



estratégias



RIO BRAVO

estratégias

junho22

Excessos eleitorais

por Gustavo Franco



Os enredos econômicos ficaram todos muito mais difíceis no mês de junho com a elevação da temperatura eleitoral. Indiferente à corrida eleitoral brasileira, e aos andamentos no mundo cripto, o Federal Reserve fez o que dele se esperava, inclusive com alguma sobra, para que não pairassem dúvidas sobre a missão que tem a cumprir. O Fed elevou a taxa de juros em 75 bps, a maior alteração em muitos anos. É a providência lógica diante da maior inflação em quarenta anos, 8,6% no acumulado de 12 meses até maio.

Desde julho de 1994 – ou seja, nos últimos 28 anos em que o Brasil teve taxas de inflação civilizadas, comparáveis, portanto, com as que se observam em países normais –, não houve outra ocasião em que a inflação americana (8,6%) tenha ficado tão próxima da nossa (11,7% pelo IPCA) no acumulado de 12 meses.

“A inflação brasileira está perigosamente alta, novamente acima da meta.”

A inflação brasileira não está particularmente baixa considerando os anos posteriores a 1994. Ao contrário. Considerados os novos padrões com que se acostumou o país, está perigosamente alta, novamente acima da meta.

Em 2022, a meta fixada pelo CMN (Conselho Monetário Nacional) é de 3,5%, com intervalo de tolerância de 1,5%, ou seja, a “banda” de resultados aceitáveis para a inflação de 2022 tem como limite 2% e 5%. Para o acumulado até maio, o IPCA já registra 4,78% de variação. A meta está praticamente perdida, e isso será consumado no IPCA de junho prestes a sair.

Em 2021, a meta se perdeu em agosto, quando o IPCA variou 0,87%, elevando o acumulado no ano para 5,67% enquanto a meta era de 3,75% com 1,5% de intervalo. Portanto, com o limite superior em 5,25%, já superado neste momento.

Agora em 2022, a meta se perderá “matematicamente” (como se fala no futebol) em junho. O presidente do Banco Central do Brasil, Roberto Campos Neto, terá de escrever outra “carta aberta” ao ministro da Economia com explicações sobre o “descumprimento” e “providências para assegurar o retorno da inflação aos limites estabelecidos” (Decreto 3.088/99, Art. 4, §único). Seria a segunda carta aberta, em dois anos consecutivos de descumprimento da meta, e a sexta vez que a referência foi ultrapassada pela variação anual do IPCA desde a criação da sistemática de metas para a inflação em 1999: outros cinco episódios de “descumprimentos a maior” ocorreram em 2001, 2002, 2003, 2016 e 2021.¹

“Considerando a temperatura dos sentimentos eleitorais, é um enorme progresso que o Banco Central tenha conseguido se manter fiel à sua missão”

Entretanto, não há a percepção de que o BCB não tenha feito a sua parte. Não houve desestabilização de expectativas, ou “desancoragem”, como se fala no sofisticado idioma com que o BCB se comunica com o mercado. Considerando a temperatura dos sentimentos eleitorais, é um enorme progresso que o BCB tenha conseguido manter-se fiel à sua missão. Se será bem-

¹Em 2017 o IPCA cresceu 2,95% situando-se ligeiramente abaixo do limite inferior do intervalo de tolerância de 1,5% em torno da meta da 4,5% ao ano. Uma carta aberta foi escrita também para este descumprimento “por baixo”.

sucedido em fazer a inflação ceder, como se espera, ainda vamos verificar nos próximos meses. Na verdade, é preciso não esquecer que os próximos dois anos depois da eleição terão o mesmo Roberto Campos Neto como presidente do BCB.

Por ora, todavia, resta observar que tudo é muito novo e perigoso, seja pelo desafio, a volta da inflação no contexto de uma eleição extremamente polarizada, seja “teste”, ora em pleno andamento, da ideia de “BCB independente”, ou pelo menos “um pouco mais independente”.

Não tem sido uma jornada muito fácil para o BCB.

No mesmo mês de junho de 2022, quando o BCB e o FED elevaram as taxas de juros, o país foi sacudido por dois escândalos afetando personagens do primeiro escalão do governo, o ex-ministro da Educação, Milton Ribeiro, e o agora ex-presidente da Caixa Econômica Federal, Pedro Guimarães. Em ambos os casos, os incidentes ainda não se esgotaram em seus desdobramentos.

É nesse ambiente conturbado que acabou ampliada, ou talvez descontrolada, a PEC dos (impostos dos) combustíveis, cujo propósito inicial era o de empreender alguma “resposta” ao choque inflacionário nos preços de derivados do petróleo. A PEC foi inicialmente concebida para endereçar o problema do impacto inflacionário do aumento do preço dos combustíveis, tendo em vista a dificuldade em se contornar a regra de paridade de preços praticada pela Petrobras. O enredo é conhecido, pois diversas vezes o presidente manifestou sua contrariedade com a regra de paridade, inclusive com a demissão do presidente da Petrobras em duas ocasiões.

A ideia de “imposto regulatório” sobre combustíveis, destinado a se mover de forma “anticíclica” não é nova, e a experiência da CIDE não era um bom antecedente. Também não foi boa a experiência de ressarcimento de receita tributária perdida no âmbito da chamada Lei Kandir. Mas o governo achou por bem tentar novamente, em uma nova arquitetura pela qual a União reembolsaria os estados por perdas em reduções nos impostos estaduais sobre combustíveis, até certos limites de tempo e de valores.

Era uma alternativa complexa e diferente à que era defendida por opiniões técnicas de vários matizes cujo foco residia em programas de subsídio ou transferência direta aos mais atingidos pelos aumentos nos combustíveis.

zNo entanto, o relator da PEC e líder do Governo no Senado, Fernando Bezerra Coelho (MDB-PE), fez alterações importantes na redação original. A versão afinal, votada com sucesso no último dia do mês de junho, acoplava ao mecanismo original dispositivos que a imprensa descreveu como um “pacote de bondades” com valor estimado superior a R\$ 40 bilhões, compreendendo aumentos no Auxílio Brasil, no vale gás e novos programas para caminhoneiros e taxistas.

