. A atuação nesse segmento foi reforçada com as aquisições feitas na Espanha e na Dinamarca, que permitiram a companhia ganhar escala e avançar globalmente através de um robusto time de desenvolvimento de soluções tecnológicas.

⁸ IPO – *Initial Public Offering* (Oferta Pública Inicial)

A partir dessa estratégia de evolução de portfólio e uma forte consolidação dos mercados de atuação por meio de aquisições, a companhia mostrou um relevante avanço nos seus resultados financeiros entre 2006 e 2015, saindo de um EBITDA de R\$ 110,1 milhões e atingindo R\$ 281,4 milhões, um crescimento de mais de 155,0% ao longo de quase uma década (CAGR⁹ de 11,0%).

EBITDA Ajustado - R\$ milhões



Fonte: Valid

Esse grande crescimento registrado também se refletiu em um forte valorização das ações da Valid no período (+224,5% vs. +9,1% de apreciação do IBOV):

VLID3 - Base 100 (2006-2015)



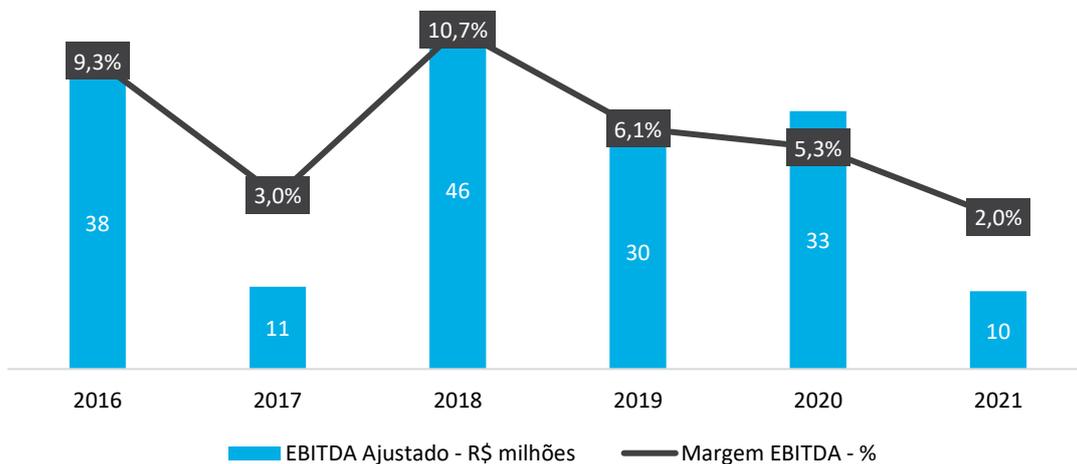
⁹ CAGR: *Compound Annual Growth Rate* (Taxa de Crescimento Anual Composta)

2016 até 2021: Problemas na Alocação de Capital e Desafios da Pandemia

Embora a companhia tenha vivido um período de forte crescimento e ótimos resultados operacionais até 2015, a origem de alguns dos grandes problemas que impactariam a Valid nos anos seguintes remonta ao período de bonança. Enquanto algumas aquisições, como a compra da Interprint, foram transformacionais para a companhia, parte dos M&As realizados trouxe desafios operacionais significativos.

No que tange às aquisições realizadas nos EUA, a companhia cometeu um erro relevante de alocação de capital. Acreditando ser possível replicar fora do país o modelo vencedor que a Valid possuía no Brasil, a companhia realizou a compra de diversas empresas nos EUA por mais de US\$ 106 milhões, visando estruturar uma plataforma de emissão de documentos, produção de cartões e inteligência de dados na geografia. No entanto, o plano inicial da empresa não se concretizou como esperado dado que o cenário competitivo se mostrou muito mais acirrado do que no Brasil. Na frente de emissão de documentos, a companhia nunca atingiu a escala almejada, atuando na emissão de carteiras para apenas dois estados – para fins de comparação, a Idemia, líder na emissão de documentos nos EUA, possui contratos com mais de 30 estados. Já na frente de produção de cartões, as margens se mostravam baixas para o nível de capital empregado na operação, gerando um retorno sobre o investimento muito aquém do ideal e consumindo capital de giro recorrentemente. Por fim, as operações dos EUA também tomaram foco do time de gestão da companhia, que poderia estar atuando mais fortemente em oportunidades atrativas existentes no Brasil à época.

Valid USA - EBITDA e Margem

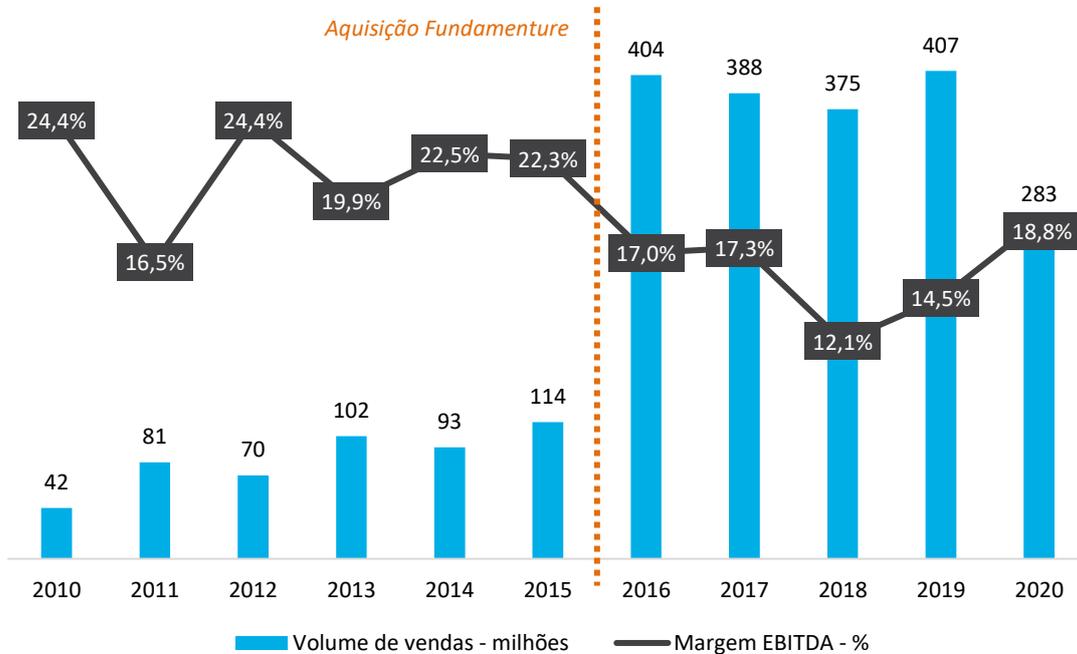


Fonte: Valid

Também cabe ressaltar aqui os desafios operacionais que acompanharam a aquisição da Fundamenture. Em contraste com os EUA, a dificuldade encontrada na operação da Fundamenture estava relacionada à assimilação de uma mentalidade adequada à gestão de um negócio global. Com a aquisição, a Valid passou a contar com clientes em dezenas de países, o que gerou uma complexidade operacional nunca enfrentada pela empresa. Isso se refletiu em uma estratégia de vendas e gestão de portfólio pouco assertiva ao longo dos anos. Houve uma dificuldade na otimização do mix de produtos da divisão, com a companhia adotando um

mindset mais voltado à maximização do volume vendido, o que não necessariamente se refletia em uma rentabilidade ideal.

Mobile - Volumetria e Margem EBITDA



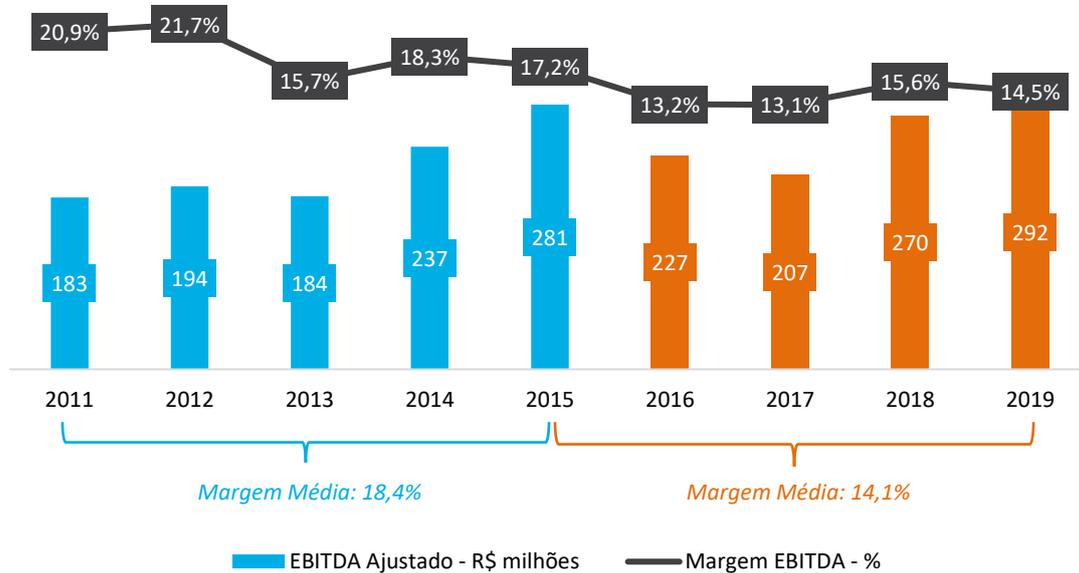
Fonte: Valid

Além dos desafios internos, a companhia também enfrentou um ambiente macroeconômico no Brasil marcado pela grave crise econômica nacional a partir de 2015. Com um ambiente de juros altos e maior nível de inadimplência, as instituições financeiras nacionais frearam a concessão de crédito ao consumidor, o que impactou diretamente na volumetria de cartões de crédito produzidos pela Valid. A redução de volumetria e receita resultou em uma expressiva queda de margens devido à menor diluição dos custos fixos do segmento.

