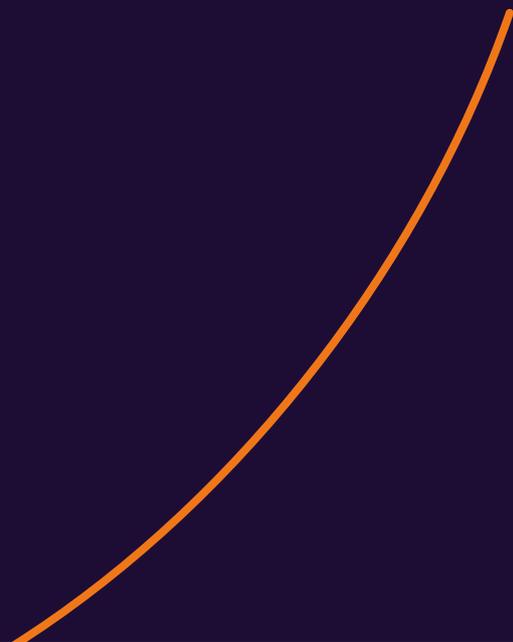


CARTA AO INVESTIDOR 4T2021

- PALAVRA DO GESTOR – PORTFÓLIO
- RESULTADOS
- OVERVIEW AMBIENTE DE MERCADO
- TEMAS DE LONGO PRAZO



PALAVRA DO GESTOR – PORTFÓLIO

UMA BREVE RECAPITULAÇÃO

No início de 2021, acreditávamos que a inflação americana era transitória e isso causou uma perda considerável em nossas alocações em empresas de crescimento, que sofreram bastante com a abertura de juros nos EUA no mês de março. Ao final do segundo/início do terceiro trimestre, nossas análises apontaram para a migração da percepção de uma inflação transitória para mais persistente e que o Fed teria que mudar seu *stance* de política monetária e isso não estava precificado nos ativos de risco.

Não apenas a questão da inflação global (incluindo Brasil) e o consequente aperto das condições financeiras estavam nos preocupando, mas também a atividade econômica dos países cresceria a uma taxa menor a partir de 2022, uma combinação que, pelo *top-down*, gera revisões para menores taxas de crescimento de lucro das empresas e limita o potencial de alta nos preços das ações.

Na [Carta do segundo trimestre](#) chamávamos atenção à seletividade nas alocações:

“Assim como na China o pico de crescimento ficou para trás, entendemos que o pico de crescimento nos países desenvolvidos e no Brasil será neste ano de 2021. Continuaremos crescendo ainda acima da tendência no próximo ano, mas sabemos que será em uma taxa inferior que esse ano (até por efeito base). Dito isso, as posições mais cíclicas ainda têm espaço para andar, mas devemos ser mais seletivos buscando alocações em empresas de maior qualidade de execução (*compounders*) do que em empresas que até aqui se beneficiaram da recuperação cíclica, mas não devem continuar expandido seu lucro de forma consistente.”

Nossa convicção foi crescendo e desde julho começamos uma redução de risco em nossas carteiras aproveitando o *momentum* positivo que os mercados locais e o alto nível de *valuation* que diversas empresas estavam observando.

Na [Carta do terceiro trimestre](#) reforçamos esta visão:

“Também como comentado na carta anterior, já vínhamos mais seletivos com excessos de *valuation* em alguns casos e preocupados com menor crescimento para frente. Em nossas pesquisas, já no início do trimestre, conseguimos reavaliar nossa opinião de que a inflação poderia ser um fenômeno mais duradouro e conseguimos posicionar os fundos apropriadamente para o forte movimento de realização desde meados de agosto. Uma boa combinação de micro e macro. Com o desenrolar dos eventos macro mencionados acima e a proximidade maior do aperto das condições financeiras globais, cortamos algumas posições compradas no setor de varejo e no setor financeiro e implementamos algumas posições vendidas, entendendo que novas revisões negativas de lucro ocorrerão, assim como uma provável desvalorização dos preços das ações com o custo de capital mais alto (seja por contração de múltiplo, que atualmente operam muito acima das suas médias históricas, seja pelo aumento da taxa de desconto nos DCFs).”

Essas observações foram importantes para a evolução das nossas alocações no segundo semestre de 2021 e o que erramos no primeiro semestre nós acertamos no segundo. Assim, as rentabilidades dos fundos obtiveram uma considerável *outperformance* (melhora relativa) à indústria, principalmente na nossa carteira *Long Only*.

Listamos abaixo os principais eventos que marcaram os mercados no quarto trimestre de 2021:

- 1- Nos Estados Unidos, **em linha com o que viemos acreditando no segundo semestre do ano, foi determinante a definitiva mudança de viés do Fed em relação à política monetária** assumindo que a inflação não tinha mais o caráter transitório que constava em seu cenário central. Entendemos ser o tema econômico global mais importante que continuará dominando a cena em 2022.

