

APEX  
CAPITAL LTD

4T23

CARTA

TRIMESTRAL

---

4º Trimestre de 2023



## PALAVRA DO GESTOR – PORTFÓLIO

### ESTADOS UNIDOS... O FED<sup>1</sup> VIROU A MÃO

O 4T23 foi marcado por uma forte melhora dos preços dos ativos de risco após uma mudança de tom com relação à trajetória de juros nos Estados Unidos. A narrativa de taxas de juros mais altas por mais tempo colocada pelo Fed em sua reunião de 20 de setembro – que causou um forte revés dos mercados no 3T23 – foi amenizada já em novembro, por dados do mercado de trabalho e inflação mais fracos, assim como por comentários mais *dovish* de membros do Fed e que foram corroborados na reunião de 13 de dezembro. Nesta, o presidente Jerome Powell deixou clara a preocupação de evitar que os juros permaneçam em patamar excessivamente restritivo por tempo demais. A curva de juros americana antecipou o início de corte dos juros com alguma probabilidade de ocorrer já na reunião de 20 de março de 2024 e os ativos de risco reagiram positivamente. O S&P500 subiu impressionantes 14,06% nos meses de novembro e dezembro e fechou o trimestre com alta de 11,24%.

**Chegamos ao final do ano animados com a perspectiva de corte de juros nos Estados Unidos e na Europa no primeiro semestre de 2024 e a expectativa benigna de desaceleração da atividade na maior economia do mundo** uma vez que o processo desinflacionário segue seu curso e o mercado de trabalho tem observado um reequilíbrio, que comentamos mais adiante nesta carta.

Entendemos que os mercados já precificam uma boa parte das notícias boas e pode haver alguma volatilidade e correções de preço à medida que a atividade americana vai desacelerando, mas **estamos diante do início do ciclo de corte de juros nos países desenvolvidos e as repercussões são obviamente positivas para estes, assim como para os demais países** na execução de seus afrouxamentos monetários e recuperação de crescimento econômico.

**Na China, o governo deixou clara a intenção de evitar uma desaceleração econômica mais aguda** e vem atuando amplamente com medidas de afrouxamento monetário, fiscal, regulatório e creditício. De qualquer forma, o processo de desalavancagem do setor imobiliário ainda pesará no crescimento chinês por um tempo.

**No Brasil, apesar da preocupação com o não atingimento da meta de déficit fiscal zero em 2024 e sua eventual alteração comentada pelo presidente Lula no final de outubro (acreditamos que a meta será alterada), o Bacen<sup>2</sup> continuou sua trajetória de cortes de juros iniciada em agosto e os mercados locais acompanharam a melhora americana.** O Ibovespa subiu 18,60% nos meses de novembro e dezembro e 15,12% no trimestre.

**Outro fator importante foi a aprovação da Medida Provisória das subvenções (MP 1.185) que minimiza algumas das incertezas regulatórias que estavam pesando principalmente no setor de varejo** e traz mais clareza na análise de premissas para modelagem financeira das empresas. Além disso, a mídia tem reportado a iminência da reintrodução do imposto de importação para artigos de até US\$50 dólares como pleiteado pelas varejistas locais.

Nossos fundos tiveram retornos positivos no trimestre apesar de não terem excedido os respectivos benchmarks. Os destaques positivos foram os setores de construção civil e shoppings, varejo, transportes, além dos setores financeiro e de utilidades públicas. E os destaques negativos foram os setores de commodities, alimentos, e o *short* na bolsa americana.

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

<sup>2</sup>Bacen: Banco Central do Brasil.

Dentro do setor de energia, aumentamos alocação numa empresa *junior* de exploração e produção de petróleo em detrimento de uma empresa *major*. Reduzimos posições de commodities a favor do aumento em setores domésticos como shoppings, varejo de vestuário e varejo alimentício. No setor financeiro, tomamos lucro parcial numa de nossas posições abrindo espaço para posições mais voltadas ao mercado de capitais. Também tomamos lucro parcial no setor de saúde e no setor de utilidades públicas e iniciamos uma nova posição no setor de infraestrutura.

**Continuamos vendo o *valuation* de muitas empresas descontado e com expectativas de retorno acima do retorno da renda fixa mais o prêmio de risco de investir em ações. A queda do custo de capital e a inflexão positiva do ciclo de crédito (pessoas físicas e pequenas empresas) que estamos observando atualmente são fundamentos importantes** para que as ações venham a operar com múltiplos EV/EBITDA<sup>1</sup> e P/E<sup>2</sup> mais altos na expectativa de revisão positiva de crescimento de lucros através da redução de despesas financeiras e do crescimento das receitas/faturamento, mas não sem os desafios do ambiente macro.

