

Conversas com Gestores

APEX AÇÕES

A reprodução indevida, não autorizada, deste relatório ou de qualquer parte dele sujeitará o infrator a multa de até 3 mil vezes o valor do relatório, à apreensão das cópias ilegais, à responsabilidade reparatória civil e persecução criminal, nos termos dos artigos 102 e seguintes da Lei 9.610/98

Apex Capital

A combinação de peças para triunfar no tabuleiro da Bolsa

Complementaridade. A palavra está na ponta da língua dos sócios fundadores da Apex Capital para contar o sucesso de seu fundo de ações nos últimos anos. Em tempos mais desafiadores para caçar oportunidades na Bolsa brasileira, as estratégias do Apex Ações, lançado em novembro de 2011, já renderam mais de 35%. Desde o nascimento da gestora há dois anos, a meta era criar um grupo formado por talentos reconhecidos em cada etapa da operação de uma empresa que administra recursos de terceiros. Com a vantagem aqui de que os nomes se interagem profissionalmente há muitas temporadas, facilitando o entrosamento. Todo bom time começa por um grande goleiro. No caso da Apex, dois. A bagagem em renda fixa de Fabio Spinola, gestor, e José Rocha, co-gestor, contribui para avaliar as sensibilidades de empresas e setores em caso de mudança da maré no mercado. Uma etapa que complementa o processo de análise bottom-up comandado por Paulo Weickert, construindo um criterioso processo de seleção de ações. “Queríamos um lugar para ter o processo de investimento e a dinâmica da gestão como prioridades do negócio”, diz Diney Vargas, diretor de operações da Apex, ao lembrar do início da gestora em entrevista à Empiricus. Apresentamos o Apex Ações nesta edição da série “Conversas com Gestores”. Além disso, conversamos com a equipe de análise da Apex para conhecer seis cases atuais de investimento do fundo e, posteriormente, nosso time carimbou as apostas.

.. Conheça o fundo pág. 3

.. Entrevista pág. 4

.. Estratégias do Apex Ações pág. 9

.. Análise Empiricus pág. 14

.. Evolução dos fundos da série “Conversas com Gestores” pág. 16

Conheça o fundo

A política de investimento do Apex Ações consiste em proporcionar aos seus cotistas ganhos de capital, a longo prazo, sem apresentar, necessariamente, correlação com qualquer índice de ações, por meio da aplicação de no mínimo 95% (noventa e cinco por cento) de seu patrimônio investido em cotas do Apex Master Fundo de Investimento de Ações

Tamanho – patrimônio líquido de R\$ 87,6 milhões.

Aplicação mínima – R\$ 20 mil.

Resgate – Não está sujeito a qualquer prazo de carência, podendo ser solicitado a qualquer momento, sendo pago no 3º (terceiro) dia útil da data de conversão de cotas - que ocorre no primeiro dia útil após à solicitação de resgate.

Taxa de administração – 1.90% a.a. sobre o patrimônio líquido do fundo mais 0,10% a.a. sobre o patrimônio líquido do fundo Master.

Taxa de performance – 20% da valorização da cota do fundo que exceder 100% do Ibovespa do fechamento.

Categoria Anbima – Ações Livre Não Alavancado.

Administrador – BNY Mellon.

Custodiante – BNY Mellon.

Histórico – (tabela abaixo)

Ano	Apex Ações	Ibovespa
2011	3,08%	-0,21%
2012	26,14%	7,40%
2013	4,47%	-10,99%
Desde início	35,84%	-4,60%

Fonte: Apex Capital

Entrevista com os sócios da Apex Diney Vargas, diretor de operações, Fabio Spinola, gestor, e Paulo Weickert, responsável pela análise

Como foi o início de operações da Apex?

Diney Vargas - A Apex começou em 2011, mas a dinâmica de trabalho do grupo vem de muito antes. A maioria das pessoas deste grupo já se conhece há bastante tempo. Eu e o Fabio Spinola, por exemplo, temos uma relação profissional desde 1994.

O Fabio trabalhava no Banco Garantia, que depois se tornou Credit Suisse, e eu trabalhava na Merrill Lynch em Nova York. E o Garantia-Credit Suisse foi cliente da Merrill Lynch porque fazíamos emissões. Eu era responsável por capital markets, distribuição e toda parte de produtos, e o Fabio era o cliente comprador do outro lado como gestor daquela instituição.

