



Memorando de Investimento

Potencial aquisição de debênture da AmericanBox

Principal player na instalação de box de vidro e fechamento de sacada no mercado brasileiro

Confidencial

Índice

I. Sumário	3
2. Gestora	4
3. Investimento – AmericanBox	5
3.1 Setor	5
3.2 AmericanBox	13
3.3 Plano Estratégico	18
3.4 Informações Financeiras	19
3.5 Saída	20
3.6 Estrutura de Investimento	20
3.7 Governança	21
3.8 Retorno Projetado	22
3.9 Riscos e Mitigantes	22
4. Análise do Investimento / Conclusão	23

1. Sumário

Esse documento tem o objetivo de apresentar ao Comitê de Investimentos da Spectra a oportunidade de investimento na American Box (AB), empresa líder na produção e instalação de box de banheiro que acaba de passar por uma reestruturação financeira e operacional em processo conduzido pela CG Capital.

A CG, comandada por Luciano Correa e Marcos Guedes é uma gestora atuante no nascente mercado de distress /special situations do Brasil. Luciano e Marcos vêm de carreiras sólidas e complementares (GP, Brahma, Artur Andersen) onde desenvolveram expertise operacional e financeiro. Desde 2009 se dedicam ao segmento tendo adquirido três companhias: Hopi Hari, Master Frotas e American Box. Por mais que ainda não tenham realizado a venda de nenhuma, a evolução operacional e estruturação financeira que fizeram demonstra suas competências.

A AB, com mais de 40 anos de história, entrou em recuperação judicial no início do ano. Através de uma engenharia financeira pré-transação, a CG Capital adquiriu a quase totalidade dos ativos da empresa por meio de uma UPI, de forma que todos os passivos da AB ficaram isolados na recuperanda.

A AB faz têmpera de vidros, corte e instalação para box de banheiro, fechamento de sacada e acessórios domésticos. Seus concorrentes são vidraceiros individuais que compram vidros de grandes têmperas e os instalam de maneira informal. A companhia se destaca por ser praticamente a única empresa estruturada do setor. Por ocupar este posto, a AB conseguiu contratos com os principais Home Centers do Brasil: C&C, TelhaNorte, DiCicco e Castilho. Esses contratos prevêm o aluguel de espaço para a AB que coloca um stand de vendas com equipe e faturamento independente. Para os HCs a presença dos “quiosques” da AB é interessante pois complementa o mix de produtos da loja em linha com a estratégia “one stop shop”.

A tese de investimento na AB consiste em realizar o aporte de R\$3m para (1) financiar a construção de stands de venda de forma a saltar dos atuais 19 para 80 stands dentro dos HCs, (2) suportar o fluxo de caixa negativo enquanto a empresa passa pelo momento de retomada de suas atividades e (3) pagar algumas dívidas relacionadas à recuperação judicial.

De forma a afastar potenciais passivos desse negócio e reduzir o risco do investimento, nosso aporte se dará através de debêntures atreladas à participação no negócio. As debêntures terão remuneração base de CDI com 54 meses para serem amortizadas. Além disso, elas terão preferência no recebimento do upside da transação frente à CG. Até que as debêntures tenham uma remuneração equivalente a IPCA+30%a.a. a CG receberá apenas o principal investido por eles. Após esse ponto, as debêntures receberão o equivalente a 20% do valor de venda da American Box.

O plano é desinvestir em 18 meses assim que seu fluxo de caixa esteja estabilizado e tenha ocupado os principais HCs. A idéia não é maximizar o valor de venda e sim a velocidade de saída. Com isso, potenciais compradores são outros fundos de PE que queiram conduzir a empresa pelos próximos 4-5 anos e terminar o processo de crescimento da AB.

O retorno esperado para essa transação é de aproximadamente 3x o capital investido com uma TIR superior a 70% a.a.

2. A Gestora

A CG Capital (“CG”) foi fundada em 2009 por Luciano Correa e Marcos Guedes para fazer investimentos em empresas em situação financeira complicada. O processo utilizado por eles é composto por reestruturação de gestão, recuperação judicial e injeções de capital para recuperar as empresas.

Luciano iniciou sua carreira em 1994 na GP Investimentos onde atuou principalmente nas empresas Ambev e Artex. Após isso, atuou com estruturador da Brasil Midia Exterior que tinha por objetivo consolidar empresas de outdoor.

Posteriormente, Luciano investiu na BRA junto com um pool de investidores liderados por ele. Desentendimentos sobre a condução do negócio o levaram a deixar a condução ativa do investimento e se tornar um acionista passivo. A BRA eventualmente entrou em recuperação judicial e se tornou o primeiro contato do Luciano com reestruturação.

Marcos Guedes vem de uma carreira mais focada em processos internos e auditoria. Iniciou na Arthur Andersen e posteriormente se mudou para Unilever onde trabalhava com Auditoria Interna.

Em 2000 conheceu o Luciano quando foi CFO da Brasil Midia Exterior. Após isso foi CFO da Aleris e se tornou sócio de consultoria especializada em processos financeiros.

Em 2009, Luciano adquiriu o Hopi Hari (em deal pré-CG) diretamente da GP em uma estrutura onde a GP financiou a aquisição do parque para que pudessem encerrar o fundo que detinha a participação no Hopi Hari.

Como parte da aquisição, Luciano reestruturou a dívida do parque negociando uma redução do passivo de seus R\$500m para apenas R\$150m com prazo de 20 anos a juros subsidiados. Entre 2010 e 2011 se focou no crescimento do parque que teve seu Ebitda dobrado para aprox. R\$20m em cada um desses anos. Foi criado um plano de renovação das áreas internas em parceria com a Warner Bros. e investimentos em novos brinquedos. Atualmente o parque está em fase de maturação e deverá ser vendido nos próximos anos.

Em 2011 Luciano foi procurado pela BRZ para assumir a Master Frotas, empresa de aluguel de frotas que estava em fase pré-falimentar. O deal foi estruturado em modelo parecido com o do Hopi Hari, no qual a BRZ se comprometeu a bancar os passivos trabalhistas e Luciano e Marcos tocam a empresa em processo de recuperação. Marcos hoje atua como CEO da empresa.

No início de 2013 a CG adquiriu a American Box (AB) que estava em processo de recuperação judicial. Dos 3 negócios da CG, a AB é a única empresa na qual a gestora de fato fez um aporte de capital próprio e o que esperamos que seja o principal foco da gestora nos próximos anos.

2.1 Análise CG Capital

A CG é uma gestora nova que está em fase de aperfeiçoamento de suas habilidades no setor de turnaround. Vemos com bons olhos o conhecimento que já adquiriram e acreditamos nas teses que estão sendo tocadas.

Dito isso, o setor de turnaround é recente no Brasil e ainda não existem players experientes nesse setor. Acreditamos que por mais que a CG esteja em sua curva de aprendizado, parece ser dos players mais experientes do setor no Brasil.

Acompanhamos o Luciano há mais de 1 ano e vimos a evolução das empresas do portfólio. Temos nos sentido confortáveis com o nível de transparência que ele vem nos passando.

Por mais que ele seja um excelente vendedor e tenha uma tendência de “dourar a pílula” nesse ano de acompanhamento pudemos perceber que ele nunca disse algo inverídico. Além disso, ganhamos conforto com relação a sua integridade ética e respeito a seus investidores.

Gostamos da complementariedade do time no qual o Luciano é o responsável da “porteira para fora” (marketing, vendas, parcerias, etc) e o Marcos da “porteira para dentro” (finanças, produção, área administrativa, RH). Em estrutura alinhada na qual dividem o lucro 50/50 da gestora.

Como ponto de atenção, elencamos o fato de terem uma equipe pequena o que dá pouca amplitude para a quantidade de investimentos que podem ter em um determinado momento.

3. Investimento – AmericanBox

3.1 Setor

O mercado de vidros faz parte da grande área de Materiais de Construção Civil, parte integrante do segmento de esquadrias e de acessórios para banheiros.

Estima-se que o volume de vendas de vidros e esquadrias em 2013 totalize R\$9,2Bi. Este número representa aproximadamente 8% do gasto total de obras para o período segundo estimativas do Sindicato da Construção Civil (SindusCon SP).

