

# CARTA TRIMESTRAL

4° TRIMESTRE 2022



Ativos	100,000	100,000	100,000	100,000
Ativos não correntes	50,000	50,000	50,000	50,000
Ativos correntes	50,000	50,000	50,000	50,000
Passivos	100,000	100,000	100,000	100,000
Passivos não correntes	50,000	50,000	50,000	50,000
Passivos correntes	50,000	50,000	50,000	50,000

APEX  
CAPITAL LTD.A

## PALAVRA DO GESTOR – PORTFÓLIO

### BENEFÍCIO DA DÚVIDA?

No quarto trimestre de 2022, o *top down* continuou a dominar a dinâmica dos preços dos ativos. No âmbito global, ficou clara a percepção de que a inflação fez o seu pico e que, nos Estados Unidos, o Fed<sup>1</sup> está com a maior parte da alta de juros encaminhada. Na China, as autoridades se viram forçadas a trazer a vida da população de volta à normalidade e flexibilizou a política de Covid Zero. Estas questões contribuíram fortemente para a retomada de apetite a risco com ramificações para os mais diversos mercados e instrumentos financeiros, principalmente nos ativos que se beneficiam da reabertura da atividade na China.

**O Brasil perdeu uma boa oportunidade de andar com a melhora do ambiente internacional.** Os preços dos ativos expostos à atividade doméstica sofreram uma reprecificação relevante com a aparente baixa importância com que, a princípio, o governo eleito está tratando a fragilidade fiscal do país em suas atitudes e indicações do conjunto de políticas anunciadas desde o dia 9 de novembro de 2022.

**Incertezas dessa natureza desancoram expectativas de inflação e pedem mais prêmio de risco: ruim para o social, ruim para a moeda, ruim para a renda fixa e ruim para a bolsa.**

Os juros subiram desde então (o custo de capital ficou mais caro), e os preços das ações caíram por consequência.

Como descrito na nossa [última carta](#) - pág.3, par.5 e pág.7, par.1,2 e 3 - acreditávamos num governo mais pragmático e fiscalmente responsável à luz do que vivenciamos nas administrações Lula 1 e 2. Ouvimos diversos discursos, do então Lula candidato, na direção de um governo de todos e “três palavras mágicas em governar: credibilidade, previsibilidade e estabilidade”. E os mercados pareciam dar o benefício da dúvida ao presidente eleito com seu foco nas políticas sociais (boas intenções, diga-se de passagem) entendendo que seu pragmatismo faria uma convivência pacífica com as políticas fiscais. Lula estava com ferramentas suficientes para fazer um início de governo que trouxesse confiança à população, aos empresários, aos investidores e que facilitasse o trabalho do Banco Central para o esperado início do corte de juros. Ledo engano, porém. Lula eleito preferiu não usar esse benefício da dúvida e se apresentou menos preocupado com os gastos, subestimando grandemente a força da ancoragem ou desancoragem das expectativas. Com isso, os mercados locais reagiram imediatamente com uma forte realização/reprecificação dos ativos.

**Dito isso, nossos fundos tiveram um trimestre aquém do desejado em função das perdas no mês de novembro com esse revés doméstico.**

**Mesmo com todas estas complexidades em relação ao cenário macroeconômico e demais fatores que impactaram os mercados, no acumulado de 2022 nossos fundos apresentaram retornos positivos, com destaque para os produtos da estratégia *Long Only*, que superaram o índice Ibovespa.**

As principais contribuições positivas vieram das posições compradas nos setores de mineração, industrial, serviços financeiros, saúde e energia elétrica enquanto as perdas vieram dos setores de construção civil e varejo pela razão mencionada acima e dos setores de petróleo, transportes e bancos.

Ajustamos as posições a esse novo ambiente de negócios desinvestindo das alocações que seriam beneficiadas com o início do ciclo de queda de juros que foram construídas recentemente, notadamente construção civil e varejo. Como postergamos a expectativa de corte de juros, estas posições não fazem sentido enquanto não tivermos clareza do arcabouço fiscal.

<sup>1</sup>Fed: *Federal Reserve* (Banco Central Americano).

Aumentamos algumas alocações de commodities que se beneficiam da reabertura da China, tema que vemos com possibilidade de desenvolvimento ao longo dos primeiros trimestres de 2023.

**Para 2023, da mesma forma que viemos posicionados desde o segundo semestre de 2021, estamos mantendo a maior parte da carteira embasada no racional *bottom-up*/específico de empresas com *valuation* descontado, bom momento operacional se convertendo em crescimento de lucros e com alguma proteção ao ambiente de inflação. Encontramos nestes fundamentos uma expectativa de retorno absoluto suficiente para superar os retornos da renda fixa mais um prêmio de risco de investimento em ações.**

Na segunda parte desta carta, comentamos em mais detalhes sobre o ambiente de mercado e seus principais riscos. Por fim, apresentamos nossa percepção sobre a rentabilidade esperada de algumas posições da nossa carteira de investimentos.

