

CARTA AO INVESTIDOR 1T2019

- **GESTÃO EM FOCO**
- **ATUALIZAÇÃO DE INVESTIMENTOS**



GESTÃO EM FOCO

Prezados investidores,

No primeiro trimestre de 2019, o retorno do fundo **Apex Ações FIC FIA** foi de 6,94% contra 8,56% do Ibovespa. Desde seu lançamento, em novembro de 2011, o fundo acumula alta de 166,21% e o índice de 67,76%.

Tabela I. Retorno – Apex Ações FIC FIA

	APEX AÇÕES ¹	IBOVESPA
1T2019	6,94%	8,56%
2019	6,94%	8,56%
12 meses	15,97%	11,77%
DESDE INÍCIO	166,21%	67,76%

¹ Início do fundo: 30/11/2011. PL Médio 12M: R\$ 20MM. PL Estratégia 29/03/2019: 1,348bi (Fonte: Quantum Axis).

O fundo **Apex Infinity Long Biased FIC FIA** subiu 3,68% no primeiro trimestre de 2019.

Tabela II. Retorno – Apex Infinity LB FIC FIA

	APEX INFINITY ²	IPCA+6%	IBOVESPA ³
1T2019	3,68%	2,92%	8,56%
2019	3,68%	2,92%	8,56%
12 meses	19,02%	10,76%	11,77%
DESDE INÍCIO	195,12%	116,11%	64,19%

² Início do fundo: 27/08/2012. PL Médio 12M: R\$ 23MM. PL Estratégia 29/03/2019: 2,022bi (Fonte: Quantum Axis).

³ Mera referência econômica.

O **Apex Equity Hedge FIC FIM** subiu 2,03% no primeiro trimestre de 2019.

Tabela III. Retorno – Apex Equity Hedge FIC FIM

	APEX EQUITY HEDGE ⁴	CDI
1T2019	2,03%	1,51%
2019	2,03%	1,51%
12 meses	12,07%	6,34%
DESDE INÍCIO	140,64%	100,83%

⁴ Início do fundo: 30/11/2011. PL Médio 12M: R\$ 895MM. PL Estratégia 29/03/2019: 1,931 bi (Fonte: Quantum Axis).

O retorno do **Apex Long Biased Icatu Previdência FIM 49** foi de 6,27% no primeiro trimestre de 2019.

Tabela IV. Retorno – Apex Long Biased Icatu Prev FIM 49

	APEX LB ICATU PREV ⁵	CDI ⁶
1T2019	6,27%	1,51%
2019	6,27%	1,51%
12 meses	19,00%	6,34%
DESDE INÍCIO	81,62%	50,13%

⁵ Início do fundo: 11/03/2015. PL Médio 12M: R\$ 47MM. PL Estratégia 29/03/2019: 250MM (Fonte: Apex Capital).

⁶ Mera referência econômica.

No 1T19, o índice Bovespa oscilou em direção a sua maior pontuação em um momento em que as estimativas de crescimento econômico para 2019 eram cortadas. O otimismo com a aprovação da reforma previdenciária e suas consequências positivas sustentaram grande parte do bom desempenho. Havia também uma grande força vinda do

exterior com a valorização do preço das commodities. Os investidores esperavam que o PIB crescesse 2% este ano, o que contribuiria positivamente para o resultado das empresas. Nos primeiros dois meses do ano, o mercado de ações antecipou a melhora dos indicadores econômicos. Em março porém, após uma troca de farpas entre o governo e o Congresso entendemos que os investidores em geral adotaram uma estratégia "mais tática", realizando ganhos e reposicionando seus portfólios. Apesar das estimativas para o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) terem sido reduzidas, ainda representam uma trajetória favorável para o Brasil. Acreditamos que a reforma da Previdência Social será aprovada em algum momento no terceiro trimestre deste ano, mas não sem um debate difícil que parece já ter afetado negativamente o lado real da economia. Entre nossos investimentos, Energisa, Localiza e Rumo foram alguns dos destaques do desempenho positivo do fundo no primeiro trimestre.

