

CARTA AO INVESTIDOR 2T2022

- PALAVRA DO GESTOR – PORTFÓLIO
- RESULTADOS
- OVERVIEW AMBIENTE DE MERCADO
- CASE: HYPERA



SOMOS UMA EMPRESA B!

Prezados investidores, parceiros e clientes, nesta edição da carta gostaríamos de anunciar nossa certificação de Empresa B e nossa inclusão entre as empresas do Sistema B.

O Sistema B é um movimento global de empresas que buscam aliar o lucro com o desenvolvimento socioambiental. As companhias que fazem parte desse movimento são chamadas de Empresas B e levam em consideração o impacto de suas ações para seus funcionários, meio ambiente, clientes ou à sociedade em geral.

Todas essas empresas possuem uma certificação reconhecida internacionalmente atestando que a organização está atendendo aos padrões de gestão e transparência exigidos pelo Sistema B.

Além disso, entramos para a lista global *Best For The World*, organizada em conjunto pelo Movimento B, do B Lab e Sistema B Brasil, na qual se destacam as Empresas B em que as pontuações estão entre as 5% melhores em seu grupo e tamanho correspondente. A lista reconhece as melhores práticas em 5 dimensões de impacto: comunidade, clientes, meio ambiente, governança e trabalhadores.

A Apex foi destaque no pilar de trabalhadores. Nessa categoria encontram-se as empresas que criaram um impacto positivo para suas equipes e forças de trabalho. Suas melhores práticas estão em aspectos de ambiente de trabalho, como remuneração, benefícios, treinamento e oportunidades.

Estamos muito orgulhosos em fazer parte desse movimento!

. . .

PALAVRA DO GESTOR – PORTFÓLIO

REALIZAÇÃO DOS MERCADOS VERSUS OPORTUNIDADES...

O segundo trimestre de 2022 foi mais desafiador para os mercados, mas nossos fundos continuaram a performar melhor que seus respectivos *benchmarks*, e chegamos ao final do primeiro semestre do ano com uma rentabilidade de +6,21% no Apex Equity Hedge contra um CDI de 5,40%, +3,33% no Apex Long Biased e -3,29% no Apex Ações contra -5,99% do Ibovespa.

As principais contribuições positivas vieram dos setores de Commodities (Mineração e Óleo e Gás), Financeiro (Bancos e Pagamentos), Indústria, Consumo Básico/Alimento e Bebidas e Saúde. E os principais detratores foram os setores de Varejo, Shoppings, Transporte (Locação de Veículos, Distribuição de Combustível) e Energia Elétrica.

Nossas posições vendidas no *Ecommerce* e em empresas que ainda mostravam múltiplos elevados funcionaram bem no período, além dos *hedges* no mercado americano que tiveram uma importante reprecificação no 2T22 e contribuíram positivamente para a rentabilidade dos fundos.

Entre o final do mês de maio e início de junho, implementamos uma redução das nossas posições nos setores de Commodities (Mineração, Siderurgia e Óleo e Gás) com a melhor clareza da desaceleração da atividade global (seja pelo aperto das condições financeiras nos Estados Unidos, seja pela titubeante atividade chinesa em função da política de covid zero) e consequente expectativa de preços mais baixos das commodities mais cíclicas.

Além disso, com o início das campanhas políticas com vistas às eleições presidenciais no Brasil, reduzimos nossas alocações em empresas públicas federais, as quais estão e estarão sofrendo maior interferência

governamental em sua execução ou mesmo servindo como instrumento de políticas fiscais, comprometendo seus resultados financeiros e gerando percepção de deterioração dos padrões de governança.

Com a forte realização dos mercados no mês de junho, nós aproveitamos para cobrir algumas posições vendidas, as quais já corrigiram bastante a assimetria que se apresentava em seus *valuations*.

Estamos mantendo nossas posições estruturais que vieram performando muito bem em suas execuções operacionais. As ações destas empresas sofreram queda de preços, especialmente em junho, com a realização dos mercados internacionais, mas também pela deterioração dos fundamentos macroeconômicos no Brasil com a intensificação do ativismo fiscal do governo. Entendemos que o *valuation* bastante descontado e a capacidade de sustentação do *momentum* operacional destas empresas oferecem boa margem de segurança para nossos investimentos.