A Apex foi muito pensada nessa ideia da complementaridade das pessoas porque elas se conhecem, trabalhando juntas ou não.

De alguma forma teve até muito pouco daquela questão de experimentar para ver se funciona. Quando as pessoas chegaram aqui dois anos atrás, já entendíamos bem o que cada uma iria fazer, como e etc.. E isso é importante para explicar o resultado positivo e de sucesso dos dois últimos anos.

As pessoas tinham bastante experiência e rapidamente entendemos como iria funcionar o papel de cada um. Essa é uma característica do grupo.

Qual foi a premissa para a criação da gestora?

Fabio Spinola - Complementaridade é um ponto importante para responder isso. Cada um tem um ponto forte, e todos temos pontos fracos também. Quando você já conhece a turma há mais tempo, você já conhece o ponto forte e o ponto fraco.

Uma premissa importante é o processo de investimento, damos muito peso ao processo. Para chegar no processo, é necessário recursos humanos que são talentos que vão fazer parte desse processo. É difícil dissociar uma coisa da outra. No caso de talentos, você busca a formação acadêmica e a experiência profissional que vai encaixar naquele jogo que está faltando, a peça para fechar a engrenagem. Damos muito valor a isso.

Diney - Queríamos um lugar e um espaço onde pudéssemos ter como foco principal aplicar esse processo de investimento e a dinâmica da gestão. Já entendíamos que ao aplicar esse processo de investimento havia uma série de valores em termos de rentabilidade.

Acho que todos nós em algum momento trabalhamos em grandes instituições, e vemos que depois de algum tempo há uma série de outras dinâmicas acontecendo que não são o negócio especificamente. No caso da Apex, a ideia era ter um lugar onde aplicar o processo

de investimento era a prioridade número um, dois e três. É uma instituição nova em que as pessoas tinham e tem o mesmo foco, o mesmo objetivo.

Como era o cenário para atrair clientes naquele momento?

Diney - Em 2011 já foi mais fácil. Logo depois da crise em 2008 é que foi mais difícil. Havia dois aspectos importantes. O aspecto geral é que já tinham passado pelo menos três anos da crise. O aspecto específico é que o Fabio, o José Rocha e o Paulo Weickert tinham atravessado a crise. Então quando você consegue rentabilizar patrimônio durante a crise e crescer, isso gera um histórico importante.

Como funciona esse processo de investimento?

Diney - Nós temos hoje quatro analistas senior e um analista júnior. É um processo bottom-up, fundamentalista, então é nível de analista que o processo todo começa.

Temos uma série de etapas, sendo a primeira quantitativa onde definimos quais ativos iremos acompanhar dentro de nosso stock guide. Ali o analista estará olhando para todas as métricas diferentes em relação aos ativos. Os analistas são divididos por setores, então cada um tem empresas dentro de determinado setor, e acabam se tornando o que chamamos de especialista naquele setor.

Fabio - Falando dos setores, voltando à questão da estruturação da empresa, com esses analistas cobrimos praticamente todos os setores da Bolsa. Você está olhando para praticamente toda a atividade.

Diney - Definidos os nomes que estaremos acompanhando dentro dos setores, aí então temos uma segunda fase mais qualitativa. Nesta etapa, o Fabio e o José Rocha começam a se envolver. Eles praticam o que chamamos de “o advogado do diabo”, no sentido de começar a questionar os números que estão ali no stock guide. Essa fase tem muito daquela coisa qualitativa de governança, de gestão das empresas, e mais qualitativa em termos de setor.

É o momento de ter aquelas perguntas do “quando?”, “como?”, “onde?”, é a hora que você procura responder a essas perguntas.

Fabio - É uma etapa mais investigativa também. Você cruza toda a cadeia de produção, fala com cliente, precisa checar algo no mercado, com outras empresas, isso é sempre enriquecedor para o processo de análise.

Diney - Aí vem uma terceira fase, top down, mais macro, tocada pelo Fabio e o José Rocha. Eles têm uma formação macro de renda fixa também, onde estarão trazendo mais desse macro Brasil e do macro externo.