ATUALIZAÇÃO DE INVESTIMENTOS

As ações da **Petrobras** subiram 23% e tiveram uma contribuição positiva no 1T19. Além do aumento do preço do petróleo desde o início do ano e da eventual resolução da Cessão Onerosa, o início dos desinvestimentos sob a nova administração ajudaram a sustentar a valorização do preço da ação. Vemos a Petrobras avaliada entre 5,0-5,5x *EV/ EBITDA*, com mais crescimento, mas ainda com 15-20% de desconto para as principais empresas de óleo Norte Americanas.

As ações da **Eletrobrás** subiram 34% no trimestre e tiveram uma contribuição positiva no período. Ao longo deste 1T19 foi se consolidando a intenção do governo, refletida pelo discurso do Ministro do MME e da Economia, de seguir com a estratégia de capitalização da Eletrobrás que levaria a perda de controle da União na empresa. Ainda está sendo amplamente avaliado o melhor modelo a ser seguido e o governo planeja deliberá-lo até jun/19, o que mostra que essa operação está entre uma de suas prioridades. Concomitantemente, a empresa segue entregando seu plano de reestruturação. O 4T18 mostrou o reflexo de planos de demissões de funcionários que gerou corte de custos de R\$1,5bn anualizado (corte de 15% de custos de pessoal), estabilidade nas contingências (Compulsórios) e redução de alguns riscos do balanço fruto da venda das distribuidoras no final de 2018 e novos estudos para retomada das obras de Angra 3.

As ações de **Energisa** subiram 11% no 1T19 e tiveram contribuição positiva no período. A empresa segue com o discurso positivo na esteira da contínua recuperação de volume em suas áreas de concessão e expectativa de reestruturação das distribuidoras recém adquiridas da Eletrobrás. O 4T18 veio sem grandes surpresas mostrando um sólido resultado operacional, além disso nos dois primeiros meses de 2019 continuou mostrando crescimento de volume +6,5%, acima da média nacional de 4,5%. O setor estava na expectativa do número preliminar da nova metodologia do WACC regulatório (taxa de remuneração sobre o capital das distribuidoras) que acabou sendo postergado para o 2sem/19 mas com uma leitura positiva de que não deve haver expressiva revisão para baixo (já que esta taxa de remuneração subiu para o setor de transmissão e geração).

As ações do **Bradesco** subiram 11% no 1T19. O resultado do 4T18 foi muito positivo. O lucro líquido cresceu 6.6% vs. 3T18 e veio ~4% acima do consenso, mas a grande surpresa foi o guidance para 2019 que indica um crescimento de lucro líquido de 25% vs. 2018 usando o ponto médio do guidance. Com isso, nós estimamos que o Bradesco seja capaz de expandir *ROAE* em 2019 (vs 18.6% em 2018). A principal surpresa positiva do guidance foi a expectativa de redução de

mais 12% vs. 2018 (no ponto médio do guidance) nas despesas com provisões para a inadimplência, após já ter reduzido essas despesas em ~30% em 2018 vs. 2017. O TIER1 do Bradesco (índice de capital nível 1) atingiu 13.7%, fechando o gap em comparação com os outros bancos privados, o que ainda poderia possibilitar uma expansão do payout do banco. Durante o Investor Day (26/03/2019), o CEO do Bradesco passou uma mensagem bem positiva sobre o Bradesco estar bem posicionado (geograficamente e tecnologicamente) para ser um dos beneficiários do próximo ciclo de expansão do crédito. O NEXT (banco digital do Bradesco) já tem 800 mil clientes e adiciona entre 7 a 8 mil clientes por dia. A nova cultura do Bradesco é de focar no cliente assim como na sua retenção.

As ações do **MercadoLibre** subiram expressivos 75,2% no 1T19 (em Reais), principalmente em função da divulgação dos resultados do 4T18. Neste trimestre, a empresa entregou um crescimento de *Gross Merchandise Volume (GMV)* de 24% no Brasil (50% das operações), o que apesar de forte, representa uma desaceleração em relação aos 47% dos 9M18. O crescimento de vendas - que há até pouco tempo parecia ser o principal influenciador de desempenho das ações - agora parece ter migrado para outras variáveis. São elas: i) Ainda no e-commerce, a empresa apresentou uma forte evolução da logística própria, atingindo 20% dos itens entregues (+5pp em relação ao trimestre anterior), permitindo melhora no nível de serviço e redução da dependência dos Correios. ii) Além disso, com a redução de subsídios para frete, O EBITDA atingiu +USD11mm, quebrando a sequência de resultados negativos nos trimestres anteriores e trazendo mais confiança na sustentabilidade da empresa. iii) Finalmente e mais importante, em nossa opinião, os resultados do MercadoPago foram muito fortes. Esta fintech apresentou um sólido crescimento de Volume Total de Pagamento (*Total Payment Volume off-platform*) de +176% (em moeda local), acelerando em relação aos +163% do 3T18, o que acreditamos ter sido importante para que o mercado começasse a atribuir valor para esta operação, o que hoje acreditamos representar cerca de 1/3 do valor da empresa.