Nesta realização dos mercados vimos oportunidades e aproveitamos para iniciar algumas novas posições em empresas em que já fomos investidores no passado, nos setores de Varejo, Industrial, Saúde e Energia Elétrica. Algumas destas empresas ainda não estão com seu momento operacional estabilizado e positivo, mas nos parece que o *valuation* implícito já desconta muita expectativa negativa.

Buscamos, no entanto, implementar posições com assimetrias positivas que sirvam de proteção às nossas posições estruturais. Com relação aos nossos *hedges* no mercado americano, realizamos lucro em uma parcela representativa da posição por acreditar que a maior parte do ajuste nos preços dos ativos que se justificasse pela alta do custo de capital já aconteceu, e migramos uma parte destas posições para o mercado europeu.

A magnitude e persistência da inflação e o aperto das condições financeiras para conter a demanda ainda serão temas dominantes nos mercados, mas já vemos a curva futura de juros americana precificar a maior parte da alta que prevíamos (mais detalhes adiante nesta carta). Dessa maneira, a atenção se volta para as taxas de crescimento de atividade e de execução das empresas que deverão ser mais fracos nos próximos trimestres. Entendemos que o movimento de revisão para baixo dos lucros das empresas nos Estados Unidos e Europa está no início (deverá ser um dos temas dominantes neste segundo semestre de 2022) e ainda deve pesar nos mercados acionários.

No Brasil, esse processo está mais adiantado, mas temos que ficar atentos à resultante de forças macroeconômicas antagônicas nos lucros das empresas: atividade forte advinda de estímulos fiscais recentes versus atividade fraca pelo aperto monetário implementado pelo Banco Central que terá impacto inequívoco mais adiante.

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 2022, o retorno do fundo **Apex Ações FIC FIA** foi de -15,65% contra -17,88% do Ibovespa. Desde seu lançamento, o fundo acumula alta de 148,71% e o índice de 73,26%.

Tabela I. Retorno – Apex Ações FIC FIA

	APEX AÇÕES ¹	IBOVESPA
2T2022	-15,65%	-17,88%
2022	-3,29%	-5,99%
12 meses	-22,78%	-22,29%
DESDE INÍCIO ²	148,71%	73,26%

¹ PL Médio 12M: R\$ 11,05 MM. PL Estratégia 30/06/2022: 3,75 Bn.

² Início do fundo 30/11/11.

O fundo **Apex Infinity Long Biased FIC FIA** rendeu -4,45% no segundo trimestre de 2022. Desde seu lançamento, o fundo acumula alta de 179,12% contra um retorno de 225,72% do IPCA + 6%, 69,57% do Ibovespa e 121,83% do CDI.

Tabela II. Retorno – Apex Infinity LB FIC FIA

	APEX INFINITY ³	IBOVESPA ⁴	IPCA+6%
2T2022	-4,45%	-17,88%	3,79%
2022	3,33%	-5,99%	8,62%
12 meses	-17,42%	-22,29%	18,65%
DESDE INÍCIO ²	179,12%	69,57%	225,72%

³ PL Médio 12M: R\$ 5,22 MM. PL Estratégia 30/06/2022: R\$ 548,99 MM.

⁴ Mera referência econômica.

² Início do fundo 27/08/12.

O rendimento do fundo **Apex Equity Hedge FIC FIM** foi de 3,06% no segundo trimestre de 2022. Desde o início, o fundo sobe 174,12% contra 137,07% do CDI no mesmo período.

Tabela III. Retorno – Apex Equity Hedge FIC FIM

	APEX EQUITY HEDGE ⁵	CDI	%CDI
2T2022	3,06%	2,91%	105,31%
2022	6,21%	5,40%	114,98%
12 meses	-0,24%	8,66%	-
DESDE INÍCIO ²	174,12%	137,07%	127,03%

⁵ PL Médio 12M: R\$ 697,09 Bn. PL Estratégia 30/06/2022: R\$ 699,95 Bn.

² Início do fundo 30/11/11.

O retorno do **Apex Long Biased Icatu Previdência FIM 49** foi de -2,25% no segundo trimestre de 2022. Desde o início o fundo rendeu 88,07% contra 77,22% do CDI. O índice Ibovespa sobe 101,49% no mesmo período.

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

	APEX LB ICATU PREVI ⁶	IBOVESPA ⁴	CDI
2T2022	-2,25%	-17,88%	2,91%
2022	2,89%	-5,99%	5,40%
12 meses	-6,99%	-22,29%	8,66%
DESDE INÍCIO ²	88,07%	101,49%	77,22%

⁶ PL Médio 12M: R\$ 71,49 MM. PL Estratégia 30/06/2021: R\$ 270,73 MM.

