

**CARTA AO INVESTIDOR 2T2017**

- GESTÃO EM FOCO
- PORTFOLIO OVERVIEW
- AMBIENTE DE MERCADO

## GESTÃO EM FOCO

# EVOLUÇÃO NO *FRONT* DOMÉSTICO POSITIVO

### AOS CLIENTES DA APEX CAPITAL:

Prezados investidores,

No segundo trimestre de 2017, o fundo **Apex Ações FIC FIA** caiu **4,04%** contra 3,21% do Ibovespa. O fundo acumulou +2,56% no 1S17 e +60,64% desde o início do fundo em Novembro de 2011. O Ibovespa acumulou +4,44% no 1S17 e +10,59% desde o início do fundo.

O fundo **Apex Infinity Long Biased FIC FIA** caiu **3,03%** no segundo trimestre e acumulou +6,17% no 1S17 e +85,71% desde o início do fundo em Agosto de 2012. O Ibovespa acumula +4,44% no 1S17 e +8,24% desde o início do fundo.

O **Apex Equity Hedge FIC FIM** subiu **0,28%** no segundo trimestre e acumula +5,81% no 1S17 e +86,25% desde o início do fundo Novembro de 2011. O CDI subiu 2,55% no 2T17 e acumulou 5,66% no 1S17. O CDI acumula 78,64% desde o início do fundo.

### Presidente Temer é gravado em áudio sugerindo que ele sabia de propinas pagas ao ex-presidente da Câmara,

Eduardo Cunha (atualmente detido sob acusação de corrupção e considerando um acordo de delação premiada). As propinas, recebidas em troca do silêncio de Cunha, aparentemente teriam tido o apoio de Michel Temer. Em outras palavras, teoricamente a gravação sugere que Temer sabia que estava em curso uma obstrução de justiça por parte do grupo de empresas JBS.

Em termos de fundamentos, o segundo trimestre transcorria bem, em linha com as premissas do nosso

cenário básico, até que essa manchete atingiu o mercado. No primeiro trimestre percebemos a evolução de uma série de eventos positivos. Sinais de melhora tanto no mercado de trabalho como na renda real constituíam bons presságios para investimentos baseados em consumo. As empresas estavam divulgando números melhores em vendas e/ou melhores indicações para os próximos 18 meses. Os investidores estavam considerando que era hora de revisões positivas nas projeções de resultados.

Antes do escândalo político, estávamos bem perto de elevar nossa projeção de crescimento do PIB de 2017. A economia cresceu 1% no 1T17 em relação ao trimestre precedente, em termos ajustados sazonalmente.

Na arena política, a agenda legislativa estava sendo gerida de forma a conseguir a aprovação da Reforma da Previdência, ainda que com algum atraso e algumas alterações em relação ao projeto original enviado ao Congresso. Estávamos vendo alguns problemas estruturais do País serem endereçados por membros do executivo e do legislativo.

Quando foi divulgada a notícia do escândalo, o mercado reagiu mal. Investidores começaram a considerar o impacto negativo sobre a atividade econômica, uma desaceleração da recuperação e/ou uma nova queda. Companhias expostas ao mercado doméstico e estatais foram as mais afetadas, impactando nossas alocações.

**No segundo trimestre, as maiores exposições foram em:** Bancos e Serviços Financeiros; Consumo Discricionário com Varejo, Shoppings e Construção; Materiais Básicos com Mineração e Siderurgia; Utilidades Públicas; e Energia.

A performance positiva em termos absolutos foi observada nas posições em Consumo Básico, Saúde, Transporte, Educação, Serviços Financeiros, Utilidades

Públicas, Programa de Fidelidade e Varejo de Viagens, Papel & Celulose e Mineração. As performances negativas foram em Habitação, Serviços Públicos, Indústria de Transformação, Operadoras de Shoppings, Varejo, Alimentos & Bebidas, Papel & Celulose e Aço.

Muito embora algumas das nossas maiores alocações como Localiza, BVMF e BB Seguridade tenham apresentado boas performances, as acusações contra o Presidente Temer em 17 de maio geraram um impacto significativo sobre os preços das ações no Brasil com implicações negativas sobre nosso portfólio.

### Fizemos algumas alterações no portfólio.

Reduzimos nossa alocação em bancos em vista do potencial de revisões menores das projeções de lucros em decorrência da necessidade de manutenção de provisões mais altas para devedores duvidosos em 2017 e 2018. A divisão de negócios com pessoas jurídicas pode ter um pior desempenho com os clientes enfrentando maior dificuldade de refinar suas dívidas. Receitas com Tarifas e Serviços devem crescer também, a um ritmo mais moderado. Carteiras de crédito devem levar mais tempo para se recuperar e começarem a crescer a taxas mais altas. Também desinvestimos de Rumo (operadora ferroviária) que depende de financiamento de longo prazo do BNDES.