Não apenas nos EUA, **a inflação está sendo um fenômeno global** decorrente dos estímulos fiscais e monetários implementados ao longo da pandemia, que contribuíram para forte aceleração de demanda em um ambiente com severas restrições de oferta de bens e serviços;

- 2- No Brasil, em 19 de outubro, **a decisão política do furo do teto de gastos (importante âncora fiscal), contribuiu para piora de percepção de risco** e trouxe novas deteriorações na atividade econômica e inflação, que já vinham sendo objeto de revisões negativas.

Os debates político-eleitorais se intensificaram em novembro com a aproximação de Lula e Alckmin, além da pré-candidatura de Sergio Moro à presidência;

- 3- **Na China, o setor imobiliário continuou percebendo contração de atividade** à luz dos eventos de crédito das principais incorporadoras do país e gerou, inicialmente, respostas pontuais de estímulo do governo para o setor e mais tarde, de forma mais ampla, na política monetária/liquidez no sistema;
- 4- **Descoberta da cepa Ômicron na África do Sul** que, apesar da baixa letalidade e da recente inflexão de novos casos em diversos países, apresenta algum risco de revisões negativas de atividade.

A deterioração dos fundamentos brasileiros com o furo do teto de gastos teve uma implicação relevante de aversão a risco nos mercados locais: o Real depreciou ainda mais, a assimetria de risco inflacionário fez a curva de juros precificar mais altas e os preços das ações tiveram uma queda relevante no quarto trimestre. **Em nossa [última Carta](#), contemplávamos o risco de exceções ao teto em 2022, mas os desenvolvimentos recentes nesse campo foram ainda piores do que esperávamos.**

A aversão ao risco trouxe um forte movimento de “desalavancagem da indústria”. Houve uma relevante onda de resgates na maioria dos fundos de ações do mercado, que afetou os preços das ações das empresas dos setores ligados à atividade doméstica com a necessidade de venda forçada para o enquadramento dos portfólios aos resgates percebidos na indústria. Mesmo as empresas *compounders* / de qualidade (bons executivos, geradoras de caixa, balanço patrimonial sólido, liderança em seu setor de atuação) e empresas de setores defensivos tiveram quedas relevantes nos preços de suas ações.

Nas estratégias *Long-Short* e *Long Biased*, parte das perdas veio da exposição direcional líquida comprada (algumas posições que viemos aumentando e achamos que estão muito descontadas em *valuation*), outra parte veio de alguns pares intrasetoriais que sofreram perdas com essa desalavancagem da indústria.

Nestes momentos de desalavancagem, os fundamentos das empresas deixam de ser os protagonistas e passam o bastão para os fluxos de zeragem forçada de posições dos agentes que estão enquadrando seus fundos. Vemos estes movimentos como oportunidade de aumentar algumas exposições ou entrar em novas e aguardar que os fundamentos voltem a prevalecer sobre os movimentos técnicos pontuais de fluxos dos fundos.

Do ponto de vista de fundamento (*top-down e bottom-up*), podemos crer que tivemos êxito na maior parte de nossas avaliações neste segundo semestre. Várias perdas incorridas têm caráter de fluxo comentado acima e não de fundamento (o que nos leva a acreditar que essas perdas são recuperáveis), e estamos confiantes que nossas alocações são boas do ponto de vista de qualidade de execução, momento operacional, *valuation* descontado e balanço patrimonial e indicadores de alavancagem financeira sólidos, mas sofrem o zigue-zague tradicional dos mercados acionários.

A maior parte das empresas que víamos com *valuation* caro e/ou ainda estavam sujeitas a revisão de lucros para baixo já observaram este ajuste e cobrimos os *shorts*. Já vemos diversas companhias operando a descontos significativos aos seus históricos de longo prazo, mesmo quando o Brasil operava com juros na casa dos dois dígitos.

Na contribuição de resultado dos fundos, as perdas estiveram focadas nos setores domésticos de uma forma geral, como resultado dos comentários acima. Houve contribuições positivas das posições vendidas em varejo de bens duráveis e em posições compradas em proteínas.

Nas commodities, nossa posição comprada no setor de papel e celulose contribuiu positivamente com a inflexão positiva no ciclo de preço da celulose e o setor de mineração/siderurgia foi destaque positivo com a posição vendida que implementamos no trimestre anterior. Fizemos a cobertura desta posição vendida com os preços do minério perto das suas mínimas recentes (vimos ali uma nova assimetria), e viramos comprados à medida que a China iniciou suas respostas de sustentação/estímulo ao setor imobiliário à luz da situação falimentar de algumas das principais incorporadoras do país.