⁴ Mera referência econômica.

² Início do fundo 11/03/15.

. . .

OVERVIEW AMBIENTE DE MERCADO – PERSPECTIVAS E RISCOS

CENÁRIO EXTERNO

As projeções para o crescimento mundial em 2022 seguiram em trajetória de acentuada deterioração no 2º trimestre deste ano. O consenso das principais casas aponta para uma taxa de expansão global na ordem de 2,8%, ante números superiores a 4% no início do ano. Caso essas projeções se confirmem, estaremos diante de um crescimento baixo por padrões históricos: nos últimos 20 anos, esse seria o 3º pior resultado, à frente apenas das contrações verificadas na Grande Crise Financeira de 2009 e do colapso produzido pela pandemia em 2020.

Os catalisadores da piora do cenário global no período recente são essencialmente os mesmos que discutimos em nossa [última Carta](#), mas seus efeitos se mostraram mais severos do que se supunha há algum tempo. Especificamente, estamos falando da amplificação do choque produzido pela eclosão da guerra na Ucrânia, da piora em condições financeiras nos EUA e das dificuldades na implementação da política de covid zero na China. Discutimos em maior detalhe esses três fatores nos próximos parágrafos.

Em relação ao conflito na Ucrânia, os efeitos econômicos mais imediatos seguem se dando através da elevação nos preços de energia e commodities agrícolas. O choque em preços de energia é especialmente importante para a Zona do Euro, dada a sua dependência das importações de gás provenientes da Rússia. Diante das dificuldades logísticas e dos custos elevados envolvidos no transporte transcontinental do gás, a amplitude nas flutuações dos preços dessa commodity é muito maior do que no caso do petróleo. No período recente, os preços voltaram a ficar muito pressionados, diante da redução substancial dos suprimentos de gás russo para países europeus, refletindo a escalada de sanções e tensão geopolítica em torno do conflito. Especialmente na Alemanha, um dos países mais dependentes da energia russa, há uma discussão crescente sobre a possibilidade de se decretar um racionamento para lidar com a escassez de gás, que pode se tornar mais aguda quando nos aproximarmos do inverno no hemisfério norte. Esse seria um cenário dramático, que muito provavelmente colocaria a Zona do Euro em recessão.

Ainda que se evite esse cenário mais extremo, a forte elevação de preços ora em curso produzirá forte desaceleração da atividade econômica nos próximos meses. Os setores industriais mais intensivos em energia sofrerão mais fortemente, mas os efeitos devem ser mais amplos. A elevação de preços representa uma transferência de renda dos consumidores europeus para os produtores russos, e isso deve inevitavelmente se traduzir em um arrefecimento do crescimento do consumo na Europa. Apesar da deterioração das perspectivas de crescimento, o choque de oferta ocasionado pela alta dos preços de energia também piora de forma substancial as perspectivas de inflação na região. Diante disso, o BCE (Banco Central Europeu) delineou no período recente seu plano de iniciar seu ciclo de elevação de taxa de juros neste mês com um movimento de 0,25 pp, possivelmente acelerando o ritmo para 0,5 pp na reunião de setembro. O mercado espera uma elevação total de 1,25 pp neste ano e 1,0 pp em 2023, pondo fim ao longo período de juros nominais negativos promovidos pelo BCE.

O risco inflacionário segue igualmente sendo um tema central na economia americana. Após atingir em março uma taxa acumulada em 12 meses de 6,4%, o nível mais alto em mais de 40 anos o núcleo do CPI apresentou leve recuo até junho e encontra-se agora em 5,9%. Trata-se, ainda assim, de um patamar extraordinariamente elevado, e há uma preocupação crescente acerca da velocidade e da extensão da queda da inflação nos próximos anos. Essa preocupação deriva de dois vetores principais. Em primeiro lugar, os sinais de superaquecimento do mercado de trabalho seguem pervasivos, e isso segue se traduzindo em uma tendência de forte aceleração do crescimento dos salários. De acordo com os números mais recentes da pesquisa Jolts, há duas vagas de trabalho a serem preenchidas para cada trabalhador desempregado, e o número de trabalhadores pedindo demissão (em geral, para ganhar um salário mais alto em outro emprego) segue em

níveis muito altos por padrões históricos. Nesse contexto, a pesquisa de salários do Fed de Atlanta mostra uma alta superior a 6,7% nos 12 meses terminados em junho, e a tendência é de clara aceleração. A dinâmica de salários tem se traduzido em uma contínua aceleração da inflação de serviços e, se não for revertida, torna impossível a convergência da inflação para a meta de 2%.