Aproveitamos a onda de venda generalizada para elevar nossa exposição a empresas de alta qualidade com histórico de resiliência na execução. Aumentamos alocações em Construtoras, Serviços Financeiros, Transporte, Varejo e Shoppings. Fizemos novos investimentos em Varejo de vestuário, Telecomunicações e Alimentos & Bebidas.

### Transcorridos dois meses após as manchetes políticas, constatamos o

**seguinte:** A tendência do cenário externo, já há algum tempo, é favorável para os mercados emergentes, conforme mencionado em cartas anteriores. Ela proporciona um certo amortecimento em caso de reveses no Brasil. Investidores estão alocando em *carry trade*, sustentando eventuais depreciações do Real. Cada compra de ETFs (*Exchange Traded Funds*) de mercados emergentes contribui para fazer o preço das ações Brasileiras subir – é o paradigma dos *ETFs*.

### Entendemos que está em curso uma lenta recuperação econômica no Brasil.

As empresas relatam que houve uma queda repentina na execução durante os 10 a 15 dias subsequentes ao escândalo, mas, ao que tudo indica, a atividade retornou à tendência apresentada antes que o escândalo atingisse o mercado.

Isto está sendo confirmado pela melhora que temos constatado no mercado de trabalho. O crescimento da população empregada ainda é negativo, mas está tendendo a zero. A massa salarial teve elevação de 2,2% em termos reais desde Set/16; a renda média também se elevou 3,6% desde Jun/16 (embora parte dessa mudança se explique por uma mudança na composição da força de trabalho); e a taxa de desemprego sazonalmente ajustada se estabilizou. Se essa tendência continuar, a taxa de desemprego deverá cair no 4T17.

Além disto, é interessante destacar que o nível do endividamento das famílias apresenta tendência de queda, embora a um ritmo lento, tanto incluindo os créditos hipotecários, como excluindo. O comprometimento da renda das famílias com o serviço da dívida vem permanecendo constante, em grande

medida devido às altas taxas de juros. Com o afrouxamento da política monetária, é de se esperar uma melhora nesse indicador. Na ausência de um grande choque negativo, o consumo dos domicílios deverá impulsionar a recuperação econômica no próximo ano, e, neste caso, também, a um ritmo lento.

Apesar da menor confiança, percebida desde o escândalo, o ciclo de afrouxamento monetário do Banco Central está em andamento e pode, no momento oportuno, alimentar o crescimento econômico e consequentemente, o preço das ações. Qualquer melhora no ambiente político pode contribuir para esta dinâmica. O nível atual de prêmio de risco (*Equity Risk Premium*) agregado é o mais alto desde 2011, superando a média histórica dos últimos 10 anos.

**Estamos confiantes que o portfólio de maneira geral, bem como as empresas em que aumentamos alocações, estão bem posicionadas** para navegar as incertezas no horizonte, conquistando, organicamente, participação de mercado de suas respectivas competidoras.

Taxas de juros mais baixas deverão contribuir para o resultado das empresas que estão mais saudáveis. Durante a crise econômica, a maioria das companhias do nosso portfólio passou por processos de redução de custos, bem como de desalavancagem do Balanço Patrimonial, devendo consequentemente desfrutar de uma maior geração de fluxo de caixa de agora em diante. Isto é essencial para a questão da normalização das margens.

## PORTFÓLIO OVERVIEW

### B3, CYRELA, ENERGISA, LOCALIZA, PETROBRAS



**Gostamos do case de B3 como geradora de caixa**, oportunidades de sinergias de receitas, despesas e impostos após a integração da aquisição da Cetip, diversificação de negócios e linhas de receita; e vantagens competitivas e dominância como a única bolsa hoje no Brasil.

Esperamos aproximadamente R\$ 100 milhões em redução de custos nos próximos 3 anos e um benefício fiscal próximo a R\$ 4 bilhões em 7 anos, elementos que ajudarão a geração da caixa e crescimento de lucro esperado para a companhia.

Entendemos que a barreira de entrada para um competidor hoje é alta, dado que a B3 é dominante sobre todo o mercado de bolsa e registros no país. Ela possui processos operacionais e tecnológicos já bem estabelecidos com seus parceiros tornando o custo de mudança para uma outra bolsa bastante elevado.

