

3T23

CARTA
TRIMESTRAL

3° Trimestre de 2023



PALAVRA DO GESTOR – PORTFÓLIO

AMBIENTE DE MERCADO SOFRE REVÉS NO TERCEIRO TRIMESTRE

BRASÍLIA, ESTADOS UNIDOS E O PETRÓLEO...

O que parecia ser um início de ciclo de afrouxamento monetário promissor para o mercado acionário brasileiro acabou sendo, até agora, uma frustrante correção de preços para baixo após o primeiro corte de juros que o Banco Central implementou em agosto.

Sabíamos que não seria um “passeio no parque”, mas imaginávamos que a conjuntura local teria mais tempo antes de voltar a confrontar o cerne da fragilidade doméstica, a questão fiscal. O desencontro de interesses políticos de Brasília trouxe à tona a possibilidade de ser revista para baixo a meta fiscal **há apenas 4 meses da definição das regras do novo arcabouço**. Em que pesem os esforços do ministro Haddad em negar esta possibilidade, as manchetes e os rumores sobre o tema são abundantes. As dúvidas fiscais migraram do desenho do arcabouço para a entrega e perseguição das metas e, nesse campo, o governo tem experimentado dificuldades em fazer avançar sua agenda no congresso.

No ambiente externo, a atividade econômica nos Estados Unidos continuou a surpreender positivamente e o Fed¹ manteve um tom duro, sinalizando a possibilidade de mais uma alta este ano. Além disso, empurrou para frente a possibilidade do início de corte de juros, indo para o final de 2024, apesar da tendência de queda da inflação ter continuado neste trimestre. A curva futura dos *treasuries*² americanos sofreu uma alta relevante e os demais ativos de risco em diferentes geografias sofreram forte correção de preços à luz de um custo de capital mais alto e por mais tempo na principal economia do mundo.

Outro ponto importante no trimestre, a cotação do petróleo Brent saiu de \$74 para \$95 em apenas 3 meses, um choque de quase 30% e seu efeito no cenário global remete a um ambiente mais inflacionário e de menor crescimento econômico adiante.

Na China, após importante perda de tração da economia no 2T23, a partir de meados de agosto o governo implementou uma sequência de ações de flexibilização monetária e estímulos ao setor imobiliário como forma de sustentar a desalavancagem do setor e a desaceleração de crescimento do país para a meta estabelecida no patamar “ao redor de 5%”. Entendemos que é uma tendência de crescimento mais moderado e as autoridades estão reagindo para evitar cenários extremos, fator importante diante de um quadro internacional desafiador.

Num grau de importância maior que as questões domésticas, esses eventos (Estados Unidos e petróleo) trouxeram aversão ao risco e pesaram em todos os mercados globais. Analisando as variações dos ativos (bolsas, moedas e juros), desde a reunião do Fed no dia 26 de julho até o fechamento de setembro, de diversos países, vemos que **a deterioração de preços dos ativos brasileiros não foi maior do que diversos países emergentes e desenvolvidos.**

¹Fed: *Federal Reserve* - Banco Central Americano.

²*Treasuries* americanos: Títulos de dívida emitidos pelo governo dos EUA. Equivale ao Tesouro Direto que temos no Brasil.

Tabela 1: Variação percentual de algumas bolsas, em moeda local, desde a reunião do Fed, 26/07 a 29/09/2023 (China até 28/09/2023).

Período: 26/07/2023-29/09/2023			
Ativo	Moeda	Variação no Preço	Mercado
SPY US Equity	USD	-6.15%	EUA
DAX Index	EUR	-4.62%	Alemanha
NKY500 Index	JPY	-3.07%	Japão
IBOV Index	BRL	-4.89%	Brasil
MEXBOL Index	MXN	-6.65%	México
IPSA Index	CLP	-8.56%	Chile
ISA CX Index	COP	-12.18%	Colômbia
JALSH Index	ZAR	-6.66%	África do Sul
ASX AU Equity	AUD	-6.74%	Austrália
SHCOMP Index	CNY	-3.49%	China

Fonte: Bloomberg

Tabela 2: Variação percentual de algumas moedas em relação ao USD no mesmo período (retornos de 26/07 a 29/09/23).

Período: 26/07/2023-29/09/2023		
Moeda		Variação
Yuan Chinês	CNY	-2.12%
Dólar Canadense	CAD	-2.72%
Rúpia Indonésia	IDR	-2.83%
Dólar Singapura	SGD	-2.99%
Peso Colombiano	COP	-3.05%
Peso Mexicano	MXN	-3.34%
Dólar Neozelandês	NZD	-3.40%
Coroa Norueguesa	NOK	-5.50%
Won Sul-coreano	KRW	-5.55%
Libra Esterlina	GBP	-5.73%
Real Brasileiro	BRL	-5.88%
Franco Suíço	CHF	-5.95%
Iene Japonês	JPY	-6.11%
Coroa Tcheca	CZK	-6.17%
Florim Húngaro	HUF	-6.56%
Rand Sul-africano	ZAR	-6.91%
Peso Chileno	CLP	-7.64%
Rublo Russo	RUB	-7.81%
Zloty Polonês	PLN	-8.77%
Peso Argentino	ARS	-22.15%

Fonte: Bloomberg

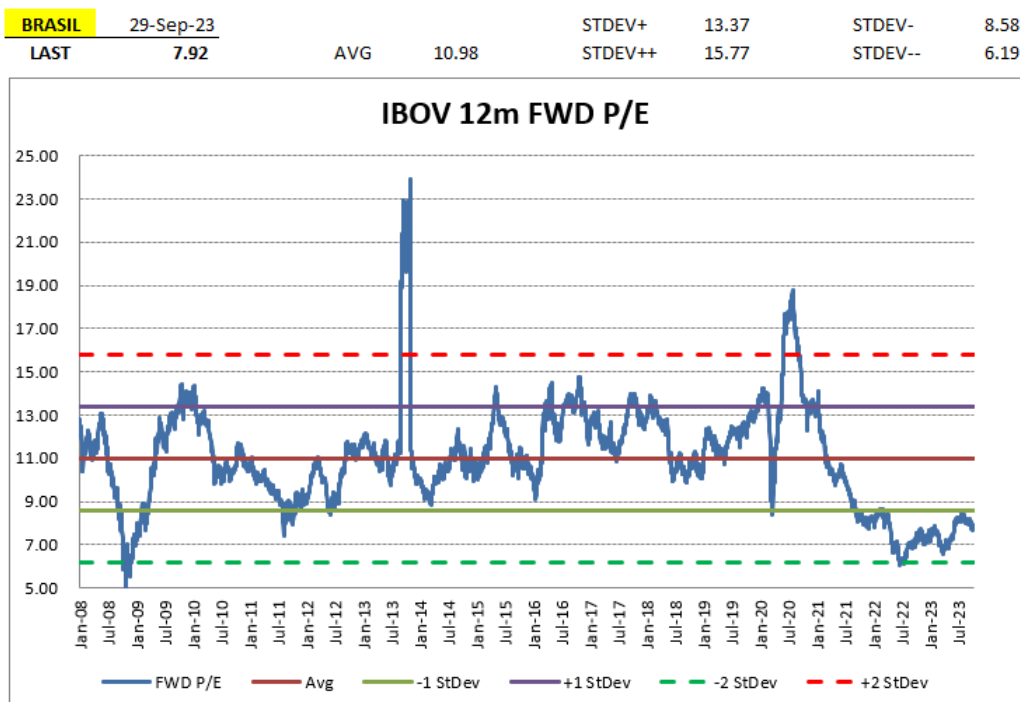
Tabela 3: Indicativo SWAP de Taxa de Juros 10 anos (México – indicativo 5 anos).