No plano conceitual, o desconforto com a medida decorre tanto da banalização da ideia de “emergência”, ou de

“ *Uma maioria parlamentar pode impor sua vontade inclusive contra as leis que estabelecem os ditos pesos e contrapesos da democracia*

“calamidade”, quanto da prática de se fazer políticas econômicas através de Emendas Constitucionais. Note-se que não há que se falar em inconstitucionalidades ou ilegalidades, em se tratando de medidas estabelecidas por PECs. O problema é que deixa de haver qualquer limite: uma maioria parlamentar pode impor sua vontade inclusive contra as leis que estabelecem os ditos pesos e contrapesos da democracia, como a Lei Eleitoral e a de Responsabilidade Fiscal.

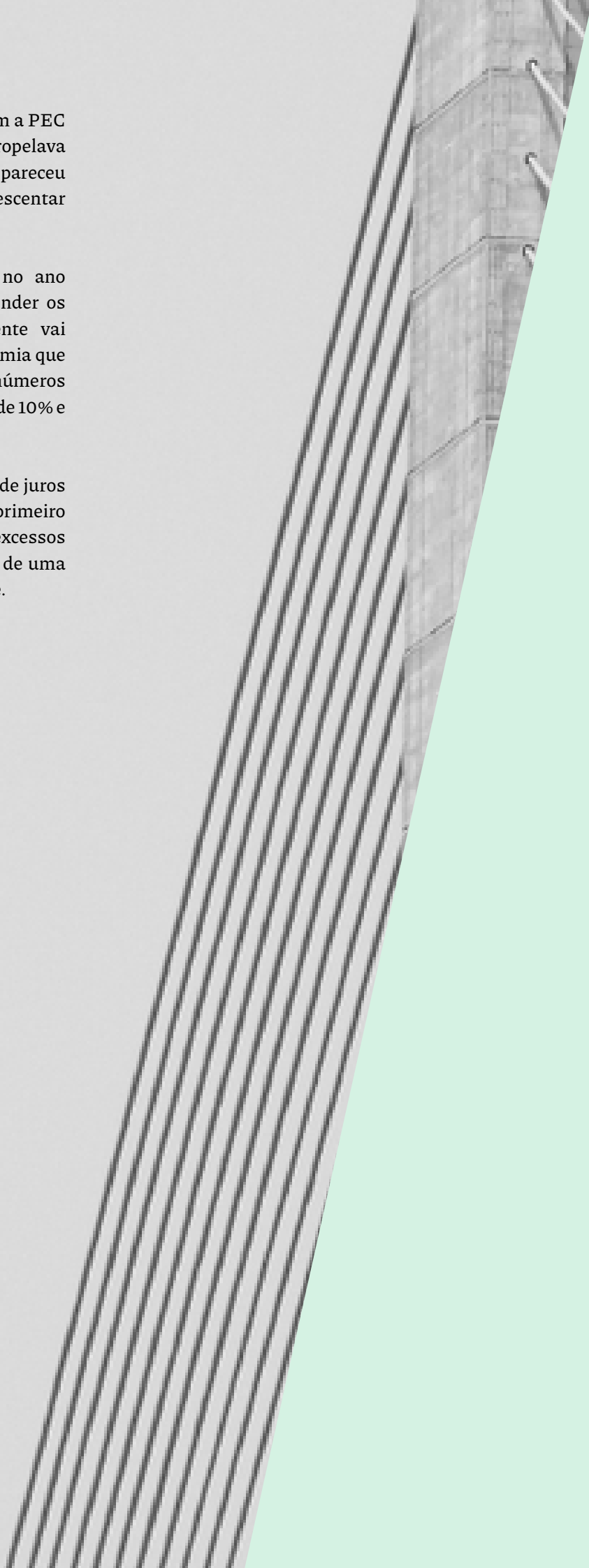
O fato é que a manobra governamental teve sucesso. É provável que tenha impacto eleitoral, mas, com tudo isso, a medida contou com o voto de oposição: quem seria capaz de votar contra um “pacote de bondades”?

O relatório do senador Fernando Bezerra Coelho teve um único voto contrário em plenário, o do senador José Serra.

É verdade que já havia a disposição de andar com a PEC dos impostos sobre combustíveis, que já atropelava limitações fiscais e da lei eleitoral, de modo que pareceu apenas um pequeno passo para o lado o de acrescentar “bondades” à proposta do governo.

Ao fim das contas, é mais estímulo fiscal no ano eleitoral, o que dificilmente haverá de surpreender os observadores mais experientes, e certamente vai reforçar uma tendência de recuperação da economia que foi muito comentada ao longo do mês face aos números para o mercado de trabalho (desemprego abaixo de 10% e vagas criadas conforme o CAGED).

Em resumo, temos um ciclo coordenado de alta de juros simultâneo à eleição, a ser enfrentado pelo primeiro presidente do BCB com mandato, no contexto de excessos fiscais e de excessos retóricos que são próprios de uma eleição polarizada. O segundo semestre promete.



Renda Fixa

por Evandro Buccini

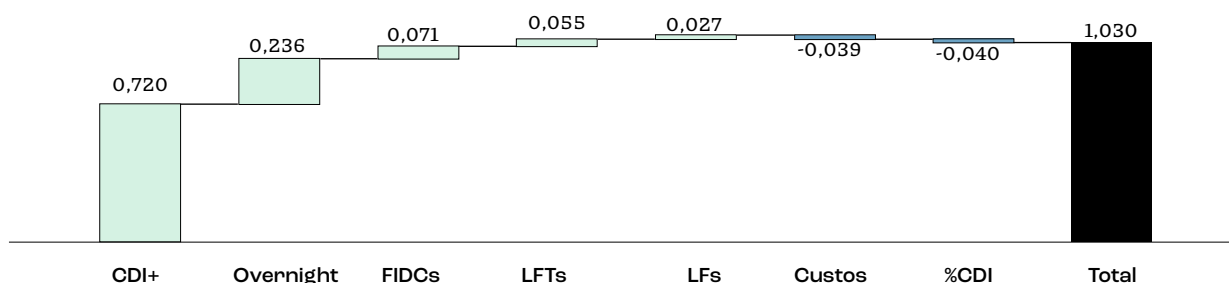


Debentures continuam sendo a principal fonte de captação para as empresas

Em junho, o fundo Rio Bravo Crédito Privado demonstrou uma performance positiva atingindo 101,6% do CDI. As debentures CDI+ foram as que mais impactaram positivamente a rentabilidade do fundo enquanto as

debentures % CDI tiveram uma performance negativa devido a uma marcação a mercado de uma debênture de Unidas, fruto de negociações no mercado secundário. Não houve deterioração no crédito da companhia.