Por fim, nesse contexto já conturbado e considerando a crescente digitalização da sociedade brasileira, os investidores começaram a precificar que os negócios da Valid poderiam começar a sofrer ameaças de disrupção no médio prazo. Em ID e Pay, começava a surgir um entendimento de que os documentos e meios de pagamentos deixariam o mundo físico e se tornariam 100% digitais, o que mudaria severamente o modelo de atuação da Valid. Já em Mobile, a esperada adoção da tecnologia eSIM, que faria com que o SIM Card já viesse embutido de fábrica nos celulares, também deveria modificar substancialmente o *status quo* do segmento.

Essas expectativas mais negativas dos investidores sobre o futuro da Valid se combinaram com os demais fatores discutidos anteriormente para criar uma tempestade perfeita. Dessa forma, com os resultados financeiros da companhia mostrando uma piora substancial entre 2015 e 2019, o preço das ações sofreu uma forte depreciação do período (-47,5% vs. +139,0% de apreciação do IBOV):

EBITDA e Margem EBITDA - 2011-2019

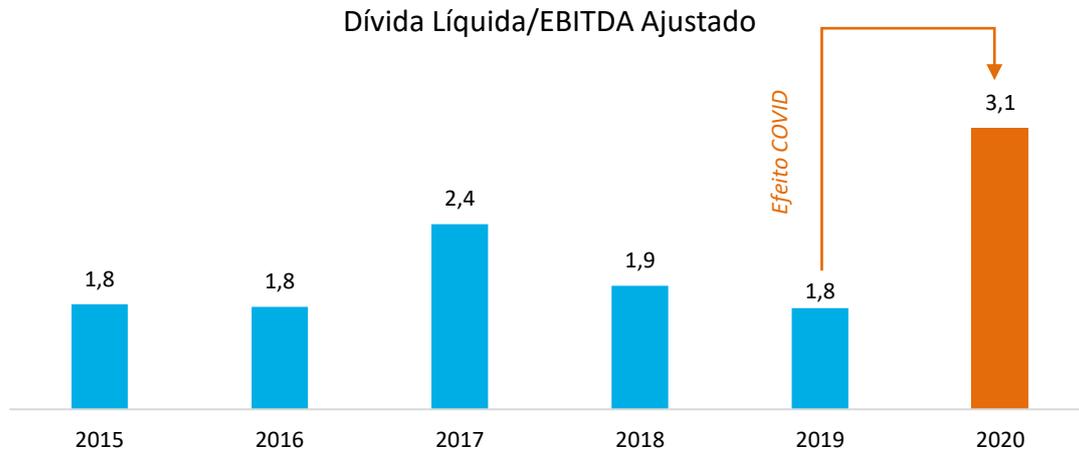


Fonte: Valid

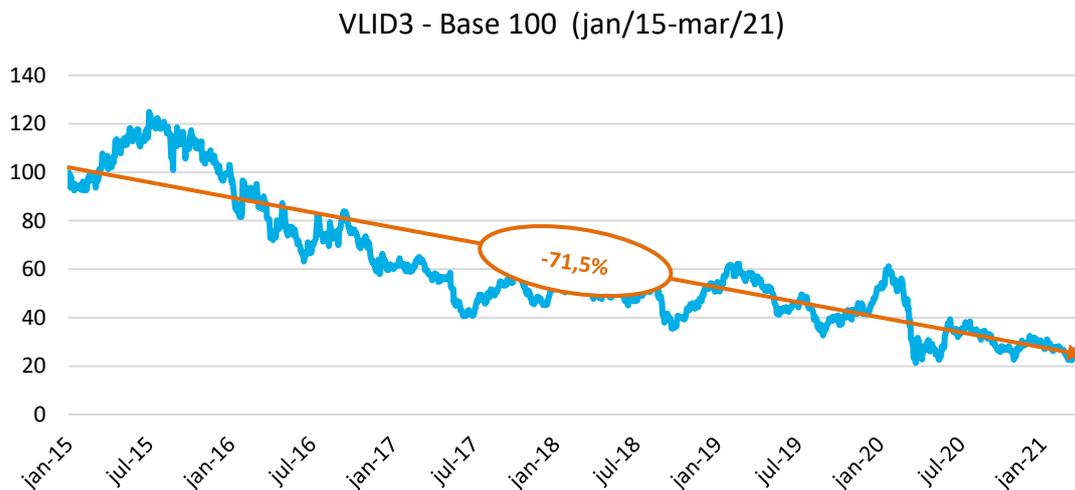
VLID3 - Base 100 (2015-2019)



Se os desafios enfrentados pela Valid já não eram poucos nem simples, mais uma variável imprevisível surgiria para atrapalhar qualquer plano de recuperação da companhia: a pandemia de COVID-19. Com a imposição de *lockdowns*, o mais rentável segmento da empresa, ID, registrou uma perda de faturamento da ordem de 28,0% em 2020, puxada por uma queda de quase 39,0% na emissão de documentos na comparação anual. Dessa forma, o indicador de alavancagem financeira da companhia atingiu mais de 3,0x, colocando a Valid em uma situação desconfortável do ponto de vista de cumprimento de *covenants*, o que levou à deliberação de um aumento de capital de R\$ 100,0 milhões no começo de 2021.



Fonte: Valid e Organon Capital



Tese de Investimentos

Foi nesse contexto de dificuldades financeiras e operacionais que começamos a vislumbrar uma possível tese de investimentos na Valid. Em primeiro lugar, sabíamos que parte dos problemas da companhia eram derivados da pandemia, um fator conjuntural. No médio prazo, a situação sanitária deveria se normalizar, trazendo uma melhora importante de resultados principalmente na divisão de ID. Apenas o arrefecimento da questão dos *lockdowns* já deveria colocar a companhia novamente em uma trajetória de geração de caixa e equacionar parcialmente o índice de alavancagem financeira.

Além disso, diferentemente da visão prevalente no mercado, não acreditávamos que os negócios tradicionais da companhia se tornariam obsoletos no curto prazo. Em ID, mesmo que a digitalização do governo estivesse se tornando um tema cada vez mais discutido, não pareciam existir as condições necessárias que viabilizassem a emissão exclusivamente digital dos documentos de identificação no país, algo que não ocorre nem mesmo nas nações mais desenvolvidas do planeta. Como mais de 23 milhões de brasileiros ainda não possuem telefone

celular e mais de 22 milhões não possuem acesso à internet com qualidade¹⁰, extinguir a emissão do documento físico significaria excluir socialmente parte da população, impedindo o acesso a uma identificação pública segura e confiável, um movimento pouco lógico do ponto de vista político.

Em Mobile, embora a tecnologia do eSIM mudasse o modelo de negócio da companhia (saindo de venda de chips para a comercialização de software para gestão dos usuários da rede das operadoras de telefonia), sua adoção deveria acontecer gradualmente e com ritmos variados dependendo da geografia. Com uma implementação da nova tecnologia focada inicialmente nos mercados mais desenvolvidos e em aparelhos de maior valor, a Valid, exposta principalmente a mercados de menor valor agregado, ainda teria alguns anos de boas vendas de chips até que a transição tecnológica fosse completamente executada. Além disso, uma solução de eSIM proprietária já estava em estado avançado de desenvolvimento, permitindo que a companhia pudesse trabalhar comercialmente para manter sua participação de mercado mesmo na nova realidade da indústria.

Por fim, em Pay, a companhia realmente se encontrava em uma situação mais vulnerável pensando em um horizonte de médio prazo. A digitalização dos meios de pagamentos avançava consistentemente e era possível projetar um cenário factível em que os cartões de crédito deixariam de existir no meio físico. Entretanto, as emissões de cartões ainda continuavam em patamares muito fortes e, como no caso da venda de chips, qualquer disrupção demoraria algum tempo para ser efetivada, garantindo uma geração de caixa saudável no curto e médio prazo.