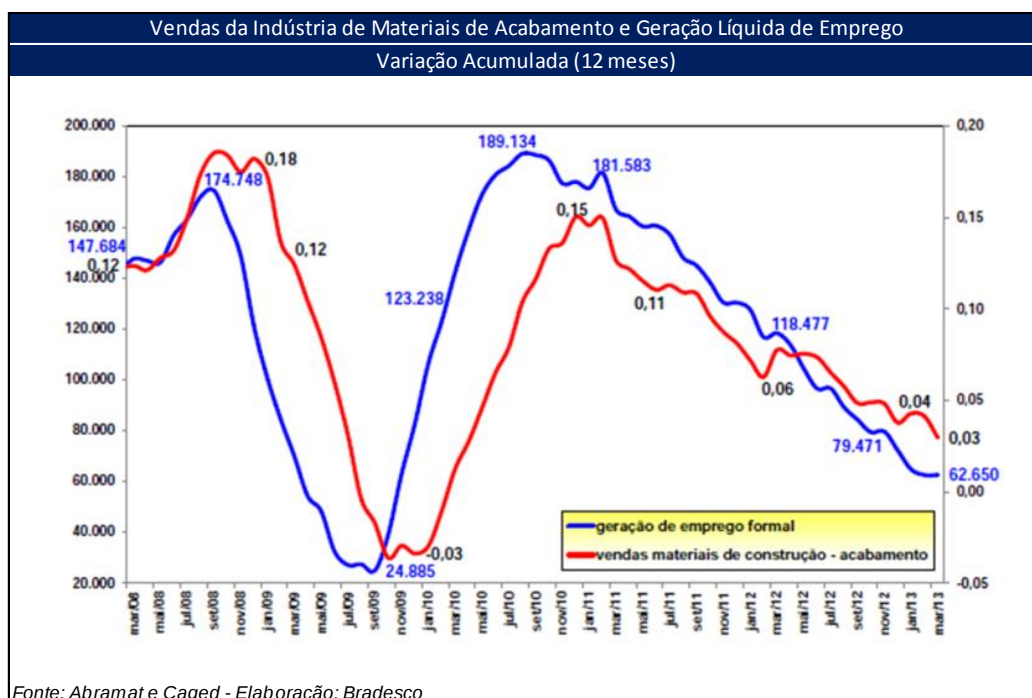
O sub-segmento de Vidros representa pouco mais de R\$4bi de faturamento, dos quais metade vem dos vidros temperados, conforme pesquisa da Abividro (2012):

Faturamento de Vidros Processados						
R\$M	Temperado	Laminado	Tampo Curvo	Espelho	Insulado	Total
2012	2056	734	422	778	46	4037
2011	1813	596	403	788	53	3654
2010	1657	547	321	680	43	3249

Fonte: Pesquisa Abividro (PIA – IBGE)

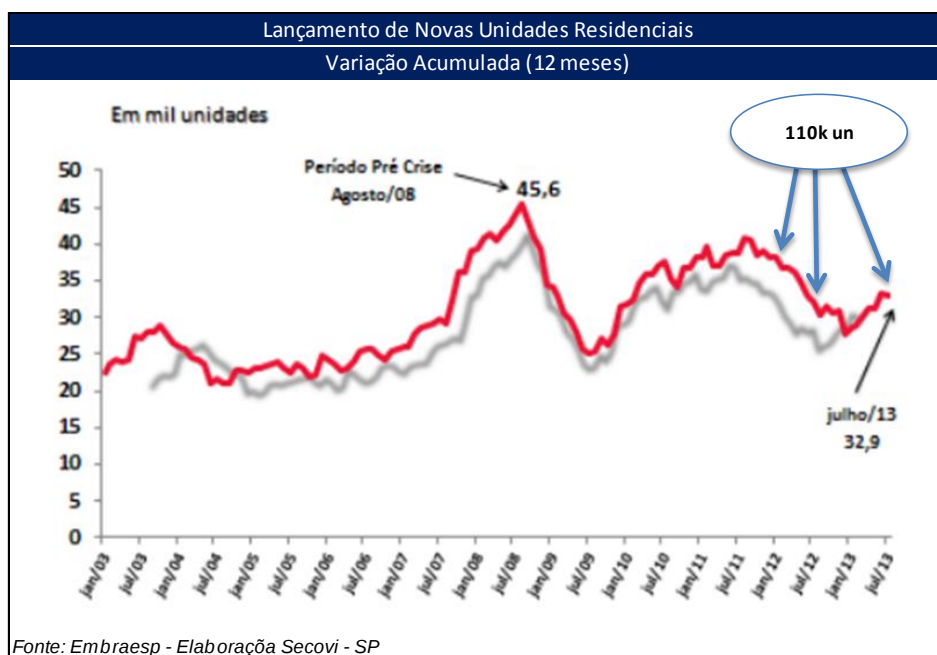
A indústria de vidros e de material de construção como um todo sofre com a volatilidade do setor de construção. Enquanto os lançamentos despencaram no ano de 2009, a indústria de

materiais de acabamento também sofreram a mesma queda, ou seja, os mercados são diretamente relacionados.



Contudo, o segmento de vidros para box e fechamento de sacadas tende a seguir o setor de construção com uma defasagem de 20 a 36 meses, uma vez que apenas quando concluídas as obras que são feitas as encomendas desse tipo de produto.

O número de lançamentos nos últimos três anos tem se mantido relativamente estável o que deve gerar boa demanda para o setor para o médio prazo. O mercado estimado para os próximos três anos é cerca de 110k unidades como observado no estudo da Embraesp:



A maior parte do vidro utilizado em residências é do tipo “Temperado” que deve passar por processo de aquecimento com resfriamento repentino. Isto gera tensões que forçam o vidro a despedaçar caso passe por qualquer avaria aumentando o nível de segurança do produto. O processo é relativamente simples e necessita de um forno de têmpera.

No Brasil existem aproximadamente 800 fornos deste tipo, distribuídos por inúmeras fábricas. Os temperadores são, em geral, empresas pequenas, desestruturadas e muito informais. Relatos de mercado dizem que os mais formais são os que pagam 80% do imposto devido.

Os fabricantes de vidro (ex.: Cebrace, Guardian, etc) não realizam este processo em suas fábricas e tem esses temperadores como seus clientes. A informalidade deles gera um potencial passivo para os grandes fabricantes que podem sofrer fiscalizações da receita para averiguar em que momento da cadeia o imposto deixou de ser pago

A cadeia de fornecimento de vidros pode ser dividida em quatro grupos que se assemelham conforme seu canal de distribuição, são eles: venda direta, venda por representantes, venda para incorporadoras/construtoras e moveleiros.

3.1.1 Venda Direta

O canal de venda direta ao consumidor é composto por produtos de banheiro ou fechamento de ambientes que são comercializados basicamente por Vidraceiros ou Home Centers.

Os produtos de banheiro são: Box de vidro, espelhos, cubas de vidro, tampos de mesa e, eventualmente, outros produtos em vidro. Os produtos de fechamento de ambientes são vidros utilizados no fechamento de áreas abertas (ex.: sacadas), ou áreas semi-abertas (ex.: áreas de serviços).

Vidraceiros

O material vendido por vidraceiros é altamente pulverizado e as vendas são tipicamente realizadas por players próximos às obras. Estas empresas não emitem nota fiscal tendo seu produto final mais barato que concorrentes organizados.

Relatos do mercado apontam que este tipo de profissional costuma ter problemas com atraso na entrega, baixo nível de serviço e alto índice de reclamações.

A informalidade do mercado gera uma vantagem em preço, mas piora no serviço. Acreditamos que existem nichos de mercado que buscarão uma solução mais baseada em preço e outros que procurarão serviço.

Além disso, um maior cerco da Receita Federal a empresas informais deve gerar, no longo prazo, dificuldades para os pequenos vidraceiros. Eles podem se retirar do mercado ou mudar o modelo de negócios deles com o tempo.