As ações da **Localiza** subiram 11% no 1T19 e contribuíram para o desempenho neste período. A Localiza emitiu cerca de BRL 2 bilhões em novas ações, o que consideramos positivo, dada a capacidade da empresa de gerar ROIC acima de seu custo de capital. Assim, aproveitamos a oportunidade para aumentar nosso investimento na empresa. Com a consequente desalavancagem equivalente a pouco mais de 1x EBITDA, a empresa ganhou fôlego para capturar mais crescimento em um mercado ainda subpenetrado com diversos vetores de crescimento, como o desenvolvimento de aplicativos de mobilidade e avanço do segmento de pessoa física em leasing. Além disso, os resultados do 4T18 foram consistentes com o forte crescimento da receita líquida (acima de 30% no RAC) e grande evolução da margem, que em parte entendemos como recorrente, o que deve se confirmar nos próximos trimestres.

As ações da **Lojas Americanas** caíram 14% no trimestre e foi um dos maiores detratores no período. O resultado do 4T18 nos fez mudar as nossas projeções em relação à operação da empresa. Do lado operacional, até os 9M18, o desempenho estava aquém do que imaginávamos, mas ainda razoável: vendas mesmas lojas no bom patamar de ~8%, mas com queda de margem EBITDA de 40bps. Já no 4Q18, o SSS novamente foi bom (7,3%), mas às custas de 100bps de margem, resultando num crescimento de apenas 5,2% do EBITDA. Já em relação às aberturas, esta foi a maior decepção. A empresa vinha guiando para 200 aberturas de lojas tradicionais/express e acabou abrindo apenas 165, mas de tamanho médio menor, resultando num crescimento de área de vendas de apenas 5,3% (enquanto acreditávamos que viria mais próximo de dois dígitos). A sinalização para 2019 não difere muito do que foi entregue em 2018, o que nos deixou menos confiantes no potencial de expansão da empresa.

As ações de **CVC** caíram 10% no 1T19 e tiveram uma contribuição negativa no período. O crescimento no 4T18 foi forte, mostrando uma aceleração nas reservas (+14,9% no 4Q18 vs +9,6% nos 9M18), puxado principalmente pelo e-commerce (+114,5%). Apesar disso, a margem EBITDA decepcionou, contraindo pela primeira vez no ano (-170bps vs +160bps nos 9M18), além de ter havido uma piora no capital de giro (incluindo um aumento na concessão de crédito próprio). Esta combinação trouxe dúvidas ao mercado em relação à qualidade do crescimento da empresa. Em nossa opinião, acreditamos que não haja um problema estrutural. A CVC vem fazendo sucessivas aquisições e combinado com uma divulgação de resultados com poucos dados dificultou a interpretação dos resultados. Acreditamos que o desempenho de margem se deva a fatores não recorrentes e a piora no prazo de recebíveis seja apenas conjuntural e deve melhorar a médio prazo.

As ações da **Duratex**, caíram 7% no trimestre e foram um dos detratores para o desempenho do fundo. As vendas de painéis de madeira da Duratex cresceram 15% em 2018 após muitos anos de contração devido à lenta atividade econômica no Brasil. A empresa ainda opera com utilização historicamente baixa e margens reduzidas. Acreditamos que a Duratex tem potencial de crescimento de lucros e oferece alta alavancagem operacional. No entanto, suas vendas estão fortemente relacionadas ao cenário macro, que por sua vez foi revisado para baixo sucessivamente nos últimos dois meses. Acreditamos que as ações devem ter um bom desempenho com a recuperação da atividade econômica.