A partir destas primeiras três etapas preparamos um ranking de ativos que gostamos para estar alocando no fundo.

Depois, os gestores estarão construindo o portfólio, definindo o tamanho de posição, se um pouco maior ou menor. De forma geral, o portfólio tem entre 15 e 25 nomes, em média 20 nomes.

Importante lembrar que esta lista de compras não é definida pela necessidade de ter nomes desse ou daquele setor. Na medida que naqueles primeiros três passos você definiu empresas que têm valor, então ela estará neste ranking. Então haverá setores em que podemos até gostar muito, mas não necessariamente estarão expressos nesta lista.

A ideia é realmente encontrar valor. Essa dinâmica ocorre diariamente. Você não espera sair o resultado do trimestre para rever números e projeções. Acontece todo dia.

A ideia é que o fundo fique sempre fully invested, mas em algum momento você pode ter um pouco de caixa.

Fabio - O caixa é bom ter uma pequena reserva porque os preços mexem todo dia. Então se tem algo que você gosta e ocorre um imponderável qualquer que você sabe que não vai afetar a expectativa de resultado, isso virou uma oportunidade. Se você gostava a 10, e o papel está a 9, você gosta mais dele do que gostava antes. Então é muito orientado pelo valor que achamos que é justo da empresa.

Na parte macro, eu tenho uma experiência de praticamente 20 anos, passei por renda fixa internacional, doméstica, então acho que conhecemos o mercado um pouco mais do que outros peers que têm só análise na bagagem. Passei oitos anos entre auditoria e consultoria, então essa busca da complementaridade vem de um vício meu construído ao longo da minha carreira.

Quando percebemos que o que está do lado de fora da empresa está te dizendo alguma coisa, você tenta colocar na premissa do modelo qual o impacto que isso terá no resultado da empresa. Talvez façamos isso antes do que outras pessoas.

Temos o cenário base, o bull e o bad case. Se o cenário melhorar ou piorar em termos de execução, você vai mexer na probabilidade de valor mais para a direita ou mais para a esquerda. E isso te ajuda a balancear peso daquele ativo dentro da carteira, porque estamos orientados no retorno total. Se mudou sua premissa, aquele retorno total esperado é diferente, pode ser maior ou pode ser menor. E isso te ajuda a balancear o peso da ação dentro do portfólio.

Qual a filosofia de investimento do fundo considerando a ideia de valor e crescimento?

Fabio - Vamos definir valor primeiramente. Se estivermos falando só de múltiplo alto ou múltiplo baixo, valor e crescimento é uma coisa. Para nós é quão descontado está para o que achamos que é o valor justo da empresa. Então é um fundo com uma filosofia que pode estar entre valor e crescimento, mas um fundo all caps. Você não tem um viés pró large caps ou pró small caps.

É onde você identificar oportunidades de alocação que tenham validades não só no filtro quantitativo, mas também no qualitativo. O quantitativo é planilha, e planilha aceita qualquer coisa, então se a qualidade da premissa está mal avaliada, o retorno esperado pode ser uma ilusão.

Damos esse peso bastante relevante à parte qualitativa, porque também selecionamos as empresas considerando que o management seja capaz também de navegar por diversos tipos de cenário. As crises testam você ao limite. Então se você consegue cruzar todas essas ameaças e oportunidades, todos os diferentes níveis de mercado, buscando os melhores ativos para navegar através deste cenário é um pouco o que entendemos que vamos buscar no management. Quem é o management? Por onde ele passou? O que ele já fez? Acho que é um pouco deste tipo de filosofia. Se você tem um pouco mais de alocação de crescimento, você vai buscar que as revisões de lucro sejam compatíveis com as premissas que estão lá.

Então a margem de segurança é um pouco menor do que as empresas de múltiplos baixos, mas a grande dificuldade do múltiplo baixo é a armadilha de valor. Está baixo porque tem uma razão de estar baixo. Qual a razão? Vamos identificar. Se você quer selecionar os vencedores, você quer fugir dos perdedores. Para ganhar dinheiro você tem que começar não perdendo, então precisa olhar para isso também.

Paulo Weickert - Queria reiterar essa questão do estilo (crescimento ou valor) de que nós somos muito mais ligados ao upside que enxergamos ao nosso valor justo. Então valor para nós é o upside que enxergamos para onde aquela empresa deveria estar e qual preço ela deveria estar dado o nosso base case, dado o balanço de risco que enxergamos. Então não tem um estilo pré-definido.