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

<sup>1</sup>EV/EBITDA: Indicador que relaciona o valor da companhia (EV: *Enterprise Value*) e seu Ebitda (geração de caixa). Auxilia na avaliação da capacidade da empresa de gerar caixa, considerando a sua atividade principal.

<sup>2</sup>P/E: Preço/Lucro. Indicador formado pela relação entre o preço atual da ação dividido pelo lucro por ação. Utilizado para avaliar o preço justo de um ativo.

Obrigado pela confiança,

Time Apex Capital

. . .

## RESULTADOS

No quarto trimestre de 2023, o retorno do fundo **Apex Ações 30 FIC FIA** foi de 12,33% contra 15,11% do Ibovespa. Desde seu lançamento, o fundo acumula alta de 161,21% e o índice de 126,35%.

**Tabela I. Retorno – Apex Ações 30 FIC FIA**

	APEX AÇÕES <sup>1</sup>	IBOVESPA
4T2023	12,33%	15,11%
12 meses	17,08%	22,28%
DESDE INÍCIO <sup>2</sup>	161,21%	126,35%

<sup>1</sup> PL Médio 12M: R\$ 172,13 MM. PL Estratégia 29/12/2023: 4,6 Bn.

<sup>2</sup> Início do fundo 20/08/12.

O fundo **Apex Infinity Long Biased FIC FIA** rendeu 7,82% no quarto trimestre de 2023. Desde seu lançamento, o fundo acumula alta de 218,81% contra um retorno de 130,91% do Ibovespa.

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

	APEX INFINITY <sup>1</sup>	IBOVESPA <sup>2</sup>
4T2023	7,82%	15,11%
12 meses	11,20%	22,28%
DESDE INÍCIO <sup>3</sup>	218,81%	130,91%

<sup>1</sup> PL Médio 12M: R\$ 3,25 MM. PL Estratégia 29/12/2023: R\$ 207,33 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 1,86% no quarto trimestre de 2023. Desde o início, o fundo sobe 201,40% contra 185,60% do CDI no mesmo período.

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

	APEX EQUITY HEDGE <sup>1</sup>	CDI	%CDI
4T2023	1,86%	2,79%	66,56%
12 meses	7,95%	13,05%	61,22%
DESDE INÍCIO <sup>2</sup>	201,40%	185,60%	108,51%

<sup>1</sup> PL Médio 12M: R\$ 156,06 MM. PL Estratégia 29/12/2023: R\$ 337,09 MM.

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

O retorno do **Apex Long Biased Icatu Previdência FIM 49** foi de 5,19% no quarto trimestre de 2023. Desde o início o fundo rendeu 117,09% contra 113,50% do CDI. O índice Ibovespa sobe 174,38% 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
4T2023	5,19%	15,11%	2,79%	186,02%
12 meses	12,97%	22,28%	13,05%	99,39%
DESDE INÍCIO <sup>3</sup>	117,09%	174,38%	113,50%	103,16%

<sup>1</sup> PL Médio 12M: R\$ 39,72 MM. PL Estratégia 29/12/2023: R\$ 219,04 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

**Em perspectiva, o ano de 2023 trouxe, no que tange à economia dos EUA, combinações mais favoráveis de inflação e crescimento.** Do lado da inflação, a tendência de queda se tornou mais evidente no 4º trimestre, com números baixos para o core PCE<sup>1</sup> de outubro e novembro e revisões baixistas para os números do 3º trimestre. Com isso, a taxa anualizada para os seis meses terminados em novembro ficou em 1,9%, ante 4,5% nos seis meses terminados em maio/23. Como observamos em outras cartas, o processo de recuo da inflação tem sido puxado pelo processo de normalização das cadeias globais de suprimento, que haviam sido duramente afetadas pela pandemia do Covid-19 e pela eclosão da guerra na Ucrânia.