Ainda no 2º trimestre a empresa apresentou uma vitória na câmara inferior do CARF com relação a amortização do ágio gerado pela fusão entre BM&F e Bovespa. Entendemos que a Procuradoria Geral da Fazenda poderá apelar da decisão, porém vemos como positivo para a empresa pois cresce a probabilidade de ganho da disputa envolvendo os anos de 2008 e 2009 e também novos possíveis questionamentos a partir de 2012. Esse risco jurídico é uma pendência que existe já há algum tempo e o passivo em questão é de aproximadamente 10% do valor de mercado da companhia.

Temos monitorado eventuais mudanças tecnológicas que o DLT (*distributed ledger technology* – onde o mais difundido hoje é o *blockchain*) possa trazer ao negócio. Vemos a companhia estudando e trabalhando no tema [apexcapital.com.br](http://apexcapital.com.br)

e ainda não é claro que seja um risco negativo; a companhia vem se relacionando com diversos empreendedores e novas empresas no setor e comenta da existência de diversos acordos assinados para a eventualidade de identificar novas tecnologias/operações que façam sentido para seu negócio. De qualquer forma, os órgãos reguladores brasileiros são talvez a principal barreira de entrada contra uma descentralização tecnológica como o DLT.

## CYRELA

A companhia divulgou o resultado operacional do 2T17 em julho e foi acima das nossas expectativas revisadas e do consenso de mercado. **Vendas líquidas cresceram 35% no 2T17 comparado ao 2T16 e 45% do primeiro para o segundo trimestre de 2017.** Isto ainda em um ambiente de cancelamentos altos. Velocidade de vendas (*sales over supply*) foi de 10% no trimestre, resultado 3% acima do trimestre passado. Também vimos bons resultados operacionais divulgados por outras empresas do setor. Helbor, por exemplo, reportou vendas líquidas com crescimento de 34% ano-a-ano e 6% de um trimestre a outro. MRV, a maior empresa no segmento de baixa renda, também reportou bons resultados e crescentes sequencialmente, vendas líquidas cresceram 12% ano-a-ano e 11% de um trimestre a outro. Observamos que o setor não sofreu operacionalmente após o escândalo político como imaginamos inicialmente.

## ENERGISA

Desde o início da nossa alocação de capital na empresa em seu *ReIPO* em Julho de 2016, embora sujeita a

algumas oscilações de receita por efeitos climáticos, a empresa tem entregue uma sequencial melhora de resultados operacionais, comprovando sua qualidade de gestão. **Nos próximos 3-4 trimestres, a empresa passará por importantes revisões tarifárias** (até aqui bem sucedidas e nas quais estamos bem confiantes), o que deve levar a companhia a novos patamares de resultados. Em adição, uma forte exposição à Selic acaba beneficiando a empresa em termos de resultados financeiros, potencializando melhoras de lucro.

Além da qualidade operacional, vemos a empresa bem posicionada para potencial consolidação do setor e geração de valor, em especial em ativos da Eletrobras nas regiões Norte/Nordeste. O management é bastante racional e mostra disciplina de capital, como observado no recente leilão de linhas de transmissão.



**Seguimos vendo Localiza como a grande beneficiada pela consolidação do setor de car rental no Brasil.** Além da escala que coloca-se como importante barreira de entrada no setor, bem como na qualidade da gestão, a empresa conseguiu manter crescimento de resultados mesmo em cenário adverso e de queda de atividade econômica nos últimos anos.

A divulgação do resultado do segundo trimestre mostrou 32% de crescimento de resultado por ação, puxado por 29% de crescimento de volume no *RAC* (*rent-a-car*) e boa performance de margens em

seminovos. Nos últimos 4 meses, a empresa aumentou sua frota em quase 30 mil carros, chegando a 150 mil, o que deve garantir a manutenção do forte ritmo de crescimento de volumes acima de 2 dígitos dos últimos 6 trimestres. Projetamos forte crescimento de resultados nos próximos dois anos à luz da qualidade de execução operacional, da relevante queda de juros e da provável recuperação econômica. Acreditamos possível que a empresa entregue um CAGR (taxa anual de crescimento composta) acima de 20% entre 2017-19.

Apesar da melhora de posicionamento da Movida como principal competidor nos últimos trimestres, vemos um ambiente racional de disputa por participação de mercado entre as maiores empresas do setor. E, dentro desse cenário, com menor custo de dívida e de aquisição de veículos, provenientes da escala, a Localiza coloca-se irremediavelmente como principal vencedora.