OLHANDO PARA FRENTE

No *front* político/eleitoral no Brasil, o ano ainda promete surpresas da atual administração com riscos adicionais de benesses eleitoreiras que venham a afetar ainda mais as contas fiscais. Além disso, existe a incerteza do que seria o mix de política econômica de uma administração Lula, atual líder incontestado das pesquisas de intenções de voto. O movimento de aproximação de Lula na direção de Alckmin e seus recentes discursos de união nacional nos sugerem uma moderação benéfica ao ambiente de negócios. Temos várias dúvidas nesse *front*, mas temos uma percepção de que Lula entende que inflação é ruim para as classes sociais menos favorecidas e, sendo assim, deveria ter uma diligência fiscal que ancorasse as expectativas dos agentes de mercado. O tempo dirá...

Salvo um cenário de ruptura local (desancoragem fiscal adicional, descontrole inflacionário, recessão profunda e de longa duração), vemos uma assimetria positiva de *valuation* em muitas teses de empresas ligadas à atividade local, como a Localiza/Unidas que comentaremos mais adiante nesta Carta. Em resumo, vemos valor, mas não vemos catalisadores claros para destravar uma alta consistente no mercado acionário local.

No ambiente internacional, nossa premissa é de que a inflação americana é mais duradoura e projetamos a taxa terminal do Fed *funds* acima do que está precificado atualmente. À medida que os juros reais saiam do território negativo na direção de +0,50% (que o Fed acredita ser a taxa neutra), **acreditamos que as bolsas sofram uma correção para ajustar o *valuation* a uma realidade pré pandemia.** Porém, continuamos vendo crescimento de atividade acima da tendência, garantindo crescimento positivo de lucros, mas a resultante ainda deveria ser uma queda nominal dos índices agregados.

Este tipo de realização na bolsa americana/países desenvolvidos normalmente traz um fortes ventos contrários para mercados emergentes. Como será desta vez? O tempo dirá, mas vemos dois atenuantes nas condições atuais:

- i) No Brasil, como dito acima, já vemos assimetria de valor pelo *bottom-up* em muitas empresas nos preços atuais, o BC já está bastante adiantado no processo de aperto monetário e o Real já reflete uma desvalorização pela atual situação fiscal. Normalmente somos a ponta fraca no balanço de forças globais, mas estas precificações podem eventualmente servir como um colchão de amortecimento;
- ii) Na China, vemos uma desaceleração gradual da atividade, porém um mix de política com viés de acomodação fiscal e monetária, diferente do resto do mundo que está na ponta de aperto de condições. Eventualmente pode dar sustentação às correntes de comércio globais e preços de commodities.

Entendemos que os maiores riscos econômicos atualmente estão associados a erros na condução do processo de normalização das condições financeiras nos países desenvolvidos, um *hard landing* na China a

despite dos estímulos contracíclicos e uma eventual nova variante viral que force uma nova rodada de **lockdown** e desaceleração da atividade global.

Obrigado pela confiança,

Time Apex

. . .

RESULTADOS

No quarto trimestre de 2021, o retorno do fundo **Apex Ações FIC FIA** foi de -7,47% contra -5,55% do Ibovespa. Desde seu lançamento, o fundo acumula alta de 157,18% e o índice de 84,30%.

Tabela I. Retorno – Apex Ações FIC FIA

	APEX AÇÕES ¹	IBOVESPA
4T2021	-7,47%	-5,55%
2021	-15,45%	-11,93%
12 meses	-15,45%	-11,93%
DESDE INÍCIO ²	157,18%	84,30%

¹ PL Médio 12M: R\$ 16,12 MM. PL Estratégia 31/12/2021: 4,03 Bn.

² Início do fundo 30/11/11.

O fundo **Apex Infinity Long Biased FIC FIA** rendeu -10,95% no quarto trimestre de 2021. Desde seu lançamento, o fundo acumula alta de 170,11% contra um retorno de 199,56% do IPCA + 6%, 80,38% do Ibovespa e 110,46% do CDI.

Tabela II. Retorno – Apex Infinity LB FIC FIA

	APEX INFINITY ³	IBOVESPA ⁴	IPCA+6%
4T2021	-10,95%	-5,55%	4,38%
2021	-22,86%	-11,93%	16,53%
12 meses	-22,86%	-11,93%	16,53%
DESDE INÍCIO ²	170,11%	80,38%	199,56%

³ PL Médio 12M: R\$ 9,88 MM. PL Estratégia 31/12/2021: 507,50 MM.

⁴ Mera referência econômica.

² Início do fundo 27/08/12.

O rendimento do fundo **Apex Equity Hedge FIC FIM** foi de -3,61% no quarto trimestre de 2021. Desde o início, o fundo sobe 158,09% contra 124,92% do CDI no mesmo período.