Obrigado pela confiança,

Time Apex Capital

. . .

## RESULTADOS

No quarto trimestre de 2022, o retorno do fundo **Apex Ações FIC FIA** foi de -3,44% contra -0,27% do Ibovespa. No ano de 2022, o retorno foi de 6,38% contra 4,68% do Ibovespa. Desde seu lançamento, o fundo acumula alta de 173,59% e o índice de 92,94%.

**Tabela I. Retorno – Apex Ações FIC FIA**

	APEX AÇÕES <sup>1</sup>	IBOVESPA
4T2022	-3,44%	-0,27%
12 meses (2022)	6,38%	4,68%
DESDE INÍCIO <sup>2</sup>	173,59%	92,94%

<sup>1</sup> PL Médio 12M: R\$ 8,37 MM. PL Estratégia 30/12/2022: 4,01 Bn. (12M da lâmina e estratégia da capa)

<sup>2</sup> Início do fundo 30/11/11.

O fundo **Apex Infinity Long Biased FIC FIA** rendeu -7,00% no quarto trimestre de 2022 e 6,12% no ano. Desde seu lançamento, o fundo acumula alta de 186,64% contra um retorno de 88,83% do Ibovespa e 136,50% do CDI.

**Tabela II. Retorno – Apex Infinity LB FIC FIA**

	APEX INFINITY <sup>1</sup>	IBOVESPA <sup>2</sup>
4T2022	-7,00%	-0,27%
12 meses (2022)	6,12%	4,68%
DESDE INÍCIO <sup>3</sup>	186,64%	88,83%

<sup>1</sup> PL Médio 12M: R\$ 3,64 MM. PL Estratégia 30/12/2022: R\$ 294,06 MM.

<sup>2</sup> Mera referência econômica.

<sup>3</sup> Início do fundo 27/08/12.

O rendimento do fundo **Apex Equity Hedge FIM** foi de -2,78% no quarto trimestre de 2022 e 8,17% no ano. Desde o início, o fundo sobe 179,18% contra 152,74% do CDI no mesmo período.

**Tabela III. Retorno – Apex Equity Hedge FIM**

	APEX EQUITY HEDGE <sup>1</sup>	CDI	%CDI
4T2022	-2,78%	3,19%	-
12 meses (2022)	8,17%	12,41%	66,05%
DESDE INÍCIO <sup>2</sup>	179,18%	152,74%	117,31%

<sup>1</sup> PL Médio 12M: R\$ 390,59 MM. PL Estratégia 30/12/2022: R\$ 5771,03 MM.

<sup>2</sup> Início do fundo 30/11/11.

O retorno do **Apex Long Biased Icatu Previdência FIM 49** foi de -3,14% no quarto trimestre de 2022 e 5,19% no ano. Desde o início o fundo rendeu 92,24% contra 88,94% do CDI. O índice Ibovespa sobe 124,38% no mesmo período.

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

	APEX LB ICATU PREVI <sup>1</sup>	IBOVESPA <sup>2</sup>	CDI	%CDI
4T2022	-3,14%	-0,27%	3,19%	-
12 meses (2022)	5,19%	4,68%	12,41%	41,87%
DESDE INÍCIO <sup>3</sup>	92,24%	124,38%	88,94%	103,71%

<sup>1</sup> PL Médio 12M: R\$ 58,03 MM. PL Estratégia 30/12/2021: R\$ 251,67 MM.

<sup>2</sup> Mera referência econômica.

<sup>3</sup> Início do fundo 11/03/15.

...

## OVERVIEW AMBIENTE DE MERCADO – PERSPECTIVAS E RISCOS

### CENÁRIO EXTERNO

O tema central na cena global no período recente são os sinais de inflexão na dinâmica inflacionária. Após persistentes surpresas altistas ao longo de 2021 e dos três primeiros trimestres de 2022, a inflação deu sinais de acomodação nos Estados Unidos e na maior parte dos países desenvolvidos no 4º trimestre. A parte mais óbvia dessa inflexão resulta de uma queda dos preços de energia. Esse componente, tal como medido no CPI<sup>1</sup> norte-americano, apresentou uma alta de 41,5% nos 12 meses terminados em junho de 2022, e desde então acumula uma queda de 15,1%. Isso explica a maior parte da desaceleração do CPI cheio, que apresentou um pico de 9% em junho e encerrou o ano com uma alta de 6,4%. Preços de energia, contudo, são sabidamente voláteis, e por isso, é relevante observar que no último trimestre de 2022 surgiram sinais de uma desinflação mais ampla. Em particular os preços de bens excetuando-se alimentos e energia, que apresentaram no último trimestre do ano passado uma deflação de 1,2%.