*bps: Basis points (Pontos-base). 1 Ponto-base corresponde a 0,01%.

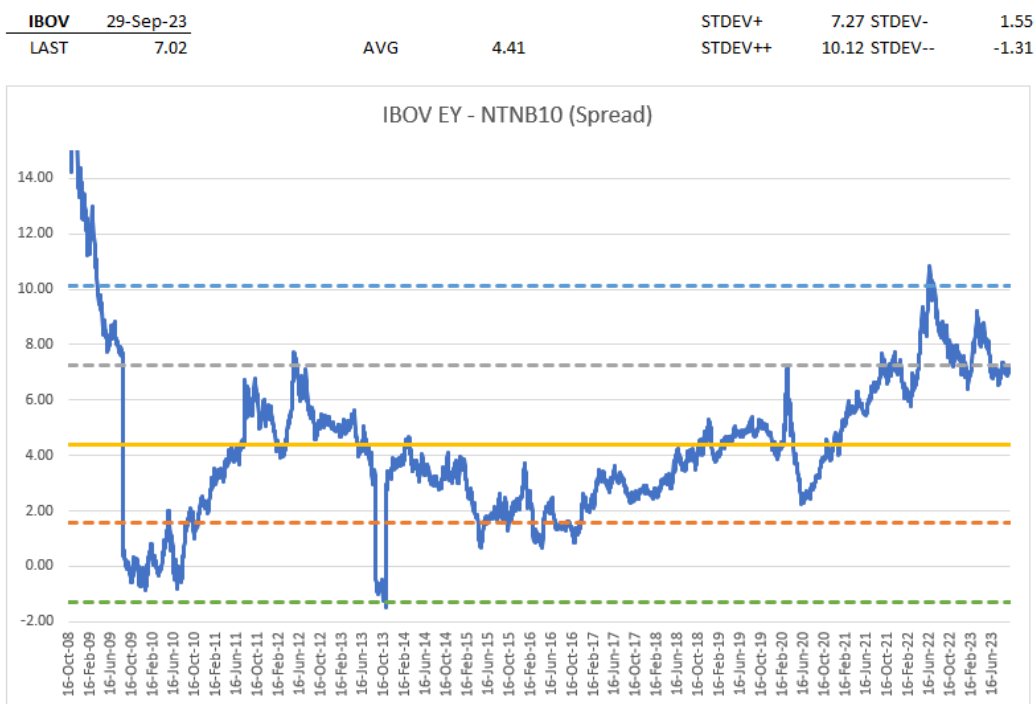
Período: 26/07/2023-29/09/2023		
Ticker		Variação (bps)*
US 10 YR	↑	70
CAD 10 YR	↑	51
BZ 10 YR	↑	81
COL 10 YR	↑	134
CHILE 10 YR	↑	53
SA 10 YR	↑	58
NEW ZEL 10 YR	↑	62
NORK 10 YR	↑	26
AUS 10 YR	↑	30
MXN 5 YR	↑	116

Fonte: Bloomberg

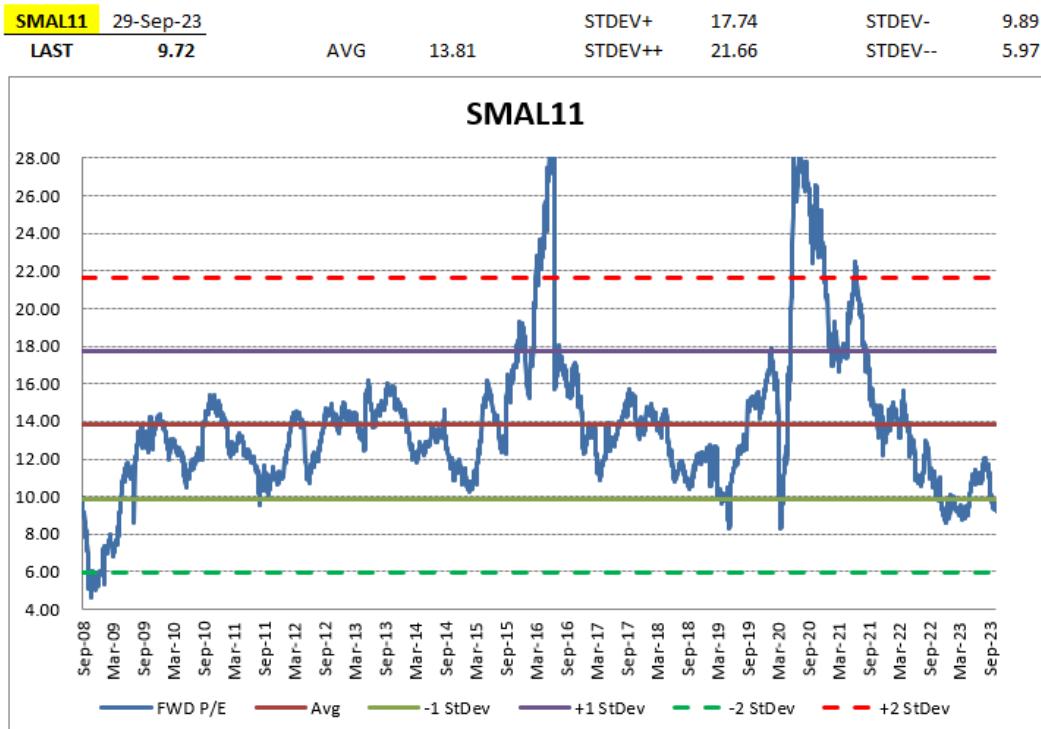
Maiores incertezas levam a mais prêmio de risco. O *valuation* das empresas brasileiras estava baixo e agora está ainda mais barato. **Continuamos vendo inúmeras oportunidades de empresas muito descontadas ao seu valor intrínseco** e, em benefício da simplicidade de visualização, expomos a métrica preço/lucro do índice Bovespa e o de *small caps* nos gráficos abaixo em termos absolutos e também em termos relativos à renda fixa, com um prêmio de risco bem favorável para alocação de capital em ações. **Mas diante do cenário de reprecificação e da incerteza sobre a trajetória futura dos juros americanos acreditamos que a volatilidade nos mercados pode permanecer por mais tempo.**