Tabela III. Retorno – Apex Equity Hedge FIC FIM

	APEX EQUITY HEDGE ⁵	CDI	%CDI
4T2021	-3,61%	1,84%	-
2021	-8,50%	4,40%	-
12 meses	-8,50%	4,40%	-
DESDE INÍCIO ²	158,09%	124,92%	126,56%

⁵ PL Médio 12M: R\$ 1,0,38 Bn. PL Estratégia 30/09/2021: 1,252 Bn.

² Início do fundo 30/11/11.

O retorno do **Apex Long Biased Icatu Previdência FIM 49** foi de -4,13% no quarto trimestre de 2021. Desde o início o fundo rendeu 82,77% contra 68,14% do CDI. O índice Ibovespa sobe 114,34% no mesmo período.

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

	APEX LB ICATU PREVI ⁶	IBOVESPA ⁴	CDI
4T2021	-4,13%	-5,55%	1,84%
2021	-11,39%	-11,93%	4,40%
12 meses	-11,39%	-11,93%	4,40%
DESDE INÍCIO ²	82,77%	114,34%	68,14%

⁶ PL Médio 12M: R\$ 99,19 MM. PL Estratégia 30/09/2021: 316,99 MM.

⁴ Mera referência econômica.

² Início do fundo 11/03/15.

O fundo **Apex Global Equities FIC FIA IE** teve um retorno de 8,97% no quarto trimestre de 2021. Desde o início o fundo acumulou um rendimento de 25,64% contra 21,87% do MSCI World.

Tabela V. Retorno – Apex Global Equities FIC FIA IE

	APEX GLOBAL EQUITIES ¹	MSCI WORLD
4T2021	8,97%	10,28%
6 meses	30,25%	20,47%
DESDE INÍCIO ²	25,64%	21,87%

¹ PL Estratégia 30/09/2021: 17,24 MM.

² Início do fundo 08/02/2021.

...

OVERVIEW AMBIENTE DE MERCADO – PERSPECTIVAS E RISCOS

AMBIENTE INTERNACIONAL

As projeções de consenso indicam que a economia mundial deve apresentar uma expansão da ordem de 4,3% em 2022, na sequência de um crescimento próximo a 6% em 2021. Em que pese essa provável desaceleração, espera-se para este ano um crescimento ainda forte e bastante acima da tendência de longo prazo (da ordem de 3,5%), na sequência de um 2021 marcado pela maior expansão da economia mundial nas últimas décadas.

Em perspectiva, a economia global manteve em 2021 a trajetória de forte recuperação cíclica iniciada em meados de 2020, após um colapso quase sincronizado da atividade econômica no 2T-20, quando eclodiu a pandemia do covid-19. **Essa trajetória de rápida recuperação pode ser explicada por dois fatores principais.**

- 1- Em primeiro lugar, embora a pandemia ainda tenha seu curso a seguir, a economia ao longo do tempo tem mostrado capacidade de adaptação, aprendendo a funcionar a despeito das restrições impostas pelo quadro sanitário. As sucessivas ondas da pandemia, apesar dos seus enormes custos do ponto de vista humano, têm em geral produzido efeitos cada vez menores sobre a mobilidade. E, além disso, o efeito da queda da mobilidade sobre a atividade econômica também tem se reduzido progressivamente desde meados de 2020. Como consequência, a atividade econômica global pôde se recuperar de forma relativamente rápida, ainda que de forma muito heterogênea entre os setores.

- 2- Em segundo lugar, a rápida recuperação global foi apoiada por uma quantidade sem precedentes de estímulos fiscais e monetários. Em maior ou menor grau, esse processo se deu na maior parte do mundo, e foi especialmente intenso na economia norte-americana. Do lado fiscal, as transferências às famílias foram tão fortes que produziram algo insólito: em meio a um colapso da atividade, a renda disponível das famílias cresceu de forma importante, contribuindo para que houvesse fortíssima recuperação do consumo privado. Do lado monetário, o Fed igualmente atuou com agressividade inédita, especialmente comprando ativos em velocidade muito superior ao que se viu nos anos que se seguiram à grande crise financeira de 2008.

Em meio a todos esses estímulos, a forte recuperação da atividade econômica foi acompanhada de intensa pressão inflacionária no mundo. Nos Estados Unidos, em particular, a inflação de preços ao consumidor (CPI) encerrou 2021 em 7,1%, algo sem precedentes nos últimos 40 anos. Essa forte alta da inflação reflete a combinação da rápida recuperação da atividade em termos agregados com enormes desequilíbrios setoriais. Como dissemos, as famílias americanas tiveram aumento de renda disponível na pandemia e, além disso, viram forte valorização nos seus ativos, sejam ações, títulos ou propriedades imobiliárias, em resposta às ações do Fed. Essa combinação deu às famílias um aumento da sua capacidade de consumo, ao mesmo tempo em que elas se viram impedidas de consumir serviços que envolvem maior interação social. Não se podia ir ao cinema, a restaurantes, a espetáculos da Broadway ou aos parques da Disney. Diante disso, as famílias elevaram de forma espetacular o consumo de bens, especialmente os duráveis. Isso refletiu não apenas a busca por formas alternativas de diversão (uma TV de última geração diante da impossibilidade de lazer fora de casa), mas também o processo de adaptação para manter a capacidade de trabalhar sem sair de casa. Nunca fizemos tantas reuniões remotas. Diante disto, o volume de viagens corporativas ainda está longe de uma plena recuperação, mas a demanda por celulares e notebooks utilizados no trabalho remoto explodiu.