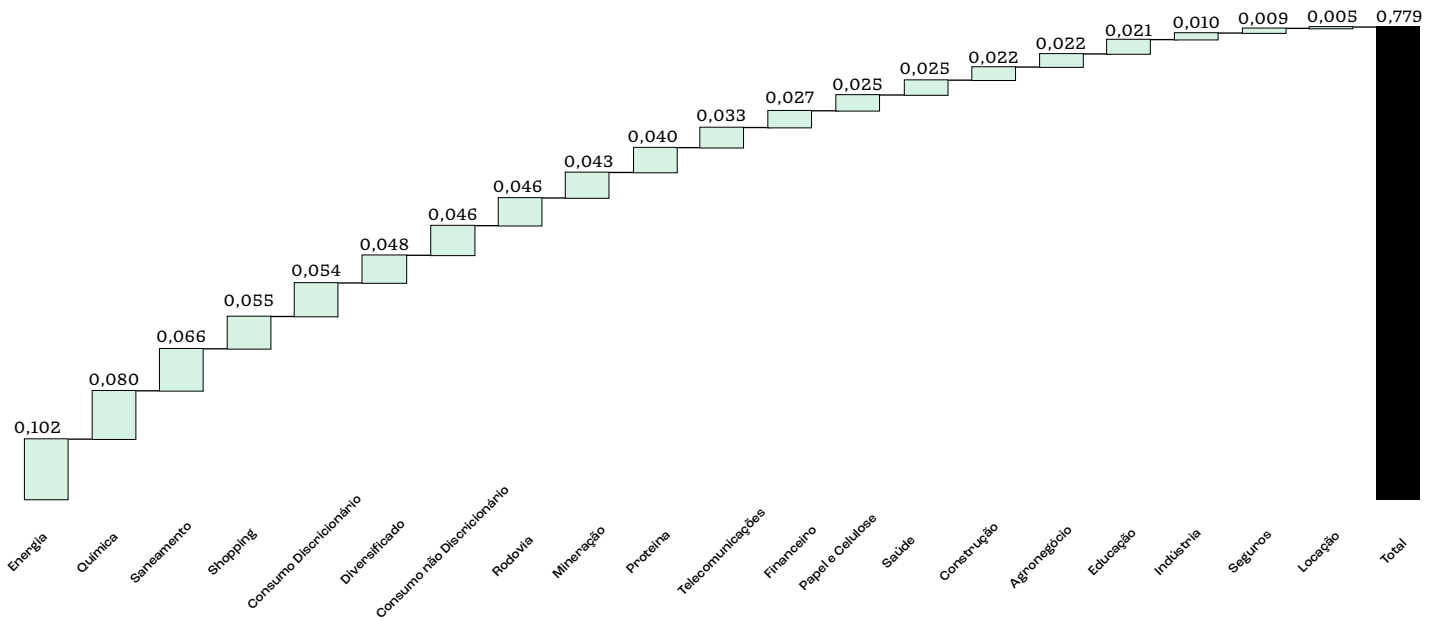
Junho/22 Performance Breakdown por classe de ativo (%)



Todos os setores apresentaram contribuições positivas para o fundo. Os setores de Energia Elétrica, Química e Saneamento, nossas principais posições no portfólio,

foram os grandes destaques. O fundo encerrou maio com 65% de seu PL em debêntures, sendo eles 95% indexados pelo CDI+ e 5% pelo %CDI.

Junho/22 Performance Breakdown por setor (%)



Ao longo do mês de junho, participamos de dez *roadshows* de emissões primárias de debêntures, com quatro delas entrando na nossa carteira, sendo todas emissoras novas, a saber: Braskem, WDC Livetech, Valid e CEMIG Distribuição. As demais ainda estão no processo de avaliação.

Braskem é uma das maiores empresas petroquímicas de atuação global com operações industriais no Brasil, EUA, Alemanha e México. A empresa fornece produtos químicos básicos e polímeros (polietileno, polipropileno e PVC) que estão presentes em diversos setores da economia. A empresa está com ótima liquidez, tem baixa alavancagem e conta com perfil de dívida alongado.

Já a WDC Livetech é uma empresa brasileira de fornecimento de equipamentos e serviços de tecnologia nos setores de telecom, energia solar e corporativo. Seu portfólio de produtos contempla infra de banda larga, câmeras de vigilância, sistemas de controle de acesso, cibersegurança, data center, automação, geradores de energia solar. A empresa oferece uma solução de Tecnologia as a Service (TaaS), modelo que transforma CAPEX em OPEX para os clientes, conseguindo gerar uma maior receita recorrente para empresa.

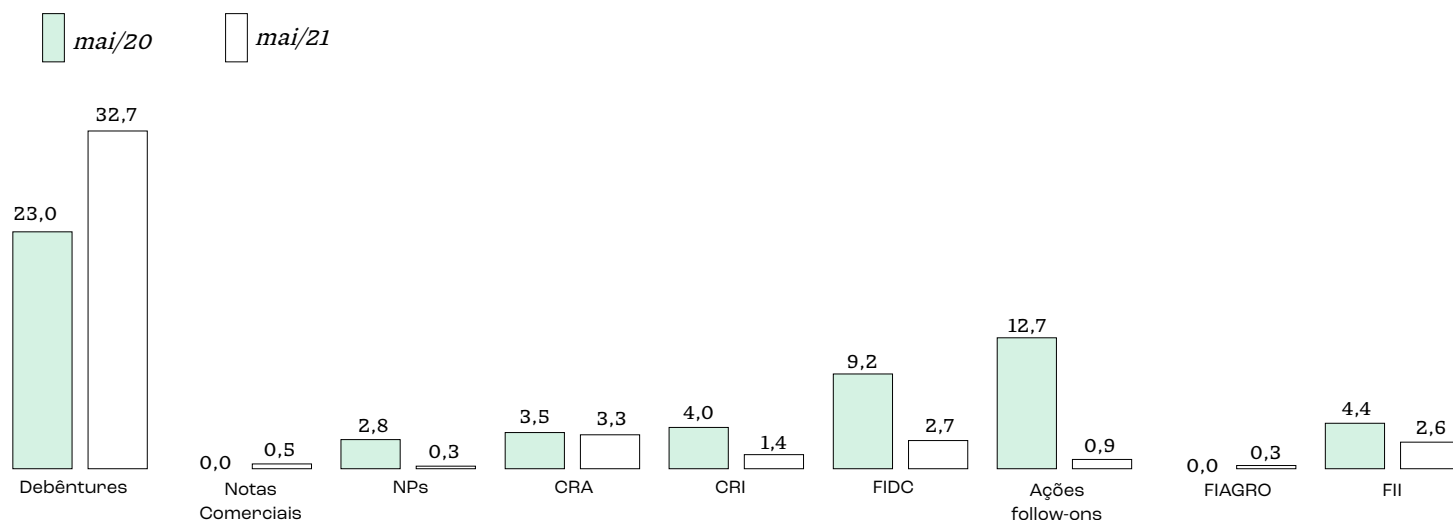
Valid, por sua vez, atua no desenvolvimento de serviços, produtos e soluções para o setor de cartões, sistema de identificação e certificados digitais no Brasil. A empresa