O segundo vetor de preocupação com o cenário inflacionário americano reside na dinâmica de expectativas. Há alguns sinais de que as expectativas em horizontes mais longos estejam sendo contaminadas pela persistência da inflação e pelos choques a que temos assistido. O *Survey of Professional Forecasters*, por exemplo, mostra uma projeção de 2,8% a. a. para a inflação dos próximos 10 anos. Esse é o nível mais elevado observado nessa pesquisa nos últimos 25 anos, e outras pesquisas também sugerem um risco de desancoragem das expectativas em horizontes mais longos. Essa parece ser uma preocupação central do Fed neste momento, e possivelmente a principal razão por trás da decisão de elevar os juros em 0,75 pp na reunião de junho, algo sem precedentes nos últimos 28 anos. O Fed teme que, em um contexto de superaquecimento do mercado de trabalho e risco de desancoragem das expectativas, a inflação elevada do período recente possa se tornar muito mais enraizada e difícil de se combater.

Nesse contexto, a autoridade monetária reconhece mais explicitamente agora que precisará levar os juros a patamares restritivos, e parece ter mais urgência em alcançar esses níveis para quebrar a dinâmica desfavorável de expectativas e permitir que o mercado de trabalho se reequilibre mais rapidamente. Acreditamos que a taxa dos Fed Funds deva atingir o patamar de 3,5-3,75% no final deste ano, e depois um nível terminal de 4-4,25% no início de 2023.

Seguimos acreditando que a correção dos desequilíbrios do mercado de trabalho deve levar a economia americana à recessão nos próximos 18 meses. O fato do Fed ter decidido agir com mais agressividade no período recente, produzindo um aperto mais forte de condições financeiras, aumenta o risco dessa recessão ocorrer mais rápido. Os dados recentes já sugerem que a economia esteve em desaceleração no 2T, mas ainda acreditamos que o risco de recessão é mais alto em 2023. De todo modo, os riscos em torno das projeções de mercado para o crescimento americano são assimétricos para baixo. No horizonte dos próximos trimestres devemos conviver com combinações bastante desfavoráveis de inflação elevada e crescimento baixo. Ao contrário do padrão dos últimos 30 anos, o Fed age desta vez tardiamente para conter a inflação, e tem que lidar com choques de grande magnitude – disrupções nas cadeias de suprimento globais e a alta de preços de energia produzida pela guerra. Tudo indica que o Fed precisará levar os juros para patamares mais contracionistas, e o preço a se pagar pelo controle da inflação possivelmente será uma recessão em 2023.

Com respeito à China, os PMIs de junho reforçam a ideia de que a economia tem tido uma gradual recuperação, depois de conviver com lockdowns extremamente severos em março e abril para conter a disseminação do vírus. Ao que parece, o momento mais crítico do ponto de vista sanitário ficou para trás. Além disso, as autoridades seguem movendo a política econômica em direção mais expansionista, com foco nos investimentos em infraestrutura e no consumo (por meio de rebates tributários). Contudo, a insistência das autoridades na política de covid zero deve continuar a impor limites ao crescimento nos próximos trimestres. Diante de variantes do vírus que têm se mostrado mais transmissíveis e com vacinas chinesas possivelmente exibindo menor eficácia se comparadas às ocidentais, novos surtos tendem a surgir, ainda que com intensidade e consequências econômicas menores do que assistimos em Xangai. Nesse contexto, desde fins de abril, as projeções de mercado para o crescimento neste ano foram revistas 4,5% para cerca de 3,5%. Caso se confirme, este terá sido, com exceção de 2020, o menor crescimento da economia chinesa em mais de 40 anos.

CENÁRIO DOMÉSTICO

Os dados de atividade econômica no Brasil seguiram surpreendendo positivamente nos últimos meses. Como tratamos em nossa [última Carta](#), essa dinâmica parece ser explicada por três fatores principais: o impulso

associado ao aumento de mobilidade social, o estímulo derivado da alta dos preços de commodities e a postura crescentemente expansionista da política fiscal.

