

APEX
CAPITAL L.T.D.A

2T23

CARTA
TRIMESTRAL

2º Trimestre de 2023



PALAVRA DO GESTOR – PORTFÓLIO

AMBIENTE MACRO TEM AJUDADO E OS JUROS VÃO COMEÇAR A CAIR. MERCADOS DEVEM CONTINUAR MELHORANDO, MAS NÃO ESPERE UM “PASSEIO NO PARQUE”. USE AS QUEDAS PARA COMPRAR.

Nos últimos meses, o ambiente desinflacionário no Brasil e importantes eventos como aprovação do novo arcabouço fiscal e da reforma tributária (do consumo) na câmara e a manutenção das metas de inflação no Conselho Monetário Nacional foram importantes para uma queda no prêmio de risco nos ativos. A curva local antecipou o primeiro corte de juros para agosto e o mercado acionário respondeu a esta melhora. O ambiente internacional também se mostrou desinflacionário e, provavelmente, o Fed¹ vai finalizar o movimento de alta de juros em breve. Com esta perspectiva o dólar se enfraqueceu diante das principais moedas internacionais e deu suporte para a apreciação do real ajudada também pela melhora dos fatores domésticos.

No *front* político brasileiro, após um início claudicante, o ambiente se mostra mais estável. A atividade econômica sendo revisada para cima, a inflação em queda e a iminência do início do ciclo de corte de juros são aliados poderosos.

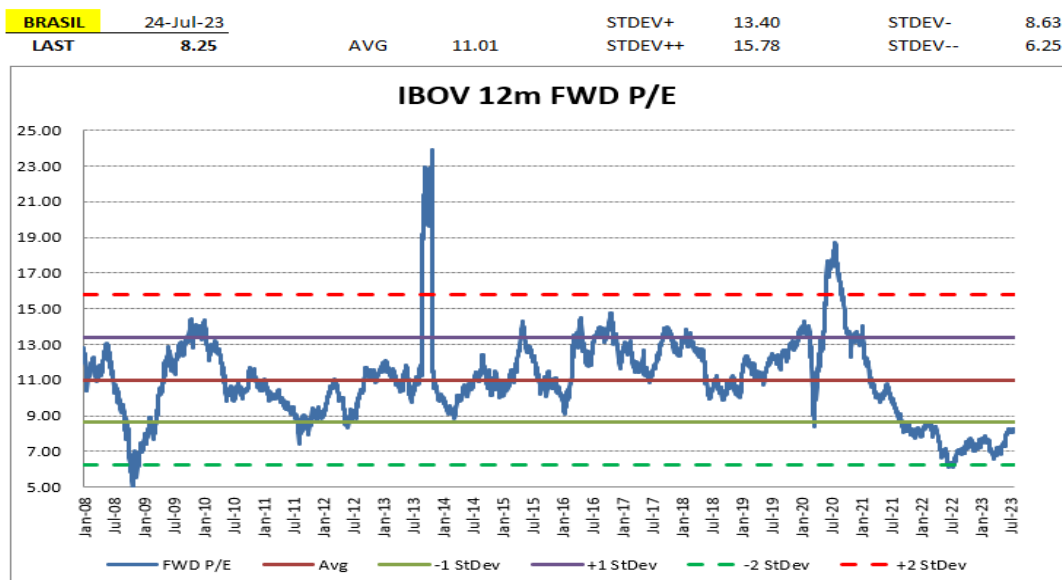
O setor agrícola tem sido o principal responsável pelas revisões positivas de crescimento, e os efeitos sobre a atividade econômica vão além dos efeitos diretos. Há forte crescimento, por exemplo, do setor de logística, refletindo o esforço de armazenamento e transporte da safra. Além disso, o consumo nas regiões produtoras é positivamente impactado pela expansão da renda agrícola, assim como o investimento no setor e o câmbio, que se beneficia do fluxo do exportador.

Um tema comum nas rodas dos economistas tem sido as surpresas positivas de crescimento do PIB brasileiro que os modelos não têm conseguido antecipar e podem estar associadas às reformas estruturais que vieram sendo aprovadas pelo congresso nos últimos anos (trabalhista, marcos regulatórios do gás, saneamento, cabotagem e a independência do Banco Central, para citar algumas), com possibilidade de investimentos expressivos em cada setor. A mais recente delas, a “reforma do consumo”, deverá promover um importante ganho de produtividade no país (o Secretário Especial, Bernard Appy, acredita em número próximo a 20% do PIB) no médio/longo prazo.

O índice Bovespa subiu 15,91% no trimestre, o nosso fundo Apex Ações 30 FIC FIA subiu 17,53% e o Apex Ações Plus FIC FIA subiu 17,84% no mesmo período e, apesar desta alta, ainda continua em níveis bem descontados à sua média histórica dos últimos 15 anos.