Quais os diferenciais do fundo?

Fabio - Dada a experiência diversa do time, há um entendimento mais rápido do que média do está acontecendo diante do fluxo no mundo macro e conseguimos ajustar isso nas premissas de nossos modelos. Conseguimos ajustar nas premissas dos cases qual a sensibilidade que este fato leva para o fundamento das empresas.

Outro diferencial é esse ponto da experiência que temos no mercado de renda fixa. O dinamismo dessa percepção de ter impacto ou não e a reação a essas mudanças de cenário.

Diney - Algo que conversamos bastante é que em termos de timing, de tendência, temos resultados muito bons. Mas boa parte do resultado do alfa que geramos vem da capacidade

de selecionar ativos. O alfa que geramos nos últimos dois anos vem de quase todos os setores que investimos. Então essa capacidade de selecionar é de onde vem o diferencial.

Paulo - Há casos de empresas que estão em setores muito cíclicos que naquele momento o ambiente de mercado não esteja tão favorável, mas dado o micro e o valor que enxergamos naquele case, continuamos alocados. Se o fundamento da empresa é maior do que aquele vento de frente que pode estar vindo, a posição é mantida na carteira dado o potencial upside que ela apresenta.

Fabio - E carregaremos essa empresa o tempo que for, enquanto tivermos achando que nossas revisões de preço justo se justificam. Se você não consegue achar espaço para revisão positiva, ou há outro ativo com um upside muito maior, você desinveste. Se não, ficaremos ali porque, você quer ser sócio dessa empresa. E o prazo de maturação das operações das empresas é longo, diferentemente dos preços que mexem todo dia.

Conheça as principais estratégias do Apex Ações

Veja abaixo alguns dos principais cases atuais do Apex Ações, apresentados por Paulo Weickert e sua equipe de analistas:

Itaú

O momento micro do Itaú está muito interessante. O banco sofreu muito nos últimos anos com algumas áreas que perderam dinheiro, como financiamento para veículos, e eles fizeram uma reestruturação em várias áreas. Diminuíram carteiras, cresceram outras, houve uma mudança de mix para algo muito menos arriscado que exige uma menor provisão e também uma menor margem.

Enxergamos neste ano provisão ainda muito controlada, seguida de provisão nominal flat ou até para baixo em 2014 na comparação com este ano. Margem financeira sem compressão importante, então receita deve crescer. Despesa segue bastante controlada pelo programa que eles já anunciaram há algum tempo ao mercado, e continua sendo o foco do banco.

Para frente o projeto é de despesa crescendo menos que inflação, o que é muito relevante, além de fees crescendo na faixa de dois dígitos. Itaú vai crescer pouco este ano e deve continuar crescendo pouco - não estamos em um momento positivo para bancos aqui porque crédito continua crescendo pouco principalmente para banco privado. Esse é o base case. Crescer mais seria um upside risk. Essa combinação vai levar a um crescimento de lucro bastante importante para o ano que vem. Pode ser algo acima de dois dígitos.

Isso tudo leva a um valuation muito atrativo, então pouco acima de 9x PE 2014, dividend yield bom. Acredito que é uma ação com potencial bastante atrativo.

Eztec

O qualitativo da empresa é excelente. É uma empresa que investimos há muito tempo. Management e controlador bastante alinhados, o que julgamos como algo muito importante. É o melhor alinhamento que tem no setor. Dada a contabilidade POC, não há nada mais alinhado do que ter controlador, principais diretores e management focados no dividendo e no valor da ação, considerando todo o ciclo do setor.

Outro fator qualitativo positivo é o foco em São Paulo, na região metropolitana, poucas cidades fora disso. Sempre focaram a questão de renda média alta. Foram para um corporativo muito bem-sucedido, o que é um upside risk no case de Eztec porque podem ter outros corporativos sim. São poucos players aqui no Brasil, em São Paulo, aptos a construir edifícios que exigem essa tecnologia porque não é como uma incorporação; e são poucos os players com capital para isso, que tem um management bastante ganhador para fazer esse tipo de projeto.