Com relação à **Vale**, maior produtora mundial de minério de ferro, pelotas de minério de ferro e níquel, estamos mais construtivos com o cenário de preço de minério de ferro para o horizonte de curto e médio prazos. A Vale hoje está com 63 mm de toneladas de produção paradas considerando o retorno da operação de Brucutu. Em março, um ciclone na Austrália parou o principal porto do país para escoamento de minério por alguns dias. Isto impactará produção e “shipments” da Rio Tinto em 14 mm de toneladas. BHP e outras mineradoras menores também serão impactadas. Do lado de entrada de oferta adicional, acreditamos que China entre com 10 a 20 mm de toneladas adicionais este ano e Índia com um número menor que este. Demanda na China por aço está *flat* em relação a 2018 e se espera uma pequena aceleração no 2º trimestre de 2019.

As ações do **Magazine Luiza** caíram 4% no 1T19. Os resultados da Magazine Luiza no 4T18 uma vez mais demonstraram um forte ritmo de crescimento: +57% de GMV (vendas do E-commerce) e +16% nas vendas em mesmas lojas, resultado de um excelente trabalho de gestão. Já para o 1S19, o cenário é um pouco mais desafiador. Com o fim da Lei do Bem (que isentou a alíquota de 9,25% de PIS/Cofins para smartphones, computadores e tablets), as empresas aos poucos repassaram o aumento do imposto para o preço, o que provavelmente impactou negativamente suas vendas e/ou margens no começo deste ano. Já no meio do ano, a Magazine Luiza tem uma base de comparação desafiadora, uma vez que no 2T18 suas vendas em mesmas lojas haviam crescido 27,1%, puxado pelas vendas de TVs para a Copa. Apesar disso, acreditamos que esses dois fatores sejam apenas temporários e a empresa deve seguir apresentando taxas de crescimento robustas, impulsionadas pela ampliação da oferta de sortimento de produtos, contínua melhora no nível de serviço e desenvolvimento de tecnologia.

Agradecemos a confiança,
Apex Capital Ltda

Leia o formulário de informações complementares, lâmina de informações essenciais e o regulamento antes de investir. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos e taxa de saída. O investimento em Fundos não é garantido pelo Fundo Garantidor de Crédito – FGC e não conta com garantia do administrador, do gestor ou de qualquer mecanismo de seguro. As informações contidas neste material são meramente informativas e não se constituem em qualquer tipo de oferta de investimentos, convite ou venda e nem aconselhamento ou sugestão de investimento. Os investidores devem buscar aconselhamento profissional com relação aos aspectos tributários, regulatórios e outros que sejam relevantes à sua condição específica, sendo que o presente material não foi elaborado com esta finalidade. Investimentos nos mercados financeiros e de capitais estão sujeitos a riscos de perda do capital investido. Ressaltamos que: (i) os dados e informações aqui contidos não devem servir como base exclusiva para tomadas de decisões de investimento, que somente deverão ser executadas após a compreensão dos riscos envolvidos e da análise de seus objetivos pessoais, e (ii) os resultados e eventuais rentabilidades verificadas no passado para determinado produto, modalidade de investimento ou em algum segmento envolvendo derivativos como parte integrante de suas estratégias e políticas de investimento, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus investidores, inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do investidor de aportar recursos adicionais para cobrir os prejuízos gerados. Em se tratando de fundos de investimento, as normas da ANBIMA recomendam que a análise de rentabilidade de fundos de investimento seja efetuada considerando, no mínimo, 12 (doze) meses. Os fundos de investimento estrangeiros mencionados neste material não possuem registro junto à Comissão de Valores Mobiliários e, conseqüentemente, não estão sujeitos a oferta pública no Brasil. Adicionalmente, restrições de natureza fiscal podem se aplicar em relação a investimentos por parte de residentes no Brasil.

A Apex Capital Ltda, seus administradores e funcionários, isentam-se de responsabilidade sobre quaisquer danos resultantes direta ou indiretamente das informações contidas neste material. As informações utilizadas para a elaboração deste relatório foram consideradas como de procedência idônea pela Apex, no entanto, esta não se responsabiliza por eventuais inexactidões, omissões ou erros cometidos por suas fontes. Esta apresentação não deverá ser reproduzida, distribuída ou publicada sob qualquer propósito, e seu conteúdo pode ser revisto ou alterado pela Apex a qualquer tempo, independente de notificação ou justificativa.