No nível de preço atual, em torno de 120 mil pontos, o gráfico abaixo mostra que o índice opera em um múltiplo P/E (preço/lucro) de 8,25x 12 meses *forward*, contra sua média histórica de 11,01x P/E 12 meses *forward* pelos dados de consenso Bloomberg nesta data.

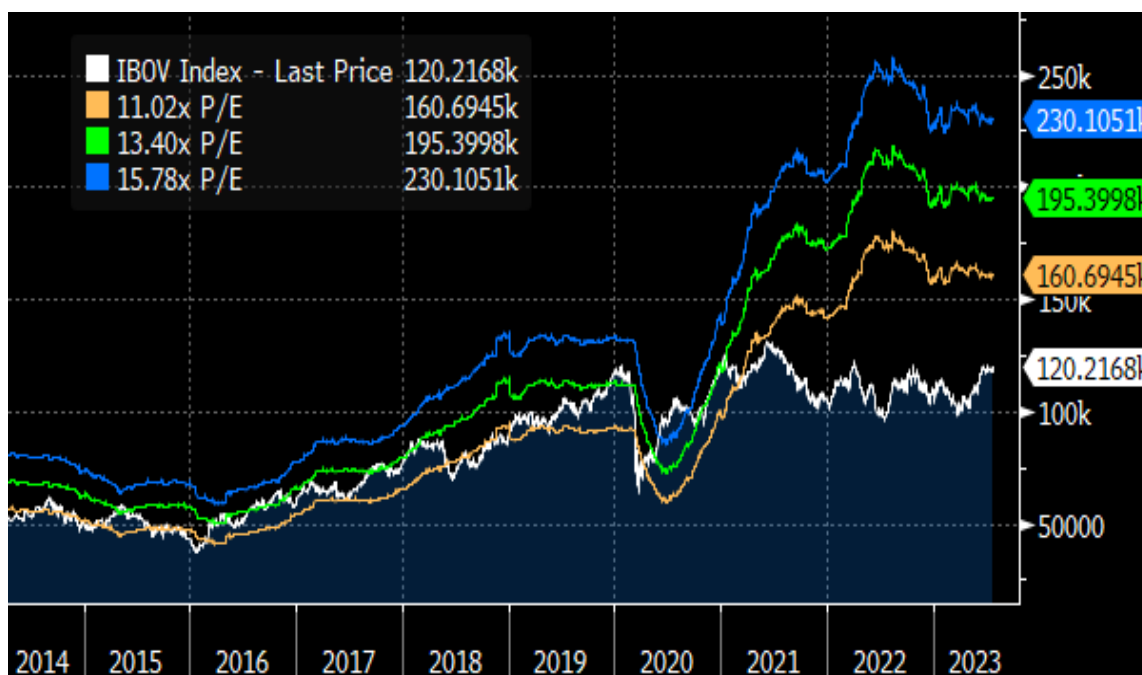
¹Fed: *Federal Reserve* - Banco Central Americano



Fonte: Bloomberg

Através de uma função de projeção do sistema Bloomberg, simulamos os níveis de preço para o índice Bovespa, considerando diferentes níveis de múltiplo P/E desejados. Foram utilizados preços dos ativos integrantes do Ibovespa e estimativas de lucro de consenso Bloomberg, até 21 de julho de 2023, como mostra o gráfico abaixo.

Atualmente o índice está operando a 8,25x P/E, em 120 mil pontos. Veja que se o índice voltar para seu P/E médio histórico (11,02x P/E), ele irá operar a 160 mil pontos, representando uma alta de 33,7%. E se buscar o primeiro desvio padrão acima da média (13,40x P/E), ele irá operar a 195 mil pontos, uma alta de 62,5%.



Fonte: Bloomberg

A seguir, transcrevemos um trecho da nossa última carta trimestral: “O início do afrouxamento monetário pelo Banco Central será um importante catalisador para compressão do prêmio de risco de ações que se encontra elevado (bolsa está barata), e a queda do custo de capital terá um impacto relevante nas revisões de lucro das empresas. Criam-se assim, condições de dois vetores positivos para a bolsa: compressão de prêmio de

risco/expansão de múltiplo e revisão positiva de lucro mais adiante.” Entendemos que uma fração da compressão de prêmio de risco/expansão de múltiplo já ocorreu nos últimos meses, mas o comentário acima sobre dois vetores positivos continua válido.

O principal risco doméstico que vemos continua sendo o fiscal – há a dinâmica do endividamento público, o efeito potencialmente negativo do crescimento econômico e um aumento de impostos a ser discutido com o congresso na próxima etapa da reforma tributária (da renda). Entendemos que este último risco está bem mapeado e estamos evitando adicionar alocação de capital nos setores/empresas mais expostos.