Com relação à alavancagem - que é um indicador muito relevante no setor -, net cash, muito conservadores, só pegam dívida SFH, o que é bastante positivo. As margens são as melhores do setor. Margem de 55% não é o que eu projeto para frente, se não o upside seria enorme.

Claro que eu acredito que isso vai cair ao longo do tempo, mesmo porque o book value cresce e fica cada vez mais difícil rentabilizar desta maneira, mas tenho bastante convicção que vai ser um retorno muito ainda acima do mercado, e o valuation é muito interessante diante disso.

Outra questão interessante do case de Eztec é a geração de caixa que está por vir. Eles têm duas opções: ou aumenta o dividendo, e aí será um case de homebuilder com um dividend yield altíssimo, ou reinvestem com uma taxa de retorno bastante alta.

Valuation interessante, um pouco acima de 7x lucro para o ano que vem, price to book value é um pouco acima de 12x, mas o ROE é 30% esse ano, 27%, 28% no ano que vem, e acima de 25% no outro ano. Olhando o prazo de três anos há um retorno anual composto bastante interessante. Em poucas empresas enxergamos este tipo de retorno.

Apesar de estar em um setor muito cíclico, se houver uma desaceleração grande, ela vai se beneficiar porque é net cash, vai comprar terreno mais barato, então é um case que gostamos bastante.

BB Seguridade

Temos desde o IPO. É um mercado muito interessante. Esse mercado de seguros vai crescer muito no Brasil. Não é só BB Seguridade que fala em crescer bastante. Bradesco está muito focado neste segmento desde sempre, Itaú está focando mais nos últimos anos e vários players do setor estão bastante animados com o mercado. No caso de BB Seguridade há um potencial de crescer ainda acima do mercado porque a base do Banco do Brasil é muito grande e pouco penetrada. Então há essa questão de trabalhar a base do BB, o que é muito interessante.

O operacional que eles vêm entregando é muito bom. A execução desde o IPO tem sido muito boa, principalmente na parte operacional. Em alguns momentos a parte financeira veio ruim por questão dos mercados. Normalizando isso leva a um crescimento muito bom de lucro para o ano que vem. É um papel que paga quase 5% de dividend yield para o ano que vem, com crescimento bastante forte e bom potencial.

Kroton

Mais ou menos metade do Ebitda de Kroton vem do ensino presencial, e metade vem do ensino a distância. No presencial, a empresa expandiu bastante a margem no ano contra ano. O ensalamento (pareamento entre alunos de turmas diferentes para cursarem juntos determinada matéria, resultando em salas mais cheias) está próximo do ideal, mas ainda falta um pouco, segundo a empresa. Tem a questão do drop out do FIES: de cada 100 alunos que

entram, uns 50 se formam. Por que? Dificuldade com a matéria, mas principalmente situação financeira. As turmas de quarto ano são bem menores do que as do primeiro ano. O FIES reduz muito isso. É o tipo de coisa que você só enxerga melhor no quarto ano. Quem está entrando hoje, boa parte está dentro do FIES. Então conforme as turmas chegam mais cheias ao último ano, isso acaba melhorando margem.

Destaque também para o carry over do vestibular. O vestibular da Kroton cresceu 25% no presencial, e 35% no EAD. Então se você tiver 0% de crescimento do vestibular e só esse cara trocando a base, fazendo os quatro anos, você terá um crescimento de alunos dois dígitos nos próximos anos. Isso está dado, fora o crescimento de margens.

No EAD, haveria uma preocupação que seria barreira de entrada. Hoje você tem uma reserva de mercado porque o MEC tem sido muito moroso no processo de liberação de novos polos. Fizemos uma visita a um polo da Kroton e lá você percebe que há um diferencial. E o preço deles é mais alto. Cobram R\$ 250 e a média é R\$ 200. Os alunos são bem-recebidos, bem tratados. O aluno sente parte de tudo aquilo. A gestão do polo de EAD deles é melhor e o produto é melhor. Concorrência não é uma grande preocupação porque eles têm esse diferencial. E a liberação só vai impactar a captação de 2015.

Outro ponto é que eles vão lançar mais sete cursos agora para a virada de ano. São cursos grandes, como Economia. Então aos poucos vai evoluindo. Direito, por exemplo, é o maior curso que tem de presencial, ainda não é liberado para EAD, mas um dia será.