Nessa conjuntura, as ações da Valid pareciam estar sendo negociadas em um *valuation* muito atrativo, precificando uma continuidade das dificuldades operacionais com a pandemia e um eventual fim acelerado das principais fontes de receita da companhia, o que não acreditávamos ser o cenário mais provável. Entretanto, um ponto crucial ainda precisava ser endereçado para validar a tese de investimentos: a estratégia corporativa e de alocação de capital. Uma empresa com um *valuation* aparentemente descontado, mas sem disciplina em sua alocação de capital, é uma forte candidata a se tornar uma armadilha de valor (*value trap*), ou seja, um péssimo investimento.

Nessa frente, era possível observar uma mudança positiva e profunda na estratégia e prioridades da Valid. Por um longo período, o antigo time de gestão da companhia tentou reverter a tendência de deterioração de resultados, mas com medidas que não surtiram o efeito desejado, como a compra de *start-ups* atuantes em nichos distantes dos negócios tradicionais da empresa. Era necessário um choque mais drástico de gestão, direcionando os esforços da companhia para iniciativas profundas de reestruturação operacional e financeira. O conselho de administração, entendendo que era preciso uma reformulação geral da liderança, promoveu uma mudança completa do *C-Level* e trocas importantes na segunda camada de comando da empresa. Experientes executivos de mercado foram contratados, trazendo uma visão mais fresca sobre os possíveis caminhos a serem adotados pela Valid. O novo time de gestão logo implementou uma nova lista de prioridades para a companhia. Com uma visão pragmática, a companhia adotou duas grandes metas a serem perseguidas: (i) desinvestimentos de ativos não estratégicos (fora

¹⁰ IBGE PNAD Contínua Anual – TIC 2023 (Tabelas 6793 e 7356)

dos negócios tradicionais da empresa) e (ii) otimização operacional, passando por revisão de estrutura de custos, parque fabril, processos comerciais etc.

Essa nova agenda estratégica construída pelos executivos e conselho estava alinhada com a nossa visão sobre o que era necessário ser executado para poder recuperar a companhia. Negócios pouco rentáveis ou pequenos demais precisavam ser desinvestidos, seja por questão de foco da gestão ou redução de prejuízos. As fortalezas da companhia estavam nos seus negócios tradicionais, especialmente no Brasil, e a diversificação excessiva dos negócios em épocas mais favoráveis trouxe muito mais malefícios do que benefícios. Esses desinvestimentos, além de reduzirem a complexidade operacional e melhorarem o retorno sobre o capital da Valid, também se mostravam extremamente positivos em termos de redução do endividamento elevado da companhia.

Em termos operacionais, também pareciam existir grandes oportunidades que precisavam ser capturadas. A Valid possuía uma estrutura de custos maior do que a ideal, refletindo um sobredimensionamento operacional, legado de um passado que demandava uma capacidade produtiva maior das instalações fabris da companhia. Com a redução dos negócios de gráfica de segurança e a natural evolução tecnológica, existia muita “grama alta” para cortar e, conseqüentemente, economias relevantes a serem obtidas. Além de racionalizações na estrutura de custos, também pareciam existir oportunidades relevantes em termos de aumento da rentabilidade por meio da reformulação de processos operacionais e comerciais e implementação de um plano estruturado de monitoramento e inteligência de dados.

Dessa forma, com os avanços em governança e as mudanças na gestão da empresa, a tese de investimentos da Valid se mostrou atrativa e alinhada com nossa filosofia de investimentos. Estávamos adquirindo ações de uma empresa proprietária de bons negócios e geradora de caixa por um preço substancialmente abaixo do seu valor intrínseco. Além disso, era possível vislumbrar uma inflexão dos resultados operacionais e financeiros pautada por gatilhos claros em combinação com uma estratégia corporativa focada no destravamento de valor ao acionista.

Nas próximas duas seções, discutiremos como a companhia atuou efetivamente para melhorar a performance financeira e equacionar o endividamento.

Execução do *turnaround* operacional

Na frente de ajuste operacional, o time de gestão da Valid mapeou uma série de otimizações a serem executadas. Em termos de estrutura fabril, a companhia identificou que existia uma capacidade produtiva ociosa estrutural em suas três plantas industriais (Sorocaba, São Bernardo do Campo e Rio de Janeiro). A ociosidade dessas plantas reduzia a alavancagem operacional, diminuindo a rentabilidade da empresa. Visando sanar esse problema, toda a produção foi concentrada na fábrica de Sorocaba, planta mais nova e eficiente. Adicionalmente, os terrenos das demais fábricas foram colocados à venda, contribuindo para os esforços de redução de endividamento da empresa.

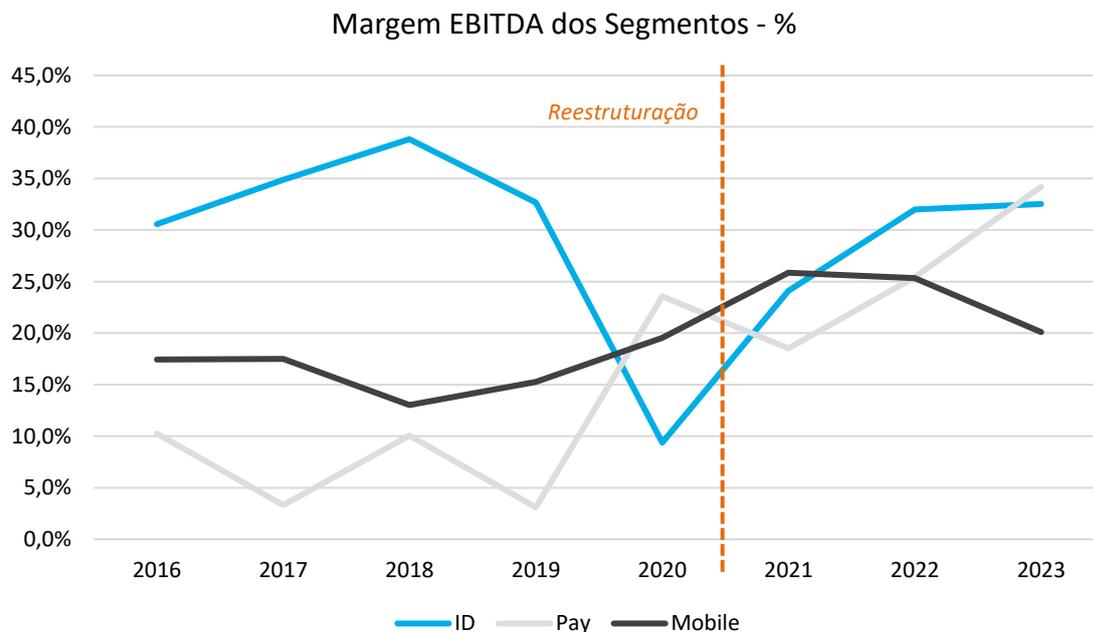
Já na frente de processos, a companhia revisou meticulosamente a maneira como as operações eram conduzidas. Entre as principais deficiências encontradas estava a falta de acompanhamento de KPIs cruciais dos segmentos. Em ID, por exemplo, como a operação historicamente sempre rodou com uma rentabilidade saudável, certos acompanhamentos sobre

produtividade e nível de serviço eram negligenciados. Ao estabelecer novos processos de acompanhamento, foi possível identificar que existiam pequenos ajustes que viabilizariam uma redução sensível do *backlog* de documentos a serem produzidos mesmo mantendo ou reduzindo o time alocado nos postos de emissão. Essa maior eficiência produtiva logo se refletiu em aumento de volumetria, expansão de margens e melhora na geração de caixa.

Adicionalmente, a companhia revisou suas diretrizes comerciais, começando a adotar um processo bem conduzido de S&OP¹¹. Maximização das vendas deixou de ser um foco, sendo que outros fatores, como restrições de produção, diluições de custo fixo fabril, preços de mercado, impacto sobre capital de giro e rentabilidade do produto, ganharam importância na definição da estratégia de vendas. Em certas situações, por exemplo, a companhia passou a renunciar a negócios que, embora adicionassem um faturamento interessante, agregavam pouco em termos de margens. Esse tipo de postura, inclusive, foi muito importante durante boa parte do período de pandemia, momento em que a oferta de chips reduziu fortemente e foi necessário alocar recursos escassos entre os clientes dos segmentos Mobile e Pay. Com uma mentalidade mais focada em rentabilidade, a companhia conseguiu direcionar volume para mercados de maior valor agregado no período, obtendo uma rentabilidade pontualmente muito forte.

Todos esses exemplos ilustrativos discutidos acima mostram como a Valid trabalhou incessantemente para atingir um novo patamar de eficiência operacional, superando paradigmas que travaram a evolução da empresa por muito tempo.