opera nas Américas, Europa, África e Ásia e é líder no fornecimento de cartões de pagamento, cartões SIM e certificados digitais no Brasil, além de se posicionar como a quinta maior fabricante global de cartões SIM e estar entre as dez maiores fabricantes de cartões bancários.

A Cemig (Companhia Energética de Minas Gerais S.A.) é uma empresa brasileira com atuação nas áreas de geração, transmissão, distribuição e comercialização de energia elétrica e na distribuição de gás natural. CEMIG Distribuição é uma das subsidiárias posicionada como uma das maiores distribuidoras de energia elétrica no Brasil em extensão de rede.

No mercado primário de crédito privado, observou-se em maio/22 um volume de R\$ 32,7 bi emissões de debêntures, montante superior aos R\$ 23,0 bi de maio/21, segundo dados disponibilizados pela ANBIMA. O indexador DI + spread continua a ser o mais relevante entre os indicadores, representando 81% do volume de debêntures emitidas de janeiro a maio em 2022 versus 62% em 2021. Os fundos tiveram participação de 40% do volume captado no mês em ofertas 400 e 476, demonstrando, ainda, apetite para ativos da classe de renda fixa doméstica. Os dados disponibilizados pela ANBIMA encontram-se abaixo:

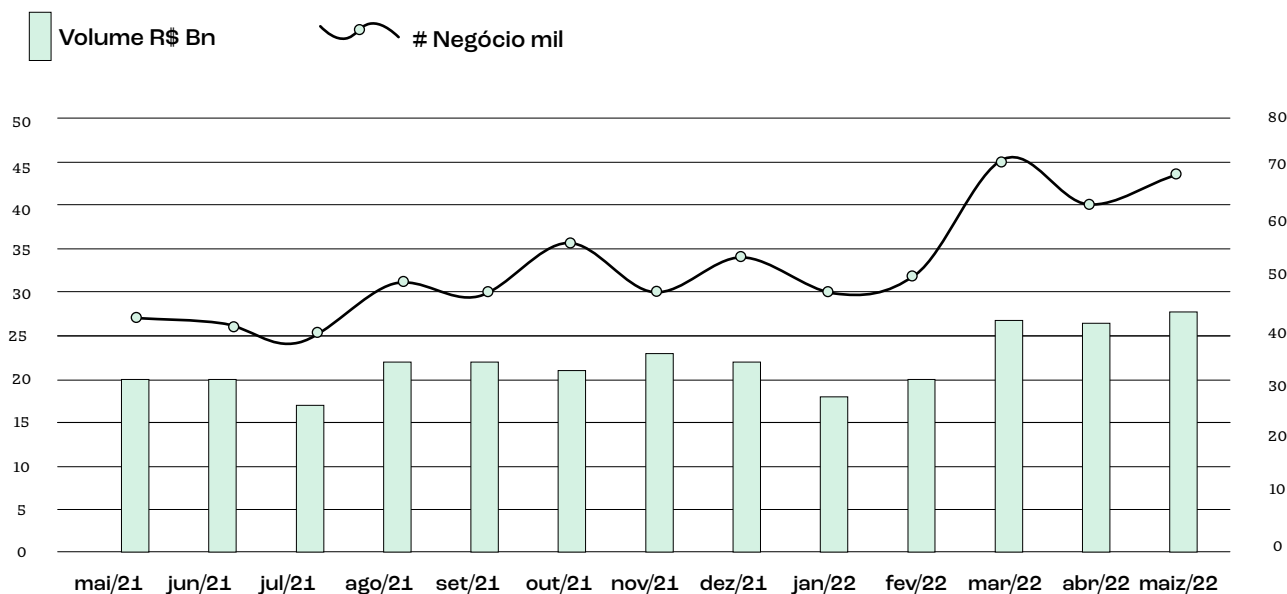
Mercado Doméstico (R\$ Bilhões)



Já no mercado secundário, o time de gestão movimentou o equivalente a 1,4% do PL no mês de junho. Aproveitamos momentos pontuais no mercado para aumentar nossa posição em Unidas, C&A, Aegea e Minerva.

Por fim, o mercado secundário de debêntures continua demonstrando recuperação tanto do volume negociado quanto na quantidade de negociações, demonstrando um montante médio mensal negociado no acumulado de janeiro a maio de R\$ 23,8 bilhões em 2022 versus R\$ 14,4 bilhões em 2021.

Volume e número de negócios



O nosso portfólio conta com mais de 30 emissores e em diferentes setores, tornando uma carteira pulverizada e com baixa concentração. Buscamos alocar em emissores

de boa qualidade de crédito e líderes em seus respectivos segmentos de atuação.

Investimentos imobiliários

por Anita Scal



Um pouco sobre os REITs

Os REITs, *Real Estate Investment Trust*, o equivalente aos fundos imobiliários norte-americanos, foram criados em 1960 após o congresso dos Estados Unidos assinar a primeira lei regulando esse tipo de investimento, que combinou o mercado imobiliário com o mercado de ações. Ao longo dos anos nos Estados Unidos, os REITs foram sofrendo alterações para se adequar às transformações do mercado de capitais. Em 1986, os REITs puderam passar a operar e gerenciar os ativos imobiliários, e não apenas comprar o ativo ou financiar a sua compra.

O modelo dos REITs como conhecemos hoje serviu de inspiração para diversos países lançarem e estruturarem esse tipo de produto, como no Brasil, através dos Fundos Imobiliários, ou no México, através dos FIBRAS. De todos os 40 países que possuem um produto de investimento similar a um REIT, todos têm uma característica em comum: deixar acessível para o cidadão o investimento em ativos imobiliários, algo que sempre foi exclusivo para investidores institucionais ou grandes investidores pessoas físicas.