FIES para EAD também é outro ponto, mesmo o tíquete menor. Qual o principal motivo para evasão? Financeiro. O custo de R\$ 250 para quem recebe R\$ 1000 é relevante.

Educação não é um negócio que teve um pico e pronto. Não. É algo que está rolando, e vem muito forte. E a sinalização da empresa é que as inscrições para o vestibular agora estão batendo as metas. Concluídas as matrículas para 2014, o ano está dado. Parece que vai para este caminho.

Anima

A Anima é o único player de educação da bolsa focado em qualidade. Acho que a base de alunos hoje não tem nem capacidade de seguir um curso muito difícil. Você tem um cara que fez um ensino médio fraco, não dá para exigir muito dele. Mas atualmente o que Anima oferece está adequado. Ela tem um nicho interessante de atualidade. Por exemplo, na Grande Belo Horizonte, eles têm um quarto de market share, mas se você pegar as top de qualidade, eles têm 60% do mercado; os outros 40% seriam Kroton, Anhanguera, faculdades com um nível de qualidade mais baixo. Então eles têm um tíquete uns 30% superior e uma qualidade oferecida melhor.

Eles começaram comprando a UNA, universidade que tinha 3 mil alunos e hoje tem 30 mil alunos, isso em dez anos. Fizeram uma estratégia multi campi. Eles tinham um campus com

uma marca boa na região, que se fortaleceu ainda mais depois que eles compraram. Depois, foram abrindo vários campi ao longo da Grande Belo Horizonte. Isso facilita muito a vida do cara, que trabalha de manhã, tarde e estuda à noite. Se ele precisar ir para outra cidade, fica puxado. Então isso deu muito certo. Se pegar as top de qualidade na região, só uma delas abriu um campus nos últimos cinco anos. E eles têm 14 campi lá.

Outro ponto é que os caras são a segunda maior aprovação da OAB da Grande BH. Mais ou menos um quarto dos ingressantes na Anima vem de transferências, e um quinto dessas transferências vem da PUC. Pode ser por qualidade, não só de ensino, mas também pelo atendimento mais eficiente, como também a questão geográfica. A PUC tem um campus. O cara pensa: se a UNA é tão boa quanto, melhor vir para cá.

Antes, o pessoal questionava o potencial de crescimento dela por ser focada em nicho. Tudo bem, posso concordar que o grosso de alunos esteja em uma qualidade mais baixa. Só que 60% do mercado de Belo Horizonte é voltado para mais qualidade. E ela tem 50 mil alunos, enquanto Kroton mais Anhanguera tem 1 milhão. É muito fácil crescer numa base de 50 mil do que numa base de 1 milhão.

A estratégia deles é ter uma marca forte na região e fazer essa estratégia multi campi, como fizeram com a UNA. Então a estratégia é comprar outras universidades com marcas fortes em outras regiões e expandir. E eles são os únicos com esse posicionamento. Anhanguera e Kroton estarão focadas na fusão, e Estácio está comprando faculdade de menos qualidade para colocar a marca deles.

De oito universidades que eles estão em negociação, só uma tem um concorrente negociando também. Nas outras não tem ninguém bidando junto. Essa empresa tem 50 mil alunos, se compra duas faculdades de 10 mil alunos, já cresceu 50%.

Braskem

Braskem é um case que temos há bastante tempo na carteira. Entramos na época da discussão de tarifa de importação, começo da alta do dólar. Apesar do papel ter subido tudo o que subiu no ano, continuamos gostando. É um case de altíssima alavancagem operacional, ela roda margens entre 10%, 15% Ebitda. Ou seja, qualquer impacto marginal em preço, 1% de aumento em preço, mantendo tudo mais constante, o impacto é de 7% a 10% Ebitda. Uma empresa que tem 50% do seu valor em dívida. Ou seja, o impacto na ação é duas vezes isso : 1% de aumento de preço talvez resulte em aumento da ação em torno de 20%. Neste ano houve uma recuperação fortíssima nos preços das resinas internacionais. A resina está to high em muito tempo, quase que voltando para os níveis pré-crise de 2008, e segue crescendo. Se pegar o quarto trimestre, o preço da resina internacional já subiu 7%, 8% em relação ao preço médio do terceiro trimestre. E tem o efeito cambial. Dado que a Braskem é uma repassadora de preços internacionais, ela se beneficia de subsídios locais - ela tem o monopólio da produção local. Então se beneficia do aumento do dólar e do aumento da resina. É um play cambial também pensando em um horizonte de médio prazo. No D-0 você