Destaquem-se aqui os sinais de gradual normalização do setor automobilístico. Os preços de carros usados, medidos pelo CPI, acumularam uma alta de nada menos que 55% na pandemia, e desde fevereiro do ano passado acumulam queda de 10%, revertendo uma parte ainda pequena da alta fortíssima observada nos trimestres anteriores. Esse movimento em carros usados é o exemplo mais eloquente, mas não o único, de um amplo fenômeno: a pandemia produziu fortes desequilíbrios nas cadeias de suprimento globais, e no período recente há sinais de que caminhamos gradualmente na direção da normalização. Contribuem para isso movimentos tanto de oferta como de demanda. Nos períodos de alta restrição à mobilidade durante a pandemia as pessoas se viram impedidas de consumir serviços, e com isso acabaram direcionando uma parte maior de sua renda para o consumo de bens, gerando um excesso de demanda nos mais diversos setores, variando de semicondutores a transporte marítimo. Ao mesmo tempo, a redução de mobilidade resultante da pandemia afetou negativamente a oferta global de bens, por seus efeitos nos diferentes elos das longas e altamente integradas, cadeias de suprimentos que caracterizam a estrutura produtiva de bens em um mundo que avançou muito no processo de globalização nas últimas décadas.

Com a vida voltando à normalidade, em maior ou menor grau, na maioria dos países nos últimos trimestres, esses desequilíbrios têm sido gradualmente revertidos. De um lado, os consumidores voltaram a consumir serviços, e com isso há uma acomodação natural na demanda por bens. De outro lado, os efeitos disruptivos da pandemia nas cadeias globais de suprimento também têm se tornado menos relevantes, contribuindo para a ampliação da oferta de bens. Somando-se tudo, no último trimestre do ano passado tornou-se mais claro que há forças desinflacionárias atuando sobre os preços de bens no mundo.

**Isso ainda não foi suficiente para levar ao fim dos ciclos de aperto monetário em curso pela esmagadora maioria dos bancos centrais, mas nos últimos meses em diversos países desenvolvidos há redução do ritmo de alta dos juros.** O Fed, em particular, interrompeu em dezembro uma sequência de quatro altas consecutivas de 75 bps<sup>2</sup> (algo sem precedentes nas últimas quatro décadas) com uma elevação de 50 bps. A razão para a continuidade do ajuste é o fato da inflação de serviços nos EUA ainda se revelar muito persistente, refletindo o superaquecimento do mercado de trabalho, que continua produzindo fortes pressões sobre salários.

Dados recentes sugerem, contudo, que a forte elevação de juros começa a produzir sinais mais disseminados de desaceleração na economia. Em particular o índice ISM<sup>3</sup> de serviços (*Services PMI*) reduziu-se a 49,6 em dezembro, adentrando o território que caracterizaria contração da atividade pela primeira vez desde maio de

<sup>1</sup>CPI: *Consumer Price Index* (Índice de Preços ao Consumidor).

<sup>2</sup>bps: *Basis points* (Pontos-base). 1 Ponto-base corresponde a 0,01%.

<sup>3</sup>ISM: *Institute for Supply - Management Services PMI* (Índice de Atividade-Não-Industrial).

2020. Ao mesmo tempo, começam a surgir sinais incipientes de desaceleração dos salários. Esses dados nos sugerem que o Fed pode, em sua reunião de fevereiro, reduzir novamente o ritmo de alta para 25 bps. Ainda vemos como mais provável que a robustez do mercado de trabalho e a persistência da inflação de serviços levem o Fed a estender o ciclo de alta até meados deste ano, com uma taxa terminal entre 5,25-5,5%. Como alertamos em nossa [última carta](#), contudo, a estrutura a termo da taxa de juros já parece precificar razoavelmente o aperto requerido, em contraste com o que víamos, por exemplo, no início de 2022, quando os mercados pareciam grosseiramente subestimar a gravidade do problema inflacionário e a intensidade da resposta requerida da política monetária.

**Afora os sinais de inflexão na dinâmica inflacionária global, os últimos meses de 2022 foram marcados por alguns outros sinais mais encorajadores na economia mundial.** No que diz respeito à Europa Ocidental, a economia deu sinais de desaceleração no final do ano passado, ainda em consequência do forte choque de oferta em energia associado ao conflito na Ucrânia. Contudo, **os riscos de uma recessão mais profunda durante o inverno no Hemisfério Norte diminuíram acentuadamente nas últimas semanas, graças em parte às condições climáticas muito mais amenas do que o normal nesta época do ano.** Como consequência, os preços de gás têm recuado após atingir níveis elevadíssimos no 3º trimestre, e tudo indica que um programa de racionamento de energia deve ser evitado por ora. Com isso, parecem estar afastados cenários que poderiam envolver uma recessão muito profunda na Zona do Euro. Observe-se, de todo modo, que os riscos geopolíticos na região continuam elevados.