Para ser enquadrada como um REIT no mercado norte-americano, a empresa precisa seguir algumas regras, dentre as quais vale a pena destacar as principais: (i) ser registrada em um dos 50 estados americanos; (ii) ser gerida por um conselho de administração que irá nomear os executivos e trustees; (iii) ter no mínimo 100 investidores; (iv) não ter a concentração das suas ações em cinco ou menos investidores; (v) no mínimo, 75% da receita bruta anual devem vir de aluguéis de ativos imobiliários e/ou juros de operações de dívida com lastro imobiliário; (vi) no mínimo, 75% dos ativos detidos por um REIT devem ser ativos do mercado imobiliários; e (vii) distribuir no mínimo 90% do seu lucro caixa através de proventos. Vale mencionar que

a grande atratividade de uma empresa ser um REIT é que ela é isenta de *corporate tax*, porém os investidores pagam imposto de renda sobre os dividendos recebidos.

Existem diferenças entre os REITs e os fundos imobiliários (FIIs) brasileiros, a principal é que o REIT é uma empresa que possui funcionários e conselheiros contratados, no mesmo formato de uma empresa de capital aberto, o que quer dizer que o salário e todos os custos de tal empresa são arcados pelo REIT. Um FII no Brasil não possui personalidade jurídica e tem um administrador fiduciário, o qual recebe uma taxa de administração para desempenhar tal função. Todos os encargos da empresa administradora são arcados por ela mesma e não existe ligação patrimonial entre a pessoa jurídica da instituição e o FII.

Outra grande diferença entre os REITs e os Fundos Imobiliários é a possibilidade de um REIT contrair endividamento bancário e/ou junto ao mercado de capitais, podendo ceder seus ativos como alienação fiduciária de tais dívidas. Essa característica possibilita uma melhor estrutura de capital, com o objetivo de impulsionar o retorno dos investimentos, uma vez que nos EUA não existem contratos típicos de locação, o que significa que todos os compromissos contratuais valem até o vencimento (modelo similar de um contrato atípico no Brasil), o que faz com que o passivo da dívida esteja “casado” com o ativo da receita contratada, reduzindo o risco de descasamento entre “a pagar” e “a receber”.

Como os REITs surgiram na década de 1960 nos Estados Unidos, o mercado é muito mais maduro do que em diversos países e a legislação é mais avançada. No mercado norte-americano, existem quatro principais tipos de REITs, sendo eles.

- Equity REITs: equivalentes aos fundos imobiliários de tijolo, são empresas do mercado imobiliário que investem em imóveis físicos voltados para a geração de renda. Isso não significa que esses REITs comprem apenas imóveis já performados e com renda, pois podem possuir também ativos em desenvolvimento.
- mREITs (mortgage REITs): equivalente aos fundos imobiliários de CRI, são empresas que negociam, originam e financiam o setor imobiliário através de dívidas com lastro imobiliário.
- Public non-listed REITs: são REITs registrados na SEC (agência responsável pela regulação do mercado, similar à CVM), porém não são negociados no mercado de ações americano.
- Private REITs: são empresas isentas do registro na SEC e suas ações não são negociadas no mercado de ações norte-americano. Normalmente, esse tipo de REIT é vendido apenas para investidores institucionais.

Além da classificação por tipo, os REITs também se dividem pela exploração de atividades em diversos setores da economia, sendo os principais:

- Corporativo: muito similar ao mercado brasileiro, são empresas que possuem e administram escritórios em grandes centros urbanos e em subúrbios.
- Logístico e Industrial: muito similar ao mercado brasileiro, são empresas que possuem e administram ativos industriais e/ou logísticos ao redor dos Estados Unidos.
- Self-Storage: são empresas que possuem e administram pequenos espaços de depósito para locação.
- Residencial: o setor residencial é dividido em quatro principais subsetores, sendo eles:

- Apartamentos: empresa que tem propriedades independentes, as quais gerencia e loca. Os locatários são responsáveis pelo aluguel e a maior parte das despesas operacionais.

- Single Family Rental: são casas unifamiliares e têm um tamanho maior do que as casas do setor de multi family rental, a receita é gerada através dos aluguéis das propriedades.

- Moradia Estudantil: empresas que possuem e gerenciam moradias que são locadas apenas para estudantes universitários, normalmente esse tipo de moradia está integrada às universidades ou próximo a elas.

- Casas manufaturadas: empresas que constroem e locam casas pré-fabricadas. Normalmente, esse tipo de ativo tem uma construção mais rápida.

- Data Centers: setor ainda pouco explorado no Brasil, são empresas que locam e gerenciam grandes centros de armazenamento de dados.

- Infraestrutura: setor mais amplo que engloba a locação de torres de telecomunicação, estruturas de cabos de fibra ótica e torres de distribuição de energia.

- Hotel: setor já explorado no Brasil, porém ainda com participação baixa. São REITs que possuem e gerenciam hotéis tanto de lazer quanto de negócio.

- Saúde: REITs que possuem e exploram diversos ativos imobiliários ligados ao setor de saúde. Eles englobam prédios de consultórios, instalações como casas de repouso, hospitais, centros de pesquisa de universidades voltados para a área de saúde, laboratórios e instalações para enfermagem especializada.

- Floresta: Reits que possuem e exploram ativos de floresta através da colheita e venda de madeira.

Pelo mercado de REITs norte-americano ter tido seu início na década de 60, ele acaba sendo infinitamente maior, mais maduro e mais diverso do que o mercado de fundos imobiliários brasileiros. O tamanho do mercado de REITs nos Estados Unidos é de U\$ 1,35 trilhão, enquanto o mercado brasileiro de fundos imobiliários é de aproximadamente R\$ 178 bilhões (aproximadamente U\$ 33,5 bilhões). Além disso, os REITs são um tipo de investimento muito mais disseminado na população americana, com uma penetração infinitamente maior do que vemos no Brasil: estima-se que aproximadamente 44% da população americana investe diretamente ou indiretamente sua poupança em REITs. No Brasil, o número de investidores é inferior a 2 milhões, não chega a 1% da população.