O ativismo fiscal se intensificou de maneira relevante no período mais recente. Do lado dos impostos, além do governo zerar os impostos federais sobre a gasolina até o final deste ano, o Congresso aprovou em junho o PLP 18, que classifica como essenciais os combustíveis e os serviços de eletricidade e telecomunicações. Com isso, os estados ficam obrigados a limitar a alíquota de ICMS que incide sobre esses bens e serviços a 17% ou 18%, a depender do estado. Essa medida tem caráter permanente e representará aos governos subnacionais uma perda de arrecadação superior a R\$ 80 bilhões por ano.

Em adição a essas medidas, o Congresso aprovou no início de julho uma PEC que amplia valor do Auxílio Brasil de R\$ 400 para R\$ 600 até o final deste ano. Além disso, a PEC prevê a ampliação do vale gás e cria um auxílio específico para caminhoneiros e taxistas, também até o final deste ano. No todo, essas medidas envolvem uma ampliação de gastos da ordem de R\$ 41 bilhões em 2022.

Esse conjunto de medidas deve contribuir para um desempenho mais positivo da atividade no futuro imediato, mas produz um cenário de maior incerteza no médio prazo. Ainda que parte dessas medidas tenha caráter temporário, é razoável supor que o novo governo terá dificuldades políticas importantes para descontinuar todos esses programas abruptamente no dia da posse do presidente eleito, em 1º de janeiro de 2023. Com isso, é possível que as medidas sejam, ao menos em parte, estendidas ou tornadas permanentes. Não por acaso, a taxa de câmbio apresentou uma desvalorização importante desde o final de maio. Parte desse movimento parece estar relacionado ao aperto de condições financeiras no mundo, mas uma parcela dele também parece refletir uma percepção de maior incerteza acerca da sustentabilidade da dívida pública.

Somando-se tudo, os desenvolvimentos recentes da política fiscal tornam mais difícil também a convergência da inflação para a trajetória das metas. Haverá, é verdade, uma queda acentuada da inflação no curto prazo refletindo as desonerações que estão sendo implementadas. Alongando-se um pouco o horizonte, contudo, o cenário fica mais difícil. De um lado, a política fiscal contribui para uma sustentação maior da atividade econômica no curto prazo, o que pode acentuar a tendência de aceleração da inflação de serviços que tem sido observada neste ano. De outro lado, a desvalorização do câmbio tende a tornar mais persistente a inflação de bens comercializáveis internacionalmente. Nesse contexto, embora a comunicação recente nos sugira que o Copom esteja inclinado a encerrar o ciclo de alta dos juros em agosto com a Selic em 13,75%, vemos riscos de que o Comitê seja levado, mais uma vez, a estender o ciclo de alta pelo menos até setembro. Além disso, esse contexto de maior risco fiscal deve exigir que a política monetária se mantenha em campo restritivo por um período mais extenso. Acreditamos que dificilmente haverá espaço para cortes no 1º semestre de 2023, e vemos a Selic encerrando o próximo ano ao redor de 11,5%.

No todo, acreditamos que as decisões recentes no campo fiscal aceleram a atividade econômica no curto prazo, devendo levar o crescimento deste ano para algo pouco acima de 2%. Contudo, a resposta monetária a essas medidas restringirá o crescimento à frente, o que nos sugere que a economia deve ficar perto da estagnação em 2023. Mais do que isso, acreditamos que as medidas recentes trazem uma elevação importante da incerteza de médio prazo na economia brasileira.

A aprovação açodada de mais uma PEC flexibilizando dispositivos do teto de gastos e da lei eleitoral acentua a tendência de fragilização do nosso arcabouço fiscal desde a eclosão da pandemia. Lembremos que a emenda ora em discussão será, caso aprovada, a quarta desde 2020 que abre espaço para gastos extra teto.

O novo governo, qualquer que seja o presidente eleito, precisará reconstruir o arcabouço fiscal duramente fragilizado desde 2020. Além disto, o ajuste requerido para recolocar a dívida pública em trajetória sustentável a partir de 2023 está se tornando maior e mais complexo. O ambiente externo de condições financeiras mais restritivas e uma possível recessão nos países desenvolvidos em 2023 encontrará o Brasil em uma posição de

maior fragilidade em seus fundamentos. Isso nos sugere um cenário de menos crescimento, juros reais mais altos e mais risco inflacionário nos próximos anos.