**Em adição a isto, 2023 foi marcado por um processo mais benigno e muito raro historicamente, de reequilíbrio do mercado de trabalho.** Um ano antes, havia claros sinais de excesso de demanda por trabalho, expressos em um número muito alto de vagas em aberto, desemprego nos menores níveis dos últimos 70 anos e fortes pressões salariais. Naquele contexto, nossa visão (e da maior parte do mercado) era de que seria necessário produzir um arrefecimento considerável da economia, reduzindo assim o excesso de demanda por trabalho e as pressões salariais que adinham dela. Na história americana no pós-guerra, nunca se conseguiu elevar o desemprego em pelo menos 0,3 pontos percentuais sem que a economia viesse a entrar em recessão. A história sugeria, portanto, que seria difícil engendrar o reequilíbrio do mercado de trabalho sem que a economia entrasse em recessão. Ocorre, porém, que nos últimos trimestres houve um processo, ainda que parcial, de reequilíbrio do mercado de trabalho mesmo com o crescimento da economia surpreendendo positivamente por ampla margem: a mediana das projeções do próprio Fomc<sup>2</sup>, que indicava no final de 2022 crescimento do PIB de 0,5% em 2023, foi revista para nada menos que 2,6% no mês passado para o mesmo período.

O que explica esse reequilíbrio parcial diante de fortes surpresas altistas da atividade econômica? Basicamente, houve uma melhora não através do arrefecimento da demanda, mas sim através da ampliação da oferta de trabalhadores. Isso se deu, em primeiro lugar, pela forte ampliação da imigração, fazendo com que a população em idade ativa<sup>3</sup> crescesse no maior ritmo desde 2012, a despeito da queda da taxa de fertilidade nas últimas décadas. Além disso, a taxa de participação<sup>4</sup> se elevou a 62,8% em nov/23, ante 62,2% um ano antes. Em especial, dentre as mulheres no chamado *prime age* (25 a 54 anos) a taxa de participação alcançou 77,4% em nov/23, o que denota um aumento de 0,8 pp em comparação a nov/19, antes da eclosão da pandemia. Talvez pela popularização de regimes de trabalho híbrido e remoto, um contingente maior de mulheres tenha decidido ingressar no mercado de trabalho nos últimos anos. Esse aumento da taxa de participação representou, nos últimos 12 meses, o ingresso de mais de 1,8 milhão de trabalhadores no mercado de trabalho.

**Com tudo isso, o processo de convergência da inflação americana para as metas tem se revelado menos custoso do que se poderia supor há alguns trimestres.** Tem se consolidado, assim, um cenário de queda dos juros para 2024, tendo a última elevação da taxa das Fed Funds<sup>5</sup> (para o intervalo 5,25-5,5%) se dado em jul/23. Essa perspectiva ficou bastante evidente na reunião do Fomc de 13 de dezembro, na qual o *chairman* Jerome Powell pareceu mais preocupado em evitar que os juros permaneçam em patamar excessivamente restritivo por tempo demais e disse que os juros deveriam começar a cair “bem antes” de a inflação convergir para a meta de 2%.

<sup>1</sup>PCE: *Personal Consumption Expenditures*. Núcleo do deflator dos gastos de consumo calculado por exclusão dos preços de alimentos e energia.

<sup>2</sup>Fomc: *Federal Open Market Committee* (Comitê Federal de Mercado Aberto). Comitê de política monetária dos EUA.

<sup>3</sup>População em idade ativa: compreende a todos os indivíduos acima de 16 anos.

<sup>4</sup>Taxa de participação: é definida como o percentual da população em idade de trabalhar dos que estão empregados ou à procura de emprego.

<sup>5</sup>Fed *funds*: Fundos Federais. Depósitos de reservas que os bancos e demais instituições financeiras dos EUA depositam junto ao Fed.

Em que pese a inequívoca melhora de cenário, nossa visão é de que ainda há riscos inflacionários à frente. Em particular, apesar do progresso mencionado no mercado de trabalho, as condições vigentes ainda são bastante apertadas e isso tem se traduzido em pressões salariais fortes. O Atlanta Fed Wage Tracker, por exemplo, mostra alta de 5,2% nos 12 meses terminados em nov/23. Há um arrefecimento frente à alta de 6,7% observada em jul/22, mas os números atuais são ainda muito altos em comparação à média de 3,5% a.a. que prevalecia antes da pandemia. Nesse contexto, um afrouxamento muito rápido de condições financeiras poderia engendrar uma reaceleração precoce da atividade econômica e uma recidiva do processo inflacionário que tornaria muito mais custosa a ancoragem das expectativas.