Em relação à China, o mês de novembro foi marcado por um aumento exponencial de novos casos de Covid e, conseqüentemente, novas restrições de mobilidade. **No entanto, em uma rara demonstração de descontentamento, milhares de chineses foram às ruas protestar contra a política de Covid Zero e reivindicar o fim de lockdowns obrigatórios e testes em massa.** Com isso, o governo chinês viu-se em uma encruzilhada: aumentar as medidas de controle de mobilidade e suprimir os protestos ou oficialmente flexibilizar a política do Covid Zero. **Em um movimento surpreendente e que só era esperado para meados de 2023, o governo abandonou a necessidade de testes obrigatórios e lockdowns em centros de quarentena, indicando uma flexibilização mais agressiva do se supunha do Covid Zero.** Com isso, mesmo diante da continuidade de dados fracos no setor de construção civil e exportador, as projeções para o crescimento chinês em 2023 começaram a ser revistas para cima desde o início de dezembro, e vemos ainda espaço para outras revisões altistas adiante.

Somando-se tudo, ainda vemos um cenário global desafiador em 2023, provavelmente marcado por baixo crescimento em economias desenvolvidas. Contudo, **os desenvolvimentos recentes sugerem que o ciclo de aperto monetário mais agressivo em quatro décadas pelo Fed pode estar próximo do seu fim, ao mesmo tempo em que as consequências econômicas da guerra na Ucrânia começam a ser atenuadas e a China parece finalmente pôr um fim em sua estratégia insustentável de Covid Zero. A despeito da persistência de diversos riscos, o cenário global caminhou em direção mais favorável nos últimos meses.**

## CENÁRIO DOMÉSTICO

Após uma vitória de Lula por margem muito estreita no 2º turno das eleições presidenciais, o foco dos investidores tem estado na formação do novo governo e nas suas sinalizações em relação às diretrizes da política econômica. Era sabido que, independentemente do resultado das eleições, haveria no final de 2022 a tramitação de uma emenda constitucional que permitisse novamente excepcionalizar o teto de gastos neste ano. Isso porque os dois candidatos finalistas se comprometeram com a manutenção do pagamento Auxílio Emergencial de R\$ 600, o que não seria factível sob o teto de gastos. O novo governo surpreendeu, contudo, ao propor um gasto extra teto muito superior ao que seria necessário para assegurar a manutenção do programa, mesmo considerando a proposta do presidente eleito de pagar um adicional de R\$ 150 para filhos com menos de 6 anos. Além disto, o governo originalmente propôs que essa excepcionalização do teto de gastos, de quase 2% do PIB, valesse não apenas para este ano, mas para todo o mandato presidencial.



**O Congresso limitou essa excepcionalização do teto de gastos apenas ao ano de 2023, o que força a discussão sobre um novo arcabouço para substituir o teto de gastos a partir de 2024 nos próximos meses. Há pouca clareza sobre as propostas que o governo fará nesse campo a esta altura. De todo modo, as sinalizações iniciais do novo governo mantêm um nível elevado de incerteza sobre as diretrizes da política fiscal e a sustentabilidade da dívida pública.**

Há uma percepção de analistas, a partir da PEC que foi encaminhada e das declarações de membros do governo, de que há a intenção de promover um crescimento maior dos gastos, seja para ampliar programas sociais ou o investimento público. Ao mesmo tempo, parece haver dificuldades políticas para reverter as desonerações de impostos promovidas pelo governo Bolsonaro em 2022. O que resulta disto é um governo que, em seu primeiro ano, deve exibir uma piora importante da trajetória fiscal: enquanto o governo central deve ter encerrado 2022 com um superávit primário próximo a 0,4% do PIB, poderemos ter neste ano um déficit primário próximo a 1% do PIB. Isso é especialmente preocupante considerando o estágio atual do ciclo político: em geral é mais fácil implementar medidas de ajuste no início de um novo governo, quando o presidente eleito ainda tem um elevado capital político conferido pelo resultado das urnas e o próximo ciclo eleitoral está suficientemente distante para interferir menos nas decisões de política econômica.