. . .

CASE: HYPERA

Ao longo dos últimos anos a tese da Hypera se comportou diversas vezes como uma “armadilha de valor”: negociando a múltiplos cerca de 25% abaixo do histórico, justificados por sucessivas frustrações – operacionais e não-operacionais – que mantiveram as ações descontadas por todo esse tempo.

A despeito desta volatilidade nos resultados e nas notícias relacionadas à empresa, acompanhamos o case com profundidade aguardando o momento em que tivéssemos maior conforto na execução operacional e, conseqüentemente, no crescimento consistente de lucro, para montar uma posição no papel aproveitando um bom ponto de entrada a múltiplos baixos, o que ocorreu no **segundo semestre de 2021**.

Os principais motivos que pautaram tal decisão foram: (i) o crescimento orgânico acima do mercado, impulsionado pelos investimentos em P&D e maior índice de inovação; (ii) um alinhamento do *management* com métricas de longo prazo, tendo o *sell-out* e o nível de estoque como componentes do plano de remuneração desde 2019 em substituição ao *sell-in*; (iii) os resultados da busca por eficiência operacional mostrados através da manutenção da margem EBITDA em patamares elevados mesmo em um cenário de pressão de custos e (iv) a geração de valor através do crescimento inorgânico (Sanofi, Takeda, Buscopan e Glenmark).

Do ponto de vista operacional, os ganhos de participação de mercado que a empresa vem apresentando consecutivamente desde o quarto trimestre de 2020 (Gráfico 1), reforçam a confiança em nossa tese de crescimento sustentável de lucro, tendo ainda como opcionalidade positiva um eventual *re-rating* nos múltiplos da companhia. Essa boa execução operacional nas vendas é, na nossa visão, parcialmente explicada pelos investimentos que a empresa vem fazendo em seu portfólio de produtos. Dois indicadores que nos mostram isso são (i) os desembolsos em P&D, que aumentaram significativamente desde 2018 e estão girando atualmente em patamares superiores a R\$300 milhões por ano e (ii) o índice de inovação, que representa o percentual da receita líquida proveniente de produtos lançados nos últimos cinco anos, mantendo-se igual ou superior a 30% nos últimos quatro anos. Os lançamentos previstos para 2022, que contemplam mais de 100 novos produtos e superam os mais de 80 em 2021 e as oportunidades de médio e longo prazo por quedas de patentes são pilares para que a empresa mantenha a forte performance de vendas nos próximos anos.

Gráfico 1 – Crescimento orgânico Hypera vs mercado



Fonte: Apex Capital e Hypera

Além do bom patamar de crescimento orgânico, a Hypera entregou uma série de aquisições nos últimos semestres que, além de terem sido complementares ao portfólio da empresa, foram realizadas a múltiplos atrativos. Entre estes movimentos inorgânicos, destacam-se: (i) a aquisição das marcas Buscopan e Buscofem, anunciados em dezembro de 2019; (ii) a aquisição de um portfólio de 18 medicamentos OTC da Takeda, contemplando marcas como Neosaldina e Dramin, anunciado em março de 2020; (iii) a aquisição de 12 marcas da Sanofi, entre elas a AAS e o Cepacol, em julho de 2021 e, no mesmo mês, (iv) a aquisição da Bioage, que possui uma linha de dermocosméticos de alta performance. Tais aquisições somadas adicionam mais de R\$1,3 bilhão para a receita da empresa e foram realizadas a um múltiplo EV/Sales LTM aproximado de 4x, que se comparava a um múltiplo de Hypera de 5x a época dos anúncios, ressaltando a diligência da companhia nas transações.

Apesar dessa sólida execução operacional nos últimos dois anos, as ações da empresa permaneceram em múltiplos baixos, comumente justificados pelas questões de governança, que por muito tempo afastaram investidores da tese.

Na nossa visão, a Hypera evoluiu significativamente ao longo dos anos, não só solucionando junto a justiça as pendências do passado como também criando controles internos para evitar que acontecimentos deste tipo se repitam. São exemplos: (i) a criação de um comitê especial independente em 2018 para apurar os pagamentos indevidos que, após tratativas com a Controladoria-Geral da União e com a Advocacia Geral da União celebrou em maio de 2022 um Acordo de Leniência para solucionar de forma definitiva este assunto; (ii) a constituição da diretoria e conselho de administração com executivos que não tivessem envolvimento com o caso supracitado; (iii) a obtenção do completo ressarcimento dos pagamentos indevidos e da multa paga pela empresa e (iv) a manutenção do Programa de Integridade com acompanhamento da CGU pelos próximos 18 meses.