O problema é que a economia tem dificuldade para se adaptar a essa rápida mudança na composição da demanda. Como subitamente reduzir a oferta de viagens, refeições em restaurantes e sessões de cinema e aumentar a produção de celulares, notebooks e automóveis? Esses deslocamentos foram acompanhados de enormes desequilíbrios. Para se produzir mais bens se exige muito mais energia do que para se produzir serviços, e por isso houve escassez em diversas regiões, notadamente na Europa e na China. Da mesma forma, bens, ao contrário de serviços, são transacionáveis internacionalmente. Por isso, o deslocamento da demanda na direção de bens se fez acompanhar de uma explosão na demanda por containers, ao mesmo tempo em que portos como o de Los Angeles experimentaram uma congestão inédita de navios a espera do desembarque, pela falta de capacidade para lidar com tamanho volume de mercadorias. Por fim, o aumento global de demanda por bens produziu carência de componentes como semicondutores, gerando escassez de diversos produtos e pressionando a inflação.

Somando-se tudo, os Estados Unidos adentram 2022 com uma economia que já está muito próxima do pleno emprego e que lida com os maiores níveis de inflação das últimas décadas. Embora a recuperação do mercado de trabalho ainda não esteja completa, o desemprego caiu de forma muito mais rápida do que se supunha no 2º semestre de 2021, chegando a 3,9% no final do ano. Esse nível já é inferior aos 4% que o Fed estima serem consistentes com o pleno emprego. É verdade que a análise das condições do mercado de trabalho não pode se restringir a esse indicador, mas há claras evidências de uma recuperação vigorosa, na qual o emprego não cresce ainda mais rápido porque as firmas têm enorme dificuldade de encontrar os trabalhadores necessários. Nesse contexto, o número de trabalhadores que pedem demissão (em geral, para ganhar mais noutro emprego) nunca foi tão alto, e os salários crescem em termos anualizados perto de 6%, um nível incompatível com a convergência da inflação para níveis vistos como aceitáveis pelo Fed.

A combinação dos desenvolvimentos do mercado de trabalho com a dinâmica da inflação nos sugere que o Fed iniciará em breve o processo de normalização da política monetária, e que esse processo precisará ser muito mais célere do que no último ciclo e maior do que precificado no consenso de mercado em nossa

opinião. Esperamos que o Fed inaugure o ciclo de alta de juros com 0,25 pp em março, e que o ciclo prossiga com altas trimestrais até o final de 2024. Além disso, o Fed deve iniciar em meados deste ano a redução do seu balanço, o que deve contribuir para que as taxas de juros de prazos mais longas se elevem. Não necessariamente a política monetária produzirá uma aterrissagem forçada da recuperação global, mas o Fed parece implicitamente reconhecer em pronunciamentos recentes que está reagindo tardiamente à rápida mudança vista ao longo de 2021 na dinâmica da inflação e do mercado de trabalho. Nesse contexto, a reação da política monetária deve ser menos suave do que nos acostumamos a ver na última década, e possivelmente será necessário levar a política monetária ao campo contracionista entre 2023 e 2024.

Em relação à China, o quarto trimestre de 2021 foi marcado por uma mudança de postura das autoridades. Até outubro, vimos os políticos relutantes em sinalizar qualquer tipo de estímulo, algo que mudou gradualmente ao longo de novembro. A primeira notícia que indicou a maior inclinação a uma política econômica mais frouxa foi o comunicado do PBoC indicando que incorporadoras poderiam voltar a emitir títulos lastreados por ativos. Dentro de um cenário de franca desaceleração e estresse no setor imobiliário, essa medida trouxe aos mercados a percepção de que o Partido agiria para evitar um colapso. Alguns dias depois, o Premier Li ressaltou que a implementação de medidas econômicas deveria focar em estabilidade, mais um sinal de que o governo estava preocupado com as consequências dos apertos regulatórios implementados no 2T e 3T sobre a atividade. Com isso, consolidou-se em dezembro uma postura mais expansionista com corte de 50bps no compulsório, corte de 5bps no LPR e uma retórica muito mais *dove* no CEWC (Central Economic Working Conference). Dessa forma, em um mundo marcado por um aperto monetário e discursos *hawks* dos bancos centrais, a China destoa e termina o ano de 2021 no início de um ciclo de políticas econômicas mais acomodáticas.