**O que resulta de mais incerteza fiscal, a nosso ver, é uma maior dificuldade de flexibilizar a política monetária e retomar o crescimento econômico. A política fiscal potencialmente torna mais difícil o trabalho do Copom, pela elevação dos prêmios de risco, por uma eventual ampliação dos gastos e pela maior dificuldade de ancorar as expectativas de inflação.** A autonomia do Banco Central, aprovada pelo Congresso em 2021, certamente contribuiu para tornar menos turbulenta a transição, mas o mercado ainda espera sinalizações mais claras do novo governo nas indicações que fará para a composição da diretoria colegiada e na própria definição das metas de inflação pelo CMN.

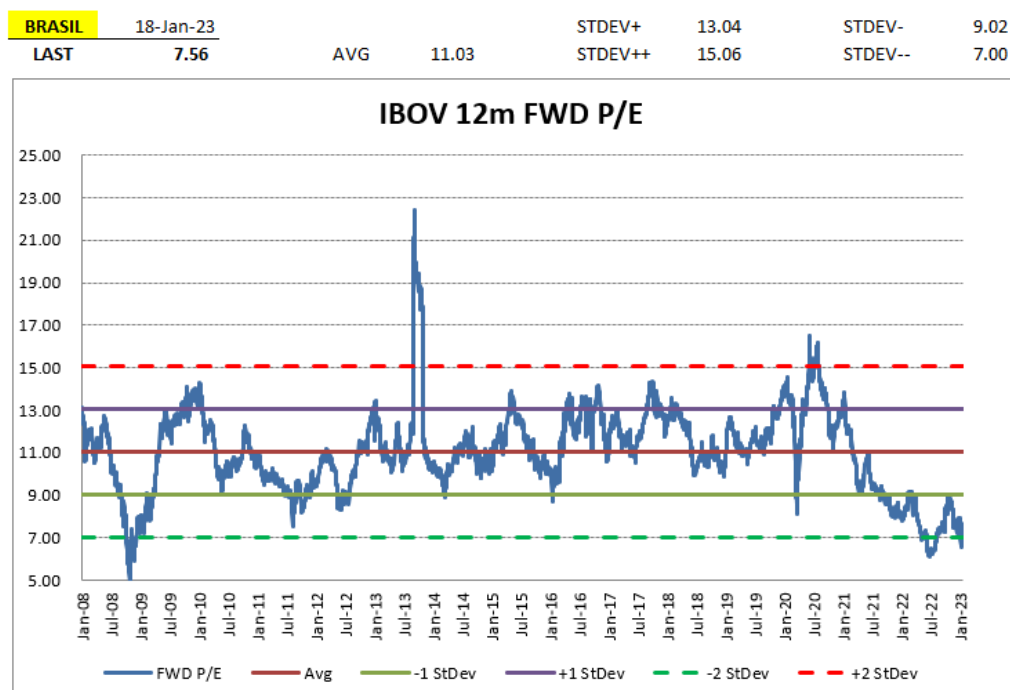
**No todo, os primeiros passos do novo governo ainda mantêm um nível elevado de incerteza sobre os rumos da política econômica. Parece-nos especialmente importante monitorar as diretrizes que serão apresentadas nos próximos meses em 3 áreas: i) o novo arcabouço fiscal; ii) a política de preços de combustíveis; e iii) o papel que será atribuído aos bancos públicos, com destaque para eventuais mudanças na TLP, que têm sido discutidas por membros do governo com efeitos importantes no mercado de capitais. Do lado positivo, vemos a possibilidade de o governo avançar numa reforma dos impostos indiretos, com a possível retomada de uma proposta nos moldes da PEC 45, que unifica 5 impostos em um único IVA.** Obviamente, é politicamente complexo avançar numa reforma dessas proporções, cuja discussão se arrasta no país há décadas. De todo modo, o novo governo dá mostras de querer avançar nesse campo, e **o secretário Bernard Appy tem boas credenciais, pela experiência e conhecimento técnico, para conduzir esse tema. Um eventual êxito nesse campo poderia ter efeitos muito positivos sobre a produtividade e o crescimento potencial, pela redução da absurda complexidade e disfuncionalidade do nosso sistema tributário atual.**

A questão da fragilidade de nossos fundamentos fiscais tem estado presente em nossas análises de forma recorrente nos últimos anos e os passos iniciais de novo governo de alguma forma têm ampliado as incertezas nesse campo. Observe-se, por outro lado, que ventos mais favoráveis têm soprado a partir do Hemisfério Norte, com sinais de inflexão na dinâmica inflacionária e melhora das perspectivas de crescimento em economias importantes. A perspectiva para o Brasil nos próximos anos dependerá da interação entre a dinâmica global e as escolhas que o novo governo fará nos temas que elencamos acima. As sinalizações que tivemos até aqui nos sugerem uma postura de cautela, mesmo reconhecendo que o cenário global pode oferecer boas oportunidades ao Brasil.