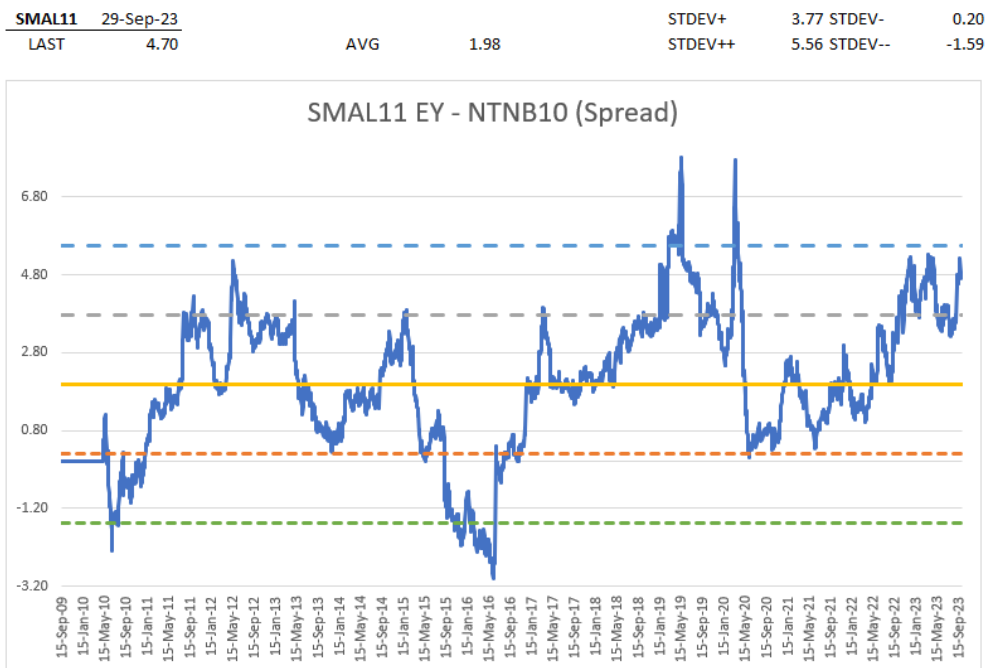
Fonte: Bloomberg/Apex



Fonte: Bloomberg/Apex



Fonte: Bloomberg/Apex



Fonte: Bloomberg/Apex

Mantemos a opinião de que o ciclo de corte de juros no Brasil pode levar a taxa Selic para pouco abaixo de 10% e vai aliviar o custo financeiro das empresas, mas ainda estaremos em campo contracionista mitigando um crescimento maior da atividade e lucro das empresas. A questão fiscal latente gera preocupações principalmente levando em conta que os Estados Unidos estão caminhando para as maiores taxas de juros dentre os países desenvolvidos e acaba por atrair capital (fortalecendo a sua moeda) em detrimento da alocação em outros países. O Brasil tem que fazer seu “dever de casa” como forma de atração e/ou retenção do fluxo de capital no país sob o risco de uma depreciação adicional do real que possa atrapalhar o orçamento de corte de

juros. Do ponto de vista de balanço comercial, nós estamos numa situação muito confortável sendo o quinto país com maior saldo comercial positivo até agora em 2023.

Acreditamos na importância da seleção de empresas com *valuation* descontado, mas prestamos especial atenção para o seu momento operacional e de lucro. Não basta estar barato, buscamos indicações/evidências de que a empresa está caminhando na direção correta e fazemos os ajustes nos modelos de forma dinâmica a partir das informações coletadas no nosso processo de análise. Por consequência o preço alvo da ação pode mudar para cima ou para baixo, alterando o retorno esperado para o ativo, e assim ajustamos o peso da alocação no portfólio.

Neste sentido, **as alocações privilegiam empresas que têm a combinação de momento operacional e de crescimento de lucro com *valuation* barato** pois isso garante margem de segurança e um carregamento positivo das ações sobre o custo de oportunidade da renda fixa ao longo do tempo.

Nossos fundos foram impactados no trimestre com o revés nos fundamentos comentados acima. As principais contribuições negativas vieram dos setores domésticos mais cíclicos que sofreram com a piora da curva de juros local e commodities metálicas por questões específicas do setor. As contribuições positivas vieram dos setores de papel e celulose, óleo e gás, saúde e energia elétrica e uma das alocações de serviços financeiros.

Aumentamos nossa alocação em commodities (mineração, papel e celulose e óleo e gás), bancos e energia elétrica. Realizamos lucro no varejo de alta renda por acreditarmos que o *valuation* relativo destas empresas (vis à vis as oportunidades que vem se apresentando com a queda dos mercados) está caro e embute menor ganho potencial que outras alternativas de alocação, diminuimos alocações em setores cíclicos domésticos e consumo básico/alimentos e bebidas.

Nos fundos Equity Hedge e Long Biased, o short de bolsa americana contribuiu positivamente, assim como as estruturas de proteção via opção de algumas empresas específicas e no índice bovespa que implementamos ao longo do trimestre.

Comentamos mais detalhes do ambiente de mercado e principais riscos mais adiante na carta.

Obrigado pela confiança,

Time Apex Capital

. . .

RESULTADOS

No terceiro trimestre de 2023, o retorno do fundo **Apex Ações 30 FIC FIA** foi de -3,62% contra -1,28% do Ibovespa. Desde seu lançamento, o fundo acumula alta de 132,54% e o índice de 96,62%.

Tabela I. Retorno – Apex Ações 30 FIC FIA

	APEX AÇÕES ¹	IBOVESPA
3T2023	-3,62%	-1,28%
12 meses	3,33%	8,26%
DESDE INÍCIO ²	132,54%	96,62%

¹ PL Médio 12M: R\$ 173,82 MM. PL Estratégia 29/09/2023: 4,11 Bn.