Os REITs são um grande exemplo a ser seguido pelos demais países do mundo que tenham o objetivo de fomentar o mercado imobiliário e deixar esse tipo de investimento acessível para a população. Por possuírem mais de 60 anos de história, já passaram por diversas mudanças ao longo dos anos, com o objetivo de se adequar às transformações do mercado. Apesar de possuírem uma estrutura diferente do jovem mercado de fundos imobiliários brasileiros, os REITs são muito importantes para termos um comparativo maduro, buscar tendências, analisar históricos e entender como a classe de ativo se comporta nos diferentes ciclos macroeconômicos.

Multimercados



por Evandro Buccini

Prisioneiros do passado

O mercado financeiro, principalmente fundos quantitativos, utiliza grande quantidade de dados para buscar estratégias e alocações ótimas. Históricos de preços, indicadores contábeis, análises de sentimento, índices macroeconômicos. Todos têm algo em comum: ao entrarem nos modelos, já estão obsoletos.

Em cada anúncio de resultados ou publicidade de fundos, gestores são obrigados a colocar “resultados passados não são garantia de retornos futuros”. O passado é, por falta de opção, a melhor informação que temos. Podemos, parcialmente, corrigir isso adicionando indicadores futuros, mas não há alternativa aparente. No cenário “quant”, isso fica ainda mais visível ao treinarmos modelos. Um resultado excelente obtido em backtest quando colocado a teste em tempo real por vezes tem retornos muito menores.

Tal problema não se limita ao “quant moderno” computadorizado, de *machine learning* e *big data*. Mesmo modelos mais antigos e mais amplamente utilizados por gestores tradicionais, como CAPM e Black-Scholes, sofrem desse mesmo defeito da dependência do passado. Black-Litterman tenta, parcialmente, escapar desse defeito ao requerer que o gestor inclua suas visões sobre o futuro. Todavia, boa parte de suas métricas apenas refletem o histórico da empresa esperando um retorno futuro.

Esses dados, caso os mercados fossem realmente eficientes, não seriam de muita utilidade. Toda a informação passada e presente já estaria embutida nos preços, de modo que não seria possível extrair qualquer alpha de interpretação desses dados. Mesmo em sua forma mais fraca, a hipótese de mercados eficientes afirma que não seria possível extrair informação da série de preços da ação. No entanto, estratégias de trend-following e de momentum continuam a gerar retornos, inclusive em nosso fundo.

Nos dias atuais, estamos, lentamente, atingindo um ponto de tentarmos “prever o presente”, o chamado *nowcasting*. Entretanto, mesmo este cai em idêntico problema: utilizamos dados passados para treinar estes modelos e nada garante que o futuro siga a lógica do passado.

Ao final, seguimos o contrário da famosa fala “aqueles que não aprendem com o passado estão fadados a repetilo”. Em outras palavras, aprendemos com o passado na esperança de que ele se repita. E esta esperança não está baseada em fé pura. O fato é que as tendências do mercado, apesar de eventos de cauda, de inúmeras declarações de “novos normais” e de grandes inovações tecnológicas, se mantêm em uma constante repetição de padrões. Graças a isso que fundos quant conseguem modelar essas tendências e capturar o alpha ao prevê-las. Talvez por uma profecia autorrealizada ou, ainda, por só alguns poucos realmente aprenderem com o passado, a oportunidade de ganhos permanece, principalmente em mercados como o Brasil.

*

Falando sobre performance, o mês de junho foi marcado por uma forte queda no mercado acionário global, com o IBOVESPA cedendo -11.5% e os índices da bolsa Norte Americana S&P500 e Nasdaq caindo -8.3% e -8.7%, respectivamente. Nosso fundo **Rio Bravo Sistemático** teve performance de -0.86% contra 1.01% do CDI. Entre nossas estratégias, Valor e Momentum apresentaram a maior contribuição negativa: de -0.79% e -0.40%, respectivamente.

No ano, o fundo segue com retorno positivo de 3.12% ou 60% do CDI. Iniciamos o mês de julho com exposição bruta próxima de 90% e exposição líquida de aproximadamente +8.5%.

Renda Variável

por Evandro Buccini e
Francesco Lupo Pasino



Hapvida

Setor de saúde

O preço das ações do setor de saúde brasileiro caiu entre 20% e 30% no acumulado do ano, contra -4,5% do Ibovespa. Olhando para os diferentes segmentos desse setor, os hospitais são as empresas que mais sofreram nesses meses do 2022 (com uma queda na faixa de 30%). O desempenho fraco das empresas de saúde é resultado do aumento das taxas de juros no Brasil (os hospitais têm uma *duration* alta do fluxo de caixa) e do impacto inflacionário.

A Hapvida também contribuiu para o fraco desempenho do setor no ano, com uma queda de - 46% no YTD, atribuída a um desempenho operacional mais fraco do que o esperado nos últimos trimestres, principalmente no crescimento orgânico de membros e MLR mais alto (o índice de sinistralidade médica, MLR, é a parcela do total de prêmios de assistência médica gastos em sinistros médicos e esforços para melhorar a qualidade do atendimento).

Por outro lado, as empresas farmacêuticas compensaram parcialmente esse impacto. Isso foi apoiado principalmente pelo desempenho de Hypera (+45% no YTD), já que a empresa continua com forte impulso de ganhos com crescimento das vendas acima do mercado pelo quinto trimestre consecutivo.

Focando nas operadoras de saúde, a discussão começa com o cenário macro desafiador, que deve pressionar o preço das ações dessas empresas. A piora das condições econômicas deve persistir por algum tempo e impactar o poder de compra das famílias. Por isso, a previsão é de fraco crescimento no número de beneficiários de planos individuais.

Outro fator relevante é que o mercado de saúde brasileiro tem crescido historicamente em linha com o mercado de trabalho, pois os empregos formais costumam agregar o benefício de planos de saúde patrocinados por empresas. Nesse contexto, uma taxa de desemprego acima do esperado pode limitar o espaço de crescimento das operadoras de saúde.

Esses fatores macro, combinados com a já alta penetração dos planos corporativos, apontam para um ambiente de crescimento provavelmente fraco para os beneficiários de planos de saúde no curto prazo.

Apesar da diminuição dos casos de Covid-19, que nos últimos trimestre aumentaram a MLR devido aos custos não recorrentes para tratar os pacientes infectados como vírus, esperamos que os custos de sinistros continuem em patamares elevados, acima da média histórica, devido ao impacto da inflação médica nos custos das operadoras e os recentes M&As.

Mesmo com um curto prazo desafiador, vemos boa oportunidade de longo prazo para o setor, principalmente para a Hapvida.