No entanto, o ministro Haddad tem sido hábil na compreensão das fragilidades e no trânsito entre os poderes, empresários e mercado financeiro, trazendo mais razoabilidade às negociações.

Ruídos estarão presentes em qualquer negociação entre os poderes, e neste segundo trimestre vimos uma grata evolução nas discussões que pairavam sobre retrocessos regulatórios, onde o congresso teve um papel importante como barreira a ideias sem propósito.

Ainda assim, diante de um cenário mais favorável do que há alguns meses e diante do início do ciclo de corte de juros, **a bolsa nos parece uma boa alocação em termos absolutos e em termos relativos ao custo de oportunidade da renda fixa.** Temos usado as quedas para aumentar algumas alocações onde temos confiança na execução e em uma recuperação de lucros futuros.

Nossos fundos tiveram uma boa rentabilidade no trimestre, com as três estratégias superando seus respectivos benchmarks.

As principais contribuições vieram dos setores de bancos e serviços financeiros, saúde, shoppings, infraestrutura/transportes, educação e construção civil. E os detratores concentraram-se no setor de óleo e gás, varejo e energia elétrica.

Uma parte da alocação no setor de varejo foi negativamente impactada pela medida de isenção da tarifa de importação para produtos abaixo de US\$ 50, adotada pelo governo. Vemos a reação como exagerada, uma vez que (i) na prática, haverá um aumento de imposto com a cobrança de 17% de ICMS, visto que a maior parte dos *marketplaces* estrangeiros já se beneficiavam injustamente da isenção de alíquota para transações C2C¹ e (ii) não acreditamos em uma alíquota de importação zerada no longo prazo, sendo que associações, empresas e governo devem chegar em comum acordo sobre a nova alíquota nas discussões em andamento

À medida que percebemos a redução de importantes riscos de cauda como os fatores comentados no primeiro parágrafo desta carta, aumentamos algumas alocações que já tínhamos e iniciamos novas alocações em outras empresas que vieram passando por momento operacional desafiador. Nestes casos, acreditamos na capacidade do *management* em solucionar suas questões específicas e se beneficiar de maiores revisões positivas de crescimento de lucro com o novo ciclo de queda de juros que se avizinha.

Uma destas novas alocações foi a Hapvida, que comentamos mais adiante nesta carta. Participamos do IPO da companhia em 2018 e fomos acionistas da companhia por bastante tempo, mas desinvestimos entre os meses de setembro e novembro de 2021 e estivemos estruturalmente fora desta alocação por razões específicas da empresa e pela dinâmica competitiva do setor nos últimos anos.

¹C2C: *Consumer to Consumer* - modelo de negócio no qual dois ou mais consumidores realizam transações diretamente.

Aumentamos alocações existentes no setor financeiro e novas alocações foram feitas nos setores de varejo, construção civil, educação e óleo e gás.

Na ponta de desinvestimentos, cortamos duas posições ganhadoras no ano (infraestrutura/transportes) por acreditar que, em uma delas, o *valuation* atual já incorpora as melhorias esperadas para os próximos trimestres e na outra vemos menos *upside* que as novas alocações. Cortamos também duas companhias (uma em infraestrutura/transportes e outra no varejo) que já vieram decepcionando no último trimestre e que novamente nos fizeram rever para baixo as estimativas operacionais e de lucro limitando a expectativa de ganhos nas posições.

Vale destacar o posicionamento *under* no setor de mineração e siderurgia com performance positiva para os nossos fundos no trimestre. A nossa visão mais negativa com relação a China que está em um processo de grande desalavancagem do setor de construção civil e também da forte desaceleração do setor de manufatura nos países desenvolvidos permeiam esse posicionamento.

Como hedge da carteira dos fundos Equity Hedge (long/short) e Long Bias, mantivemos um *basket* de ações mais sensíveis ao ciclo econômico americano acreditando na revisão negativa de lucros. Os múltiplos dessas empresas estão em patamares muito elevados com relação ao nível de juros e temos a visão que a economia desacelerará na direção de uma recessão nos próximos 6 a 12 meses.

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

Obrigado pela confiança,

Time Apex Capital

. . .

RESULTADOS

No segundo trimestre de 2023, o retorno do fundo **Apex Ações 30 FIC FIA** foi de 17,53% contra 15,91% do Ibovespa. Desde seu lançamento, o fundo acumula alta de 141,28% e o índice de 99,19%.

Tabela I. Retorno – Apex Ações 30 FIC FIA

	APEX AÇÕES ¹	IBOVESPA
2T2023	17,53%	15,91%
12 meses	19,09%	19,83%
DESDE INÍCIO ²	141,28%	99,19%

¹ PL Médio 12M: R\$ 173,82 MM. PL Estratégia 30/06/2023: 4,21 Bn.