² Início do fundo 20/08/12.

O fundo **Apex Infinity Long Biased FIC FIA** rendeu 3,81% no terceiro trimestre de 2023. Desde seu lançamento, o fundo acumula alta de 197,57% contra um retorno de 100,58% do Ibovespa.

Tabela II. Retorno – Apex Infinity LB FIC FIA

	APEX INFINITY ¹	IBOVESPA ²
3T2023	-4,65%	-1,28%
12 meses	-2,19%	8,26%
DESDE INÍCIO ³	197,57%	100,58%

¹ PL Médio 12M: R\$ 3,54 MM. PL Estratégia 29/09/2023: R\$ 219,66 MM.

² Mera referência econômica.

³ Início do fundo 27/08/12.

O rendimento do fundo **Apex Equity Hedge FIM** foi de 0,51% no terceiro trimestre de 2023. Desde o início, o fundo sobe 195,89% contra 177,83% do CDI no mesmo período.

Tabela III. Retorno – Apex Equity Hedge FIM

	APEX EQUITY HEDGE ¹	CDI	%CDI
2T2023	0,51%	3,21%	15,88%
12 meses	3,53%	13,50%	26,14%
DESDE INÍCIO ²	195,89%	177,83%	110,15%

¹ PL Médio 12M: R\$ 191,51 MM. PL Estratégia 29/09/2023: R\$ 379,27 MM.

² Início do fundo 30/11/11.

O retorno do **Apex Long Biased Icatu Previdência FIM 49** foi de 8,77% no segundo trimestre de 2023. Desde o início o fundo rendeu 110,20% contra 101,22% do CDI. O índice Ibovespa sobe 141,46% no mesmo período.

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

	APEX LB ICATU PREVI ¹	IBOVESPA ²	CDI	%CDI
3T2023	-1,81%	-1,28%	3,21%	-
12 meses	5,06%	8,26%	13,50%	37,48%
DESDE INÍCIO ³	106,38%	138,35%	107,70%	98,77%

¹ PL Médio 12M: R\$ 43,49 MM. PL Estratégia 29/09/2023: R\$ 227,58 MM.

² Mera referência econômica.

³ Início do fundo 11/03/15.

...

OVERVIEW AMBIENTE DE MERCADO – PERSPECTIVAS E RISCOS

CENÁRIO EXTERNO

A tendência de queda gradual da inflação nos EUA prosseguiu no 3º trimestre, tendo a medida de núcleo do CPI¹ alcançado 4,4% nos 12 meses terminados em agosto, ante um pico de 6,6% em set/22. **A tendência de queda fica mais evidente quando se observa que a taxa anualizada dos últimos três meses está agora em 2,4%**. Destaque-se nesse período recente a continuidade do movimento de desaceleração nos preços de bens, ainda em consequência da gradual normalização das cadeias de suprimento globais, que haviam sido duramente atingidas pela pandemia e pela guerra da Ucrânia. Especificamente, merece destaque no período recente a tendência de acomodação dos preços do setor automobilístico, incluindo automóveis usados. Além da inflação de bens, o período recente mostra também alguma acomodação dos preços de aluguéis residenciais, que se mantiveram excepcionalmente pressionados em 2022.

No que tange ao mercado de trabalho, as condições ainda se mantêm excepcionalmente apertadas, embora os dados indiquem um processo de gradual arrefecimento. O número de vagas em aberto na economia, por exemplo, se reduziu a 9,2 milhões na média do último trimestre, ante um pico de 12,0 milhões no 1º trimestre de 2022. Também a média mensal de crescimento do emprego no 3º trimestre reduziu-se a 266 mil, ante 423 mil 12 meses antes. São desenvolvimentos bem-vindos nas condições atuais, mas por diversas métricas ainda se observa superaquecimento do mercado de trabalho, e os salários seguem pressionados. Pela medida do *Atlanta Fed Wage Tracker*, eles subiram 5,3% nos 12 meses terminados em agosto. Há uma desaceleração em relação ao pico de 6,7% em jul/22, mas seria necessário haver uma desaceleração para níveis próximos a 3% para permitir que a inflação convirja de forma sustentada para a meta de 2%. **No todo, o mercado de trabalho parece evoluir na direção esperada pelo Fed, mas a desaceleração até aqui tem sido bastante gradual.**

Há uma preocupação adicional com o fato de que o crescimento do PIB² tem surpreendido positivamente ao longo deste ano de forma importante. Essas surpresas têm levado a revisões altistas significativas, inclusive por parte do Fed. Na reunião de setembro, a mediana das projeções do Fomc³ para o crescimento de 2023 foi revista para 2,1%, ante apenas 0,4% seis meses antes.

A resiliência da atividade econômica norte-americana diante do ciclo mais agressivo em 40 anos de aperto monetário tem sido um tema crucial para analistas e gestores de política econômica em 2023. Embora ainda haja a perspectiva de desaceleração nos próximos trimestres, os dados de atividade levaram a uma reação importante na última reunião do FOMC e a efeitos muito fortes nos preços de ativos, começando pela elevação significativa das taxas de juros mais longas. **As autoridades reagiram indicando, em primeiro lugar, que pode ser necessária mais uma elevação de juros de 0,25 pp em uma das duas reuniões até o final deste ano. Mais importante, as projeções dos membros do FOMC indicam uma possível postergação do início do ciclo de afrouxamento, além de um ritmo lento de queda quando ele finalmente tiver início.** O plano de voo implícito no *Summary of Economic Projections* indica que os cortes começariam possivelmente apenas no 4º trimestre de 2024, e que a taxa dos Fed Funds⁴ ainda estaria acima de 4% no final de 2025. Implícita nas projeções do Fed, e de forma cada vez maior nos círculos acadêmicos e no mercado, está a noção de que a taxa neutra de juros para a economia americana possivelmente se elevou no pós-pandemia. Há várias conjecturas sobre as causas desse movimento, a maior parte delas relacionada ao fato de que o governo americano emerge da pandemia com níveis substancialmente maiores de endividamento e com déficits ainda muito elevados.

¹CPI: *Consumer Price Index* (Índice de Preços ao Consumidor).

²PIB: Produto Interno Bruto. Soma de todos os bens e serviços finais produzidos pelo país.

³FOMC: *Federal Open Market Committee* (Comitê Federal de Mercado Aberto). Comitê de política monetária dos EUA.