Hapvida

A Hapvida hoje é resultado da fusão da HapvidaCo e Notre Dame Intermédica (GNDI), que ocorreu em 22 de fevereiro de 2022. A empresa oferece planos de saúde e odontológicos para cerca de 8,5 milhões de beneficiários com foco na população de baixa/média renda por meio de um modelo semi-verticalmente integrado. A empresa tem presença nacional, com atuação em 19 das 27

capitais, abrangendo estados que respondem por 90% do PIB brasileiro. Atualmente, a empresa é a operadora nº 1 em beneficiários de saúde e a nº 2 em planos odontológicos, enquanto figura entre os três maiores grupos hospitalares do país, com 7 mil leitos distribuídos em seus 85 hospitais.

No modelo de semi-verticalmente integrado, a empresa aproveita sua rede própria de unidades de saúde para internalizar seus custos médicos. Dessa forma, a companhia consegue evitar serviços desnecessários e possíveis fraudes, que são amplamente vistos em todo o setor devido a interesses não alinhados entre pagadores e fornecedores. Isso permite que a empresa tenha um MLR menor quando comparada à média do setor e aos principais pares.

Com uma estrutura de custos mais baixa, a empresa consegue ser mais competitiva do que os pares, passando, assim, de cerca de 8,0% de market share em 2016 para mais que o dobro hoje, ganhando cerca de 5 p.p. em cada empresa (HAPV e GNDI) dividido quase uniformemente entre orgânico e M&A.

Estimamos que a HAPV vai ter um crescimento de cerca 8 % a.a. pelos próximos cinco anos, principalmente impulsionada pelo aumento dos números de beneficiários, vendo 2 p.p. de ganhos de participação no mercado orgânico. Além disso, as sinergias da fusão provavelmente impulsionarão ainda mais o crescimento e o suporte da receita e o EBITDA.

A empresa prevê R\$ 1,4 bilhão em sinergias da fusão anualizadas até o final do 3º ano da integração em 2024, o que representaria cerca de 15% de nossa projeção de EBITDA em 2025.

Vemos uma boa possibilidade de investimento em Hapvida. Os problemas mencionados anteriormente devem ser restritos ao curto prazo. Na visão de médio-longo prazo, estamos confiantes que a ampla presença nacional deve suportar um crescimento orgânico e inorgânico sólido, que se traduz em um bom retorno para os acionistas.

Performance

	Renda Fixa		Renda Variável	Multimercado	Índices							
	Rio Bravo Crédito Privado FIRF	Rio Bravo Liquidez DI FI Referenciado	Rio Bravo Fundamental FIA	Rio Bravo Sistemático FIC FIM	CDI	IBOV	SMLL	EURBRL	USDBRL	FTSE R\$ (ex-UK)	IMA-B	IFIX
junho 22	1,03	0,98	-12,61	-0,87	1,02	-11,50	-16,33	8,45	11,05	-1,80	-0,36	-0,88
maio 22	1,21	0,99	-1,07	1,97	1,03	3,22	-1,82	-3,08	-4,80	-4,52	0,96	0,26
abril 22	0,90	0,69	-10,08	1,86	0,83	-10,10	-8,36	-0,07	4,86	-2,48	0,83	1,19
março 22	1,03	0,88	7,70	1,37	0,93	6,06	8,81	-9,59	-7,97	-10,93	3,07	1,42
fevereiro 22	0,87	0,80	-0,27	0,21	0,76	0,89	-5,19	-2,70	-2,98	-7,09	0,54	-1,29
janeiro 22	0,77	0,73	5,01	-1,41	0,73	6,98	3,42	-5,34	-3,48	-10,58	-0,73	-0,99
dezembro 21	0,82	0,72	0,56	1,64	0,77	2,85	3,80	-0,59	-0,85	4,41	0,22	8,78
novembro 21	0,67	0,58	-2,85	0,88	0,59	-1,53	-2,29	-2,14	-0,23	-4,83	3,47	-3,64
outubro 21	0,56	0,46	-6,75	1,46	0,49	-6,74	-12,53	3,41	3,56	7,96	-2,54	-1,47
setembro 21	0,54	0,40	-3,71	1,84	0,44	-6,57	-6,43	3,02	4,97	-0,84	-0,13	-1,24
agosto 21	0,53	0,40	-3,79	0,79	0,43	-2,48	-3,82	-1,10	-0,51	2,69	-1,09	-2,63
julho 21	0,45	0,38	-4,58	1,01	0,36	-3,94	-5,80	4,98	4,88	5,42	-0,37	2,51
junho 21	0,36	0,30	-1,84	-1,28	0,31	0,46	1,29	-7,69	-4,78	-5,74	0,42	-2,19
maio 21	0,33	0,26	6,02	-1,04	0,27	6,16	6,32	-2,38	-4,02	0,66	1,06	-1,56
Ano	5,96	5,18	-12,32	3,11	5,26	-3,87	-16,81	-13,05	-5,72	-32,42	4,64	-0,15
12 meses	9,80	8,31	-29,39	11,21	8,58	-20,82	-37,67	-8,17	3,90	-23,59	4,31	2,77
24 meses	14,35	8,89	-8,44	10,05	11,02	7,38	-10,11	-7,94	-1,18	-2,60	12,70	0,36
36 meses	14,77	13,06	0,83	12,51	16,14	0,04	-6,99	26,95	36,60	28,84	17,83	7,33
48 meses	22,46	19,29	37,71	24,28	23,51	42,71	31,83	23,35	36,17	32,22	52,17	32,77
Desde o início	237,29	225,92	632,11	73,30	22,29	25,27	32,11	24,67	43,06	44,31	43,86	20,80
PL Atual (R\$Mil)	251.037,388	4.614,984	9.633,92	12.796,56								
Data de início	14/08/2008	27/12/2007	08/09/2004	17/08/2015								
Taxa de Administração (a.a.)	0,004	0,003	0.5% até 20M / 1.6% + de 20M	0,02								
Taxa de Performance (a.a.)	-	-	20% do que exceder Ibovespa	20% do que exceder CDI								