² Início do fundo 20/08/12.

O fundo **Apex Infinity Long Biased FIC FIA** rendeu 11,48% no segundo trimestre de 2023. Desde seu lançamento, o fundo acumula alta de 212,08% contra um retorno de 103,21% do Ibovespa.

Tabela II. Retorno – Apex Infinity LB FIC FIA

	APEX INFINITY ¹	IBOVESPA ²
2T2023	11,48%	15,91%
12 meses	11,81%	19,83%
DESDE INÍCIO ³	212,08%	103,21%

¹ PL Médio 12M: R\$ 3,58 MM. PL Estratégia 30/06/2023: R\$ 265,85 MM.

² Mera referência econômica.

³ Início do fundo 27/08/12.

O rendimento do fundo **Apex Equity Hedge FIM** foi de 3,91% no segundo trimestre de 2023. Desde o início, o fundo sobe 194,37% contra 169,17% do CDI no mesmo período.

Tabela III. Retorno – Apex Equity Hedge FIM

	APEX EQUITY HEDGE ¹	CDI	%CDI
2T2023	3,91%	3,15%	124,13%
12 meses	7,39%	13,54%	54,58%
DESDE INÍCIO ²	194,37%	169,17%	114,90%

¹ PL Médio 12M: R\$ 237,09 MM. PL Estratégia 30/06/2023: R\$ 433,73 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
2T2023	8,79%	15,91%	3,15%	279,04%
12 meses	11,78%	19,83%	13,54%	87,00%
DESDE INÍCIO ³	110,24%	141,46%	101,22%	108,91%

¹ PL Médio 12M: R\$ 47,90 MM. PL Estratégia 30/06/2023: R\$ 239,11 MM.

² Mera referência econômica.

³ Início do fundo 11/03/15.

...

OVERVIEW AMBIENTE DE MERCADO – PERSPECTIVAS E RISCOS

CENÁRIO EXTERNO

Embora tenha havido sinais de gradual arrefecimento do crescimento da economia norte-americana ao longo do 1º semestre deste ano, a desaceleração tem sido mais gradual do que se supunha no final de 2022. **Por isso, as projeções para o crescimento do PIB foram, em geral, revisadas levemente para cima nos últimos meses.** Nesse contexto, a mediana das projeções do FOMC¹ para o PIB deste ano foi revista de 0,4% em março para 1,0% em junho. O excesso de poupança das famílias acumulado durante a pandemia tem dado sustentação para o consumo, que igualmente parece ainda refletir um movimento residual de reabertura da economia, beneficiando principalmente o setor de serviços. Medidas de provisão de liquidez e garantia de depósitos adotadas pelas autoridades diante do estresse bancário, que teve seu ápice no mês de março, parecem ter tido êxito em evitar uma crise sistêmica, embora a tendência seja de condições de crédito progressivamente mais restritivas nos próximos trimestres.

De forma similar à atividade econômica, o processo de queda da inflação nos EUA foi mais lento do que o esperado ao longo do 1º semestre, fazendo com que a mediana do FOMC para o núcleo do deflator do PCE² em 2023 fosse revisada de 3,6% em março para 3,9% em junho. Apesar da desinflação até aqui lenta, sinais encorajadores surgiram na divulgação do CPI³ de junho. A normalização das cadeias globais de suprimento, duramente atingidas pela pandemia e pela guerra na Ucrânia, segue produzindo desaceleração na inflação de bens, e há sinais de que esse processo deva produzir nos próximos meses deflação nos preços de carros usados, que pressionaram fortemente os índices em 2021 e 2022. Além disso, os dados de junho mostram sinais mais claros de acomodação nos preços de aluguéis, que igualmente subiram muito fortemente nos últimos anos. Esperamos que o arrefecimento desses dois componentes cruciais se aprofunde nos próximos meses, contribuindo para uma queda mais rápida dos núcleos de inflação. O núcleo CPI, que atingiu um pico de 6,6% em set/22 e em jun/23 recuou para 4,9%, deve se aproximar de 4% até o final deste ano.

Em sua reunião de junho, o FOMC interrompeu o ciclo de 10 altas consecutivas e manteve a taxa dos Fed Funds constante em 5,0-5,25%. Contudo, diante dos dados mais fortes de inflação e atividade, as projeções dos membros do Comitê indicavam um plano de voo que envolveria duas altas adicionais de 0,25 pp até o final do ano. Nossa expectativa é de que a primeira dessas duas altas se confirme na reunião prevista para acontecer no final de julho. Contudo, caso nossa expectativa de queda mais rápida da inflação se confirme nos próximos meses, esperamos que julho marque o final deste ciclo de aperto monetário, que foi o mais agressivo dos últimos 40 anos.

