

**CARTA AO INVESTIDOR 1T2017**

- GESTÃO EM FOCO
- PORTFOLIO OVERVIEW
- AMBIENTE DE MERCADO

## GESTÃO EM FOCO

# EVOLUÇÃO NO *FRONT* DOMÉSTICO POSITIVO

### AOS CLIENTES DA APEX CAPITAL:

Prezados investidores,

No primeiro trimestre de 2017, o fundo **Apex Ações FIC FIA** subiu **+6,88%** contra +7,90% do Ibovespa. O fundo acumula **+67,41%** desde o início em Novembro de 2011 enquanto o Ibovespa acumula +14,26% para o período.

O fundo **Apex Infinity Long Biased FIC FIA** subiu **+9,49%** no trimestre e **+91,52%** desde o início de suas operações em Agosto de 2012 ao passo que o Ibovespa acumula +11,83% e o CDI 63,01%.

O **Apex Equity Hedge FIC FIM** subiu **+5,52%** no primeiro trimestre e **+85,73%** desde o seu início, enquanto o CDI teve, respectivamente, rentabilidade de +3,03% e +74,20%.

### O primeiro trimestre teve uma evolução positiva no *front* doméstico.

Taxas de inflação mais baixas permitiram que o Banco Central do Brasil acelerasse o ritmo de reduções de juros (iniciadas em outubro de 2016) proporcionando um impulso para a performance das empresas expostas ao mercado doméstico embora uma recuperação mais convincente da atividade econômica ainda esteja por vir.

As ações de setores Cíclicos Globais inicialmente tiveram um impulso positivo, mas acabaram devolvendo os ganhos mais ao final do trimestre, na medida em que se configurou o fracasso da tentativa de reforma do sistema de saúde americano por Trump/Ryan. Nossa impressão é que o mercado estava apostando no “reflation trade” antes mesmo da eleição de Trump. Depois, em função do chamado “Trump trade”, aumentaram as apostas de um crescimento econômico mais rápido; e agora está recuando de volta para o “reflation trade” original. Ao que tudo indica, o mercado está tentando atingir novos preços de equilíbrio em linha com a tendência do “reflation trade”, que, a nosso ver, ainda persiste.

Nossos investimentos em ações de empresas defensivas com mais sensibilidade aos juros tiveram um bom desempenho no trimestre. No entanto perdemos em ações de empresas Cíclicas Globais, que sofreram impacto negativo com a queda do preço do aço no final do trimestre, juntamente com o dos metais em geral.

O desempenho positivo da carteira em termos absolutos foi devido às posições em Bancos, Serviços Financeiros, Serviços Públicos, Transportes & Logística, Habitação, Bens Industriais e Mineração.

### Mantemos a visão que será muito importante monitorar a agenda legislativa no 2T17, à medida que seja votada a Reforma da Previdência.

Entendemos que não se trata de uma reforma fácil de ser aprovada em nenhum país do mundo. No entanto enumeramos as razões pelas quais o governo, a nosso ver, será capaz de aprová-la no Congresso:

- 1) Os partidos que formam a base política do governo no Congresso não têm oposição ideológica à reforma;
- 2) O governo tem a maioria de votos necessários para aprovar a reforma no Congresso, conforme ele já demonstrou com a aprovação do pacote de medidas do Teto dos Gastos;
- 3) Este governo tem demonstrado boa capacidade de negociação;
- 4) Os partidos de oposição estão fracos e não têm sido capazes até agora de organizar qualquer oposição significativa à reforma;
- 5) Os membros dos partidos da coalizão do governo entendem a importância da aprovação da reforma para a recuperação da atividade econômica. Isto é crucial para aumentar as chances de serem reeleitos e para que um deles possa se tornar um candidato viável nas eleições presidenciais de 2018.

### Nós acreditamos que a aprovação da reforma da Previdência irá abrir o caminho para uma retomada mais consistente do crescimento econômico, ainda que a um ritmo lento.

Espera-se também, que uma vez aprovadas essas reformas constitucionais, as reduções das taxas de juros de curto prazo serão sustentadas por melhorias nos fundamentos e mudanças estruturais. Este ambiente permitirá que as taxas de juros reais se contraiam ainda mais. O decorrente custo de capital mais baixo deve, provavelmente, nos levar a uma expansão dos múltiplos das empresas.

Ainda vemos os próximos meses mais voláteis com relação ao processo de negociação da reforma da previdência e ao longo do mês de março aproveitamos para implementar algumas estratégias de proteção.