RIO BRAVO

Paulo Bilyk

Chief Executive Officer
Chief Investment Officer
paulo.bilyk@riobravo.com.br

Gustavo Franco

Senior Advisor
gustavo.franco@riobravo.com.br

Evandro Buccini

Diretor de Renda Fixa e Multimercado
evandro.buccini@riobravo.com.br

Anita Scal

Diretora de Investimentos Imobiliários
anita.spichler@riobravo.com.br

Vanessa Faleiros

Chief Operating Officer
Diretora Jurídico e Compliance
vanessa.faleiros@riobravo.com.br

comercial

comercial@riobravo.com.br

Daniel Sandoval

Diretor Comercial
11 3509-6689
daniel.sandoval@riobravo.com.br

Fabiana Nani

Gerente Comercial
11 3509-6616
fabiana.nani@riobravo.com.br

Vanessa Valente

Gerente Comercial
11 3509-6615
vanessa.valente@riobravo.com.br

Lígia Pereira

Analista Comercial
11 3509-6687
ligia.pereira@riobravo.com.br

relação com investidores

Isabela Perez

11 3509-6657
ri@riobravo.com.br

ouvidoria

0800 722 9910
ouvidoria@riobravo.com.br



Este material foi elaborado pela Rio Bravo e não deve ser considerado um relatório de análise para fins. Este material tem caráter meramente informativo, não constitui e nem deve ser interpretado como sendo material promocional, solicitação de compra ou venda, oferta ou recomendação de qualquer ativo financeiro, investimento, sugestão e alocação ou adoção de estratégias por parte dos destinatários. Os prazos, taxas e condições aqui contidos são meramente indicativos. As informações contidas nesse material foram consideradas razoáveis na data em que ele foi divulgado e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. A Rio Bravo não dá nenhuma segurança ou garantia, seja de forma expressa ou implícita, sobre a integridade, confiabilidade ou exatidão dessas informações. Este relatório também não tem a intenção de ser uma relação completa ou resumida dos mercados ou desdobramentos nele abordados. Os ativos, operações, fundos e/ou instrumentos financeiros discutidos nesse material podem não ser adequados para todos os investidores. Este material não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades específicas de qualquer investidor. Os investidores devem obter orientação financeira independente, com base em características pessoais, antes de tomar uma decisão de investimento. Caso os ativos, operações, fundos e/ou instrumentos financeiros sejam expresso em uma moeda que não a do investidor, qualquer alteração na taxa de câmbio pode impactar adversamente o preço, valor ou rentabilidade. A Rio Bravo não se responsabiliza por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações divulgadas e se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização deste material ou seu conteúdo. Este material é destinado à circulação exclusiva para a rede de relacionamentos da Rio Bravo, podendo ser divulgado também em seu site. Fica proibida a reprodução ou redistribuição para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento expresso da Rio Bravo. Para maiores informações sobre os produtos, tabelas de custos operacionais, acesse www.riobravo.com.br. LEIA O MATERIAL 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. ESTE FUNDO TEM MENOS DE 12 (DOZE) MESES. PARA AVALIAÇÃO DA PERFORMANCE DE UM FUNDO DE INVESTIMENTO, É RECOMENDÁVEL A ANÁLISE DE, NO MÍNIMO, 12 (DOZE) MESES. A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS E TAXA. AS INFORMAÇÕES PRESENTES NESTE MATERIAL TÉCNICO SÃO BASEADAS EM SIMULAÇÕES E OS RESULTADOS REAIS PODERÃO SER SIGNIFICATIVAMENTE DIFERENTES. A RENTABILIDADE AJUSTADA CONSIDERA O REINVESTIMENTO DOS DIVIDENDOS, JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO OU OUTROS RENDIMENTOS ADVINDOS DE ATIVOS FINANCEIROS QUE INTEGREM A CARTEIRA DO FUNDO REPASSADOS DIRETAMENTE AO COTISTA. DESCRIÇÃO DO TIPO ANBIMA DISPONÍVEL NO FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES. ESTA INSTITUIÇÃO É ADERENTE AO CÓDIGO ANBIMA DE REGULAÇÃO E MELHORES PRÁTICAS. Para informações, ligue para +55 11 3509-6600. Para reclamações, utilize o SAC/Ouvidoria: 0800-722-9910.

Conheça nossas estratégias

imobiliários

A Rio Bravo é pioneira em Fundos de Investimento Imobiliário no Brasil e um dos principais players, atuando em estruturação, administração e gestão deste produto.

Escritórios

Aquisição e gestão de lajes corporativas
RCRB11 – Rio Bravo Renda Corporativa

Educacional

Aquisição e gestão de centros educacionais
RBED11 – Rio Bravo Renda Educacional

Varejo

Aquisição e gestão de lojas individuais
RBVA11 – Rio Bravo Renda Varejo

Fundo de Fundos

Alocação em FIIs listados com foco em perpetuidade
RBFF11 – Rio Bravo Fundo de Fundos

Logístico

Aquisição e gestão de centros industriais e Logísticos
SDIL11 – SDI Rio Bravo Renda Logística

Residencial

Aquisição e gestão de imóveis residenciais
RBRS11 – Rio Bravo Renda Residencial

renda variável

Com histórico de quase 17 anos, a área de renda variável da Rio Bravo é pautada na análise fundamentalista voltada para o longo prazo. Temos histórico comprovado de retorno no longo-prazo, em linha com nossa filosofia de investimento.

Rio Bravo Fundamental FIA

Fundo de ações long-only iniciado em 2004, possui um dos melhores históricos de fundos de ações do mercado brasileiro.

multimercados

A Rio Bravo tem um dos fundos quantitativos mais longevos do mercado brasileiro, com início em 2015, e atua com modelos estatísticos e tecnologia para decidir os melhores instrumentos e para gerenciar o risco.

Rio Bravo Sistemático FIC FIM

Um dos primeiros fundos quantitativos do país, usa inteligência artificial para basear as decisões de investimento.

Previdência

Pensamento de longo prazo e gestão fundamentalista, atuação conjunta das áreas de expertise da Rio Bravo



renda fixa e crédito

A área de Renda Fixa da Rio Bravo atua desde 2007 e é formada por profissionais com experiência em gestão de fundos de renda fixa e atuação no mercado de capitais.

Rio Bravo Crédito Privado FI RF

Investimentos em ativos de renda fixa de baixo risco de crédito

Fundos imobiliários de crédito

5 FIIs com estratégias e maturações diferentes. Portfólio amplo com operações high grade e high yield

Infraestrutura

atuação e pesquisa em infraestrutura e sustentabilidade

Usamos nosso conhecimento para entregar as melhores alternativas de investimentos, sempre de olho no que tem valor no longo prazo

RIO BRAVO



Seu investimento tem poder.

riobravo.com.br