Em conjunto com o efeito da normalização da situação de pandemia, as otimizações operacionais levaram a empresa a recuperar a rentabilidade dos segmentos de atuação, como pode ser visto no gráfico abaixo:



Fonte: Valid

¹¹ S&OP – Sales and Operations Planning (Planejamento de Vendas e Operações)

Implementação do plano de desinvestimentos

Em termos de desinvestimentos, foi desenhado um plano de venda de ativos cujo objetivo era alienar negócios em que a companhia não possuía vantagens competitivas relevantes e/ou que geravam uma complexidade operacional desproporcionalmente alta. Como comentado, as operações norte-americanas de cartões, emissão de documentos e inteligência de dados se encaixavam nesse perfil, possuindo um posicionamento competitivo precário, baixa rentabilidade e alto consumo de caixa para suprir as necessidades de capital de giro e CAPEX. Assim, a companhia estruturou um processo de venda organizado da unidade EUA, optando por desmembrar as operações de cartões e documentos da operação de inteligência de dados. Em 2022, a operação de cartões e emissão de documentos foi vendida para a Giesecke+Devrient, multinacional alemã, por US\$ 62,0 milhões, valor nominalmente próximo do investimento realizado pela Valid na aquisição desses ativos. Já a vertical de inteligência de dados passou por um MBO¹² no mesmo ano, sendo vendida por US\$ 5,0 milhões, registrando uma perda relevante em comparação com o valor de compra (US\$ 41,1 milhões).

Valor Investido Valid USA ID e Pay USD 63.6m	Valor de Venda (2022) Valid USA ID e Pay USD 62.0m	Valor Investido Valid USA Data USD 41.1m	Valor de Venda (2022) Valid USA Data USD 5.0m
---	---	---	--

Além dos EUA, a companhia optou por desinvestir de grande parte das *start-ups* que foram adquiridas pelo antigo time de gestão, já que esses negócios estavam muito distantes do *core business*. Entre os ativos vendidos ou descontinuados desde 2021 estão a BluePay (*fintech* de transações financeiras com tecnologia *blockchain*), Estacionamento Digital (soluções de zona azul para municípios), Agrotopus (soluções de rastreamento para o agronegócio) e Cubic Telecom (empresa irlandesa de soluções de IoT para o setor automotivo). Entre esses ativos, a Cubic foi o único negócio que trouxe um retorno financeiro relevante para a companhia – em 2023, a Valid vendeu 67,5% da sua participação na empresa por € 32,2 milhões, comparado com um investimento inicial de € 6,8 milhões¹³.

Embora os desinvestimentos realizados tenham cristalizado os erros de alocação cometidos pela Valid no passado, a companhia conseguiu levantar recursos preciosos com a racionalização do portfólio, permitindo o atingimento de uma situação de caixa líquido em 2024, algo impensável no fim de 2020.

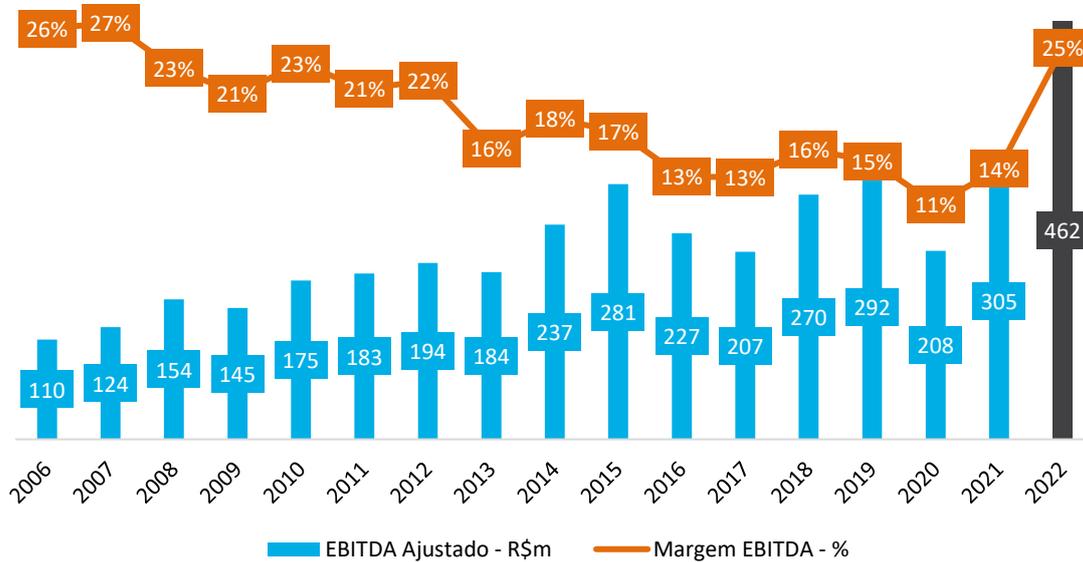
Inflexão nos resultados

Considerando todos os esforços de reestruturação da companhia a partir do final de 2020, a performance financeira consolidada acabou mostrando fortes avanços em 2022, atingindo o maior patamar histórico de EBITDA desde o IPO, fruto da venda da Valid USA, da forte recuperação de rentabilidade dos negócios tradicionais e da normalização na volumetria de documentos emitidos:

¹² MBO – *Management Buyout* – Compra de uma empresa por seus executivos

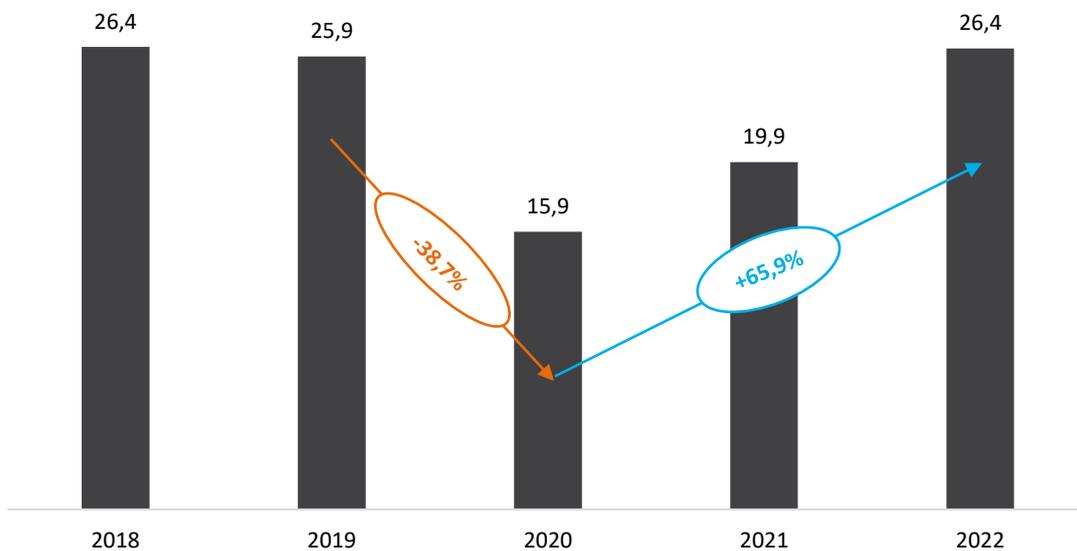
¹³ Valor de investimento proporcional à participação vendida em 2023

EBITDA e Margem - 2006-2022



Fonte: Valid e Organon Capital

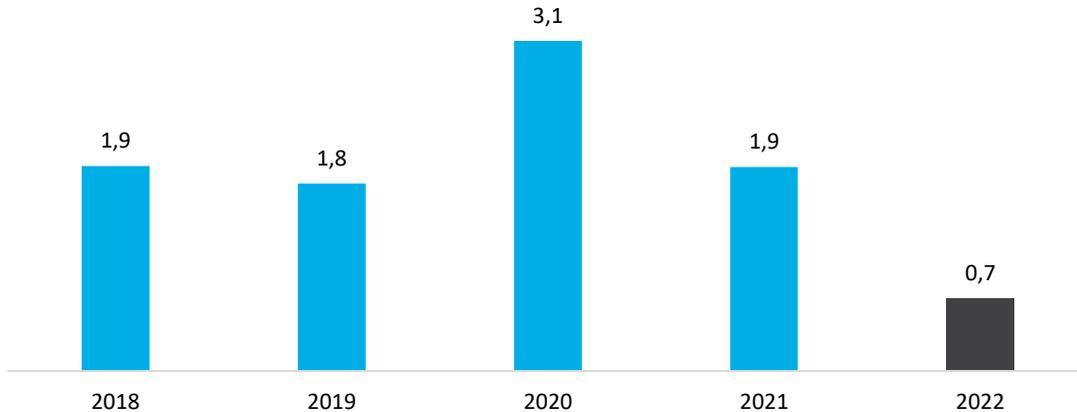
Volumetria ID - milhões de documentos



Fonte: Valid

Como já comentado na seção anterior, o índice de alavancagem financeira também atingiu um patamar bastante controlado naquele ano, ficando abaixo de 1,0x Dívida Líquida/EBTIDA:

Dívida Líquida/EBITDA Ajustado

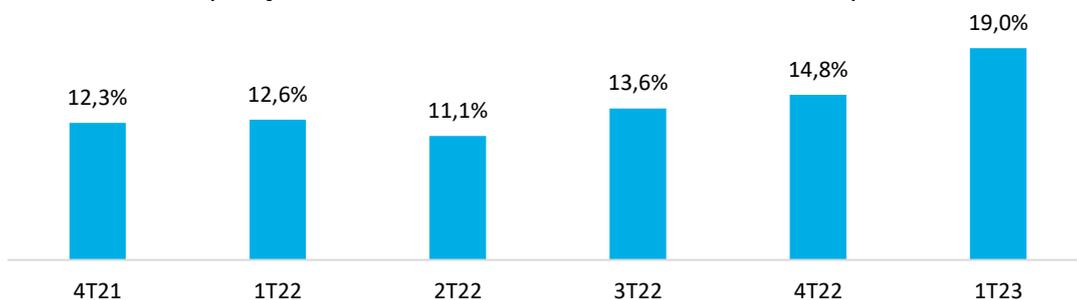


Fonte: Valid e Organon Capital

Mesmo com a clara inflexão dos resultados operacionais, as ações da companhia não refletiram essa melhora acentuada na geração de caixa, apreciando apenas 10,7% em 2022, um pouco acima do Ibovespa no período (+5,0%). Parte dessa baixa responsividade do mercado às mudanças internas implementadas pela Valid pode ser explicada por um resultado contábil em 2022 que foi poluído por efeitos não recorrentes, como *impairments* associados com os desinvestimentos nos EUA e a variação cambial do mútuo que a Valid no Brasil possuía com sua subsidiária espanhola. Desconsiderando esses efeitos, o lucro da companhia teria superado BRL 175m em 2022, implicando um múltiplo P/L¹⁴ corrente de 4,0-4,5x e com perspectivas de melhora significativa no *bottom-line* para 2023.

Com as entregas realizadas pelo time de gestão e entendendo que a inflexão de resultados da companhia estava apenas em seu início, decidimos aproveitar essa estabilidade no preço das ações ao longo de 2022 e começo de 2023 para aumentar nosso investimento, decisão que se mostraria acertada.

Exposição do Fundo em VLID3 - % do Patrimônio Líquido

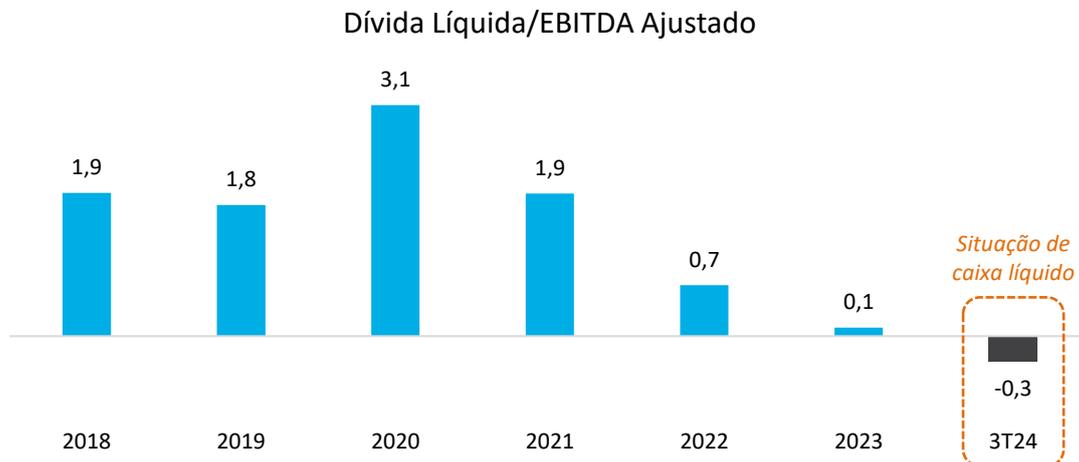


Fonte: Organon Capital

A Valid continuou entregando resultados operacionais fortes e sem os impactos negativos não recorrentes que afetaram o lucro líquido em 2022. Dessa forma, a companhia passou a registrar um lucro trimestral próximo de R\$ 50 milhões, o que também permitiu a criação de um política

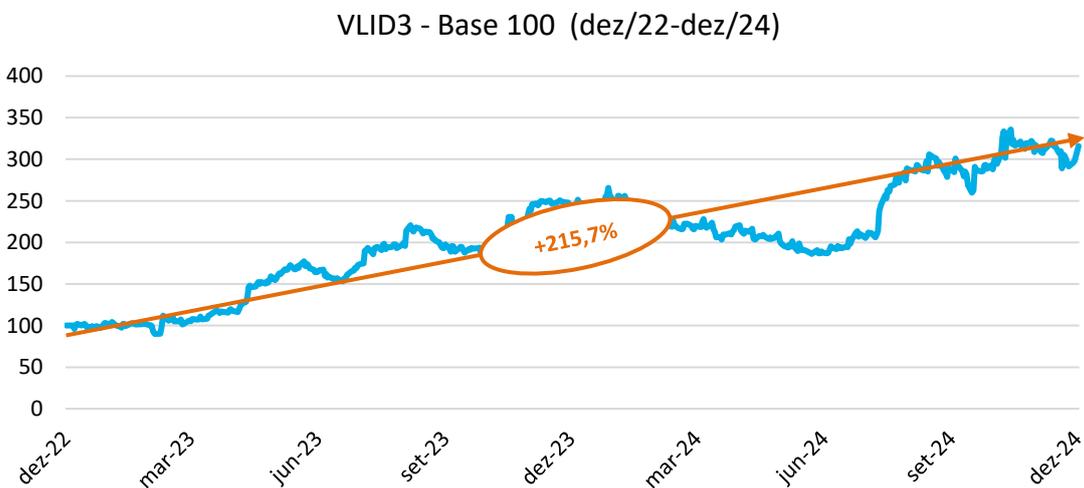
¹⁴ P/L = Capitalização de Mercado (*Market Cap*) / Lucro Líquido

de pagamento de dividendos/JCP¹⁵ mais recorrente. O bom momento da companhia também seria auxiliado pela inesperada venda de participação na Cubic anunciada no final de 2023 e concluída no começo de 2024, movimento que fez com que o caixa disponível da empresa superasse sua dívida bruta.



Fonte: Valid e Organon Capital

Com o resultado contábil finalmente refletindo o novo momento operacional da Valid e o fantasma da alavancagem se tornando um tema do passado distante, as ações da companhia mostraram um avanço significativo, apreciando 215,7% (vs. +9,3% do Ibovespa) entre 2022 e 2024.



Visão de futuro

Com a finalização da reestruturação operacional da companhia e conclusão dos principais processos de desinvestimentos de ativos, nossa tese de investimento inicial na Valid acabou se mostrando muito bem-sucedida, ultrapassando nossas expectativas. Tanto a recuperação de rentabilidade alcançada pela empresa quanto a magnitude de recursos levantados através de venda de ativos superaram razoavelmente o que acreditávamos ser o cenário mais crível de

¹⁵ JCP – Juros sobre Capital Próprio

melhora. Dessa forma, seguindo nosso processo de investimento, voltamos a nos questionar: seria esse o momento certo para realizarmos a saída do investimento em Valid?

Para responder essa pergunta, reavaliamos a tese por completo, buscando entender se existiria um novo ângulo de investimento na empresa. Nesse processo de entendimento mais aprofundado das principais novas oportunidades e riscos enfrentados pela Valid, identificamos um panorama positivo.

Em ID, o negócio tradicional de emissão de documentos deve ser afetado por duas dinâmicas opostas: perda de receita com a queda na emissão de CNHs e aumento de receita com a emissão de carteiras de identidade. Com o aumento no prazo de validade da carteira de habilitação implementado em 2020¹⁶, a Valid começou a enxergar uma queda contratada na emissão de CNHs para os próximos anos. Isso ocorre, pois, até 2025, quase toda a base de motoristas já terá renovado seus documentos com o novo prazo de validade, implicando que a maior parte das renovações só ocorrerão a partir de 2030, reduzindo a volumetria de emissão desse documento até lá. Essa redução na emissão de CNHs afeta substancialmente o faturamento e rentabilidade do segmento. Por outro lado, a volumetria de carteiras de identidade vem aumentando consideravelmente nos últimos trimestres, seguindo o lançamento da CIN (Carteira de Identidade Nacional), novo formato de documento que estabelece um número único de identificação do cidadão (CPF) e que deverá ser emitido até 2032 por todos os brasileiros. Parte dos governos estaduais e o próprio governo federal estão incentivando a emissão acelerada do documento, visando recadastrar os dados biométricos da população e reduzir o número de fraudes nos programas sociais.