⁴Fed funds: Fundos Federais. Depósitos de reservas que os bancos e demais instituições financeiras dos EUA depositam junto ao Fed.

Além da atividade econômica mais forte, o 3º trimestre deste ano foi marcado por uma alta relevante do petróleo: o Brent alcançou níveis próximos a US\$ 88 no início de outubro, em comparação a US\$ 74 três meses antes. Essa alta parece ser estar predominantemente relacionada ao encolhimento da oferta por atores importantes nesse mercado, como Arábia Saudita e Rússia. A essas questões se somou em outubro a eclosão de um conflito em Israel. Até aqui, temos um choque de modesta intensidade, mas ainda assim indicativo de um cenário econômico global um pouco mais difícil nos próximos meses em termos tanto de crescimento como de inflação. A alta de preços representa uma transferência de renda de consumidores para produtores, e por isso o efeito contracionista sobre a atividade econômica tende a ser maior em economias que são grandes importadores de energia. Por isso, a Zona do Euro está mais exposta que os EUA, que estão mais próximos hoje da autossuficiência.

Como os bancos centrais reagem diante de choques desse tipo? O padrão do Fed nas últimas décadas é desconsiderar os efeitos primários do choque. Exatamente, por isso, a política monetária se guia por núcleos que excluem os preços de alimentos e energia. O foco da política monetária nesses casos é evitar que haja uma propagação do choque que possa produzir alta persistente e disseminada da inflação. Para isso, **é importante impedir que o choque de petróleo produza desancoragem das expectativas.** Nas circunstâncias atuais, e supondo que não haja agudização do choque, não esperamos que o FOMC reaja elevando os juros adicionalmente de forma importante. Contudo, o choque encontra os EUA numa situação delicada, com inflação em níveis excepcionalmente elevados e mercado de trabalho muito aquecido. **Nesse sentido, o choque suscita cautela adicional e reforça, no caso do Fed, uma longa batalha desinflacionária que deve requerer a manutenção de juros elevados por um período prolongado.**

No que tange à China, os dados de atividade dos últimos meses seguiram aquém do esperado, levando a revisões baixistas adicionais nas projeções. A questão central segue a mesma: a economia segue num longo processo de digestão do excesso de investimento no setor imobiliário residencial na última década. Esse setor, que no caso da China representa cerca de ¼ da economia, mostra acentuada queda nos últimos 3 anos. Desde o pico da bolha, em 2020, o início de novas construções residenciais acumula queda próxima a 60%, e a expectativa é de que esse setor continue contribuindo negativamente para o crescimento nos próximos 2 anos. Além dos efeitos diretos, há efeitos indiretos importantes. A redução de lançamentos imobiliários desacelera a venda de terrenos, o que impacta de forma significativa a arrecadação de governos regionais. Além disso, os imóveis são parte importante da riqueza das famílias, e por isso a queda dos seus preços impacta negativamente os gastos de consumo.

Nas últimas semanas, as autoridades têm reagido à piora das perspectivas de crescimento com estímulos monetários, creditícios e fiscais. A despeito dessas medidas, o cenário de crescimento segue desfavorável neste e no próximo ano. A reação das autoridades é positiva, ainda assim, por reduzir os riscos de cenários extremos.

No todo, o cenário global segue desafiador. Mesmo com a proximidade do final do ciclo de aperto pelos bancos centrais de países desenvolvidos, o esforço para debelar a inflação deve exigir a manutenção de um *stance* contracionista por um período extenso. Mesmo que se evite uma recessão nos EUA, a perspectiva segue sendo de desaceleração nos países desenvolvidos, e a alta do petróleo apenas acentua esse quadro.

CENÁRIO DOMÉSTICO

O crescimento econômico segue surpreendendo positivamente de forma importante no Brasil. Esperamos agora um crescimento em 2023 próximo a 3%, enquanto o consenso no início do ano apontava para apenas 0,8%. As revisões altistas no período recente ainda são em parte explicadas pelo setor agropecuário. O PIB do setor surpreendeu mais uma vez no 2T com uma expansão de 17% em comparação a igual período do ano passado, e a expectativa agora é de um crescimento superior a 15% no ano.

Esses números, se confirmados, caracterizarão a maior expansão anual desde o início da série do IBGE¹, em 1996. Além dos efeitos diretos, esse choque produz também efeitos indiretos sobre a atividade em setores como logística, além de impulsionar o consumo e o investimento nas regiões produtoras.

Além desse choque positivo, porém, os dados sugerem uma forte resiliência do consumo das famílias, que no 1º semestre mostram crescimento de 3,2% em comparação a igual período do ano passado. Esse dinamismo parece estar em parte relacionado ao caráter expansionista da política fiscal. Essa expansão começou antes das eleições, com reduções de impostos e ampliação de gastos, e se acentuou neste ano com a PEC² da Transição, que igualmente abriu espaço para forte ampliação de gastos.

A despeito do forte crescimento, a inflação tem seguido trajetória relativamente benigna neste ano. As projeções de consenso para o IPCA³ em 2023 se mantiveram relativamente estáveis perto de 5%, após recuarem de forma expressiva no 2º trimestre. O grande destaque positivo tem sido a deflação de alimentos, que obviamente se beneficia da safra recorde. Além disso, **o choque agrícola também leva à forte ampliação do superavit na balança comercial, e por isso contribui para uma trajetória mais benigna do câmbio e da inflação.**

Nesse contexto, o Copom⁴ iniciou em agosto o ciclo de cortes e acumula até aqui uma redução de 1,0 pp na Selic para 12,75%. Esperamos que o ciclo de afrouxamento prossiga nos próximos meses e nos leve a uma taxa terminal de 9,75% em meados de 2024.

Temos a opinião de que haverá limites para um ciclo mais agressivo de cortes por uma série de fatores. Em primeiro lugar, esse ciclo de afrouxamento tem início num contexto em que há pouca ociosidade na economia, em parte pelo caráter expansionista da política fiscal. Em segundo lugar, como já argumentamos, a perspectiva é de que os juros nas economias centrais permaneçam em patamares mais altos por um período extenso, o que de alguma forma deve limitar o espaço para cortes também no Brasil.