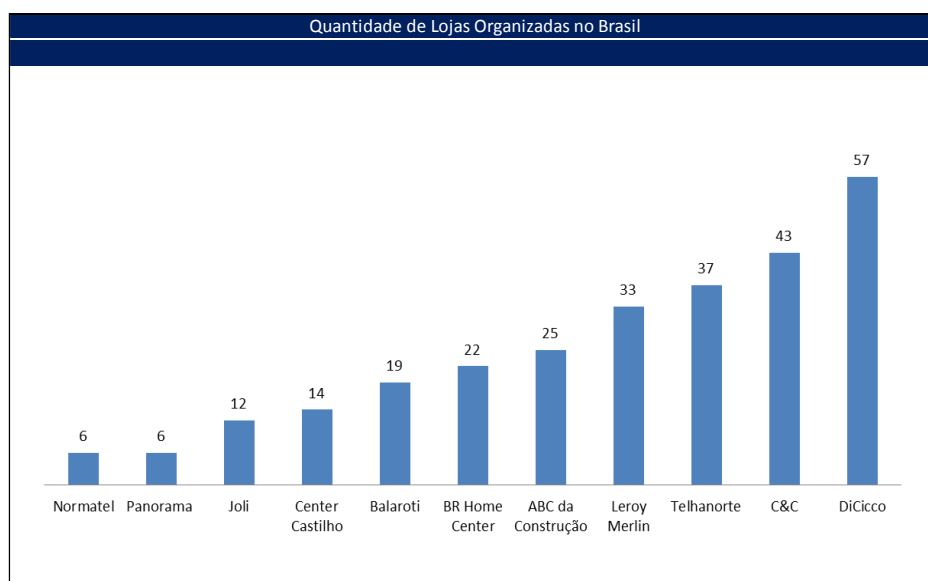
Home Centers

A outra importante forma de Venda Direta é via Home Centers (HC's). HC's são lojas de material de construção que possuem centenas de produtos e também disponibilizam espaço para exposição de serviços e produtos de terceiros. O modelo mais utilizado é o aluguel de

espaço fixo dentro da loja do HC por um valor que gira em torno de R\$1.5k e R\$3.0k/mês. Não são cobrados percentuais sobre os valores vendidos e as vendas são feitas diretamente para os expositores sem intermédio dos HC's.

Atualmente o Brasil conta com mais de 129k lojas de vendas de material de construção segundo a Associação Nacional dos Comerciantes de Material de Construção (ANAMACO). O mercado de varejistas organizados representa cerca de 1k lojas. Ainda segundo a ANAMACO, 74% do faturamento deste mercado no varejo está pulverizado com comerciantes de apenas uma loja, 21% entre 2 e 4 lojas e apenas 5% do setor é de varejistas com mais de cinco unidades de vendas. É prevista uma consolidação desse setor.

Atualmente, os principais grupos lojistas brasileiros com mais de 5 lojas são:



Vale ressaltar que alguns HC's são do tipo *"do it yourself"* não se encaixando como fornecedores de box de banheiro dada a complexidade de transporte e instalação do produto. Alguns varejistas típicos deste mercado são: (antigo) Castorama, Peg Faça e Leroy Merlin.

Este canal de vendas é pouco explorado por vidraceiros informais. Hoje em dia não há um player organizado além da AB que possa suprir de forma sistemática a demanda que os HCs geram. Em pesquisa, notamos que a maior parte das lojas não possui um fornecedor deste material e, quando possuem, são representantes regionais que atuam em lojas específicas.

O fato da AB ser uma empresa formal e estruturada dá a ela a quase que exclusividade desse canal de vendas.

As variações das vendas neste segmento acompanham a sazonalidade de obras dentro dos bairros em que as lojas estão localizadas e são tipicamente maiores entre outubro e novembro, mês onde há uma intensa entrega de novas unidades e quando a maior parte do público pessoa física está capitalizado.

O setor encontra-se sub-penetrado devido à falta de empresas organizadas para atuarem no segmento. Acreditamos que um player organizado que atue na consolidação do fornecimento do serviço para estas lojas, poderá se beneficiar desta sub-penetração do mercado.

3.1.2 Venda por Representantes

O canal de Representantes é composto por pessoas, em geral comissionadas, que indicam a compra do produto. Este segmento pode ser dividido entre agentes autônomos e lojas independentes.

Agentes autônomos na sua maioria são arquitetos que indicam fornecedores de confiança para obras que estão realizando. Os produtos variam desde acessórios de banheiro até fechamento de varanda ou outras soluções de engenharia e vão desde o corte do vidro até sua instalação.

Para este tipo de contato normalmente é oferecido uma comissão de até 15% chamada de “reserva técnica”. Este mercado é altamente pulverizado não possuindo concentração de mais de 100 projetos de pequeno porte por arquiteto.

Lojas independentes são varejistas de produtos ligados a banheiros que comercializam itens como box de vidro, espelhos e outros acessórios de banheiro e instalação. Estes comerciantes são remunerados com um percentual sobre a venda. A maior parte dos fornecedores indicados são vidraceiros de bairro com alto grau de informalidade.

Este mercado também é carente de fornecedores organizados para os produtos de vidro. Relatos de atrasos e baixa qualidade influenciam na imagem dos arquitetos e lojistas que passaram a não indicar mais empresas para este serviço com o passar dos anos.

Acreditamos que a criação de uma empresa com marca forte e que conquiste a confiança destes representantes poderá se beneficiar de mais um canal de vendas que atualmente é sub explorado.

3.1.3 Venda para construtoras / incorporadoras

Construtoras ou incorporadoras são compradores em grande escala de três tipos de produtos relacionados a vidros: Corte e Têmpera, Caixilhos com vidro & produtos de fechamento e área comum.

Corte é a compra do vidro com corte e têmpera que é entregue aos caixilheiros contratados pela construtora para a instalação nas fachadas dos edifícios. Ou seja, este produto só exige o corte, a têmpera e o transporte até o caixilheiro.

Caixilhos com vidro é todo serviço de instalação que contempla o corte/tempera do vidro associado com instalação de todas as esquadrias de fachada.

Áreas comuns do edifício incluem espelhos, vidros para áreas comuns, tampos de mesas, vidros para portões basculantes, entre outros. Este serviço é composto por corte/têmpera do vidro e instalação.

O canal de construtora tem o benefício de permitir vendas em volumes mais expressivos. Porém, como se esperaria, possui margens mais apertadas. As margens são piores para Corte e Caixilhos uma vez que há uma forte pressão dos compradores por preço, mas melhores nas

áreas comuns. Isso porque já que a qualidade do produto final impacta a percepção do comprador do apartamento sobre a qualidade da obra como um todo.

Este é o canal mais concorrido no fornecimento de vidro, onde grandes fornecedores possuem presença. Entretanto a alta demanda pelo produto impulsionada pelo crescimento do mercado da construção civil não foi acompanhada pelas empresas de vidro. Segundo constatamos, as grandes incorporadoras brasileiras possuem problemas no fornecimento de vidro e estão dispostas a desenvolver novos fornecedores. Acreditamos que players organizados com margem competitiva possam se aproveitar do interesse destas incorporadoras.

3.1.4 Moveleiros

Moveleiros são empresas que vendem móveis e materiais para as residências.

A indústria de móveis caracteriza-se pela reunião de diversos processos de produção, envolvendo diferentes matérias-primas e uma diversidade de produtos finais, e pode ser segmentada principalmente em função dos materiais utilizados (madeira, metal e outros), assim como de acordo com os usos a que são destinados (em especial móveis para residência e para escritório). Além disso, devido a aspectos técnicos, as empresas, em geral, são especializadas em um ou dois tipos de móveis, como por exemplo, de cozinha e banheiro, estofados, entre outros.

O setor se caracteriza pela predominância de pequenas e médias empresas que atuam em um mercado muito segmentado. Destacam-se, entre outras, as empresas Tok&Stok e Etna. Ambas possuem um consumo de vidro que gira em torno de R\$5M-R\$10M anuais.

Os principais produtos demandados por este setor são tampos de mesa, espelhos, pés para mesas, fechamento de portas, etc.