**Somando-se tudo, esperamos um ciclo de cortes cauteloso, levando a uma queda total de 1 pp da taxa das Fed Funds até o final de 2024. No cenário que vemos como provável o primeiro corte viria em maio, mas não se pode descartar uma antecipação para março.** Observa-se que o ciclo de afrouxamento deve se estender neste ano a outros países desenvolvidos, começando pelo ECB, que se defronta na Zona do Euro nos últimos trimestres queda relativamente rápida da inflação e atividade econômica próxima da estagnação.

**Em relação à China, os últimos meses de 2023 confirmaram nossas expectativas de políticas fiscal, monetária, creditícia e regulatória se movendo para o campo expansionista.** Isso é positivo no sentido de reduzir a probabilidade de cenários mais extremos, mas a perspectiva ainda é de desaceleração do crescimento do PIB para algo em torno de 4,8% em 2024, ante 5,3% em 2023. Os estímulos em curso devem garantir um crescimento robusto do consumo, em torno de 6% a.a. Da mesma forma, políticas expansionistas devem produzir alguma aceleração do crescimento do investimento em infraestrutura e no setor manufatureiro. Os limites à aceleração do crescimento no curto prazo seguem relacionados ao setor imobiliário. Até aqui, o início de novas construções residenciais teve queda próxima a 65%, mas o número de novas residências em construção caiu apenas 13%, refletindo a continuidade do esforço para terminar obras que já estavam em curso. À medida que se completarem essas construções, a atividade no setor deve cair mais, mesmo que as autoridades introduzam novos estímulos. Em suma, o processo de digestão do excesso de investimento do setor imobiliário na década passada ainda está em curso, e isso reduz o espaço para a aceleração da economia chinesa no horizonte dos próximos trimestres.

**Em resumo, o cenário global se moveu nos últimos meses em direção mais favorável. O processo de desinflação em países desenvolvidos avançou, e isso permite vislumbrar o início do processo de afrouxamento monetário nos próximos trimestres, após o ciclo extremamente agressivo de aperto dos últimos dois anos. Há, porém, limites para a velocidade de cortes nos EUA num contexto de desinflação incompleta e condições ainda apertadas no mercado de trabalho.** Os estímulos implementados pelas autoridades chinesas nos últimos meses são bem-vindos por reduzir a probabilidade de cenários extremos, mas o cenário global ainda é de desaceleração do crescimento, num contexto em que a China lida com as consequências do estouro da bolha imobiliária e os países desenvolvidos ainda devem viver os efeitos defasados do aperto monetário dos últimos anos.

## CENÁRIO DOMÉSTICO

**A exemplo dos EUA, as combinações de inflação e crescimento no Brasil em 2023 também se mostraram muito mais favoráveis do que se supunha um ano antes.** No final de 2022 a mediana das projeções coletadas pela Pesquisa Focus indicava crescimento do PIB de 0,8% e inflação de 5,3%. Um ano depois essa mesma pesquisa indicava crescimento de 2,9% e inflação de 4,5%. Parte desses *tradeoffs* mais favoráveis parece refletir as já mencionadas forças desinflacionárias globais, relacionadas principalmente à restauração das cadeias globais de suprimento. A esse vetor global se somam forças domésticas. A mais evidente delas, objeto de outras análises nossas em cartas recentes, é o crescimento recorde, da ordem de 15%, do PIB agropecuário, refletindo um choque climático positivo. Afora o efeito direto de ampliação do crescimento do PIB e da oferta agrícola, com consequente redução dos preços de alimentos, esse choque teve efeitos indiretos também importantes. A



balança comercial fechou 2023 com um superávit recorde de US\$ 99 bilhões, o que contribuiu para a valorização do Real. Além disso, a combinação de mais crescimento econômico e deflação de alimentos tende a dar suporte para a avaliação do governo, o que em geral reduz o risco político.

Um segundo possível vetor doméstico por trás da melhora do crescimento pode ter natureza mais estrutural: os efeitos defasados das reformas implementadas desde meados da década passada. De fato, enquanto de 2006 a 2014 observou-se mais intervenção governamental na economia e crescentes desequilíbrios fiscais, a agenda se moveu na direção de reformas liberalizantes a partir de 2016. Destaque-se nessa agenda, em primeiro lugar, a desalavancagem dos bancos públicos e a redução do crédito subsidiado. Esse movimento, acompanhado de um certo florescimento do mercado de capitais nos anos subsequentes, tende a gerar mais eficiência na alocação de capital, com repercussões positivas sobre a produtividade. Outros componentes importantes dessa agenda liberalizante foram a reforma trabalhista e a lei da terceirização, ambas aprovadas em 2017. A mensuração dos seus efeitos sobre a produtividade é difícil, mas já é palpável a redução do contencioso trabalhista nos últimos anos, o que contribui para um funcionamento mais eficiente do mercado de trabalho. Como resultado dessas e outras reformas, é possível que a surpresa positiva do crescimento nos últimos anos reflita, em parte, uma aceleração do crescimento potencial da economia.