Observe-se, de todo modo, que o esforço desinflacionário nos EUA está ainda longe do final. Mesmo que nossa expectativa de queda mais forte da inflação se materialize nos próximos meses, devemos fechar o ano com núcleos próximos a 4%, um patamar ainda muito alto à luz da meta de 2%. A convergência gradual da inflação à meta deve prosseguir até 2025, à medida que os efeitos defasados do forte aperto monetário produzam arrefecimento do crescimento da atividade e reequilíbrio do mercado de trabalho. No cenário que vemos como mais provável, a postura monetária contracionista da política monetária ainda deve produzir uma recessão branda com início entre o final deste ano e o início de 2024.

Dentre os bancos centrais de países desenvolvidos, acreditamos que o Fed está entre aqueles que primeiro encerrará o ciclo de aperto. Do outro lado do Atlântico, ECB⁴ e Bank of England surpreenderam os mercados nas

¹FOMC: *Federal Open Market Committee* - comissão ligada ao Federal Reserve System (FED), responsável pela organização da política monetária dos Estados Unidos (EUA).

²PCE: *Personal Consumption Expenditures* – medida de inflação americana

³CPI: *Consumer Price Index* - evolução dos preços de bens e serviços americanos

⁴ECB: *European Central Bank* – Banco Central Europeu

últimas semanas com sinalizações mais duras e possivelmente terão que estender o ciclo de aperto por mais algumas reuniões.

No todo, a mensagem principal no que tange as economias desenvolvidas é que o pico de inflação foi superado, mas o esforço desinflacionário deve se estender pelos próximos anos. Esse esforço deve exigir, no caso do Fed, que as taxas sejam mantidas nos patamares bastante restritivos atuais até meados de 2024. Nesse contexto, as projeções mais recentes do FMI¹ indicam um crescimento das economias desenvolvidas neste ano de 1,3% e algo da mesma magnitude em 2024. Este é um patamar lento se compararmos, por exemplo, aos 10 anos terminados em 2019, quando essas economias cresceram em média 2% ao ano.

No que diz respeito à China, os dados do 2º trimestre sugerem que a economia perdeu fôlego mais rapidamente do que se supunha após um 1º trimestre impulsionado pela remoção de restrições associadas à política de covid zero. A lenta digestão do excesso de investimento do setor imobiliário residencial da última década segue sendo o principal entrave a uma aceleração mais robusta da economia. Não apenas o setor de construção ainda está muito deprimido, mas o número baixo de novos lançamentos imobiliários limita a venda de terrenos, o que afeta negativamente a arrecadação de governos locais e, por consequência, o investimento em infraestrutura. Em adição a isso, a China vive uma certa reversão da tendência de crescente integração à economia global das últimas décadas, em um contexto em que a crescente rivalidade com os Estados Unidos se traduz em restrições à ampliação de certos fluxos de comércio e investimento. **Como resultado desses fatores, espera-se uma recuperação modesta da economia neste ano, com crescimento do PIB próximo a 5,0%, e uma tendência de gradual desaceleração do crescimento ao longo da próxima década.**

No todo, tem-se um ambiente externo ainda desafiador, no qual a manutenção de políticas monetárias restritivas se traduz em baixo crescimento em economias desenvolvidas e a China parece caminhar estruturalmente para um menor dinamismo. Do lado positivo, não há no horizonte disrupções comparáveis ao que assistimos no passado recente com a pandemia ou a guerra da Ucrânia, e o grave surto inflacionário global começa a se reverter, o que deve permitir ao Fed encerrar, em breve, o ciclo de aperto monetário mais agressivo das últimas décadas.

CENÁRIO DOMÉSTICO

Houve melhora relevante das perspectivas de crescimento para a economia brasileira ao longo dos últimos meses, tendo a mediana das projeções da pesquisa Focus para o PIB de 2023 se movido de 0,9% no final de março para 2,2% no início de julho. Essa melhora reflete principalmente a divulgação dos dados de contas nacionais do 1º trimestre de 2023, que apontaram crescimento do PIB de 1,9% em comparação ao trimestre anterior. Esse resultado muito forte foi impulsionado principalmente pelo setor agropecuário, que apresentou no trimestre crescimento de 21,6%.

Era sabido desde fins de 2022 que as perspectivas para a safra de grãos neste ano eram favoráveis, mas ao longo do tempo acumularam-se evidências sugerindo um crescimento cada vez maior, refletindo em parte uma combinação de fatores climáticos muito favoráveis. Após a divulgação dos dados do primeiro trimestre estimamos para o ano de 2023 um crescimento do PIB agropecuário da ordem de 14%, que só seria comparável na série de 27 anos de PIB trimestral do IBGE ao ano de 2017.

Como consequência desse choque positivo no setor agrícola vemos uma melhora do cenário econômico em diversas dimensões. Os efeitos sobre a atividade econômica são apreciáveis e vão além dos efeitos diretos.