Além de grupos de grande porte como Tok&Stok e Etna, o restante do mercado possui fornecedores regionais (tipicamente de bairro) e trabalham com baixo consumo dado que não há grande produção em escala já que há uma concentração de “peças únicas”.

O fornecimento é composto pelos serviços de corte, têmpera e embalagem, sendo que a logística fica por conta dos próprios compradores, no caso das grandes redes, ou por conta dos produtores dos vidros no caso das empresas de menor porte.

3.1.5 Principais players do setor com atuação em São Paulo

Fornecedores para o mercado de banheiro:

Divinal Vidros: Principal concorrente da AmericanBox, empresa possui 3 lojas físicas atuando na região de SP e BH. Possuem fornecimento dos vidros Blindex. Produzem desde produtos para banheiro como box de vidro e tampos de mesa, quanto soluções de engenharia. Possuem mão de obra própria para instalação. Possuem fábrica de 23k m² e faturamento estimado de R\$100M por ano. Porém não fazem instalação dos box, delegando a atividade para pequenos vidraceiros. São os líderes de mercado.

Pronto Socorro do Vidro: Empresa possui 3 lojas físicas e um canal de vendas online e televidas. Trabalham com todos os tipos de vidro para casa e indústria moveleira. Possuem todo o processo de corte e têmpera mas não fazem instalação. São distribuidores dos vidros da Guardian.

Atlantic Box: Rede com 8 lojas físicas distribuídas por São Paulo. Comercializam produtos de banheiro como box, tampos entre outros. Possuem mão de obra própria para instalação porém não instalam em toda a região metropolitana de São Paulo se limitando apenas às regiões próximas as lojas físicas (sul/oeste). Faturamento estimado é de menos de R\$1M por ano.

Fornecedores para incorporadoras:

Dorma: Multinacional que atua no Brasil principalmente no fornecimento de portas automáticas. São conhecidos mundialmente pela excelência em molas. Possuem toda a tecnologia e fabricação das ferragens. Atuam no mercado de obras de engenharia e fechamento de ambientes

Pilkington: multinacional especializada na produção de vidros automotivos e para construção civil. Possuem todo o processo de corte e têmpera. Fornecem para todas as grandes construtoras. Também dominam a produção de vidros e são concorrentes da Saint Gobain em todo o mundo. No mercado para construção civil atuam apenas em obras de arte grande porte.

BrazilGlass: Atuam preponderantemente no mercado de obras de engenharia, entre corte e instalação atuando em fachadas. Possuem fábrica com 12k m² e produzem cerca de 18 toneladas de vidros cortados por ano.

Glassecc Viracon: Produzem vidros principalmente para obras de engenharia atendendo incorporadoras, construtoras e profissionais autônomos. Fornecem para as maiores construtoras. Empresa de pequeno porte.

Nota-se que quase nenhum produtor de vidro temperado realiza a instalação sendo que a maioria repassa o serviço para os vidraceiros. A alta complexidade no serviço faz com que estes produtores não queiram lidar com o negócio já que é intensivo em mão de obra. Também há grande complexidade em lidar diretamente com o consumidor final sendo assim, a maior parte dos produtores não trabalha nesse mercado.

3.1.6 Produtos

O setor pode ser dividido em uma série de sub-atividades. As principais estão descritas a seguir:

Produtos de Banheiro: São vidros que estão presentes dentro dos banheiros sendo o Box do chuveiro e o espelho os mais comuns. Há também tampos de pia, cubas e outros materiais secundários na mesma área. O produto é composto por corte e tempera do vidro, montagem

das ferragens (no caso do Box), transporte até o cliente e, em alguns casos, a instalação na casa do consumidor final.

Fechamento de Ambientes: São vidros utilizados para fechamento de áreas abertas ou semi-abertas. O produto é composto por corte e tempera do vidro, montagem das ferragens, o transporte até o cliente e a instalação na casa do consumidor final.

Instalação de Esquadrias/Caixilharia: Esquadrias são as janelas, portas e qualquer outro acabamento que possa ser encontrado nas fachadas ou em áreas internas dos edifícios e residências utilizando vidros. O produto é composto por corte e tempera do vidro, montagem das ferragens, transporte até o cliente e instalação na obra ou para o consumidor final.

Corte e Tempera: O produto é composto apenas pelo corte do vidro bruto nas medidas solicitadas, o processo de tempera e a entrega para o cliente que pode ser o consumidor final, moveleiros ou incorporadoras.

3.1.7. Análise

Em primeiro lugar estamos confortáveis com o tamanho do mercado. Mesmo com a desaceleração no lançamento de empreendimentos desde 2009, nota-se que ainda há um grande número de unidades para serem entregues nos próximos 36 meses.

O setor possui pouca complexidade e, portanto alta concorrência em praticamente todos os canais de vendas. Dentre os possíveis canais, destacam-se os de venda direta, o canal de obras de engenharia e obras de arquitetura.

Podemos dividir o mercado de venda direta entre os formais e os informais. Os principais fornecedores formais são AmericanBox, Divinal e Atlantic Box. Enquanto a AmericanBox atua no *fulfillment* do processo, a Divinal atua apenas na parte fabril produzindo para vidraceiros e a Atlantic Box atua na outra ponta, comprando de temperas e vendendo apenas a instalação. Acreditamos que fornecer todo o processo pode gerar margens mais atrativas para o negócio, tendo como principais riscos manter uma estrutura administrativa suficientemente grande para lidar com o consumidor final e mão de obra intensiva de instaladores próprios.

Por outro lado, apenas a AmericanBox investe em expansão de seus canais de venda através da abertura de lojas nos HCs. Acreditamos que esta estratégia é diferenciada uma vez que já há a demanda pelo produto originada pelos consumidores dos HCs que atualmente não é suprida por falta de fornecedores.

Já o mercado informal é bastante pulverizado e caracterizado basicamente por preços mais baixos. Não está claro se o consumidor final busca um nível de serviço alto com valor agregado em instalação e marca ou se ele apenas buscará preço na hora de escolher. De qualquer forma, acreditamos que a criação de marca e a presença nos principais HCs pode atrair grande parte dos consumidores que buscam serviços confiáveis.

Obras de engenharia possuem o ambiente mais concorrido de fornecedores, porém ainda são pouco organizados ou não possuem capacidade para absorver a demanda gerada pela alta de vendas do mercado. Acreditamos que há a pressão das incorporadoras para a criação de um

novo fornecedor organizado e confiável e que a AmericanBox está bem posicionada dada sua capacidade ociosa e nova gestão profissional.

Por fim, obras de arquitetura possuem como principal pilar a qualidade do material e confiança do arquiteto que fez a indicação. Apenas um bom trabalho comercial acompanhado da capacidade de entrega em alto nível poderá gerar um canal de vendas recorrentes. A AmericanBox tem investido na criação de um time comercial especializado para este segmento e poderá capturar bons contratos nos próximos anos.

3.2 AmericanBox

Nova Vidro Indústria e Comércio S.A. (“Nova Vidro”), iniciou suas atividades operacionais em dezembro de 2012, quando foi adquirida pela Nova Vidro Participações S.A. na forma de uma Unidade Produtiva Isolada (“UPI”) através de leilão judicial da UPI originária da Vidropol Indústria e Comércio S.A. em Recuperação Judicial. Pelo desenho feito para a aquisição, a Nova Vidro não carrega nenhum passivo da antiga empresa, estando livre de ônus trabalhistas e tributários e sem obrigações financeiras originárias da recuperanda.

Posteriormente ao leilão, alguns credores financeiros questionaram no TJ-SP os valores da novação dos créditos contra a Recuperanda aprovados regularmente na assembleia geral de credores e obtiveram sentenças favoráveis. Não houve questionamento quanto à regularidade da aquisição da UPI pela Nova Vidro Participações S.A., apenas quanto ao valor pago aos credores no âmbito do leilão.

Após a sentença favorável aos credores que questionaram o TJ-SP, o processo foi encaminhado para segunda instância e está em julgamento. Segundos os advogados envolvidos o risco de perda no Supremo é remoto dada a jurisprudência. Porém em caso extremo, o valor total da causa gira por volta de R\$2M. O Luciano acredita ser possível comprar o crédito desses credores por algo como R\$150k.