O impacto causado pela diminuição de faturamento com CNHs em 2025 também deve ser contrabalanceado pelos esforços da companhia para expandir o escopo de contratos com os governos estaduais, visando agregar novas etapas do processo de emissão de documentos (ex.: captura de biometria do cidadão, fornecimento de aplicativo de RG digital, serviços auxiliares etc.), aumentando assim o faturamento médio por cliente. A companhia já obteve resultados positivos nessa frente, como, por exemplo, o início da emissão da carteira de identidade nacional na Bahia no 3T24 (Valid atuava apenas na emissão de CNHs no estado) e o aumento substancial do escopo desse contrato em termos de prestação de serviços de atendimento. Importante ressaltar que os contratos existentes com o governo estadual de São Paulo (emissão carteiras de identidade e habilitação) devem ser relicitados em 2025, trazendo riscos, mas também oportunidades de agregar novos serviços.

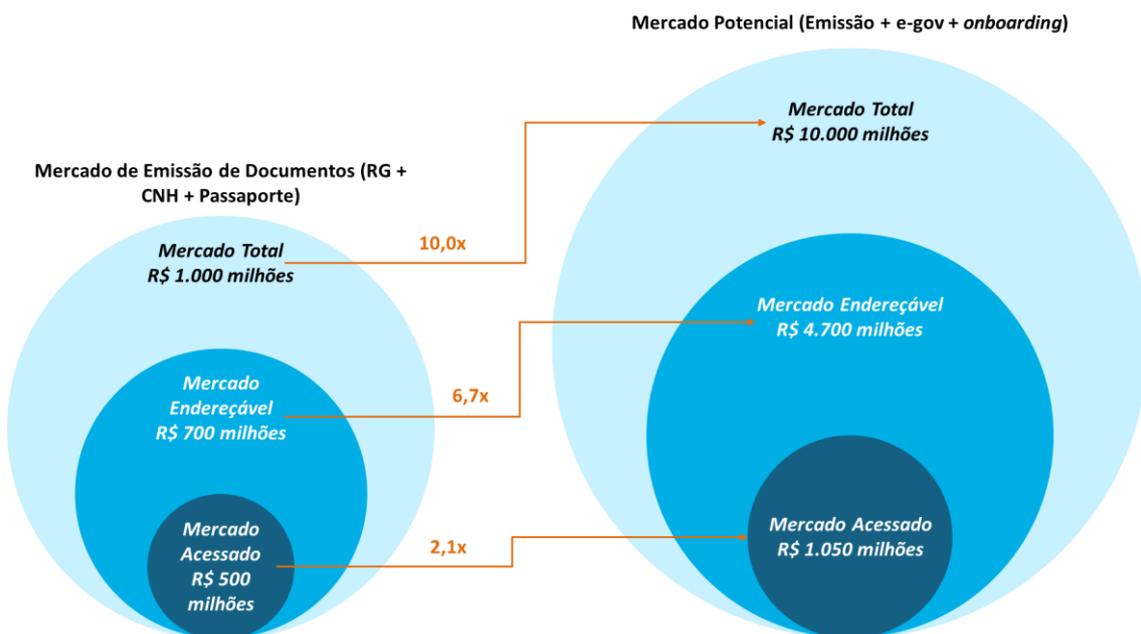
Adicionalmente, uma nova frente de crescimento relevante parece começar a ganhar corpo em ID: a frente de soluções para governo digital (e-gov). Embora exista um crescente anseio popular por uma maior digitalização dos serviços públicos, o Brasil ainda enfrenta severos desafios para entregar soluções eficientes de governo digital a seus cidadãos. Entre os principais problemas enfrentados para criação de serviços públicos digitais integrados está a questão da interoperabilidade. Hoje, muitos entes federativos possuem diversas bases de dados (saúde, educação, segurança pública etc.) que não estão conectadas entre si. Dessa forma, o governo é incapaz de ter uma visão holística e assertiva do cidadão, primeiro passo para a prestação mais

¹⁶ Em 2020, o prazo de validade da carteira de habilitação passou de 5 para 10 anos para motoristas com até 50 anos

eficiente dos serviços públicos. Enxergando esse desafio do setor governamental, a Valid começou a ofertar recentemente, em parceria exclusiva com a multinacional estoniana Cybernetica, uma solução para limpeza, estruturação e interoperabilidade das bases de dados para estados e municípios. A partir da interoperabilidade, a companhia também é capaz de ofertar soluções de portal do cidadão (segundo uma estrutura similar à do portal gov.br do governo federal), ID digital e plataforma de benefícios sociais.

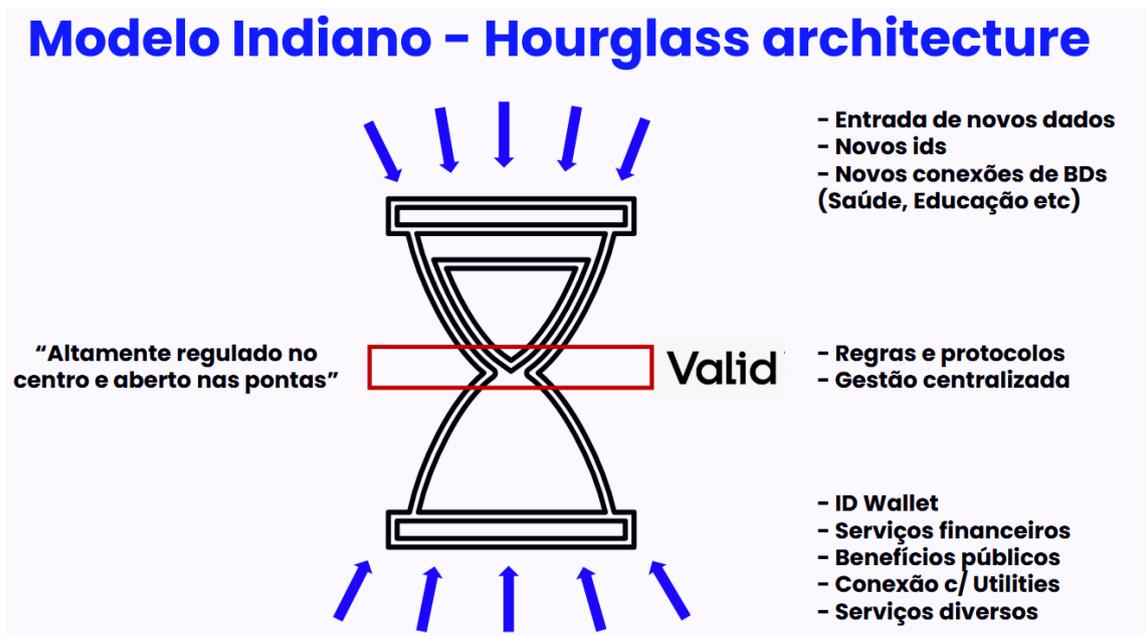
Embora seja uma vertical de atuação bastante recente, a Valid já possui um contrato de mais de R\$ 300 milhões com a empresa pública de tecnologia do Ceará (ETICE – Empresa de Tecnologia da Informação do Ceará), focando na implantação da interoperabilidade das bases de dados estaduais ao longo dos próximos anos, criação de plataformas digitais de armazenamento de dados dos cidadãos e implantação de solução biométrica (ABIS - *Automated Biometric Identification System*) para apoio na expedição de documentos e outros serviços. Com a criação de uma infraestrutura de dados integrada, a Valid será capaz de ajudar a melhorar diversos serviços públicos. Entre os casos de uso que serão viabilizados pela interoperabilidade estão aplicações na segurança pública – policiais poderão consultar dados de suspeitos em tempo real através de um aplicativo, realizando verificações cruzadas com diversos entes públicos.

Esse contrato é o marco inicial de uma mudança de paradigma em termos da estrutura de dados do setor público. Existe uma tendência natural de que cada vez mais estados e municípios promovam gradualmente uma transformação digital de seus processos. Toda essa transição para processos mais digitalizados e integrados deve demandar uma mão de obra especializada e esforços relevantes voltados ao desenvolvimento de tecnologia, algo que dificulta a internalização da execução pelos entes públicos. Dessa forma, é possível vislumbrar um aumento substancial na demanda pelos produtos e serviços da Valid ao longo dos próximos anos. A companhia estima um crescimento exponencial do mercado endereçável no médio prazo, atingindo R\$ 4,7 bilhões em comparação com R\$ 700 milhões atualmente:



Fonte: Valid

Ademais, o governo federal também está cada vez mais empenhado em liderar e influenciar na estratégia de governo digital nas mais diversas esferas, o que deve culminar em algum momento em uma infraestrutura de dados similar a que existe em alguns outros países do mundo. Por exemplo, na Índia, foi adotada uma arquitetura de dados em formato de ampulheta, ou seja, existe uma liberdade e descentralização nas pontas, mas uma grande centralização, padronização e controle no centro. Em termos mais simples, um agente ou plataforma reguladora validada pelos entes públicos institui regras claras e rígidas de acesso e gestão de dados, mas concede um bom nível de flexibilidade em termos de integrações com os mais diversos tipos de bases de informação e aplicações resultantes da utilização segura desses dados. Esse tipo de arquitetura deve permitir um avanço considerável nos serviços públicos à nível nacional e, no longo prazo, permitir a utilização de dados confiáveis para aplicações no ambiente privado, como validações de identidade e transações no setor financeiro, integrações com prestadoras de serviços de utilidade pública (água, luz, gás etc.) e demais setores que se beneficiem do acesso a dados padronizados e atualizados dos cidadãos.