AMBIENTE DOMÉSTICO

Após uma recuperação vigorosa entre 3T-20 e 1T-21, o PIB brasileiro mostrou pequenas quedas no 2T e 3T-21, e vemos indicações de que a tendência declinante possivelmente foi mantida no 4T-21. Acreditamos que a perda de fôlego nos últimos trimestres reflete um nível crescente de incerteza macroeconômica, com implicações negativas principalmente para as decisões de investimentos. A política fiscal tem estado no centro dessa maior incerteza. De fato, o teto de gastos não foi formalmente extinto, mas a PEC dos Precatórios aprovada em dezembro pelo Congresso, entre outras mudanças, alterou a janela de indexação para abrir espaço para expansão adicional de gastos neste ano. Essa mudança reduz muito a potência do teto como instrumento de ancoragem das expectativas dos investidores em relação à sustentabilidade da dívida pública brasileira. Na nossa [última Carta](#), contemplávamos o risco de exceções ao teto em 2022, mas os desenvolvimentos recentes nesse campo foram ainda piores do que esperávamos. Acreditávamos que o governo estivesse inclinado a anunciar um programa social com pagamentos mensais de R\$ 300 para 17 milhões de famílias, e tínhamos a visão de que esse programa não seria factível sob o teto, dados as pressões para expandir outras despesas discricionárias. As tensões orçamentárias cresceram gradualmente ao longo do 2º semestre de 2021 como resultado de números muito mais altos de inflação. Isso porque diversas despesas, como aposentadorias, pensões e outras transferências às famílias, são indexadas à inflação do ano anterior. A inflação mais alta em 2021, portanto, significava maiores despesas obrigatórias em 2022, reduzindo o espaço para despesas discricionárias sob o teto.

No final, contudo, o governo anunciou um programa social muito mais agressivo. O Auxílio Brasil envolve pagamentos mensais de pelo menos R\$ 400 para 17 milhões de famílias. O furo no teto, por consequência, foi muito maior, e o instrumento legal utilizado para viabilizá-lo também produziu um dano maior de credibilidade. O governo propôs uma emenda constitucional que altera as regras de indexação do teto, uma mudança arbitrária com o objetivo de expandir gastos. A reação dos preços de ativos a essa mudança sugere uma percepção de maior incerteza em torno da trajetória dos gastos públicos e da sustentabilidade da dívida

pública. A restrição imposta pelo teto de gastos mostrou-se mais frágil do que o mercado supunha e, portanto, sua capacidade de ancorar as expectativas acerca da solvência fiscal tornou-se muito menor.

Em perspectiva, o 4º trimestre foi marcado por forte enfraquecimento do nosso arcabouço fiscal, o que contribuiu para a depreciação da moeda e para o aumento das taxas de juros em prazos mais longos. Às forças inflacionárias globais de que tratamos acima se somaram, no caso brasileiro, as pressões associadas à forte depreciação do câmbio. Dessa combinação resultou o IPCA fechando o ano em 10,1%, ante uma meta de 3,75%. Isto exigiu que o BC pusesse em marcha um processo de aperto muito mais agressivo do que na maioria dos países emergentes, levando a política monetária ao campo claramente contracionista.

Após uma recuperação relativamente rápida entre maio de 2020 e o 1T-21, os dados do PIB mostram uma contração da atividade econômica a partir do 2T-21, e os sinais são de que essa tendência perdurou até o 4T-21. Observe-se que grande parte dos efeitos da forte elevação de juros vista em 2021 ainda produzirá efeitos, considerando as defasagens usuais da política monetária, ao longo de 2022. A perda de fôlego da atividade a partir de meados de 2021 parece refletir principalmente o aumento da incerteza macroeconômica, que tende a deprimir principalmente as decisões de investimento. Tudo indica que grande parte desta incerteza não se dissipará em meio ao debate eleitoral neste ano, e a ela irão se somar os efeitos defasados do aperto monetário. O que resulta destas forças, na nossa visão, é uma tendência de continuidade da contração da atividade que tem se desenhado desde meados do ano passado. Deve haver algumas notáveis exceções, como o setor agrícola, que caminha para colher uma forte expansão de safra. Da mesma forma, o setor automobilístico pode ter uma recuperação à medida que a escassez de componentes se torne menos aguda. No todo, porém, acreditamos que as forças contracionistas devem predominar, levando a uma queda do PIB da ordem de 0,6% em 2022.