A Nova Vidro é a detentora da marca AmericanBox (AB) que é responsável pela produção e implantação de produtos em vidro tanto para fechamento de ambientes quanto para banheiros. Sua única linha de negócios é composta pela comercialização e instalação destes produtos.

A empresa domina desde o processo fabril de corte e têmpera dos seus produtos até a instalação no consumidor final, atuando apenas na região metropolitana de São Paulo. Atualmente é a única empresa com serviço completo de produção e instalação do segmento no Brasil.

Sua fábrica esta instalada em São Bernardo do Campo próximo a Rodovia dos Imigrantes. O prédio é um *built-to-suit* realizado com um investidor imobiliário (Verset Ballarin) com contrato de longo prazo e aluguel de R\$75k mês. A área é de 5k m² e a atual capacidade de produção considerando 3 turnos e o maquinário existente é de cerca de 30k m² de vidro/mês.

Atualmente são produzidos apenas 7k m²/mês utilizando apenas um turno. O índice de perdas da fábrica varia entre 2% para peças menos complexas no corte (quadradas) e 10% em peças

que possuem cantos curvos ou são redondas. O índice médio está entre 5% e 10% variando conforme a espessura da chapa (8mm ou 10mm).

A AB possui parceria com a fornecedora de vidro Cebrace pela qual recebe uma bonificação de 15% sobre todas as compras de matéria prima em troca de colocar o logo da Cebrace em seus produtos. Com isso ela paga na média a menos de R\$20/m² pelo vidro comprado, sendo que a média do mercado para o produto está em R\$27/m². Este acordo melhora a competitividade de seus produtos gerando em troca exposição de marca de seu fornecedor.

A companhia possui 20 lojas físicas, além do televendas que estão distribuídas da seguinte maneira:

PDVs Atuais - AmericanBox	
	Qtd Lojas
Telha Norte	7
C&C	7
Center Castilho	4
DiCico	1
Lar Center	1
Televendas	1
Total	21

Para atender a todas as lojas a AB possui um SAC central localizado na fábrica e uma equipe de aproximadamente 40 funcionários no setor administrativo. Aliado a isso, possui cerca de 40 instaladores mais cerca de 40 outros funcionários que tocam a produção.

Seus produtos são vendidos através de três canais: venda direta, a venda por representante e a venda para o mercado moveleiro.

3.2.1 Venda Direta

O canal de venda direta da empresa está dividido entre três grupos: venda em HCs, televendas e loja própria.

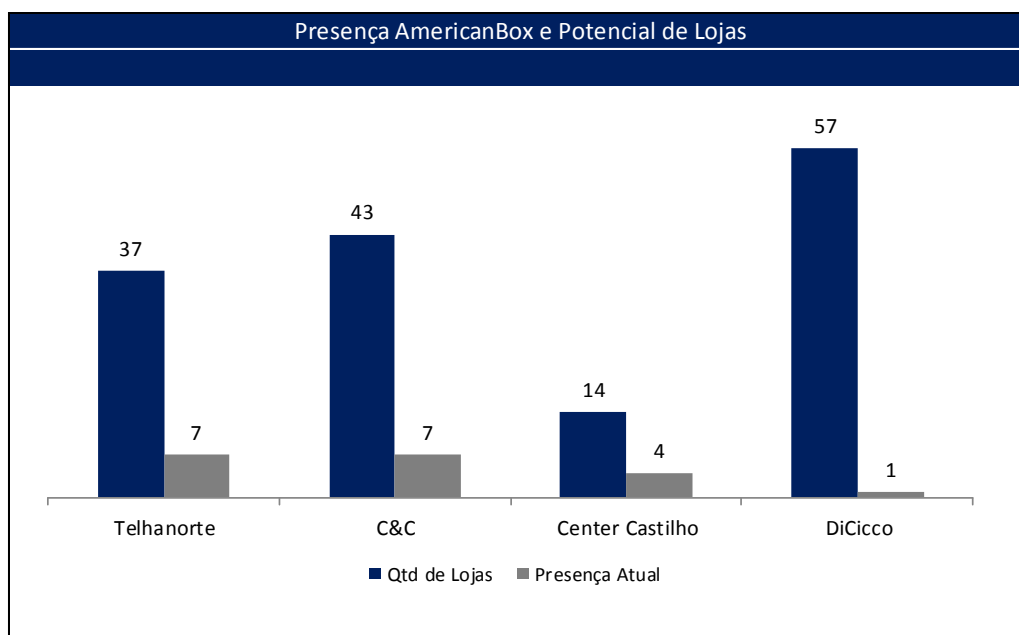
3.2.1.1 HCs

Os contratos de locação de espaço nos HCs são feitos através de pagamento mensal que varia entre R\$1,5k e R\$3,0k conforme a localização da loja e o tamanho do stand de vendas. Não há taxa variável atrelada às vendas.

Nesse momento, a AB está negociando exclusividade com as seguintes redes: TelhaNorte, C&C, Center Castilho e Dicico. Uma vez assinadas, em contrapartida, a AmericanBox deverá abrir lojas em diversas filiais do varejista e terá exclusividade na comercialização dos produtos de box de vidro e fechamento de ambientes nas unidades abertas.

A exclusividade, mesmo não assinada, já acontece na prática. Em conversa com o Diretor de expansão do C&C e ficou claro que não há a intenção de criar concorrentes entre seus fornecedores.

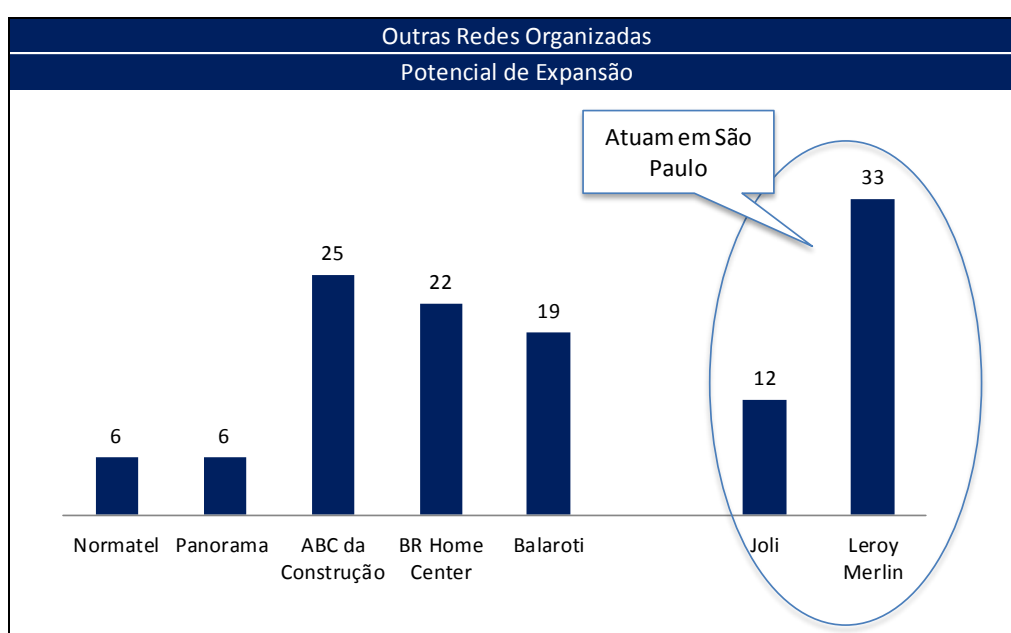
A atual penetração nestes varejistas ainda é bastante tímida frente ao potencial, como se pode observar no gráfico a seguir:



As lojas que ainda não há um stand da AB, não possuem nenhum outro fornecedor para os produtos de vidro.

Além disso, existem outros grupos de HCs onde a AB ainda não possui stand. Estes grupos também não possuem nenhum fornecedor para os produtos de vidro.