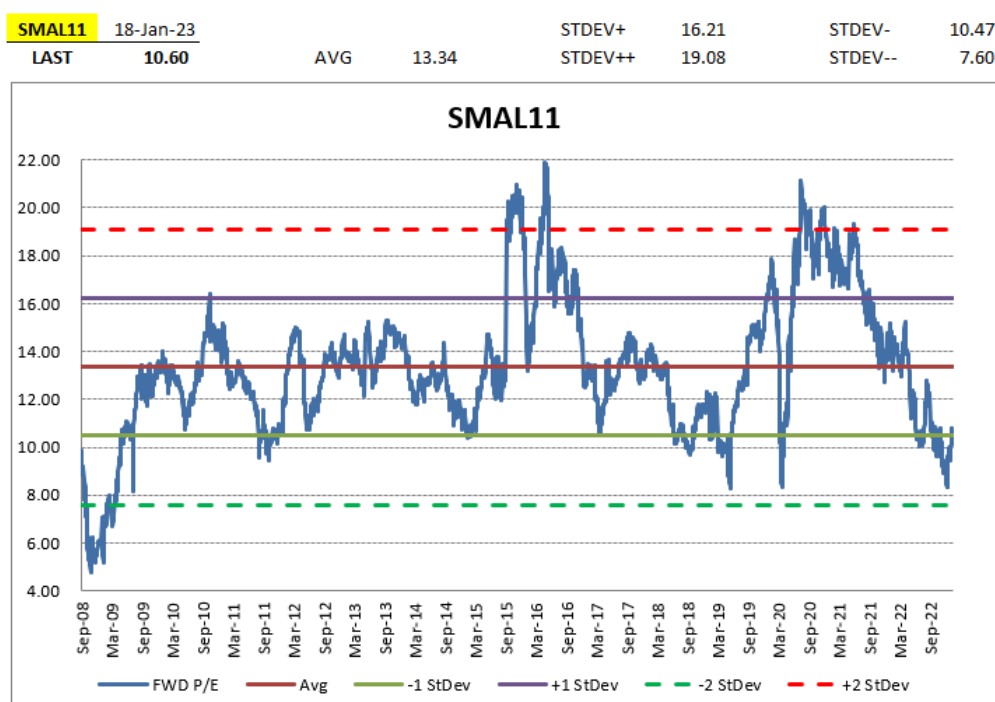
. . .

## TESES E RACIONAL PARA 2023

Enxergamos o *valuation* atual da bolsa como atrativo por alguns motivos: (i) o índice Ibovespa negocia a 7,56x Preço/Lucro nos próximos 12 meses contra um histórico de 11,03x Preço/Lucro; (ii) já o Small11, que representa o desempenho das small caps, negocia a 10,60x Preço/Lucro vs um histórico de 13,34x Preço/Lucro e (iii) o IVBX11, que representa o desempenho médio de 50 empresas com maior liquidez na bolsa, excluindo as 10 maiores (basicamente as empresas de commodities e grandes bancos), negocia a 11,06x Preço/Lucro vs um histórico de 13,94x Preço/Lucro. Logo, todos estão bastante descontados e apresentam um alto prêmio de risco, o que pode ser visto como uma boa oportunidade. Nos gráficos abaixo, é possível observar os níveis atuais de Preço/Lucro (P/E), que estão abaixo da média (linha vermelha) e próximos as mínimas históricas.