No todo, 2022 afigura-se difícil para o Brasil. A perspectiva de normalização mais rápida da política monetária norte-americana deve produzir aperto de condições financeiras e redução de fluxos de capitais para países emergentes. Isso não significa necessariamente um quadro de crise, mas tende a levar a uma menor exuberância em preços de ativos e a um maior escrutínio dos investidores em relação aos fundamentos dos países. Essa mudança dos ventos que sopram do Hemisfério Norte deve nos encontrar numa posição de maior vulnerabilidade pelo enfraquecimento do nosso arcabouço fiscal. Tudo indica que as incertezas em relação à sustentabilidade da dívida pública e às diretrizes da política econômica do futuro governo não se dissiparão de forma consistente durante a campanha eleitoral. A resultante mais provável dessas forças é uma combinação de moderada recessão com riscos ainda altistas no campo inflacionário que julgamos não estarem totalmente precificados no mercado.

. . .

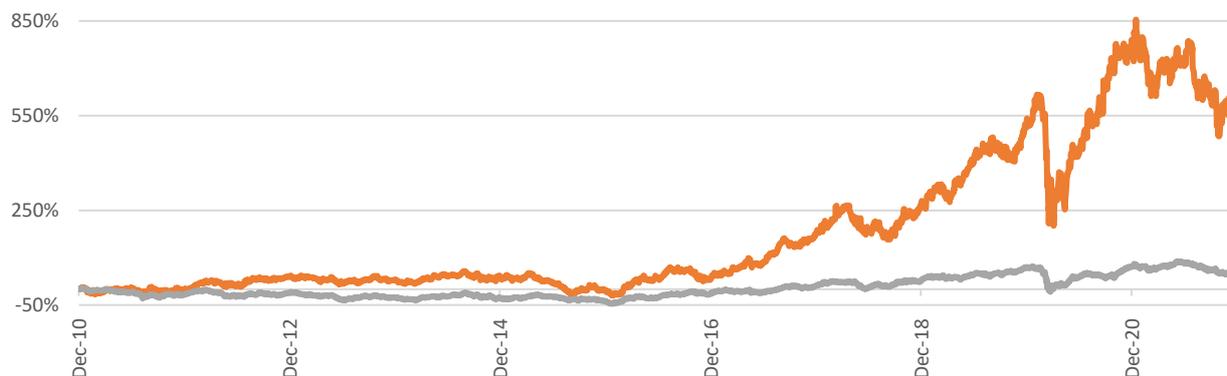
TEMAS DE LONGO PRAZO – LOCALIZA E LOCAMERICA

Podemos dizer que já enxergávamos valor nas ações de Localiza e Unidas independente da aprovação da fusão pelo CADE. Com a confirmação da combinação dos negócios, nossa convicção na tese de investimentos torna-se ainda maior, ainda que alguns detalhes referentes aos remédios exigidos pelo órgão antitruste estejam pendentes de divulgação ao público.

Desde o início da Apex, uma década atrás, acompanhamos de perto a Localiza e o setor de locação de veículos. Podemos dizer que vivenciamos uma série de transformações que comprovam o dinamismo do setor e, mais do que isso, da empresa em se adaptar rapidamente às novas demandas do mercado e sociedade, trazendo pronto retorno aos seus acionistas. Isso fica evidenciado na valorização de RENT3 em aproximadamente 600% na última década ante pouco menos de 50% do IBOVESPA no mesmo período, como apresentado no Gráfico 1.

Gráfico 1 – RENT3 vs IBOVE entre 2011 e 2021

RENT3 x IBOV



Fonte: Bloomberg, Apex Capital

Em nossas interações com clientes, um dos pontos que mais costumamos repetir desde a fundação da empresa é que acreditamos que o valor da ação é função direta da capacidade de crescimento do lucro de forma sustentável ao longo dos anos e nos diversos ciclos econômicos. Quase que como exemplo perfeito, o lucro da Localiza cresceu da casa de R\$ 300 milhões em 2011 para uma expectativa acima de R\$ 2 bilhões em 2022 pré-fusão. É óbvio, porém importante frisar, que custo de oportunidade e capital, associados ao ambiente macroeconômico doméstico e global, acabam por influenciar e trazer mais complexidade à análise.

E, embora reconheçamos estarmos diante de um período sujeito a grandes volatilidades tanto no ambiente externo quanto local, enxergamos uma série de vetores de crescimento no setor de locação de veículos que nos trazem maior conforto na alocação de Localiza/Unidas.

Entre 2016 e 2019, a Localiza mais que dobrou o tamanho de sua frota enquanto a Locamerica praticamente quintuplicou de tamanho (aqui inclusa a fusão com Unidas). Ou seja, mesmo diante de um cenário de baixo crescimento econômico, vimos ambas as empresas com fortes taxas de crescimento, seja por forte ganho de *market share* contra pequenas locadoras como por uma mudança cultural no que diz respeito a posse de veículos.