**A melhora do funcionamento do mercado de trabalho pode ter contribuído também para uma dinâmica mais favorável da inflação de serviços.** A taxa dessazonalizada de desemprego alcançou no 2º semestre de 2023 níveis inferiores a 8%, um patamar que, segundo as estimativas usuais, estaria abaixo dos níveis que poderiam ser sustentados sem gerar aceleração inflacionária. A despeito disso, a inflação de serviços declinou de forma mais pronunciada do que se supunha em 2023. Principalmente por conta dos sinais mais benignos desse componente, nós revisamos nossa projeção para o IPCA de 2024 de 5% para 4,2%. Condições mais adversas de oferta agrícola devem limitar, na nossa visão, uma queda mais forte da inflação.

**A dinâmica de inflação doméstica mais favorável e a perspectiva de um ciclo de afrouxamento mais precoce pelo Fed nos fizeram também revisar o nível de Selic de 2024 de 9,75% para 9,25%, implicando um ciclo de cortes total da ordem de 450 pontos-base.** Em comparação aos níveis de Selic observados logo antes da pandemia (4,5% a.a.), nosso cenário ainda contempla juros substancialmente mais altos e isso se explica por três fatores: i) as taxas de juros em países desenvolvidos devem ainda se manter em níveis elevados pelos padrões das últimas décadas em países desenvolvidos; ii) a economia doméstica está bastante aquecida e com níveis baixos de ociosidade; e iii) a política fiscal deve ter neste governo um caráter expansionista e, ao mesmo tempo, produzir pressões sobre os prêmios de risco.

Em relação à política fiscal, continuamos a ver riscos elevados nos próximos anos. A despeito da parcial aprovação da agenda arrecadatória no Congresso no final do ano passado, estimamos que o governo central deve apresentar um déficit primário da ordem de 1,2% do PIB em 2024, distante da meta de zerar o déficit. Após um ano com condições climáticas excepcionalmente favoráveis em 2023, deveremos ter um ano mais difícil, com o *El Niño* produzindo queda apreciável da safra de grãos. Isso, junto com os efeitos defasados da política monetária, deve fazer com que o crescimento do PIB de 3% em 2023 desacelere para perto de 1,5% em 2024. Somando-se a isso a possível alta dos preços de alimentos, após a deflação do ano passado, temos condições econômicas que tendem a produzir queda da avaliação do governo. Nesse contexto, o risco político tende a subir, e as pressões por ampliação de gastos devem aumentar. Essas pressões devem surgir, por exemplo, no processo de elaboração do orçamento de 2025.

**No todo, os desequilíbrios fiscais são grandes e o ciclo político nos sugere que é altamente improvável, na ausência de uma grande crise, que se aprovem medidas estruturais de ajuste até 2026.** Não vemos uma crise iminente, mas seria ingênuo supor que as fragilidades fiscais não tenham consequências. **Nossa vulnerabilidade será maior a depender de onde sopram os ventos na economia mundial.** Mesmo no contexto mais favorável que se desenhou no ano passado, há consequências visíveis: a formação bruta de capital fixo no 3º trimestre

caiu 6,8% em comparação a um ano antes. O caráter expansionista da política fiscal nos impõe um equilíbrio com juros mais altos, o que reduz o investimento e o crescimento sustentado da economia. Vivemos, portanto, uma colisão de vetores opostos: de um lado, colhemos os frutos de reformas liberalizantes que tendem a elevar o crescimento da economia. De outro, nossas escolhas do lado fiscal tornam a economia mais frágil e limitam o espaço para a aceleração do crescimento. A resultante dessas forças no curto prazo é um cenário de certa mediocridade. **De todo modo, o que aprendemos nos últimos meses nos indica um espaço um pouco maior para cortes de juros no Brasil, e esse movimento estará acompanhado por afrouxamento também dos principais bancos centrais em futuro não muito distante. Esse é o tema central para preços de ativos e alocação de recursos em 2024.**

. . .