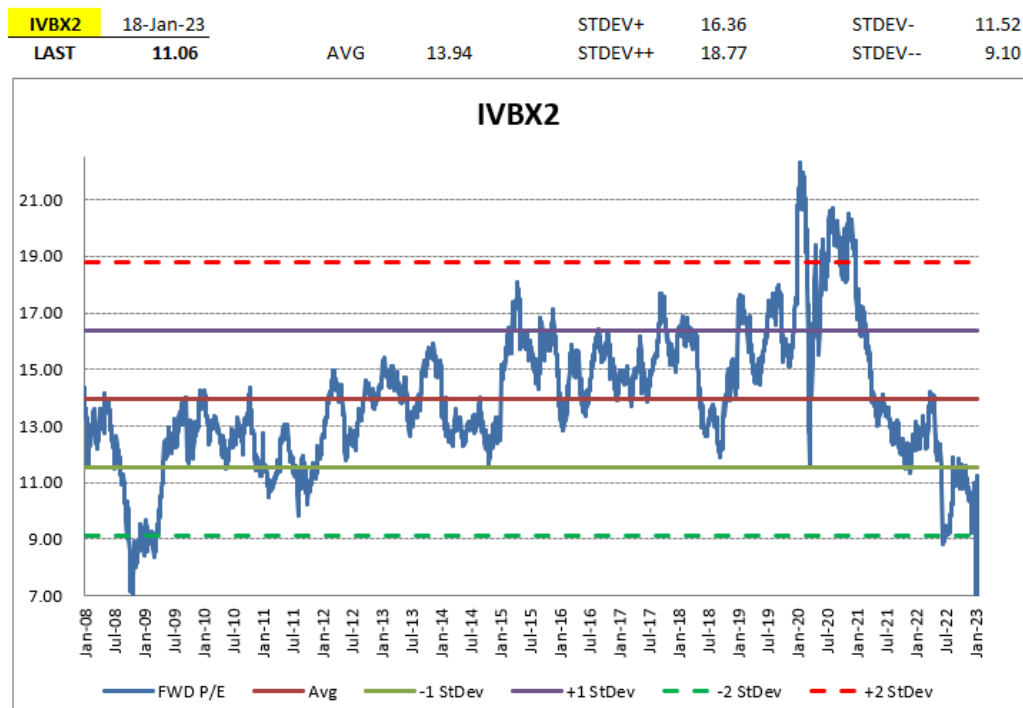


Fonte: Consensus Bloomberg



Fonte: Consensus Bloomberg





Fonte: Consensus Bloomberg

Entendemos que investir em ações neste momento faz sentido em uma visão de longo prazo dado o bom ponto de entrada. Porém, no nosso processo de alocação devemos levar em consideração que o que é barato hoje pode ficar barato por bastante tempo, principalmente quando temos um cenário macroeconômico incerto como o atual.

Tendo isso em mente, a estratégia que buscamos na Apex é ter investimentos em companhias que esperamos que entreguem um crescimento de lucro atrativo nos próximos anos como consequência de uma sólida execução operacional, exposição a mercados em expansão e diferenciais competitivos que resultem em ganhos de *market share*.

Assim, temos privilegiado ações em que este crescimento de lucro, somado ao dividendo pago, fique acima do custo de oportunidade do investidor (o juro real da NTN-B de longo prazo). Desta maneira vemos o investimento em ações como gerador de valor para a carteira, mesmo em ambiente adverso.

Abaixo listamos algumas das teses que, na nossa visão, se encaixam nos critérios mencionados acima e apresentarão um retorno acima do custo de oportunidade em 2023, ou seja, companhias que investimos e devem trazer ao investidor rentabilidade superior a renda fixa no médio e longo prazo.

**Hypera** – Estamos confiantes no crescimento de lucro por volta de 15% em 2023 dada a sólida execução operacional da empresa e a resiliência do setor. Como é sabido, os reajustes de preços de medicamentos são regulados pela Câmara de Regulação do Mercado de Medicamentos (CMED), que usa como base de reajuste o IPCA, ajustado por fatores de produtividade, variação cambial, energia e concentração de mercado. Assim, temos como premissa um reajuste de preços ao redor de 5% para o ano que vem, que deve ser adotado pela indústria como é de praxe e sem impacto significativo no volume por se tratar de um bem essencial. Além de preço, esperamos uma continuidade no crescimento de volume da Hypera como consequência (i) das extensões de linha no portfólio atual; (ii) de lançamentos de moléculas, sendo que a empresa possui um pipeline de mais de 450 projetos no varejo; (iii) do ganho de relevância da empresa no mercado institucional, com vários produtos a serem lançados (iv) e na melhoria das marcas adquiridas.

**Arezzo** – Ao longo dos últimos dois anos a Arezzo acelerou fortemente a sua trajetória de crescimento de receita por meio de aquisições e licenciamentos, entrada em novos segmentos, sólida execução no e-commerce e

manutenção da expansão de área e ganho de participação de mercado. Através das marcas Reserva, Carol Bassi, Vans, Baw e Schutz a empresa expandiu sua atuação para o segmento de vestuário, quadruplicando seu mercado endereçável, e esperamos que esta trajetória de crescimento se mantenha em 2023. A empresa divulgou um *guidance* de 50 a 70 novas lojas a serem inauguradas no ano, representando uma expansão de área entre 5-7% que aliada a maturação das lojas recentemente abertas ao contínuo crescimento robusto do e-commerce e a uma expectativa de vendas nas mesmas lojas (*SSS - Same Store Sales*) por volta de 8%, esperamos um crescimento de vendas entre 15-20%. Projetamos também uma manutenção de margens, dado que o ganho de alavancagem operacional deve ser reinvestido no marketing das marcas. Assim, temos um crescimento de lucro também entre 15-20% no próximo ano.