¹FMI: Fundo Monetário Internacional

Há forte crescimento, por exemplo, do setor de logística, refletindo o esforço de armazenamento e transporte da safra. Além disso, o consumo nas regiões produtoras é positivamente impactado pela expansão da renda agrícola, assim como o investimento no setor.

Também como consequência do choque agrícola, temos uma forte ampliação do *quantum* exportado, levando a um saldo comercial de US\$ 45,5 bilhões o 1º semestre, uma alta de 34% em comparação a igual período de 2022. A melhora da balança comercial adiciona uma força para a valorização do câmbio, que tem se mantido no período recente em patamares próximos a R\$ 4,80. A combinação de câmbio mais apreciado e ampliação da oferta de alimentos, por sua vez, tem impulsionado a melhora das perspectivas para a inflação. A mediana do Focus para o IPCA em 2023, por exemplo, moveu-se desde fins de março de 5,96% para 4,95%, e as projeções para os próximos anos também têm caído no período recente.

Temos, em suma, um choque positivo que nos leva a combinações significativamente mais favoráveis de crescimento e inflação, e com isso criam-se condições para que o Copom¹ possa iniciar mais cedo o ciclo de cortes. A comunicação recente sugere que o ciclo deve começar no início de agosto, e esperamos que a Selic alcance no final deste ano um patamar próximo a 12%. Cabe ainda observar que a melhora do cenário econômico tem contribuído para um ambiente de menor risco político. Os números da economia impactam positivamente a avaliação do governo, e isso parece contribuir para um menor ímpeto intervencionista na política econômica. O nível de ruído em torno do regime monetário, por exemplo, tende a ficar menor quando as condições econômicas permitem cortar juros, como deve ocorrer no futuro próximo.

Destacam-se nesse ambiente de maior estabilidade política que se desenhou nos últimos meses dois eventos muito positivos do ponto de vista econômico. Em primeiro lugar, o Conselho Monetário Nacional anunciou no final de junho a manutenção da meta de inflação em 3%, assim como o intervalo de tolerância de mais ou menos 1,5 pp em torno dela. Mudou-se apenas a forma de aferição do cumprimento da meta, que passa a ser contínua em vez de obedecer ao ano-calendário. Essa decisão contribuiu para remover uma fonte importante de incerteza, que havia sido introduzida por discursos de autoridades em favor de uma meta mais alta no início do ano. Essa incerteza se traduziu numa desancoragem de expectativas de inflação em horizontes mais longos, o que dificultava o processo de distensão monetária. A combinação de queda rápida da inflação e a sustentação de taxas relativamente elevadas de aprovação do governo parecem ter criado um ambiente de maior serenidade, no qual o governo foi convencido de que os custos de mudança na meta superavam em muito os potenciais benefícios.

O segundo evento positivo no período recente é aprovação da emenda constitucional da reforma dos impostos indiretos na Câmara, no início de julho. Basicamente, essa reforma propõe a substituição de cinco impostos (Pis, Cofins, IPI, ICMS e ISS) por um IVA dual², além de um imposto seletivo que incidirá sobre produtos danosos à saúde e ao meio ambiente. A negociação política que permitiu a aprovação levou a um sistema imperfeito, com a criação de alíquotas diferenciadas e regimes especiais para alguns setores. Em que pesem as imperfeições, porém, a reforma aprovada na Câmara representa um enorme ganho em termos de simplificação, redução de contencioso tributário e melhora na alocação de recursos na economia.

Observe-se que a reforma ainda precisa ser aprovada no Senado, e que posteriormente o Congresso precisará aprovar uma lei complementar que regulará diversos aspectos do novo sistema tributário. Supondo que não haja intercorrências, o novo regime estará plenamente em vigor apenas em 2033 e, portanto, os efeitos positivos da reforma se farão sentir ao longo do tempo.

¹Copom: Comitê de Política Monetária

Ainda assim, vemos a aprovação da reforma como um evento muito positivo, que permite vislumbrar a superação de um sistema tributário notoriamente disfuncional, que atravancou durante décadas o crescimento da economia brasileira.

As maiores fragilidades da economia brasileira continuam relacionadas à política fiscal. Ainda que haja a percepção no mercado de que o novo arcabouço fiscal (NAF) tenha reduzido a probabilidade de cenários mais extremos, a relação dívida / PIB deve crescer de forma importante neste e nos próximos anos. Como salientamos em [nossa última Carta](#), a trajetória de resultados primários anunciada pelo governo somente poderá ser alcançada com aumento importante da carga tributária, dada a trajetória de gastos preconizada pelo NAF. Mantemos nossa visão de que o cenário fiscal mais provável para este governo é o de elevação gradual da carga tributária nos próximos anos, mas em um patamar aquém do que seria requerido para estabilizar a relação dívida / PIB. Há duas consequências principais dessa estratégia. Em primeiro lugar, o ajuste feito por meio de aumento de carga tributária gera incerteza e tem implicações negativas do ponto de vista do crescimento da economia. Em segundo lugar, como o ajuste deve ser insuficiente para dissipar incertezas sobre a sustentabilidade da dívida pública, deve haver uma percepção persistente de elevado risco fiscal.