## GESTÃO APEX CAPITAL

# PORTFOLIO OVERVIEW CYRELA, DURATEX, ITAÚ UNIBANCO E VALE

Atualização de alguns investimentos:

## CYRELA

Nós originalmente investimos na Cyrela, em novembro de 2015 por acreditar que a companhia iria sair da crise econômica mais forte que as suas competidoras e oferecendo uma melhor relação de risco-retorno. Há três anos, a empresa decidiu desacelerar lançamentos e isso, em função da redução da demanda por imóveis, se verificou ter sido a medida correta. A Cyrela agora irá gerar aproximadamente 15% de retorno de Fluxo de Caixa Livre em 2017. A qualidade da carteira de vendas está melhor em comparação com um ano atrás e melhor em termos relativos dentro do setor de construção civil no Brasil. Acreditamos que a empresa esteja bem preparada para atingir um ponto de inflexão no setor, pois tem uma carteira robusta de pedidos e não vai precisar fazer grandes investimentos a fim de acelerar seu crescimento, suas margens e sua rentabilidade. Nos próximos 3 anos, acreditamos que a empresa vai distribuir R\$ 2 bilhões na forma de dividendos em dinheiro e entregar um Retorno sobre o Patrimônio um pouco acima de 10%.

## DURATEX



Investimos em Duratex em março de 2016. Nos últimos anos, uma combinação de expansão de capacidade e queda no volume de vendas (-14% de 2013 a 2016) levou a empresa a baixas taxas de utilização de capacidade nas operações domésticas da divisão de painéis de madeira (estimamos ~ 50%). O baixo índice de utilização levou a uma destruição do preço e consequentemente margens

mais deprimidas (a divisão de painéis de madeira da Duratex apresentou uma margem de 17,4% em 2016 – em comparação, a média histórica de 30%). **No decurso dos próximos dois a três anos, vemos espaço para a Duratex mais que dobrar seu EBITDA (Lucro antes de Juros, impostos, depreciação e amortização) sem ter que fazer grandes investimentos** (investimentos em manutenção, apenas). A título ilustrativo, o EBITDA de 2016 foi de R\$ 681 milhões comparado a um pico de R\$ 1,164 bilhão em 2013, destacando-se que a empresa teve uma expansão de capacidade de 24% em meados de 2013, o que acarretou uma contribuição insignificante para os resultados daquele ano. Embora a empresa tenha anunciado recentemente aumentos de preços de 10% a 15% para abril/maio de 2017, ainda consideramos que é uma tese para o médio a longo prazo.

## ITAÚ UNIBANCO

**Os resultados do 4T16 nos mostraram que os créditos em atraso estão em queda**, em função de estarem se beneficiando da decisão do Banco de diminuir os níveis de risco da carteira de crédito antes dos seus competidores. O Itaú anunciou, também, **que irá aumentar o percentual de pagamento de dividendos para 35% a 45% (de 30% anteriormente)**. Estimamos, além disto, uma elevação dos custos inferior à inflação nos próximos anos, devido, principalmente, ao crescimento do banco digital e a um uso mais intensivo da tecnologia. Para 2017, esperamos um crescimento dos lucros um pouco acima de 10%, já que as provisões devem cair mais de 30% este ano. A concorrência no setor de bancos está mais racional e mais concentrada do que antes, devido à aquisição do HSBC pelo Bradesco e do Citi pelo Itaú. Os bancos estatais também deram indicações de um crescimento mais baixo das suas carteiras de crédito em 2017, o que constitui bom sinal para as margens cobradas no setor. **Consideramos que o**

**banco esteja negociando a uma relação Preço/Lucro para 2018 de 9,5x, avaliação atrativa, tendo em vista suas perspectivas de crescimento.**

## VALE

O desempenho do preço das ações da Vale é muito correlacionado com o que se passa com os preços do minério de ferro e com os fundamentos da China.

**No entanto, um fato relacionado com a governança corporativa que começou a se materializar no 1T17 deve contribuir para que a ação comece a ser negociada a múltiplos mais próximos aos das suas comparáveis no mercado internacional.**

Um novo Acordo de Acionistas foi protocolado e deverá entrar em vigor em agosto de 2017. A nova estrutura acionária incluirá as seguintes alterações:

A conversão voluntária de ações preferenciais (VALE5) em ações ordinárias (Vale3) na proporção proposta de 0,9342 ordinárias para cada ação preferencial.

A Valepar, que é a acionista controladora da Vale (formada pela Bradespar, Litel, Mitsui e BNDESPar) será incorporada com um prêmio de 10% às suas ações, o que implica uma diluição de 3% para os acionistas minoritários.

Mudança do Estatuto Social da Vale:

O Conselho de Administração será composto por 12 membros, hoje são 11. Haverá um novo membro independente. Isso está em conformidade com as exigências do Novo Mercado da BM&Fvespa em relação ao número de membros independentes no Conselho de Administração.

100% de Tag-along: Garantia de igualdade de tratamento a todas as ações ordinárias através de uma oferta pública obrigatória para aquisição de todas as ações em circulação da empresa, no caso de transferência de controle.

Poison Pill: oferta pública obrigatória para aquisição de todas as ações da empresa, caso qualquer acionista

possuir uma participação acionária igual ou superior a 25% das ações em circulação com direito a voto.