## PETROBRAS

Enfim podemos ver a Petrobras como uma empresa de petróleo. Após anos de definição de preços baseado mais em políticas governamentais no país do que pela boa governança empresarial e preços internacionais de petróleo, **a nova gestão comandada por Pedro Parente tem conseguido uma política de preços cada vez mais alinhada aos parâmetros de mercado,** inclusive com reajustes de preço intervalados por poucos dias.

Além da política de preços, como alicerce para a sustentabilidade econômica da empresa, a política de desinvestimentos (mesmo que ainda entregando aquém ao prometido) e forte racionalização do *Capex*, saindo de US\$ 45-50 bi para próximo de US\$ 15 bi/ano, tiraram a empresa da situação de stress financeiro de 1-2 anos atrás.

Além da sequencial melhora de resultados operacionais, vemos cessão onerosa e desinvestimento de refino como potenciais mudanças de paradigma no sentido de perpetuar uma gestão mais racional da empresa ao diminuir a possibilidade de interferência de futuros governos na gestão.

Dada a alta alavancagem financeira, pequenas melhoras de múltiplo ainda tem impactos relevantes no valor da ação. Cada 0,5x no *EV/EBITDA* equivale a mais de R\$ 3/ação.

## AMBIENTE DE MERCADO

**A nosso ver, o cenário político ainda deve gerar ruído, com acusações de lado a lado.** Participantes do mercado estão concentrando a atenção na probabilidade de – independentemente do presidente Michel Temer ficar no poder – a equipe econômica permanecer até o final do atual mandato presidencial. Desde que o cenário externo continue favorável, as contas públicas, o ponto fraco fundamental do Brasil não deve empurrar o País para uma espiral negativa. O foco deverá ser as eleições presidenciais de 2018. Mas isso é assunto para uma outra Carta.

Nosso cenário básico é o Presidente Temer conseguir terminar seu mandato, não havendo novas provas de delitos, acusações ou protestos significativos nas ruas. Apesar das turbulências políticas, o Congresso conseguiu aprovar a Reforma Trabalhista (que é muito importante) e o orçamento de 2018 antes do recesso de julho.

**Há ainda três principais medidas que o governo pretende aprovar antes do final deste ano:**

- 1) O fim da desoneração da folha de pagamento (o que poderia gerar volumes importantes de receitas, contribuindo para que o governo atinja suas metas fiscais nos próximos dois anos);
- 2) A criação da TLP (a nova taxa de juros de longo prazo a ser empregada nos empréstimos do BNDES);
- 3) A Reforma da Previdência – a mais importante das reformas.

### As três medidas deverão enfrentar

**dificuldades.** Em particular no que se refere à Reforma da Previdência, quanto mais tempo o governo perder se defendendo das denúncias, menor a probabilidade de que Congresso encontre uma janela de oportunidade para aprovar a reforma ainda durante o mandato de Michel Temer. Mesmo que, mais adiante, haja esta oportunidade, o desenlace mais provável é a aprovação de uma versão mais branda do projeto original.

### Estimamos, agora, um crescimento do

**PIB próximo a zero no 2T17**, +0,3% em 2017 e +2% em 2018 (comparado a +2,5% antes). Projetamos uma taxa de inflação de 3,0% em 2017 (comparado a 6,3% em 2016). Acreditamos que há mais espaço para o Banco Central reduzir taxas de juros de curto prazo, nossa projeção é 7,5% ao final de 2017 (comparado a

13,6% ao final de 2016). E por último, projetamos o câmbio a R\$3,30 ao final deste ano (comparado a R\$3,25 ao final de 2016).

O cenário externo está favorável para os mercados emergentes, com as economias nos mercados desenvolvidos registrando crescimento (a índices baixos) e ainda inflação baixa, uma combinação que não compele Bancos Centrais a acelerarem o processo de normalização das taxas de juros. Não esperamos grandes dificuldades por parte da China num futuro próximo, apesar dos desequilíbrios significativos na economia, tais como o alto nível de endividamento.

### Há três fatores importantes a serem

monitorados, que podem afetar nosso cenário. O primeiro é a duração da crise política, que impede que o governo tente aprovar a Reforma da Previdência no Congresso. Se ela não for votada na Câmara no 3T17, ela provavelmente será adiada para 2019, para ser aprovada pelo novo governo. O segundo fator é a permanência no cargo da atual equipe econômica, o que impediria o executivo de adotar medidas populistas para manter seu apoio no Congresso. E por último, novos eventos nas investigações de corrupção da Lava-Jato podem afetar a base de sustentação do governo no Congresso.

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.