Fonte: Valid

Tal transformação na infraestrutura pública de dados pode gerar oportunidades de negócios cada vez mais relevantes em e-gov, além de abrir novas fronteiras em termos do uso eficiente de dados pelo setor privado. Embora esse movimento mais transformacional de inovação possa demorar algum tempo até começar a ganhar tração, é possível vislumbrar mudanças radicais em diversos mercados tradicionais e um potencial imenso a ser capturado por *players* como a Valid.

Além de um mercado endereçável substancial, a vertical de e-gov possui uma dinâmica competitiva muito favorável para a Valid. Os poucos players que atuam com soluções similares às ofertadas pela companhia são de pequeno porte e de atuação regional, muitas vezes sem capacidade financeira e curto histórico de prestação de serviços ao governo. A Valid possui um balanço robusto, conhecimento da infraestrutura de dados de diversos estados e um histórico muito extenso de atuação responsável na manipulação de dados sensíveis, características que a colocam em uma posição privilegiada para atingir a liderança nesse novo mercado. A Valid tem

no seu DNA a inovação constante de seus negócios e acreditamos que a vertical de e-gov pode inaugurar uma nova era de crescimento com rentabilidade para a companhia, sendo que a margem média desse segmento chega a ser até superior à do negócio tradicional de emissão.

Já nas soluções de ID para o setor privado, a companhia vem apostando no crescimento em soluções de onboarding. Esse tipo de solução fornece uma ferramenta robusta para verificação de identidade, normalmente utilizada em processos de KYC (*know-your-client*¹⁷) e/ou processos transacionais (ex.: verificação da identidade antes da aprovação de uma compra em um e-commerce). Para verificação da identidade de um cliente são utilizadas diversas tecnologias, especialmente a verificação biométrica facial (comparação de uma foto da pessoa com a foto de um documento, visando identificar se as características faciais são as mesmas).

Nessa frente, a Valid decidiu pelo crescimento inorgânico, mas estruturado de uma maneira diferente em comparação com os ciclos de expansão por M&A do passado. Prezando por uma forte disciplina na alocação de capital, a companhia optou por definir alvos de aquisição que estivessem dentro do *core business* e possuíssem competências complementares às existentes na Valid. Adicionalmente, o foco foi direcionado para aquisições que demandassem um cheque total menor e com pagamentos faseados e atrelados ao atingimento de metas de performance. Nesse sentido, a companhia realizou duas transações, adquirindo participações na VSoft¹⁸ e na Flexdoc¹⁹. Enquanto a VSoft trouxe para a Valid uma tecnologia proprietária de motor biométrico (algoritmo utilizado para verificação biométrica) e contratos com entes governamentais importantes (ex.: Prodesp - Empresa de Tecnologia da Informação do Governo do Estado de São Paulo), a Flexdoc agregou uma solução completa e validada para onboarding digital, utilizada por clientes de grande porte no setor público e privado (ex.: Caixa Econômica Federal, IBM, Banco BV etc.).

Com esses M&As, a Valid começou a ganhar escala e penetrar em um mercado dominado por empresas estabelecidas, como Idwall e Unico. Em termos de estratégia de crescimento futuro, a ideia da companhia é focar inicialmente no nicho de empresas estatais e entes públicos, visando aproveitar seu relacionamento e sua experiência com esse tipo de cliente, que não é tão bem acessado pelos concorrentes. Acreditamos que embora a Valid tenha demorado a entrar no mercado de onboarding, ainda existem oportunidades importantes não exploradas e que podem ser capturadas pela companhia.

Além de ID, o segmento Mobile, embora enfrente uma transição de tecnologia que muda o negócio tradicional da empresa, também apresenta algumas oportunidades interessantes de crescimento. Com a mudança para a tecnologia eSIM, as operadoras de telefonia deixarão de vender SIM Cards e passarão a ser responsáveis apenas por manter um software de gestão de usuários, permitindo que os clientes contratem seus serviços e ativem o chip já soldado de fábrica nos celulares. Com essa mudança, a Valid deixará de faturar por chip vendido e passará a ofertar uma plataforma de gestão de usuários, começando a receitar por cliente existente na

¹⁷ *Know-your-client*: conjunto de requisitos para verificar a identidade de um cliente e riscos atrelados a eles – processo normalmente realizado por empresas do setor financeiro

¹⁸ VSoft – aquisição de 10% em jun/22 com opção de compra do controle da empresa – R\$ 12 milhões

¹⁹ Flexdoc – aquisição de 100% do capital social em mai/23 – R\$ 20 milhões à vista + R\$ 20 milhões atrelado ao atingimento de metas financeiras em 2023 e 2024 + 80% do lucro da empresa pelos 4 anos subsequentes ao fechamento da aquisição

base ou ativação de novos clientes. Embora esse novo modelo de negócio tenda a diminuir o tamanho do mercado endereçável do segmento por conta do menor ticket médio, a rentabilidade deveria ser maior, trazendo um bom equilíbrio para a vertical. A Valid está bem-posicionada nesse novo mercado, possuindo uma solução de gestão de usuários bem avaliada por consultorias especializadas e que já está implantada em quase uma centena de clientes, sendo que o principal desafio da vertical hoje é a continuidade da expansão comercial da solução eSIM. Adicionalmente, a Valid também vem fechando parcerias com relevantes fabricantes chineses de *smartphones*, visando fornecer o sistema operacional a ser embarcado nos chips soldados nos celulares, uma nova frente de receita que também pode se tornar relevante no futuro.

Por fim, é importante ressaltar os desafios enfrentados em Pay. Nessa vertical, a companhia deve enfrentar um cenário de mercado mais duro, com um retorno à normalidade na rentabilidade da subsidiária argentina depois de alguns trimestres com preços e margens acima do sustentável e uma situação de demanda que deverá se manter fraca no Brasil, especialmente com o ciclo de aperto monetário promovido pelo Banco Central.

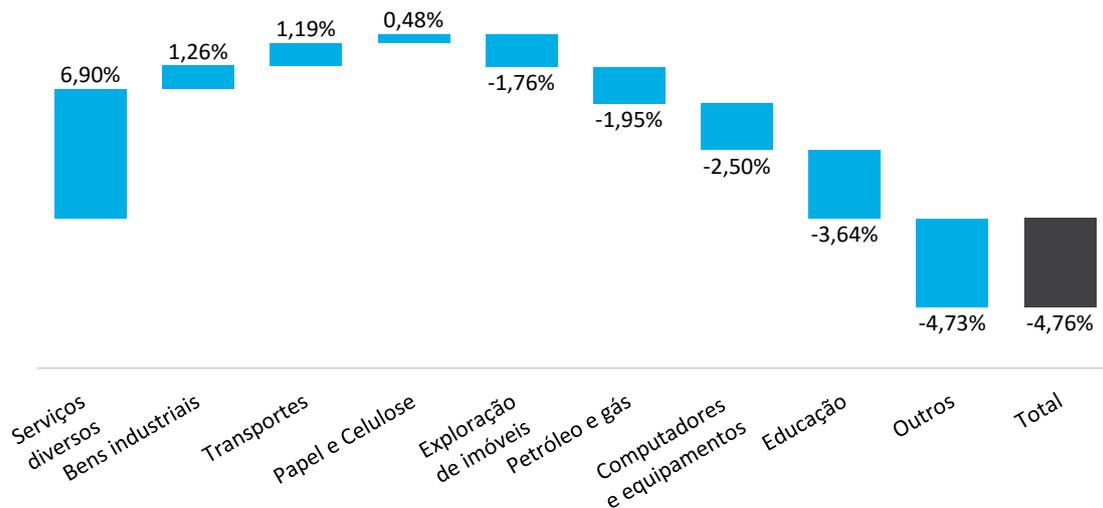
Considerando todos os fatores acima discutidos e estimando um cenário conservador para os resultados de médio prazo da companhia, chegamos à conclusão que a Valid continua negociando a múltiplos bastante descontados (6,4x P/L 2025e e 3,3x EV/EBITDA 2025e), refletindo um grande ceticismo do mercado com as novas avenidas de crescimento e uma visão ainda bastante pessimista sobre a performance dos negócios tradicionais da companhia. Acreditamos que as projeções implícitas no preço das ações da Valid não refletem a situação real de rentabilidade dos segmentos da empresa, o que gera uma assimetria importante entre o valor intrínseco e o valor de mercado, levando à manutenção de uma margem de segurança robusta no investimento.