Em suma, os últimos meses trouxeram uma melhora importante para o cenário doméstico, que resulta em parte de um choque muito positivo no setor agrícola, contribuindo para um ambiente de maior estabilidade política, no qual se vislumbra a aprovação de uma reforma tributária de grande importância histórica. Nesse contexto teremos nos próximos trimestres um processo de redução de juros, contribuindo para distensionar o ambiente econômico e político. Nossas fragilidades estruturais devem se tornar mais visíveis quando nos defrontarmos com condições de contorno mais adversas em algum momento no futuro. **Ainda assim, numa combinação de sorte com demonstrações de maturidade institucional e política, vislumbra-se hoje um cenário melhor que há alguns meses.**

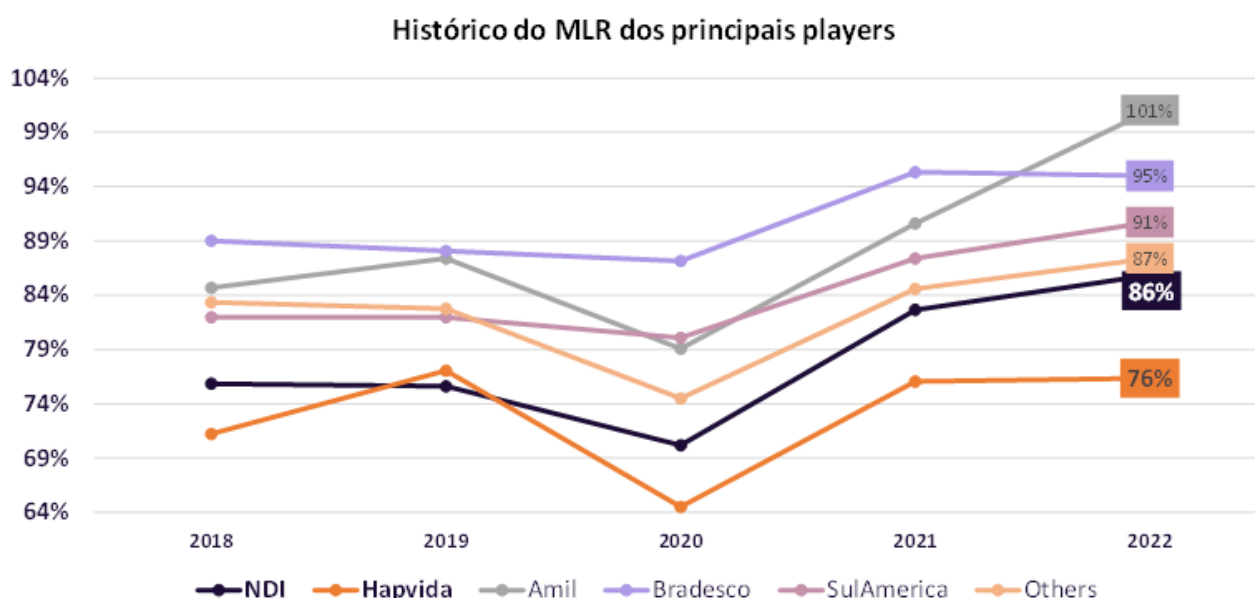
. . .

CASE: HAPVIDA

Atualmente, com um *market share* de 18%, a Hapvida é uma das maiores empresas dentro do setor de saúde. A companhia foi fundada em 1979 por Candido Pinheiro de Lima, médico oncologista e atual presidente do conselho de administração. Ao longo dos últimos 30 anos, a operação cresceu significativamente, tanto de forma orgânica quanto inorgânica, e ganhou grande destaque durante a fusão com o grupo NotreDame Intermédica em 2021.

No Brasil, ter um plano de saúde privado é um dos principais desejos da população, porém, segundo os dados da ANS¹, menos de 25% da população têm acesso a este tipo de produto. A Hapvida é uma operadora de planos de saúde com atendimento focado na rede própria e possui mais de nove milhões de beneficiários em saúde. Seu modelo de negócio tem como principal pilar a verticalização do atendimento, que permite um controle maior dos custos e despesas e assim consegue oferecer um produto com preço menor do que seus concorrentes. O custo mais competitivo é calculado através do *MLR (Medical Loss Ratio)*², que é a razão entre o custo total dos beneficiários, também conhecido como sinistro de saúde, e a receita total dos principais *players* do mercado.