Um terceiro condicionante para a extensão do ciclo de cortes é a capacidade do governo implementar sua estratégia fiscal. A questão central, de que já tratamos noutras cartas, é a inversão do ciclo político adotada pela administração atual. O padrão usual no início de um mandato presidencial é um esforço de ajuste das contas e redução dos desequilíbrios fiscais, aproveitando o capital político conferido pelas urnas e a distância das próximas eleições. Assistimos neste ano a uma inversão desse padrão, já que a PEC da Transição deve levar em 2023 a um déficit primário pouco superior a 1% do PIB, ante superávit de 0,4% em 2022. As escolhas feitas no início desta administração colocam um enorme desafio de ajuste para os próximos anos. Em particular, a consecução da meta de zerar o déficit em 2024 exige um enorme esforço, e a estratégia do governo é de fazer o ajuste por meio de ampliação da carga tributária. Não por acaso, as últimas semanas foram marcadas pelo encaminhamento ao Congresso de diversas medidas de ampliação da arrecadação. Pelas contas do governo, o conjunto de medidas ampliaria a arrecadação em cerca de 1,7% do PIB.

Destaque-se nesse ponto que ajustes fiscais feitos por meio da ampliação da arrecadação tem efeitos mais negativos sobre o crescimento de longo prazo. Nossa expectativa é de que o governo tenha êxito apenas parcial nessa agenda, cujo potencial arrecadatório deve ser reduzido no Congresso. Isso, de um lado, deve fazer com que a percepção de fragilidade fiscal seja persistente, possivelmente se acentuando em alguns momentos. De outro lado, a agenda de ajuste fiscal por meio de impostos é penosa para o setor privado, que deve conviver com um nível de incerteza tributária alta neste e no próximo ano.

¹IBGE: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística.

²PEC: Proposta de Emenda Constitucional.

³IPCA: Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo. É um dos índices de inflação mais importantes do país.

⁴Copom: Comitê de Política Monetária.

Somando-se tudo, vislumbramos um cenário de persistente elevação da relação dívida / PIB nos próximos anos. É verdade que desequilíbrios fiscais maiores no pós-pandemia estão longe de ser um problema apenas brasileiro. Ainda assim, acreditamos que a percepção de riscos fiscais elevados deverá limitar, junto com os outros fatores apontados, o espaço para cortes de juros no Brasil.

No todo, 2023 tem sido um ano bem melhor do que se supunha para o Brasil. Temos mais crescimento, superávit recorde na balança comercial, inflação em queda e o ciclo de afrouxamento monetário começando antes do que na maioria dos países. Há sempre o risco de nos inebriarmos com o sucesso e perdermos de vista que, até certo ponto, tivemos sorte com um choque climático traduzido em crescimento recorde do setor agropecuário. A combinação de juros mais altos nas economias desenvolvidas com menor crescimento na China compõe um pano de fundo desafiador para o Brasil. Diante dele, é ainda mais importante avançar na agenda de consolidação fiscal.

. . .

CASE: COPEL

No mês de agosto, após um rápido processo de 9 meses, a **Copel concluiu com sucesso sua privatização** através de uma oferta pública de R\$5,1bi (R\$2bi primária e 3,1bi secundária), tornando-se uma *corporation*. A participação do governo caiu para 27,6% das ONs¹ e 15,9% do total de ações, com poder de voto limitado em 10%. Isso abriu espaço para novos acionistas, dentre eles nós, e investimos na empresa por entendermos que a Copel apresenta hoje uma das melhores relações risco/retorno dentro do segmento de *utilities*.

Apesar da breve conclusão da privatização, é importante lembrar que o início dessa trajetória se deu no começo de 2019, onde uma nova diretoria liderada pelo atual CEO, Daniel Slaviero, assumiu a companhia iniciando um bem-sucedido processo de *turnaround*². É essa diretoria qualificada e com histórico comprovado que deverá continuar à frente da empresa, agora privatizada, e seguir com sua estratégia de redução de custos e implementação de uma política mais robusta de alocação de capital (gerando retornos ao acionista).

Sob liderança do CEO, Daniel Slaviero, essa diretoria foi responsável por uma significativa melhora de eficiência da Copel ao executar: **(i)** uma forte redução de custos; **(ii)** otimizar o portfólio através de desinvestimentos importantes, como a venda da Copel Telecom (por R\$2,4bi); **(iii)** concluir obras dentro do cronograma previsto e com bons retornos para os acionistas; **(iv)** modernizar a governança, com a criação de regras claras de investimento e revisão de alguns elementos do estatuto da companhia; **(v)** melhora de alocação de capital com realavancagem da companhia e distribuição de dividendos extraordinários e **(vi)** melhorar a eficiência da distribuidora, com redução de custo de 36% na métrica PMSO³/Consumidor e entregando resultados acima dos regulatórios.

Assim, a Copel se tornou um dos maiores *players* do setor elétrico brasileiro atuando nos segmentos de geração, transmissão, distribuição e comercialização de energia elétrica e detém 4% do parque gerador nacional e a área de concessão de distribuição de energia do Estado do Paraná.

A nossa tese de investimento é composta de alguns pilares que iremos detalhar adiante, dos quais destacamos: **(i)** eficiência operacional e redução de custos; **(ii)** eficiência e crescimento na distribuição; **(iii)** alocação de capital; **(iv)** renovação das concessões; **(v)** governança e **(vi)** dividendos.

(i) EFICIÊNCIA OPERACIONAL E REDUÇÃO DE CUSTOS: Nos últimos anos, a Copel já apresentou significativos ganhos de eficiência na sua operação, mas agora com a privatização, acreditamos que a companhia tem potencial de melhorar ainda mais sua eficiência com reduções de custos que poderiam chegar a 20-25% em 3 anos, convergindo sua estrutura de custos a *players* privados (como por exemplo a CPFL, Equatorial e Energisa).

Entre as principais iniciativas nessa frente, a empresa lançou em agosto um novo plano de demissão voluntária (PDV), que pode atingir cerca de 950 pessoas. Isso representa, aproximadamente, 15% do total do quadro de funcionários, limitando os gastos ao orçamento de R\$300mm. Paralelamente a essa iniciativa, a companhia tem trabalhado juntamente com o a consultoria Alvarez & Marsal para a realização do seu primeiro Orçamento Base Zero (OBZ), o qual visa implementar uma cultura mais voltada à eficiência de custos, além de obrigar o *management* a revisar anualmente toda sua estrutura de custos.