Do ponto de vista de *valuation* enxergamos as ações da Hypera negociando a 12.5x P/E 2023, que se compara a uma média de 16x P/E nos últimos 5 anos e a um patamar próximo a 20x P/E antes das primeiras notícias sobre investigações (Tabela 1).

Em adição aos múltiplos descontados, esperamos um crescimento anual composto de lucro (CAGR) na casa de 17% para os próximos 3 anos, uma combinação que avaliamos como atrativa, ressaltada pelo patamar de retorno da empresa e na comparação com as *peers* globais. Na Tabela 1 é possível verificar essas comparações, sendo que a Hypera está negociando a múltiplos iguais ou inferiores aos de outras farmacêuticas globais, mesmo tendo um crescimento esperado maior e margens também superiores.

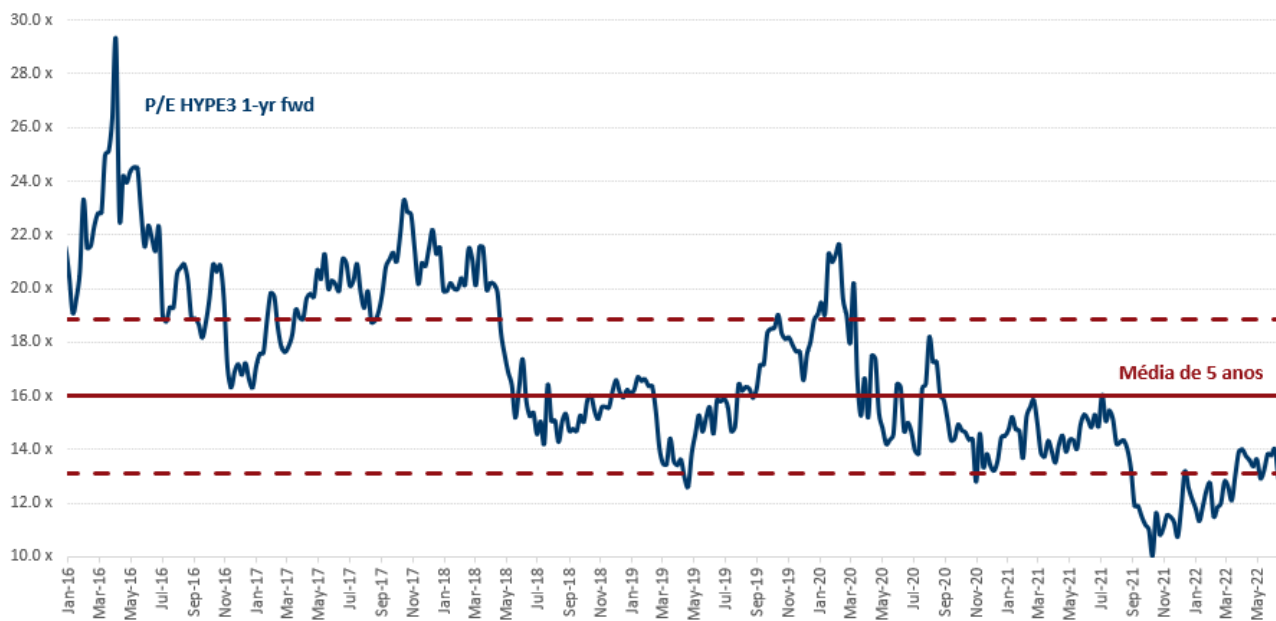
Tabela 1

	Hypera	GSK	Sanofi	Takeda
EBITDA Mg. 2022	36.1%	29.2%	32.8%	30.3%
P/E 2023	12.5x	13.2x	12.9x	16.8x
EPS 3Y-CAGR	17%	9%	6%	-2%

Fonte: Apex Capital e Bloomberg

Assim esperamos que, com a já anunciada resolução das questões de governança e a manutenção de resultados operacionais sólidos, o múltiplo da empresa mantenha sua tendência de recuperação, fazendo das ações da empresa um bom investimento.

Gráfico 2 – Múltiplo P/E 1- year fwd Hypera



Fonte: Apex Capital e Bloomberg

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 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 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.