Existem redes de grande porte que ainda não foram atendidas pela AB e que não possuem nenhum fornecedor para o serviço. Algumas destas ficam localizadas fora do Estado de São Paulo sendo que seria necessário investimento em novas plantas para atendimento destes locais. Por outro lado, ainda há HCs em São Paulo que podem fazer parte da expansão da AB.



Estas lojas tem presença espalhada pelo Brasil. Normatel, Panorama e ABC da Construção estão presentes em apenas um estado enquanto as outras estão em pelo menos três chegando a seis no caso da BR Home Center.

Este canal de vendas representou cerca de 50% do total de receitas da AB em 2013, com ticket médio de R\$55k por mês por loja e vendas na casa de 80 unidades (entre box de vidro, fechamento de sacada e espelhos) por mês por loja.

3.2.1.2 Televendas

O televendas da AB recebe ligações oriundas de seu site e de contato passado por consumidores do produto. Mesmo sem a empresa investir em mídia, esse canal representa 20% das vendas da companhia com uma margem de contribuição de 20% (a melhor dentre todos os canais da AB).

3.2.1.3 Lojas Próprias

A AB possui apenas uma loja própria que fica localizada dentro do Lar Center, Shopping especializado em móveis e produtos para casas. A empresa paga ao operador do shopping um aluguel mensal de R\$16k pelo espaço.

Esta loja sozinha representa 13% das receitas da AB.

Venda por Representantes

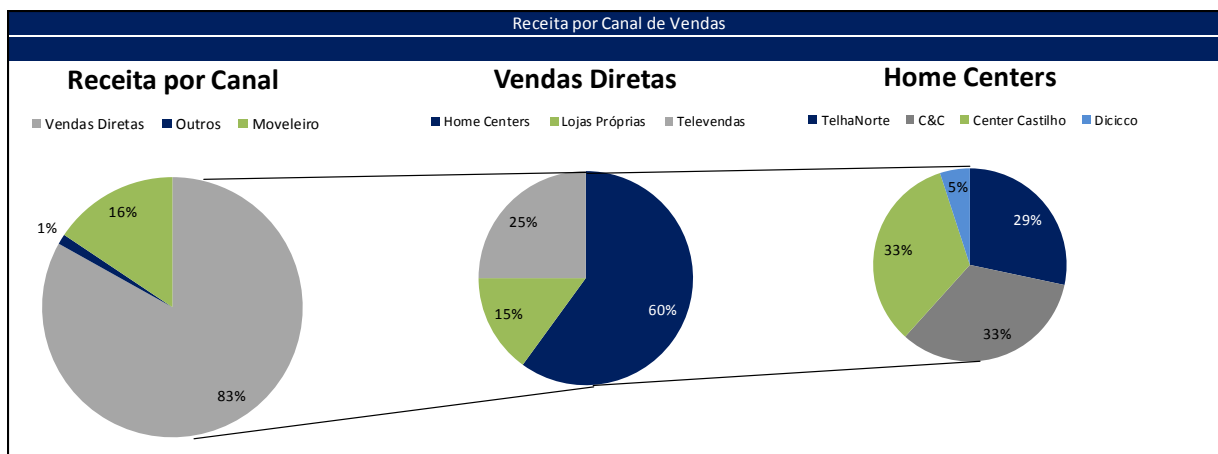
Até o início de 2013 esse canal era inexistente para a empresa. A nova gestão recém contratou uma equipe comercial especializada para atuar neste canal, mas ainda sem resultados expressivos. Até outubro de 2013 havia representado apenas 1% das receitas da empresa. Entretanto, no início de novembro a AB fechou um contrato de R\$500k com margem de 20% para a instalação dos vidros de uma nova unidade da loja da Porsche em São Paulo e existiam diversos outros orçamentos que haviam sido enviados e estavam em processo de análise. Estimativas da companhia é que este canal gere até R\$3M por ano de receita com margem na casa dos 20%.

3.2.2 Moveleiro

A AB fornece grande parte do vidro comercializado nas lojas Tok&Stok. Para esta operação, a AB possui uma linha totalmente individualizada com embalagem própria e um processo fabril também diferente. A distribuição para este produto é fornecida pela Tok&Stok.

As receitas desta área são de R\$235k/mês que representam cerca de 16% do total de receitas da AB até outubro de 2013, mas no passado este valor já foi R\$400k/mês. A margem dos produtos varia entre 17% e 20%, sendo que a média está em 19%.

Estimativas da AB é que a receita deste segmento recupere a casa dos R\$400k mensais até o segundo semestre de 2014.



3.2.4 Produtos:

AmericanBox possui três linhas de negócio apresentadas a seguir:

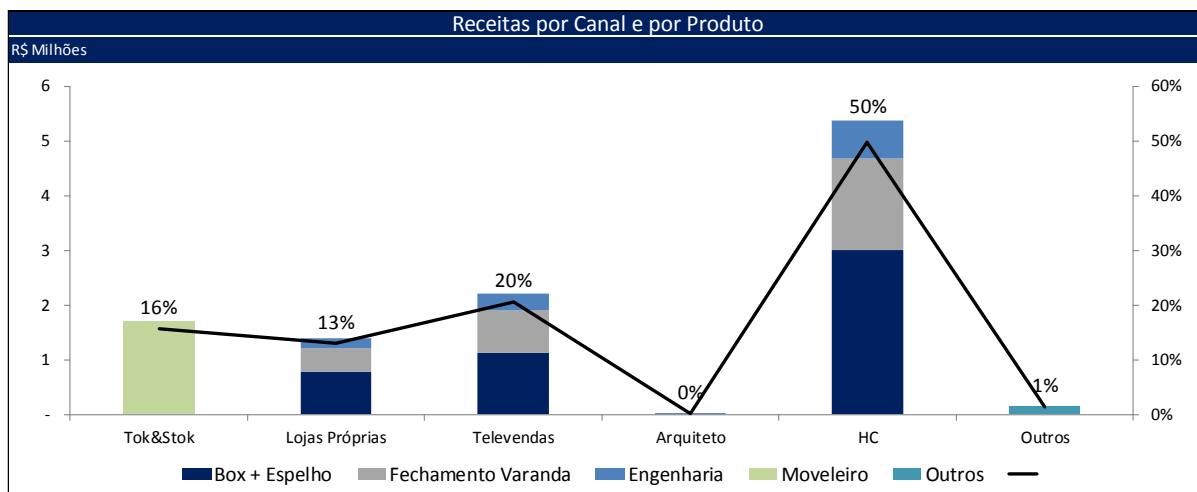
Produtos de Banheiro: A empresa possui linha de espelhos, box de vidro e todo material para uso interno em banheiros. Todos os produtos são fabricados pela AB que também possui a logística de entrega e mão-de-obra de instalação. Todas as ferragens são compradas com terceiros. Este produto representa 46% das receitas da empresa.

Fechamento de Sacadas: Fechamento de sacadas é uma linha nova de negócios da companhia que ainda não foi amplamente difundida. Os produtos vão desde o corte e têmpera do vidro, até a instalação. Da mesma forma do que com produtos de banheiro, todas as ferragens são compradas de terceiros e instaladas pelas equipes de montagem da AB. Fechamento de sacadas representa 27% das receitas da companhia.

Outros Fechamentos de Ambiente (Engenharia): Este produto é constituído pelo corte e têmpera do vidro até a instalação. Os clientes são incorporadoras/construtoras que necessitam de vidros para vitrines de lojas, áreas comuns de edifícios, etc. O faturamento deste segmento representa 11% do total das receitas da empresa.

Tok&Stok: Atualmente a AB atua no mercado moveleiro apenas fornecendo os tampos de vidro e espelhos da Tok&Stok. Esta linha de produtos representa 16% das receitas da companhia.

Outros: Linha diversa de itens, em geral relacionada a manutenção de produtos instalados.