No gráfico abaixo, observa-se um comparativo de sinistralidade entre as principais operadoras de saúde do Brasil.



Fonte: ANS – Agência Nacional de Saúde Suplementar

Acreditamos que o modelo de verticalização da Hapvida, no longo prazo, é um modelo vencedor, pois a empresa consegue ter um controle maior dos custos devido à sua rede própria. Adicionalmente, com o ganho de escala e a diluição do custo fixo, a companhia consegue ser mais efetiva em preço, tanto para aplicar reajustes menores do que a média, como para criar produtos de baixo custo que consigam atender uma camada da população que ainda não tem um plano de saúde.

Em 2020, com a pandemia do Covid-19, o setor de saúde passou por uma de suas piores crises, gerando um grande desequilíbrio entre os prestadores e provedores. Com o panorama bem incerto, entre 2020 e 2021, o reajuste dos preços dos planos de saúde ficou em patamares baixos.

¹ MLR: *Medical Loss Ratio* - reflete a proporção existente entre o custo dos sinistros produzidos num conjunto ou carteira determinada de apólices e o volume global dos prêmios dessas operações no mesmo período.

Consequentemente, após este período, houve um aumento significativo do sinistro médico, ocasionado por uma demanda reprimida e uma busca maior da população por cuidados com a saúde somado a um aumento do custo de materiais e medicamentos, devido à alta inflação e a procedimentos de maior complexidade. Neste contexto, os índices de sinistralidade médica da maioria das operadoras aumentaram significativamente em 2022, tornando-se um dos piores anos da história do setor de saúde.

Em 2023, para combater a alta sinistralidade e melhorar a rentabilidade do setor como um todo, começou uma forte onda de reajustes, principalmente a partir do segundo trimestre. Os valores têm variado entre 10%, chegando até 30% em alguns casos.

Apresentado o panorama no setor de saúde, a Hapvida também estava passando por dificuldades, principalmente após a integração com o grupo NotreDame Intermédica. No início de 2021, as duas companhias anunciaram uma das maiores fusões do país e o plano seria que, após a conclusão da operação, a integração das duas se daria através de uma estrutura com dois *co-CEOs*, com as estruturas apartadas por dois anos. Mas, já no primeiro ano de integração, a companhia apresentou resultados sequenciais piores do que o esperado devido a diversos fatores como: a falha na comunicação com o mercado, divergência de culturas entre as empresas, alto *turnover* de funcionários, dificuldade de integração de sistemas, aumento de queima de caixa, entre outros. Além disso, em 2022, a Hapvida apresentou piora relevante em diversos indicadores, inclusive na alavancagem, o que aumentou expressivamente a preocupação com a solvência e liquidez da companhia por parte dos credores e investidores.

Ao longo do último ano, diante dos motivos negativos citados, optamos por não alocar capital na companhia, mas nos mantivemos próximos na cobertura de Hapvida aguardando um melhor momento para nos posicionarmos. Depois da forte correção no papel no final do primeiro trimestre, reiniciamos nossa exposição diante da oferta de ações implementada pela empresa.



Após chegar a valer menos de dois reais por ação (em 9 de março de 2023), a empresa tomou uma série de medidas que, do nosso ponto de vista, ajudam a colocar a empresa em uma trajetória ascendente de margens e lucro. Entre elas se destacam: (i) aumento de preços acima da inflação - para o ciclo de reajustes de 2023,

a empresa tem repassado aumentos de mais de 10% e em muitos casos chegando a 25%-30%; (ii) redução de custos e despesas – a empresa reduziu em mais de 10% o número de funcionários da área administrativa, além de reduzir outros gastos; (iii) adequação da estrutura de capital - a família controladora decidiu realizar um *Sales Lease Back*¹ de parte dos ativos imobiliários da empresa no valor de BRL 1,25 bilhões, além de um aumento de capital no valor de BRL 1 bilhão. Com esse aumento de mais de BRL 2 bilhões no caixa, a companhia passou de uma estimativa de alavancagem financeira de 2,5x para 1,3x em 2023; e (iv) a reorganização societária – a empresa tem acelerado o processo de integração, reduzindo o número de empresas subsidiárias, o que deve acelerar os ganhos de escala, sinergia e melhorar a eficiência tributária.

Estas medidas, combinadas com um cenário de menor inflação geral para o setor de saúde, maior racionalidade competitiva entre os *players* do setor (com maiores reajustes de preço) e queda de juros, têm contribuído com a recuperação no preço da ação nos últimos dois meses. E mesmo após a recente alta, seguimos confiantes de que a empresa deve apresentar uma melhora (embora não linear) na rentabilidade ao longo dos próximos trimestres o que tende a se traduzir em uma valorização do papel.

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 SÃO 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.