tem um efeito negativo pequeno porque passa no nafta, que é a base de custo dela, e na resina demora um pouco para chegar esse dólar. Mas pensando no carregamento da posição do dólar, é bastante positivo. É 100% tomada em dólar na prática, com o custo em torno de 70%, 80% em dólar. Então é comprada em dólar na prática.

Essa recuperação operacional fará a Braskem sair de um Ebitda no ano passado na faixa de R\$ 3 bilhões a R\$ 3,5 bilhões - tirando os não recorrentes - para algo perto de R\$ 5 bilhões neste ano. Para o ano que vem, tem a questão da isenção de PIS/Cofins que foi aprovada em maio deste ano, que já deve gerar uma melhora de Ebitda só no primeiro semestre de uns R\$ 400 milhões, R\$ 450 milhões, ou 7% de melhora de Ebitda, o que já é relevante.

A cereja do bolo no case de Braskem é a planta no México. A Braskem tem uma planta para produzir 1,1 milhão de toneladas de polietileno no México, com início previsto para o segundo semestre de 2015. Deve ter um ramp up de um ano. Mas o atrativo aqui é que será a primeira planta no mundo em larga escala que vai produzir com base no gás. Então vai operar em uma margem incomparável com o que a Braskem produz hoje no case de resina com base nafta.

Então há um upside imenso em termos de Ebitda para Braskem a partir de 2015. O Capex tem sido executado. O histórico da Braskem é impressionante em termos de execução de Capex tanto em timing quanto em controle de custos.

É uma somatória de coisas. É um case de alavancagem operacional em um momento muito bom do principal produto dela. Com alguns benefícios governamentais recentes, principalmente a questão do PIS/Cofins que vai adicionar de R\$ 800 milhões a R\$ 1 bilhão ao Ebitda anual dela. Com um play desalavancado: a empresa estava 4x Ebitda alavancada e agora está rodando um pouco abaixo de 3x. E é uma operação que a partir do momento que o Ebitda melhora nessa ordem de grandeza, gera caixa muito rápido. E tem a cereja do bolo que é o case de México a partir do segundo semestre de 2015, que para mim está quase zero na ação. Tem alguma coisa, mas ainda longe de fully priced.

Opinião Empiricus sobre investimentos da Apex

A equipe da Empiricus gosta da maioria dos cases apresentados pela Apex, com alguma ressalva a respeito de valuations no caso de Eztec e Anima.

Veja abaixo a opinião dos analistas:

Itaú

Típico exemplo de uma empresa/ação capaz de performar bem mesmo numa conjuntura setorial adversa. Achemos que Itaú pode roubar o posto do Bradesco de banco queridinho dos institucionais e gringos. Com bastante escala, você não precisa necessariamente rodar a um spread gigantesco. Planos ousados (e inteligentes) para aprimorar a eficiência de maneira endógena agora farão muita diferença - já que não dá pra contar tanto com o exógeno. Um dos poucos casos líquidos de clean story na Bolsa brasileira que não pode ser considerado caro.

Eztec

Eztec é mesmo um brinco qualitativamente. Não há o que se falar de negativo sobre a operação. Empresa com margens muito altas e superiores à média do setor. Forte geração de caixa e estrutura de capital conservadora. Presença marcante em São Paulo, com baixo risco de execução, forte controle de orçamento e estrutura enxuta. Nossa única ressalva é pela questão de valuation. Empresa já negocia a cerca de 9x lucros para 2013, o que, em nosso entendimento, retira um pouco do potencial de valorização. Tem, sim, algum upside ainda a um baixo risco, mas não vemos mais tanto espaço para alta, com mercado já incorporando às cotações boa parte das vantagens competitivas.