3.3 Plano estratégico

O plano estratégico da AB para os próximos 18 meses é baseado em alguns pilares:

1. **Expansão da atuação nos HCs:** Atualmente a AB possui conversas avançadas para formalização da exclusividade de comercialização de produtos de box de vidro e fechamento de varanda nos seguintes HCs: TelhaNorte, Diccico, Center Castilho e C&C. Cada nova loja demanda investimento que varia de R\$5k até R\$30k dependendo da área disponibilizada pelo varejista. Assim que os contratos de exclusividade sejam confirmados haverá pressão dos HCs para a instalação em todas as lojas de suas redes. Com isso, a AB passaria de 19 lojas para cerca de 65 em um curto espaço de tempo, podendo chegar a mais de 80 até 2015. Somente essa expansão é suficiente para aumentar as vendas da companhia passando dos atuais R\$18M ano para algo como R\$50M ano.
2. **Expansão para área de Engenharia:** O atual mercado de engenharia é carente de fornecedores confiáveis. A AB está buscando aprovação de grandes incorporadoras e foi aprovada pela Gafisa, PDG e Bueno Netto. Espera-se para os próximos meses que grande parte da capacidade ociosa de sua fábrica seja ocupada com esta linha de negócios. Espera-se alcançar algo como R\$10M de receita/ano neste segmento. Nesse momento, existem mais de R\$17M em orçamentos feitos que estão em análise nas incorporadoras. Estima-se que em 2014 este número alcance R\$50M com uma taxa de conversão de 20% e margem na casa dos 15%.
3. **Parceria com Arquitetos:** A AB já começou um programa para se aproximar de arquitetos de renome que já começaram a sinalizar diversas obras para os próximos meses. Em novembro houve a aprovação da primeira obra em uma loja da Porsche em São Paulo. O contrato foi de R\$500k com margem de 20%. Há atualmente R\$1,5M de orçamentos em análise que foram realizados nos últimos 3 meses. Estima-se que para 2014 este número supere os R\$6M com taxa de conversão de 20% podendo chegar a um faturamento de R\$1,2M. A margem do segmento gira em torno de 20%.
4. **Imobiliárias/Administrador de Condomínio:** A empresa vem buscando parceria com administradores de edifícios em um modelo de comissionamento onde o

administrador fica com um *fee* sobre as vendas na indicação para os condomínios em que atuam. (não foi modelada qualquer receita com essa estratégia)

- 5. Venda casada com incorporadoras:** A penetração em incorporadoras e construtoras nos projetos de Engenharia pode ser interessante, mas com uma margem baixa. Por outro lado, a abertura do canal possibilitaria uma eventual expansão para venda casada de produtos de banheiro no ato da compra do apartamento, possibilitando o financiamento junto com o imóvel. Caso esse modelo vingue, a empresa poderá ter um grande salto de vendas. (não foi modelada qualquer receita com essa estratégia)

3.4 Projeções Financeiras

As projeções financeiras são baseadas nas seguintes premissas principais:

- Abertura de 45 lojas até Julho de 2014 com receita média mensal de R\$65k, Capex de R\$20k e Margem de contribuição por loja de 23%.
- Aumento gradual das receitas da Tok&Stok dos atuais R\$235k mensais para R\$400k até outubro de 2014
- Novas receitas de projetos de construtoras (R\$6,5M anuais) e arquitetos (R\$2,5M anuais) com margem média de contribuição de 15% para construtoras e 20% para arquitetos.
- Melhoria no processo de instalação com a transformação dos atuais terceirizados em CLT com bonificação gerando um ganho de 3%.
- Mudança na forma de bonificação dos vendedores das lojas, gerando ganho de 1,5% na margem de contribuição do canal de vendas diretas e HCs.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Receita Bruta	18.248.765	56.083.436	74.618.463	81.195.616	87.385.878	93.576.140	99.766.402
Receita Líquida	14.370.902	44.165.706	58.762.040	63.941.548	68.816.379	73.691.211	78.566.042
(%) Receita Bruta	79%	79%	79%	79%	79%	79%	79%
Custo de Produção	(11.641.942)	(34.083.901)	(45.044.682)	(48.893.735)	(52.565.776)	(56.237.817)	(59.909.858)
(%) Receita Líquida	81%	77%	77%	76%	76%	76%	76%
Margem Bruta	2.728.960	10.081.805	13.717.357	15.047.813	16.250.603	17.453.394	18.656.184
(%) Receita Líquida	19%	23%	23%	24%	24%	24%	24%
Despesas Operacionais	(3.416.075)	(5.982.959)	(7.293.880)	(7.776.314)	(8.230.369)	(8.684.424)	(9.138.480)
Ebitda	(687.115)	4.098.846	6.423.478	7.271.500	8.020.234	8.768.969	9.517.704
(%) Receita Líquida	-5%	9%	11%	11%	12%	12%	12%
Depreciação	-	-	-	-	-	-	-
Resultado Financeiro	-	-	-	-	-	-	-
IR	(63.628)	(614.827)	(820.107)	(968.161)	(968.161)	(968.161)	(968.161)
Lucro Líquido	(750.743)	3.484.019	5.603.371	6.303.339	7.052.074	7.800.809	8.549.543
(%) Receita Líquida	-5%	8%	10%	10%	10%	11%	11%
Dívida Líquida	(6.562.789)	(4.995.412)	(2.932.661)	(1.542.531)	(568.590)	(440.000)	-
Dívida Líquida / Ebitda	9,6	1,2	0,5	0,2	0,1	0,1	-

3.5 Saída

A característica principal de casos de “*special situations*” são atuações rápidas com entradas em ativos depreciados que serão consertados em um curto espaço de tempo para retomar o valor que a empresa já teve no passado e realizar a venda.

Com o plano estratégico consolidado, a empresa deverá ter atingido um tamanho no qual será lucrativa, mas com diversas oportunidades de crescimento e melhoria operacional ainda não exploradas.

Isso significa que um futuro comprador da AB ainda terá diversas fontes de ganho com o negócio, o que aumenta a atratividade do ativo para venda. Em outras palavras, o gestor de um *special situation* deixa dinheiro na mesa para um futuro comprador em troca de conseguir fazer um giro rápido do ativo.

Os compradores naturais para o negócio são:

- **Fabricantes de Vidro.** Os maiores fabricantes de vidro que atuam no Brasil (Cebrace – Saint Gobain, Vivix, UBV, etc), não possuem penetração no consumidor final. Alguns destes canais já demonstraram interesse em associar suas marcas à AmericanBox dando incentivos e patrocinando eventos em nome da AB. Estas marcas já sinalizaram que tem interesse em comprar a AB.
- **Fundo de Private Equity.** Com o plano inicial de recuperação e *turnaround* implementado, ainda haverá amplo espaço para crescimento do negócio. Diversos fundos de *growth* olharão para a empresa com bons olhos dado o profissionalismo que esta sendo implantado e ausência de passivos em decorrência da UPI.
- **Outros Estratégicos locais.** Com a presença nos HCs consolidada, fabricantes de produtos complementares (pia, vaso sanitário, banheiro) podem ter interesse na AB como estratégia de expansão de produto.