## ALGUNS CASES NA CARTEIRA PARA 2024

**Allos (Aliansce Sonae e BrMalls)** - Seguimos confiantes na empresa para 2024. Os bons resultados entregues ao longo do ano, a gestão de ativos com base em métricas financeiras, a maior liquidez das ações e a disciplina na alocação de capital são os fatores que, na nossa visão, possibilitaram que a diferença de *valuation* entre a ALLOS e as demais empresas deste segmento diminuísse. Esperamos que ao longo de 2024 os resultados dos shoppings sigam resilientes e vemos o setor negociando a um *valuation* atrativo, com uma TIR<sup>1</sup> real média 370bps<sup>2</sup>, superior a NTN-B. No caso específico da ALLOS vemos ainda a possibilidade de um contínuo fechamento de *gap* de múltiplos para a média do setor, sendo que a empresa tem executado uma boa gestão do seu portfólio, levantando quase R\$2 bilhões de vendas de ativos a um *cap rat*<sup>3</sup> aproximado de 8,5%, vs o *cap rate* atual da empresa de 12,5%. Em termos de alocação de capital esperamos que o programa de recompra de até 5% do capital da empresa seja uma das prioridades da ALLOS para 2024.

**Itaú** - Ao longo dos últimos dois anos, mesmo em um cenário macroeconômico adverso, que levou a uma alta relevante da inadimplência no sistema bancário, o Itaú conseguiu manter sua rentabilidade em níveis elevados, entregando ROE<sup>4</sup> (*Return on Equity*) próximo de 20% no período e abrindo ainda mais o *gap* de rentabilidade para seus concorrentes privados. Nós acreditamos que para 2024, o cenário para os bancos deve começar a apresentar uma melhora, pois o pico da inadimplência parece ter ficado para trás, o que deve permitir um aumento gradual da originação de crédito, principalmente em linhas não colateralizadas. Entendemos que esse deve ser um cenário mais positivo para o sistema bancário como um todo, mas principalmente para o Itaú, que parece ser o banco mais preparado para voltar a acelerar originação, dado o nível de assertividade do *management* em compreender a mudança dos últimos ciclos de crédito, o nível de inadimplência mais baixo quando comparado com os competidores e o capital que se encontra em patamar bastante saudável. Por fim, enxergamos a ação negociando a 8x P/E olhando para o lucro de 2024, o que parece um nível atrativo quando comparamos com a média histórica dos últimos 10 anos que está mais próxima de 9,5x.

**Nubank** - Ao longo de 2023, o Nubank se mostrou mais rentável do que era esperado no início do ano. Isso fica evidente quando olhamos o ROE (*Return on Equity*) anualizado no 3Q23 que ficou próximo de 21%, o que se traduz num delta de quase 20p.p. num período de 1 ano, quando comparado com o ROE que o banco entregou no 3T22. Além disso, esse patamar de rentabilidade próximo de 21% no varejo bancário é um dos mais altos quando comparado com outros concorrentes privados, sendo eles tanto os bancos incumbentes quanto digitais. O Nu também atingiu alto índice de principalidade no uso da conta bancária, sendo que ~25% da população economicamente ativa no Brasil usa o Nubank como conta bancária principal. Por fim, nós acreditamos que para 2024, a empresa deve seguir superando as expectativas do mercado, mostrando crescimento acima do esperado nos novos produtos que eles estão lançando, como crédito consignado no Brasil e na operação bancária no México.

**Localiza** - O ano de 2023 foi desafiador para as locadoras por alguns fatores macroeconômicos, mas principalmente pela variação que houve nos preços dos veículos novos e seminovos, a qual foi acentuada pelos descontos na compra do veículo novo que o governo promoveu no 2T23 através da MP 1.175. Nós acreditamos que para 2024, o cenário deve começar a melhorar e que a Localiza deve ser a grande beneficiada, por dois motivos: i) cenário competitivo está mais favorável, os concorrentes estão com uma situação financeira mais difícil passado esse ciclo de alta de juros e estão sendo menos vocais pensando no crescimento de frota para esse próximo ano, principalmente no RaC<sup>5</sup> (segmento de locação), o que deve ajudar a empresa a ganhar *share*

<sup>1</sup>TIR: Taxa Interna de Retorno. Medida financeira utilizada para calcular o retorno de um investimento.

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

<sup>3</sup>Cap rate: Taxa de capitalização. Indicador que calcula a média de retorno de capital investido em um imóvel.

<sup>4</sup>ROE: *Return on Equity*. Indicador que mede a capacidade da empresa em gerar valor através dos seus recursos próprios e dos seus acionistas. Em outras palavras, o quanto é gerado de lucro em relação ao capital investido.