(ii) EFICIÊNCIA E CRESCIMENTO NA DISTRIBUIÇÃO: A Distribuidora da Copel vem apresentando bons resultados operacionais e financeiros, além de uma melhoria na qualidade do serviço para os seus clientes. O DEC e FEC (que medem a duração e frequência das quedas e interrupções de fornecimento) têm reduzido

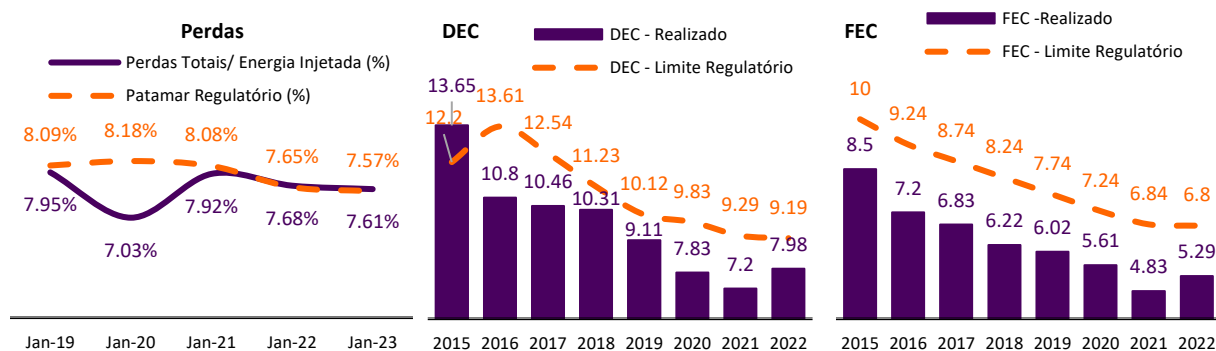
¹Ações ON: Ações ordinárias (ON), são as que conferem direito a voto e participação nas descrições da companhia. Já as ações preferenciais (PN), são as que têm preferência no recebimento de proventos, mas não dão direito ao voto.

²*Turnaround*: Termo utilizado no mercado que significa uma reestruturação do negócio em busca de melhorias nos resultados da empresa.

³PMSO: Estrutura de custos da empresa. Acrônimo para Pessoal (P), Material (M), Serviços de Terceiros (S) e Outras despesas (O).

significativamente. As perdas não-técnicas (furtos de energia) são uma das mais baixas do Brasil, assim como, a inadimplência, que também tem apresentado níveis abaixo da média nacional. Por fim, a significativa redução do PMSO por consumidor de 36%, levou a empresa a apresentar EBITDA 20% acima do regulatório.

INDICADORES OPERACIONAIS DA COPEL – PERDAS, DEC E FEC



Fonte: Copel e Apex Capital

Como uma empresa privada, após muitos anos de investimentos inferiores a depreciação regulatória, a base de remuneração (RAB) da Copel passou a ter ativos 100% depreciados, o que torna necessário iniciar um ciclo de investimentos acelerado para modernizar e manter a qualidade de sua operação. Assim como outras melhorias trazidas pelo *management* atual, mesmo ainda como estatal, esse processo de investimento já se iniciou nos últimos anos, e de 2023 até 2026 a companhia espera investir por ano aproximadamente R\$2bi. Assim sua RAB deverá sair dos atuais R\$8,3bi e dobrar para cerca de R\$15bi no próximo ciclo de revisão tarifaria. Esse é um crescimento que nos agrada muito dado a sua natureza de risco baixo e de retornos reais acima do custo de capital, uma vez que se trata de investimento na própria área de concessão da companhia e com retornos definidos pela regulação. Além disso, essa modernização também deverá trazer reduções nos custos de operação – estimamos que a distribuidora da Copel poderá reduzir sua PMSO em até 15-20% nos próximos anos. Estes são os pontos que devem proporcionar uma das principais avenidas de crescimento da Copel.

(iii) ALOCAÇÃO DE CAPITAL: Outra agenda importante é a de melhorar sua alocação de capital, com foco principal em realizar dois desinvestimentos até meados de 2024: a venda de sua Usina Elétrica a Gás de Araucária (UEGA) e sua distribuidora de gás Compagas.

UEGA: O desinvestimento da UEGA faz parte da agenda de descarbonização. Esse ativo possui uma capacidade instalada de 484,15MW, operando no modelo de *merchant*, ou seja, usinas descontratadas sem previsão para despachar no curto prazo. Recentemente a companhia realizou um *retrofit*¹ na usina, modernizando-a e a deixando mais atrativa para sua venda. Sua concessão vence em 2029, porém há previsão para extensão do contrato. Atualmente a Copel detém 81,2% da companhia sendo os 18,8% restantes detidos pela Petrobras. Essa operação para a Copel é deficitária quando não há despacho, tendo um custo anual próximo a R\$80mm ao ano e cerca de R\$300mm de prejuízos acumulados.

COMPAGAS: A concessão da Compagas foi recentemente renovada até 2054, com uma estrutura regulatória pró-mercado. O WACC regulatório foi definido em 9,12% real pós-imposto, com um modelo tarifário *price-cap* (modelo que permite captura/compartilhamento parcial de eficiências com os consumidores), através de um pagamento de outorga no valor de R\$508mm. O ativo é de alto valor estratégico para os grandes *players* do setor de distribuição de gás, dado o longo prazo de concessão, arcabouço regulatório proposto, em uma área de concessão de alta renda per capita e clima temperado, que estimula um maior consumo de gás para usos

¹*Retrofit:* Processo de reestruturação e revitalização de construções, que tem como objetivo modernizar o espaço, corrigir problemas de infraestrutura e adaptá-los com melhorias.

além do industrial. A Compagas possui a Commit (JV¹ da Compass com a Mitsui) e a Mitsui como sócios minoritários, que seriam compradores naturais do ativo, mas não descartamos interesse de outros *players* como a Energisa.