BB Seguridade

Cobrimos o papel desde o IPO. Sabíamos que o problema da empresa não estaria com as margens - nem em seguros e muito menos com corretagem. Notamos também que os pretensos pares listados (SULA, PSSA, BRIN) não tinham nem de perto a escala do BB. Por isso, preferimos focar nossa análise nas vias de crescimento, pensando sobretudo em como se dará a penetração de seguros dentro da própria base do banco e em como essa escala invejável resultará em linhas financeiras formidáveis, com ou sem mamata da Selic.

Vale destacar que somos céticos quanto a alguns valuations de IPO (na verdade, vários), mas no caso de BB Seguridade fomos obrigados a concordar com o Bendine: a oferta saiu num preço bem atrativo, disposta a deixar dinheiro na mesa em troca de um importante ganho de moral junto ao mercado.

Kroton

Gostamos do papel, melhor player de educação superior listado em bolsa, com habilidade destacada em integrar adquiridas, e que mudou de patamar depois da aquisição da Unopar e

entrada forte em EAD, mudando a dinâmica de margens da empresa (Ebitda antes 15%, agora ~28%). Temos cautela neste momento associada à fusão com a AEDU, que não será trivial comparada às demais - mas concordamos que KROT sozinha tem grande upside.

Anima

Salta aos olhos a melhora nos operacionais nos anos recentes, tanto em crescimento como no comportamento das margens. Estamos marcando reunião com a empresa para início de cobertura. Por ora, ficamos fora apenas por conta do valuation.

Braskem

Temos recomendação de compra para Braskem, com a recente melhora nos spreads e um case de alavancagem operacional por excelência.

**Desempenho de cada um dos fundos de ações apresentados na série
“Conversas com Gestores” desde o início da cobertura**

Fundo	Gestora	Data	Evolução	<i>Ibovespa</i>	<i>CDI</i>
Nest Ações	Nest Investimentos	15 de julho de 2013	0,43%	19,27%	3,07%
Victoire Small Cap Ações	Victoire Brasil Investimentos	29 de julho de 2013	4,71%	9,88%	2,74%
GTI Value	GTI Administração de Recursos	12 de agosto de 2013	6,92%	8,89%	2,42%
Rio Bravo Fundamental	Rio Bravo Investimentos	26 de agosto de 2013	7,34%	4,04%	2,07%
Skopos BRK	Skopos Investimentos	9 de setembro de 2013	-5,89%	1,04%	1,73%
Bresser Ações	Bresser Administração de Recursos	23 de setembro de 2013	3,03%	0,36%	1,40%
Kondor Equity	Kondor Invest	8 de outubro de 2013	1,30%	3,61%	1,03%
Set	Set Investimentos	22 de outubro de 2013	-1,97%	-3,16%	0,67%
Gávea Ações	Gávea Investimentos	5 de novembro	-0,49%	-0,24%	0,32%

Fonte: Empiricus

Analistas Responsáveis

Beatriz Nantes, CNPI

Felipe Miranda, CNPI

Rodolfo Amstalden, CNPI*

Roberto Altenhofen, CNPI

Assistentes de Análise

Gabriel Casonato, CNPI-T

João Françaolin

Disclosure

Elaborado por analistas independentes da Empiricus, este relatório é de uso exclusivo de seu destinatário, não pode ser reproduzido ou distribuído, no todo ou em parte, a qualquer terceiro sem autorização expressa. O estudo é baseado em informações disponíveis ao público, consideradas confiáveis na data de publicação. Posto que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão sujeitas a mudanças. Nem a Empiricus nem os analistas respondem pela veracidade ou qualidade do conteúdo.

Este relatório não representa oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas da Empiricus e os destinatários. Os destinatários devem, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

Informações adicionais sobre quaisquer sociedades, valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros aqui abordados podem ser obtidas mediante solicitação.

Os analistas responsáveis pela elaboração deste relatório declaram, nos termos do artigo 17º da Instrução CVM nº 483/10, que:

+ As recomendações do relatório de análise refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais e foram elaboradas de forma independente.

+ Os analistas são sócios e participam dos lucros da Iguatemi Gestão, que mantém em fundos e carteiras de valores mobiliários que administra ativos objeto de análise por parte da Empiricus Research, podendo daí resultar conflito de interesses.

* O analista Rodolfo Amstalden é o responsável principal pelo conteúdo do relatório e pelo cumprimento do disposto no Art. 16, parágrafo único da Instrução ICVM 483/10.