**BB Seguridade** - Após ter sido prejudicada durante o ano de 2021 pela pandemia, principalmente por conta da exposição que a empresa tem ao seguro de vida e ao seguro prestamista que representam juntos ~40% do resultado da empresa, o ano de 2022 foi um ano de recuperação de resultado com a normalização da sinistralidade desses dois somado ao forte crescimento do seguro rural. O lucro em 2022 deve crescer mais de 50% y/y e para 2023, acreditamos que o forte crescimento do seguro rural deve continuar puxando resultado para cima, sendo que parte desse crescimento já está contratado com o prêmio emitido do seguro rural crescendo 72% y/y no 3T22. O seguro prestamista também deve ser um importante vetor de crescimento para o ano que vem, principalmente em um cenário onde os bancos públicos, incluindo o Banco do Brasil, voltem a ganhar *share* na originação de crédito para pequenas e médias empresas. Além disso, durante o ano de 2022, o resultado financeiro representou ~15% do resultado total da empresa, sendo que historicamente esse número rodou próximo de 20-30%. Com a taxa Selic se mantendo em patamares mais altos por mais tempo, acreditamos que o resultado financeiro pode ganhar ainda mais representatividade. Por conta desses fatores, acreditamos que lucro da empresa deve crescer em torno de 15% para o ano de 2023. Vale ressaltar também que a empresa possui um *dividend yield* próximo de 9%.

**Weg** – Como comentamos em nossa [carta do 3T22](#), a Weg é uma das poucas empresas que não só carrega um histórico excelente de crescimento, como também vem surpreendendo positivamente nos últimos anos. Acreditamos que a empresa continuará entregando um crescimento de lucro atrativo pois, mesmo com o cenário macroeconômico mais desafiador, seu histórico superior aos competidores decorrente do seu modelo de negócio verticalizado, flexível e com capacidade de “customização em massa”, nos levam a crer no seu potencial de ganho de *market share*, principalmente no mercado internacional. Além disso, entendemos que a contínua busca por eficiência energética e o combate às mudanças climáticas trazem um componente estrutural de crescimento dos mercados nos quais a Weg atua. Ambos os pontos nos dão confiança no potencial de crescimento de receita que, aliada à manutenção de margens saudáveis, devem gerar um crescimento de lucro entre 15-20% no próximo ano.

**Localiza** - Após a fusão com a Unidas, a empresa está muito bem-posicionada para mais um forte período de crescimento em um mercado ainda com baixa penetração. Com fortes vantagens competitivas e uma maior aceitação de aluguel por parte da população, vemos um mercado muito favorável para Localiza, em que pese o ambiente econômico adverso. Historicamente a empresa passou por diversas crises e sempre saiu mais forte delas, inclusive pela menor capacidade de seus concorrentes atravessarem períodos ruins. Além disso, a empresa tem um *management* que concilia forte disciplina na alocação de capital e capacidade de inovação. Desta forma, a Localiza segue criando avenidas de crescimento, como no setor de manutenção para terceiros, um mercado de dezenas de bilhões de reais pouco explorado pelos seus concorrentes.

**Fleury** - No setor de saúde, gostamos da tese de investimento do Fleury. Os principais pontos da tese são (i) **core business sólido**: o segmento de diagnóstico deve crescer entre 5-10% de receita para os próximos anos, através de ganhos com o aumento do portfólio de produtos, expansão orgânica e maior penetração do atendimento móvel; (ii) **novos elos**: a empresa deve continuar seu processo de diversificação de negócios com a expansão em

“novos elos” – oftalmologia, ortopedia e oncologia. Apesar de possuírem margens menores do que a atividade principal, isso deve tornar o negócio mais resiliente a alterações de mercado, além de ajudar no aumento da base de clientes e captura de novas receitas com clientes da base Fleury. Um outro ponto: (iii) **benefícios de Pardini**: a fusão com a rede de laboratórios Hermes Pardini deve gerar sinergias em custos e despesas próximas a R\$ 175 milhões (~10% do EBITDA em 2023). Além disso, as duas empresas possuem uma excelente complementariedade geográfica (presença em 12 estados e Distrito Federal) e de negócios já que o Fleury atualmente é mais focado no segmento B2C enquanto que Hermes Pardini é mais focado no segmento B2B; (iv) **valuation atrativo**: vemos o papel muito descontado *versus* outros *peers*, operando a 14x preço/lucro 2023, com um *earnings*CAGR de ~20% para os próximos 5 anos, enquanto os principais players listados do setor operam com múltiplos acima de 20x; e por último (v) **baixa alavancagem**: a empresa possui um balanço sólido com baixa alavancagem, ~1.0x Dívida Líquida/Geração de Caixa Operacional (já considerando a fusão com Pardini), sendo uma das menores alavancagens do setor.

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 ACARRETER 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 DESTE RELATÓRIO 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.