Adicionalmente, as opcionalidades de crescimento da companhia podem ser transformacionais. Caso a companhia seja capaz de avançar na frente de e-gov, conquistando novos contratos com prefeituras e estados, suas ações deveriam sofrer uma reprecificação importante, uma vez que essa nova vertical de atuação possui um grande potencial de crescimento e uma rentabilidade média consideravelmente acima do que a apresentada hoje pela empresa. Dessa forma, contando com uma margem de segurança saudável e diversas opcionalidades com um potencial de concretização razoável, optamos por manter nosso investimento nas ações da Valid.

Desempenho Semestral

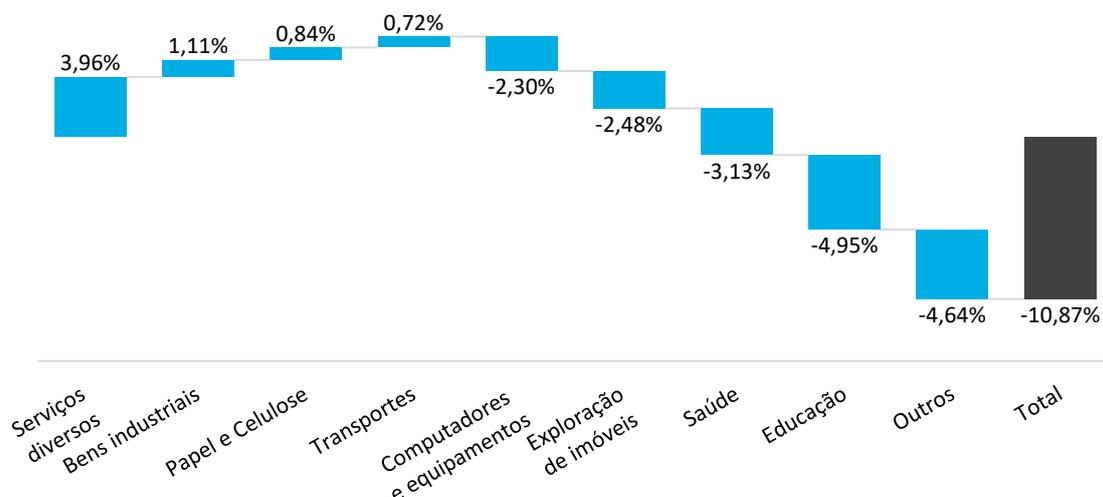
Neste segundo semestre de 2024 obtivemos um retorno de -4,8%. Em contrapartida, o índice Bovespa teve variação de -2,9%, índice Bovespa Small Cap de -12,0% e o IPCA +5% a.a. acumulou uma alta de 4,7%. No gráfico abaixo, demonstramos a distribuição da performance por setor da nossa carteira de ações durante o segundo semestre. Taxas de administração e performance foram agrupadas na coluna “Outros” do gráfico.

Atribuição de performance por setor econômico - 2S 2024



No acumulado do ano de 2024, obtivemos um retorno de -10,9%. O índice Bovespa teve uma variação de -10,4%, o índice Bovespa Small Cap de -25,0% e o IPCA +5% a.a. acumulou uma alta de 10,1%.

Atribuição de performance por setor econômico - 2024



Dentre os investimentos maturados (dos quais já realizamos total desinvestimento) ao longo do semestre, podemos listar os seguintes nomes:

Empresa	Ticker	Período de investimento	Contribuição para o fundo no período - %
Marcopolo	POMO3/POMO4	Set/20 – Out/24	47,6%

Concluimos nosso processo de desinvestimento em Marcopolo, uma posição que mantínhamos desde a fundação da gestora e que gerou uma performance de 47,6% para o Organon FIC FIA. Considerando bonificações, dividendos e JCP, as ações da companhia valorizaram-se em 3,79x (de R\$ 2,20 para R\$ 8,34) no período entre a fundação de gestora e o final de outubro de 2024²⁰.

Embora esperemos que a companhia continue apresentando excelentes resultados após as reestruturações internas e os ventos favoráveis discutidos em nossa carta “Marcopolo”²¹, entendemos que o atual nível de rentabilidade deverá ser pressionado à medida que os concorrentes da empresa aumentem seus volumes de produção e capacidades produtivas.

Enxergamos com cautela o otimismo demonstrado por participantes de mercado em relação a fatores fora do controle da companhia, como: (i) a volumetria prevista para o programa Caminho da Escola ao longo de 2025 e para um eventual novo programa em 2026; (ii) a continuidade no crescimento das operações internacionais; (iii) a velocidade de substituição da frota de ônibus urbanos por veículos elétricos e a participação da solução integral da Marcopolo e (iv) a estabilidade de custos com matéria-prima/capacidade de repasse desses custos de forma eficiente.

Dessa forma, considerando a valorização significativa das ações da companhia e a presença de premissas inclinadas ao otimismo, avaliamos que há relações mais atraentes de risco e retorno em outras posições do portfólio. Durante 2024, o investimento em Marcopolo contribuiu com 2,3% para a performance do fundo.

Ao final do segundo semestre de 2024 nosso portfólio contava com posições em 18 empresas e as 10 maiores posições representavam 76% do patrimônio do fundo, conforme nosso princípio de investimento de concentrar a carteira nas ações em que possuímos maior convicção.

O segundo semestre de 2024 foi marcado por um piora acentuada nas expectativas dos agentes de mercado em relação ao cenário econômico doméstico. Com um aumento das preocupações em torno da sustentabilidade das contas públicas nacionais, o governo federal, após um longo período de maturação, propôs um plano de ajuste de despesas considerado insuficiente e incapaz de corrigir os principais problemas estruturais existentes no atual arcabouço fiscal. Concomitantemente, também foi anunciada a intenção de ampliar a isenção de imposto de renda para trabalhadores que ganham até R\$ 5 mil por mês, medida que iria de encontro às iniciativas de ajuste das contas públicas e que foi mal-recebida pelo mercado.

Com uma comunicação governamental vista como confusa, os agentes econômicos começaram a projetar e precificar um cenário de forte deterioração fiscal e aumento acelerado do endividamento do setor público, disparando um movimento de ampla depreciação do real perante o dólar. Conseqüentemente, antevendo o impacto cambial sobre a inflação e buscando ancorar as expectativas dos investidores, o Banco Central começou a adotar uma postura de

²⁰ Performance do Ibovespa no mesmo período (24/09/2020-18/10/2024): +34,5%

²¹ <https://www.organoncapital.com.br/files/letter/68/68.pdf>

aceleração do ciclo de aperto monetário, implicando em uma situação de taxa de juros muito diferente da que era estimada no começo de 2024. Nesse contexto conturbado, o prêmio de risco exigido pelos investidores se expandiu consideravelmente, levando a uma queda nos preços dos ativos de forma geral. Além dos fatores domésticos, a vitória de Donald Trump na eleição presidencial nos EUA e a postura mais cautelosa do Fed sobre novos cortes na taxa básica de juros também trouxeram incertezas e volatilidade para os mercados globais.

Nesse cenário macroeconômico desafiador, acreditamos que a melhor postura a ser adotada é se concentrar nos pilares fundamentais das teses de investimento e buscar manter um portfólio equilibrado e adequadamente diversificado.

Não acreditamos que nossa especialidade seja prever os grandes movimentos macroeconômicos, mas sim identificar assimetrias relevantes entre o preço dos ativos e seu valor intrínseco e potenciais gatilhos que possam viabilizar a convergência entre esses dois indicadores. Entendemos que as maiores discrepâncias entre preço e valor tendem a surgir em períodos de estresse de mercado, como o atual momento, viabilizando, em média, períodos de retornos mais robustos no longo prazo. Dessa forma, seguimos acompanhando com diligência as empresas que fazem parte do portfólio do fundo, assim como continuamos prospectando novas oportunidades atrativas de investimento.

Adicionalmente, sempre buscamos adotar uma postura equilibrada na gestão do portfólio. Embora acreditemos que a concentração da carteira é fator fundamental para propiciar bons retornos no longo prazo, não negligenciamos o valor da diversificação. Focamos em manter um portfólio concentrado, mas com investimentos em empresas que possuam *drivers* diferentes entre si, possuindo empresas dolarizadas, expostas à economia brasileira e de setores diversos. Dessa maneira, acreditamos que é possível atravessar os mais diversos cenários econômicos, reduzindo o risco de perdas permanentes de capital e permitindo entregar um retorno adequado ao longo do tempo.

Por fim, gostaríamos de agradecer a confiança contínua dos nossos investidores. Seguiremos acessíveis em nossos canais de comunicação.

Atenciosamente,

Equipe de gestão da Organon Capital

São Paulo, 17 de janeiro de 2025.