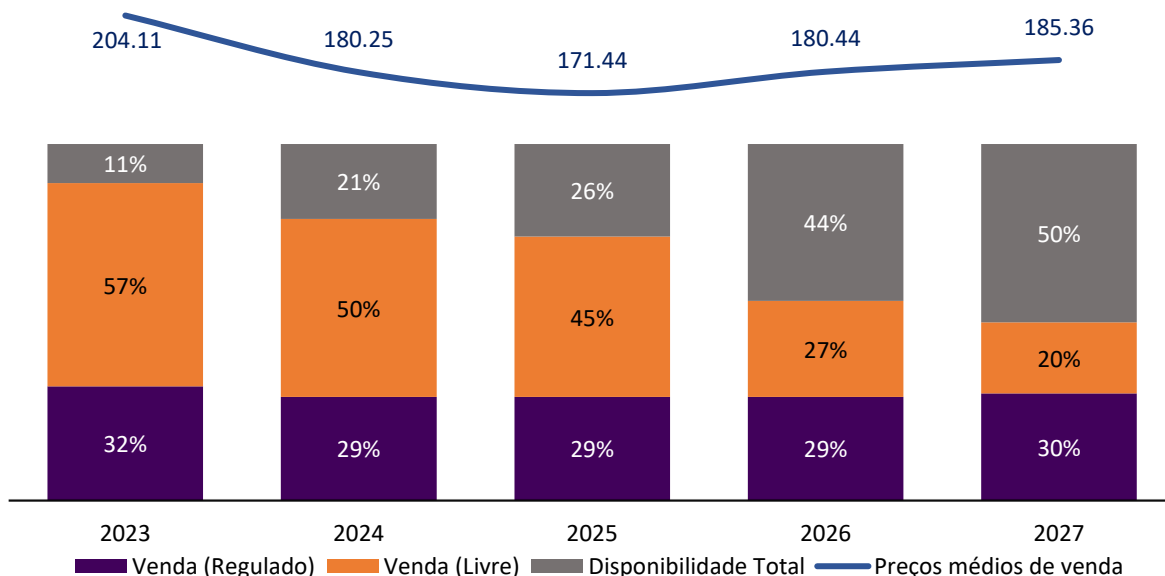
Além da cristalização de valor que pode ocorrer em eventos como esses, os recursos recebidos pela venda desses ativos, também podem resultar em caixa adicional para a companhia e, conseqüentemente, em dividendos extraordinários, como já ocorreu na venda da Copel Telecom.

(iv) RENOVAÇÃO DAS CONCESSÕES: Uma das razões da privatização da Copel foi a possibilidade de renovar, por mais 30 anos, a concessão de 3 importantes usinas: Foz do Areia, Segredo e Salto Caxias. Isso totaliza 4,2GW de capacidade instalada, ou 63% do parque gerador da companhia. Para renovar essas concessões a companhia terá que pagar R\$3,7bilhões em outorgas para o governo federal e deverá reconhecer ganhos de capital pela antecipação da renovação por volta de R\$800mm. O valor pago pela renovação dessas usinas, na nossa opinião, foi benéfico para os acionistas, uma vez que o valor presente da geração de caixa dessas usinas deverá ser maior que o valor pago pela outorga.

Como consequência da renovação dessas usinas, a Copel terá um excedente de energia para ser vendido no mercado nos próximos anos, passando assim, a ter um portfólio com um razoável nível de descontratação (energia sem um contrato prévio de venda), necessitando, portanto, encontrar compradores para 21% da sua energia de 2024 e 26% da energia de 2025. Este fato, pode trazer algum risco adicional ao *case* dado a incerteza nos preços de venda dessa energia no futuro.

Apesar do montante de energia descontratada, esses valores são gerenciáveis para o porte da companhia e podem vir até a representar *upsides* (caso o preço da energia suba). Atualmente os preços de energia estão nas mínimas históricas e acabam refletindo nos preços dos ativos, que incorporam um certo cenário de perpetuidade dessa conjuntura. Assim qualquer melhora nas perspectivas de preço, pode representar uma revisão positiva de expectativas pelos agentes do mercado. Além disso, a Copel tem uma exposição de “apenas” 35% do valor da companhia ao segmento de geração, estando menos exposta ao tema “preço de energia” que outros *players* do setor.

Balço de Energia - Copel



Fonte: Copel e Apex Capital

¹JV (Joint Venture): Associação econômica entre duas ou mais empresas, que unem seus recursos para realizar uma tarefa ou alcançar objetivo específico, durante um período determinado.

(v) GOVERNANÇA: Este é outro tema relevante para a companhia e que tem apresentado importante evolução. Antes e durante o processo de privatização, a Copel já reformou e alterou diversos pontos importantes do seu estatuto, políticas e regimentos para refletir o novo momento da empresa. Além disso, recentemente elegeu uma nova chapa no Conselho de Administração (CA), que já enxergamos como um conselho extremamente qualificado para liderar a companhia pela transformação cultural de uma estatal para um *player* privado “*premium*”.

Neste contexto, destacamos que a empresa trabalha em um novo plano de remuneração, visando ter algo mais moderno e alinhado com os interesses dos acionistas, além de ajudar no desafio que empresa terá como empresa privada, na retenção de seus talentos. Esse novo plano deverá ser votado pelos acionistas na sua assembleia geral ordinária que ocorrerá em abril de 2024.

Ressaltamos ainda que a Copel tem planos de migrar para o Novo Mercado (com classe única de ações) e assim adotar as melhores práticas de mercado e melhorar a liquidez das suas ações. Essa migração já poderia ter acontecido, mas o CA prudentemente postergou o plano de migração dado a sensibilidade das discussões recentes entre governo e Eletrobras, que acabaram escalando ao STF (governo questionando a restrição de voto em até 10% das ações). Acreditamos que a migração deva ocorrer após o desfecho desse imbróglio para não adicionar uma camada de risco à tese (BNDESPar tem alta concentração de ações PN¹, e se tornaria o maior acionista com direito a voto em caso de unificação das classes).

(vi) DIVIDENDOS: Atualmente a política da Copel é de pagar 50% do seu lucro em dividendos, o que em nossa estimativa reflete em um *dividend yield*² de 4% para 2023. No entanto, a companhia possui baixa alavancagem e robusta geração de caixa, o que em algum momento poderia permitir a atual gestão elevar o *payout*³ para próximo de 100% do seu lucro, melhorando a estrutura de capital e dobrando o *yield* para 8%. Além disso, com os desinvestimentos da UEGA e Compagas, não estariam descartadas distribuições extraordinárias dos recursos oriundos da venda dessas participações.

CONCLUSÃO: Encontramos na Copel um conjunto de elementos únicos que nos levam a enxergar na empresa uma excelente relação de risco-retorno e por isso é uma das posições que temos maior convicção em nosso portfólio atualmente.

A alta competência da atual gestão na condução do plano redução de custos e melhoria da eficiência da companhia, que deve se aproximar da eficiência das empresas referências no setor, a melhoria na alocação de capital através, de importantes de desinvestimentos, o forte ciclo de investimento a ser realizado na área de distribuição da Copel, a melhora de governança e por fim maiores dividendos, devem fazer com que a Copel passe a negociar em linha com os seus pares *premiums* do setor, o que deve resultar em expressivos ganhos de capital para os acionistas.

¹Ações PN: Ações preferenciais (PN), são as que têm preferência no recebimento de proventos, mas não dão direito ao voto.

²*Dividend yield*: Retorno de dividendos. Indicador que mede a rentabilidade dos dividendos de uma empresa em relação ao preço de suas ações.

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 CAPITALIS 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 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.