<sup>5</sup>RaC: *Rent a Car*. Locação de veículos.

nos diferentes segmentos sem precisar abrir mão de preço, e ii) com as taxas de juros mais baixas, esperamos ver uma volta gradual do apetite para tomar crédito para o financiamento de veículos usados, o que deveria ajudar a Localiza a aumentar o percentual de venda de veículos seminovos no varejo em detrimento do atacado, o que deve ter como consequência a gradual volta das margens de seminovos para patamares mais normalizados. Por fim, vemos a Localiza com um crescimento de lucro acima de 15% para os próximos anos.

**Hapvida** - Após um 2022 desafiador, a empresa implementou em 2023 um plano de reestruturação dos negócios (foco na integração das empresas adquiridas, principalmente a GNDI, e também na maior da verticalização dos seus produtos) e melhora da sua estrutura de capital (realizando um *follow on*<sup>1</sup> de R\$1.1bn e um *sale-leaseback*<sup>2</sup> de 10 hospitais com a família controladora no valor de R\$1,25bi). Essas iniciativas combinadas com um vento mais favorável para o setor ao longo do último ano (reajustes de preços entre 10-25% e desaceleração do aumento de custos – em linha com a redução da inflação médica) têm gerado resultados favoráveis como por exemplo, o aumento do ticket médio em 12%, a redução do MLR (sinistralidade caixa) de 73% para 71.9%, e a redução da dívida líquida/ebitda de 2,32x para 1,58x. Para 2024, seguimos otimistas pois acreditamos que a empresa vai continuar avançando na integração das adquiridas (esperamos a fusão total de sistemas da GNDI seja concluída até o 3T24), redução do MLR por meio de uma nova rodada de aumento de preços significativos (esperamos um aumento do ticket médio de 10% para 2024) e além de novas reduções de custos e despesas que deveriam resultar em uma forte geração de caixa.

**Oncoclínicas** - No setor de saúde, também gostamos da tese de investimento em Oncoclínicas. Os principais pontos da tese são: i) a tendência de crescimento orgânico forte devido a expansão dos tratamentos de oncologia e abertura de novos leitos nos câncer centers em construção (esperamos um crescimento de *topline* de cerca de 25% em 2024 e próximo de 20% nos próximos três anos); ii) os benefícios da incorporação das empresas adquiridas (como o CEON) o que trará racionalização tributária, reduzindo a alíquota efetiva para 34%, a oportunidade de usar prejuízos fiscais acumulados/ágio (~R\$1,8bi) e iii) a redução da participação dos minoritários dentro do lucro. Além disso, vemos um cenário mais benigno para o setor devido aos reajustes de preços recentes das fontes pagadoras (seguradoras) o que deveria normalizar o prazo de recebimento da Oncoclínicas e por consequência, melhorar o seu capital de giro. Por último, vemos a empresa com um crescimento de lucro acima de 20% para os próximos anos.

**Eletrobras** - Apresentando uma das maiores taxas de retorno do setor elétrico com uma TIR real aproximada de 14% e alta geração de caixa. O ano de 2023 já foi um ano de transformação da companhia com a nomeação de um novo CEO e CFO que trouxeram dinamismo para a empresa. Além disso a companhia passou por uma adequação de custos e despesas após dois PDVs<sup>3</sup>, forte redução do estoque da provisão dos empréstimos de compulsório com redução de mais de R\$ 7bi, além de uma maior racionalização e simplificação da sua estrutura societária com a redução do número de SPEs<sup>4</sup>. Para 2024, continuamos otimistas com a empresa e acreditamos que a melhora vista em 2023 refletirá nos resultados da companhia ao longo do ano com a continuidade da redução de custos e redução das provisões. Além disso, vemos a melhora de interlocução da nova gestão com o governo federal e a melhora nos preços de energia como importantes fatores de redução de risco para a companhia. Por fim, o ano de 2024 deve ser de forte geração de caixa e melhora da eficiência fiscal com a fusão entre Furnas e a Holding. Todos esses fatores em conjunto devem ajudar na compressão da TIR da companhia para níveis mais próximos à média do setor.

<sup>1</sup>*follow on*: Oferta subsequente de ações. Quando empresas já listadas ofertam novas ações para o mercado.

<sup>2</sup>*sale-leaseback*: Transação financeira na qual se vende um ativo e o aluga de volta a longo prazo; assim consegue-se obter recursos para o caixa do negócio e ainda utilizar o bem em questão.