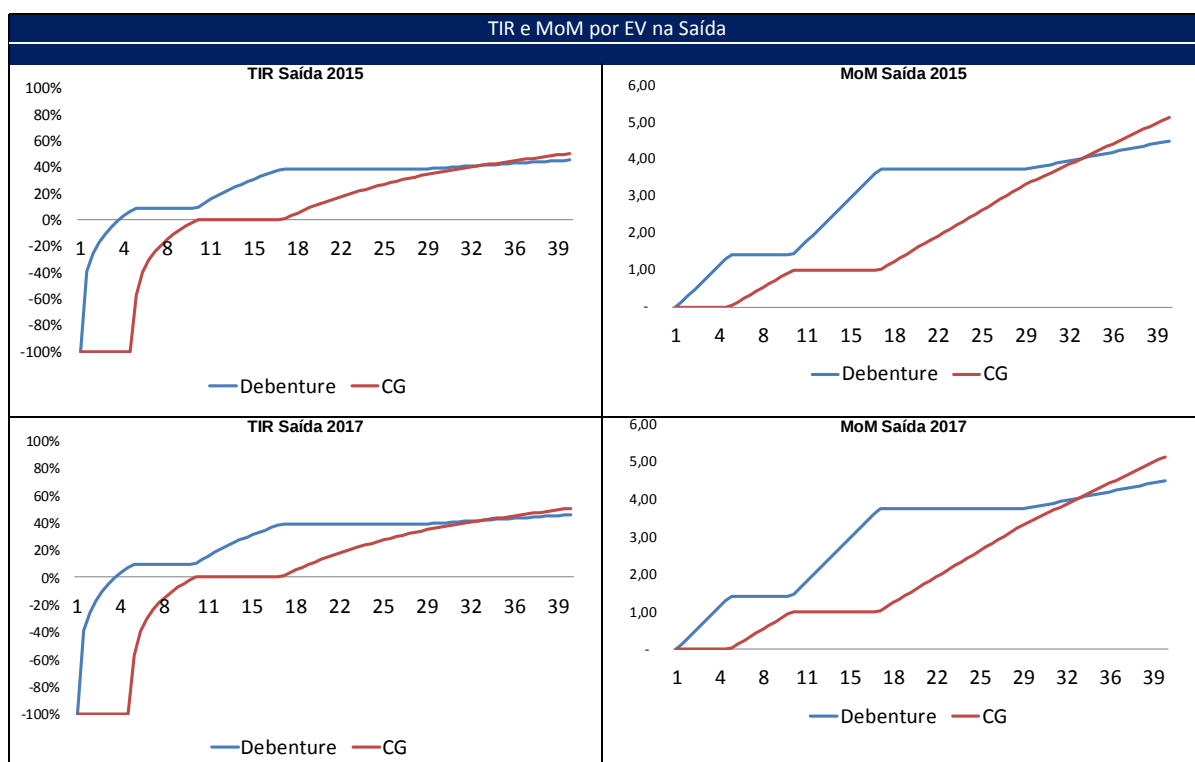
3.6 Estrutura de Investimento

O investimento na American Box se dará através da emissão de Debêntures com Warrants em montante equivalente a R\$3m.

Essas debêntures terão como remuneração básica o CDI e serão amortizadas em 54 meses com 6 meses de carência. Além disto, as debêntures terão uma remuneração adicional na estrutura de Warrants que funciona da seguinte forma:

- Até que os debenturistas tenham recebido seu capital corrigido por IPCA+30% a.a. os acionistas da AB receberão apenas o principal investido por eles na empresa.
- Após o recebimento do retorno preferencial, os acionistas da AB terão um catch-up até que eles também tenham recebido o principal investido por eles corrigido por IPCA+30%a.a.

- Após esse momento, os debenturistas receberão o equivalente a 20% do valor de venda/dividendos da AB



3.7 Governança

Apesar de sermos apenas debenturistas da empresa, negociamos diversas cláusulas de governança que são importantes para nosso investimento:

- Key Man: Luciano deve permanecer no comando da operação durante todo o investimento ou apresentar sucessor que seja aprovado pela maioria dos debenturistas.
- Remuneração: A CG Capital na figura de Luciano e Marcos poderão retirar apenas R\$30k/mês a título de pró-labore da empresa durante o investimento. Qualquer transação com partes relacionadas deve ser aprovada pelos debenturistas.
- Preferência de Distribuição: Dividendos devem ser antes usados para quitar as debêntures e sua remuneração preferencial antes de serem distribuídos para a CG.
- Venda: Assim que a empresa atingir R\$10m de EBITDA, a CG deverá contratar banco de primeira linha para realizar a venda da empresa. Isso não impede que a venda possa ocorrer antes.
- Conselho: Participaremos de conselho da AB a ser realizado mensalmente onde serão discutidas as realizações do mês, objetivos para o próximo período e revisão dos planos estratégicos.

- Direitos a Informação: Teremos direito a receber mensalmente informações financeiras gerenciais da companhia, trimestralmente balancete não auditado e anualmente dados auditados da AB.

3.8 Retorno Projetado

Nossa projeção é de venda da AB em 24 meses por algo como 6x EBITDA. Nessas condições, teríamos um retorno de 3.37x o capital investido com uma TIR de 84%. Mesmo a venda a múltiplos mais baixos e em prazos mais longos, não impacta significativamente o retorno projetado:

TIR e MoM por Múltiplo de Ebitda na Saída						
	2014	2015	2016	2017	2018	
4,0x	46%	59%	48%	41%	38%	
5,0x	73%	71%	55%	46%	40%	
6,0x	100%	84%	61%	50%	43%	
7,0x	128%	95%	67%	54%	46%	
8,0x	155%	106%	73%	57%	48%	
9,0x	182%	116%	78%	61%	51%	

	2014	2015	2016	2017	2018	
4,0x	1,46	2,51	3,21	3,97	5,02	
5,0x	1,73	2,94	3,70	4,50	5,40	
6,0x	2,00	3,37	4,18	5,04	5,99	
7,0x	2,28	3,80	4,67	5,57	6,57	
8,0x	2,55	4,23	5,15	6,11	7,16	
9,0x	2,82	4,65	5,64	6,64	7,74	

3.9 Riscos e Mitigantes

Existem uma série de riscos para esse negócio. Porém acreditamos que a maioria esteja devidamente mitigada. Além disso, a assimetria de retorno para essa transação parece justificar os riscos encontrados.

Não possibilidade de abertura de novas lojas: Caso a AB não seja capaz de abrir novas lojas em HCs, parte importante do plano de crescimento não será implementado o que pode impactar drasticamente o EBITDA esperado do negócio.

Mitigante: Conversamos com representantes da C&C, Dico e Center Castilho e todos se mostraram favoráveis a abertura de novas lojas, reforçaram a tese da AB e demonstraram confiança na nova gestão. No caso do C&C, já existe um plano de expansão pré definido que será executado até meados de 2014.

Informalidade do setor: Atualmente a AB possui um preço que 20% superior ao de seus concorrentes devido à informalidade dos players do mercado. Ainda não está totalmente claro se o consumidor busca preço ou experiência com a marca.

Mitigante: Existe uma clara tendência em diversos setores da economia de formalização, impulsionada por uma atuação mais forte da Receita Federal. Essa tendência deverá tirar a vantagem competitiva dos informais criando grandes oportunidades para players já formalizados que poderão tomar o mercado dos informais (que poderão deixar de operar

devido a dívidas com o fisco ou ter de reajustar preço para levar em conta impostos). A AB já consegue sobreviver no mercado da forma como ele está. Acreditamos que no médio/longo prazo, essa situação só tenda a melhorar.

Sucessão na Recuperação Judicial: antigos credores da recuperanda podem querer invalidar a assembléia que deliberou a venda da UPI criando a Nova American Box. Existe um processo de antigos credores que vai para o STJ demandando um maior preço da aquisição dos créditos financeiros.

Mitigante: Existe jurisprudência no caso Varig/Gol de que não há sucessão no caso de UPIs. Além disso, o valor do pleito é relativamente baixo (dívida a valor de face de R\$2m que seria quitada a um percentual disso) e não gera risco para o negócio.

4. Análise do Investimento / Conclusão

O investimento na American Box parece ser uma excelente oportunidade de se beneficiar do nascente mercado de *special situations* no Brasil. A empresa vem passando por uma recuperação de suas atividades após sua aquisição pela CG. Ainda existem diversos desafios em seu processo de reestruturação, porém acreditamos que ela esteja perto da virada o que garantiria uma geração de valor estruturada e de longo prazo.

A soma de um gestor competente com uma empresa que possui claras vantagens competitivas no mercado em que atua são os fatores decisivos em nossa decisão pelo investimento.

Acreditamos que o investimento possui um retorno assimétrico. Existe uma boa chance de termos 3-5x nosso capital investido em um prazo de 18 a 24 meses. Esse potencial de retorno mais do que compensa a chance de perda de capital com o investimento. Além disso, a estrutura de debêntures negociada reduz ainda mais a chance de perda de capital com a transação.

Como benefício adicional, acreditamos que o investimento em AB seja uma forma de desenvolvermos relacionamento com essa nova classe de ativos o que melhorará a decisão de investimentos em prol de nossos cotistas no médio/longo prazo

Porém dada a novidade do setor para a Spectra e tese um pouco mais arriscada do que a média das oportunidades que vimos encontrando, sugerimos um investimento de R\$750k para o Fundo, ou 2.5% de seu AUM.