Costumávamos dizer que o grande concorrente da Localiza nunca foi a Unidas, Movida ou eventualmente a Enterprise, mas sim os 35-40 milhões de carros próprios da frota brasileira. É claro que o mercado endereçável segue sendo uma fração disso, concentrado nos carros de 0-5 anos, o que ainda teria potencial para aumentar o setor em 4-6x nos próximos anos.

Aqui, gostaríamos de relembrar uma brincadeira, mas já com um teor provocativo, que fazíamos à empresa em várias das mais de centenas de reuniões que fizemos na última década: “Se vocês compram carro mais barato do que eu, vendem melhor, não precisam de seguro, executam melhor manutenção e tem um custo de capital muito abaixo do meu, por que vocês não me oferecem um carro para alugar?”

As premissas seguem as mesmas, talvez até mais evidentes, mas a resposta felizmente mudou de alguns poucos anos para cá, fazendo-se desnecessária tal pergunta. É claro que diante de uma série de outras oportunidades de crescimento, bem como um comportamento cultural ainda enraizado na posse do carro, estava longe de ser o movimento prioritário a entrada no carro por assinatura alguns anos atrás. Porém, acreditamos que entraremos em um ciclo de forte crescimento puxado especialmente por este segmento assim que normalizar a oferta de veículos diante da escassez de *chips* globalmente.

Em nossas contas, uma penetração entre 10-15% do modelo de assinaturas no mercado de carros de 0-5 anos seria suficiente para dobrar o tamanho de todo o segmento de locação no país. Reconhecemos que as empresas enfrentarão um ambiente competitivo mais acirrado com novos entrantes seduzidos por um mercado com altas taxas de crescimento e bons retornos vigentes, mas mesmo assumindo *market share* marginal conservador, ainda vemos forte potencial de incremento de lucro nas empresas para os próximos anos.

Assim como no mercado de frotas, onde as vantagens competitivas das grandes empresas são menores, seja por uma menor diluição do desconto na compra do carro, como também menor necessidade de serviço, marketing e atendimento ao cliente, uma série de *players* menores tentará abocanhar parte deste mercado. Porém, considerando o período pré pandemia, vale destacar que a Localiza vinha apresentando forte taxa de crescimento no segmento de aluguel de frotas, quase que dobrando sua frota no segmento nos últimos 5 anos.

Diante deste cenário, enxergamos a fusão como a cereja do bolo em nossa tese de investimentos. Além de trazer uma série de benefícios a serem capturados no curto prazo através de sinergias de custos e fiscais, vemos a empresa combinada ainda mais preparada para enfrentar as profundas mudanças que este mercado seguirá atravessando no médio e longo prazo. Embora um clichê, este é claramente um daqueles negócios que a soma das partes vale mais do que as 2 empresas olhadas de forma individualmente.

Sabemos que a integração entre os negócios será trabalhosa e poderá trazer alguma volatilidade em custos após a formalização do negócio, mas reforçamos nossa confiança no *management* de ambas as empresas.

Tentando colocar em números, enxergamos sinergias próximas a R\$ 10 bilhões e encontramos múltiplos de 13.5-14.0x lucro em 2023 para empresa combinada, já com premissas conservadoras de desinvestimento de parte da operação da Unidas por exigência do CADE. Reconhecemos que os lucros das empresas estão positivamente influenciados no curto prazo pelo crescimento do preço de veículos e consequente impacto em estoques na operação de seminovos, mas vale ressaltar que isto também vem restringindo o crescimento de frota desde 2020, gerando uma demanda reprimida evidenciada pelas altas taxas de ocupação e forte incremento de preço de diárias no setor.

Assim, temos uma tese de investimentos que alia (i) forte crescimento de mercado, em que pese as expectativas conservadoras com PIB brasileiro, (ii) captura de sinergias pós combinação de negócios, (iii) *management* altamente qualificado e (iv) *valuation* bastante atrativo vs histórico. Desta forma, a nossa convicção atual nos permite ter uma importante alocação de nossos fundos em Localiza/Unidas.

Mais uma vez agradecemos a confiança de nossos clientes, colaboradores e investidores.

Apex Capital Ltda

. . .

LEIA O PROSPECTO, O FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES, LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS E O REGULAMENTO ANTES DE INVESTIR. RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS. FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR, DO GESTOR, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO – FGC. 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 POLÍTICAS DE INVESTIMENTO, TAIS ESTRATÉGIAS PODEM RESULTAR EM SIGNIFICATIVAS PERDAS PATRIMONIAIS PARA SEUS INVESTIDORES, E INCLUSIVE ACARREJAR 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, CONSEQUENTEMENTE, 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 DESTES RELATÓRIOS FORAM CONSIDERADAS COMO DE PRECEDÊNCIA IDÔNEAS PELA APEX, NO ENTANTO, ESTA NÃO SE RESPONSABILIZA POR EVENTUAIS INEXATIDÕES, 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 NOTIFICAÇÃO OU JUSTIFICATIVA.