<sup>3</sup>PDV: Plano de demissão voluntária.

<sup>4</sup>SPEs: Sociedades de Propósito Específico. Modelo de organização empresarial pelo qual se constitui uma nova empresa com um objetivo específico.

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

Apex Capital Ltda

...

LEIA O PROSPECTO, O FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES, LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS E O REGULAMENTO ANTES DE INVESTIR. RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS. FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR, DO GESTOR, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO – FGC. AS INFORMAÇÕES CONTIDAS NESTE MATERIAL SÃO MERAMENTE INFORMATIVAS E NÃO SE CONSTITUEM EM QUALQUER TIPO DE OFERTA DE INVESTIMENTOS, CONVITE OU VENDA E NEM ACONSELHAMENTO OU SUGESTÃO DE INVESTIMENTO. OS INVESTIDORES DEVEM BUSCAR ACONSELHAMENTO PROFISSIONAL COM RELAÇÃO AOS ASPECTOS TRIBUTÁRIOS, REGULATÓRIOS E OUTROS QUE SEJAM RELEVANTES À SUA CONDIÇÃO ESPECÍFICA, SENDO QUE O PRESENTE MATERIAL NÃO FOI ELABORADO COM ESTA FINALIDADE. INVESTIMENTOS NOS MERCADOS FINANCEIROS E DE CAPITAIS ESTÃO SUJEITOS A RISCOS DE PERDA DO CAPITAL INVESTIDO. RESSALTAMOS QUE: (I) OS DADOS E INFORMAÇÕES AQUI CONTIDOS NÃO DEVEM SERVIR COMO BASE EXCLUSIVA PARA TOMADAS DE DECISÕES DE INVESTIMENTO, QUE SOMENTE DEVERÃO SER EXECUTADAS APÓS A COMPREENSÃO DOS RISCOS ENVOLVIDOS E DA ANÁLISE DE SEUS OBJETIVOS PESSOAIS, E (II) OS RESULTADOS E EVENTUAIS RENTABILIDADES VERIFICADAS NO PASSADO PARA DETERMINADO PRODUTO, MODALIDADE DE INVESTIMENTO OU EM ALGUM SEGMENTO ENVOLVENDO DERIVATIVOS COMO PARTE INTEGRANTE DE SUAS POLÍTICAS DE INVESTIMENTO, TAIS ESTRATÉGIAS PODEM RESULTAR EM SIGNIFICATIVAS PERDAS PATRIMONIAIS PARA SEUS INVESTIDORES, E INCLUSIVE ACARREJAR PERDAS SUPERIORES AO CAPITAL APLICADO E A CONSEQUENTE OBRIGAÇÃO DO INVESTIDOR DE APORTAR RECURSOS ADICIONAIS PARA COBRIR OS PREJUÍZOS GERADOS. EM SE TRATANDO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO, AS NORMAS DA ANBIMA RECOMENDAM QUE A ANÁLISE DE RENTABILIDADE DE FUNDOS DE INVESTIMENTO SEJA EFETUADA CONSIDERANDO, NO MÍNIMO, 12 (DOZE) MESES. OS FUNDOS DE INVESTIMENTO ESTRANGEIROS MENCIONADOS NESTE MATERIAL NÃO POSSUEM REGISTRO JUNTO À COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS E, CONSEQUENTEMENTE, NÃO ESTÃO SUJEITOS A OFERTA PÚBLICA NO BRASIL. ADICIONALMENTE, RESTRIÇÕES DE NATUREZA FISCAL PODEM SE APLICAR EM RELAÇÃO A INVESTIMENTOS POR PARTE DE RESIDENTES NO BRASIL. A APEX CAPITAL LTDA, SEUS ADMINISTRADORES E FUNCIONÁRIOS ISENTAM-SE DE RESPONSABILIDADE SOBRE QUAISQUER DANOS RESULTANTES DIRETA OU INDIRETAMENTE DAS INFORMAÇÕES CONTIDAS NESTE MATERIAL. AS INFORMAÇÕES UTILIZADAS PARA A ELABORAÇÃO DESTE RELATÓRIO FORAM CONSIDERADAS COMO DE PRECEDÊNCIA IDÔNEAS PELA APEX, NO ENTANTO, ESTA NÃO SE RESPONSABILIZA POR EVENTUAIS INEXATIDÕES, OMISSÕES OU ERROS