Será executado um novo acordo de acionistas a fim de proporcionar mais estabilidade para a empresa durante a sua transição para uma nova estrutura corporativa sem controle definido. A duração do novo acordo de acionistas será inicialmente de 3 anos.

**A Vale se tornará uma genuína corporation, com mais empoderamento e independência ao seu time de gestão.**

A empresa também anunciou Fabio Schvartsman como seu novo CEO. Congratulamo-nos com esta decisão, pois ele tem um histórico muito positivo na Klabin e na Ultrapar.

## AMBIENTE DE MERCADO A REFORMA DA PREVIDÊNCIA

Como mencionado anteriormente, um ambiente político relativamente estável no Brasil, com condução das reformas propostas é uma pré-condição para a materialização do nosso cenário base, sendo que a aprovação da Reforma da Previdência em 2017 é a mais importante de todas elas. Para o Presidente Temer ser capaz de aprovar as reformas, ele tem que se certificar de que sua coalizão de apoio está consolidada e funcionando. Isto tem sido um desafio, dado o amplo envolvimento de membros do Congresso em investigações de corrupção. O governo não vai ser capaz de cumprir o teto de gastos, se não aprovar a Reforma da Previdência, comprometendo, portanto, o financiamento do déficit fiscal e a sustentabilidade do financiamento da sua dívida.

**Uma vez aprovada a Reforma da Previdência, os mercados financeiros deverão dar menos foco para notícias negativas relacionadas ao não cumprimento da meta fiscal por parte do governo.** A razão para isto é o fato de que o governo iria transmitir a mensagem de que está lidando com a questão do desequilíbrio fiscal por meio de ajustes estruturais e que está dando sustentação às expectativas de que o ritmo de crescimento da dívida

pública é sustentável no longo prazo. A manutenção de um cenário externo benigno é outra pré-condição para a realização do nosso cenário base de forma que a dívida do governo seja percebida como financiável, sustentando assim a estabilidade do Real (por isto é relevante a aprovação da Reforma da Previdência).

### Cenário externo:

Há dois pontos significativos que podem afetar o nosso cenário para China (que exclui um pouso forçado no curto prazo): 1) a disputa comercial entre a China e os

EUA, e 2) as saídas de capital mais elevadas se o aperto na política monetária dos EUA for maior que o estimado.

E no que se refere aos Estados Unidos, os aspectos relevantes no curto prazo são: 1) as políticas comerciais de Donald Trump, 2) riscos geopolíticos, e 3) a habilidade de negociação de Trump com o Congresso dos Estados Unidos.

Obrigado pela confiança.

Apex Capital Ltda.

AS INFORMAÇÕES CONTIDAS NESTE DOCUMENTO SÃO DE CARÁTER EXCLUSIVAMENTE INFORMATIVO, A APEX CAPITAL NÃO COMERCIALIZA NEM DISTRIBUI QUOTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTOS OU QUALQUER OUTRO ATIVO FINANCEIRO. FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR, DO GESTOR, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO – FGC. ESTE FUNDO TEM MENOS DE 12 (DOZE) MESES. PARA AVALIAÇÃO DA PERFORMANCE DE UM FUNDO DE INVESTIMENTO, É RECOMENDÁVEL A ANÁLISE DE, NO MÍNIMO, 12 (DOZE) MESES, ESTE FUNDO DE COTAS APLICA EM FUNDO DE INVESTIMENTO QUE UTILIZA ESTRATÉGIAS COM DERIVATIVOS COMO PARTE INTEGRANTE DE SUAS POLÍTICAS DE INVESTIMENTO, TAIS ESTRATÉGIAS, DA FORMA COMO SÃO ADOTADAS, PODEM RESULTAR EM SIGNIFICATIVAS PERDAS PATRIMONIAIS PARA SEUS COTISTAS. OS FUNDOS DE AÇÕES PODEM ESTAR EXPOSTOS A SIGNIFICATIVA CONCENTRAÇÃO EM ATIVOS DE POUCOS EMISSORES, COM O RISCO DAÍ DECORRENTES. LEIA O PROSPECTO E O REGULAMENTO ANTES DE INVESTIR. ADMINISTRADOR/DISTRIBUIDOR: BNY MELLON SERVIÇOS FINANCEIROS DTVM S,A, (CNPJ: 02,201,501/0001-61), AV, PRESIDENTE WILSON, 231, 11º ANDAR, RIO DE JANEIRO, RJ, CEP 20030-905, TELEFONE: (21) 3219-2500, FAX: (21) 3919-2501 WWW,BNYMELLON,COM,BR/SF - SAC: SAC@BNYMELLON,COM,BR OU (21) 3219-2600, (11) 3050-8010, OUVIDORIA: OUVIDORIA@BNYMELLON,COM,BR OU 0800 725 3219, LANÇAMENTO DO FUNDO: 30 DE NOVEMBRO DE 2011. RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS.

