



# estratégias estratégicas



**RIO BRAVO**

janeiro 23

# Ensaio

por Gustavo Franco



A hipersensibilidade aos gestos e sinais das autoridades vem do ano passado, sendo típica da temporada eleitoral, quando o público procura antecipar o que farão os candidatos a partir de discursos e declarações à imprensa. O presidente eleito, já no desempenho do mandato, parece ter preservado ainda por mais um tempo as liberdades de candidato ao abordar temas como a independência do Banco Central e a taxa de juros, bem como a ideia de que certos gastos públicos deveriam ser tratados como se fossem investimentos, e mesmo a tese pela qual Dilma Rousseff deixou a presidência por conta de um golpe de estado.

Até que ponto se deve tomar essas falas como orientações do governo?

É claro que o presidente precisa se afastar do palanque, mas é provável que, à semelhança de seu predecessor, nunca deixará totalmente esse espaço. Depois do advento da reeleição, os presidentes parecem sempre estar em campanha, o que serve para colocar em contexto os seus exageros verbais.

**“Sempre que o presidente fala sobre economia cria problemas para o seu ministro da Fazenda”**

Entretanto, Lula não deve disputar a reeleição, de modo que seus destemperos verbais não deveriam ser interpretados ao pé da letra. Mas sempre que o presidente fala sobre economia cria problemas para o seu ministro da Fazenda, ao menos quanto à ênfase. Na verdade, não há nada de novo em “problemas de ênfase”, como normalmente se definem as possíveis inconsistências entre o que diz o presidente e o que pratica o ministro. Está em teste, ou em construção, a capacidade de alinhamento entre o presidente e seu ministro. Espera-se que a convergência seja rápida.

**“O fato é que janeiro não foi tão calmo como costuma ser”**

O fato é que janeiro não foi tão calmo como costuma ser, a começar pela longa e elaborada costura para definir o novo ministério simultaneamente à passagem de uma Emenda Constitucional de índole orçamentária, passando pelo “Capitólio brasileiro”, as arruaças golpistas de 8 de janeiro, e culminando com o primeiro “pacote” do ministro Haddad no dia 12.

Na segunda quinzena do mês, as viagens para Davos, seguida de outra para Argentina e Uruguai, serviram como distração para os temas da primeira quinzena. Era período de recesso parlamentar, e o Congresso que toma posse no mês de fevereiro dá início a uma nova legislatura. Não é possível, neste momento, especular muito firmemente sobre como o Legislativo reagirá às pautas do ministro da Fazenda. Era preciso passar pela eleição dos chefes das duas casas legislativas, havendo certa indefinição quanto ao Senado.

Os eventos, em particular as imagens, dos atos golpistas de 8 de janeiro, ainda ressoam pesadamente no noticiário. Mesmo que as sequelas se prolonguem por semanas, é pouco provável que arrefeçam o ritmo da política econômica.

O pacote de 12 de janeiro inovou em primeiro lugar porque trouxe juntos dois dos três membros do novo Conselho Monetário Nacional (CMN), que retorna ao desenho original de 1994, com a recriação do ministério do Planejamento. Essa foi a medida mais importante, e a menos falada no pacote.

Era preciso definir (através de uma Medida Provisória, a de n. 1.158, pois é matéria de lei) a nova composição do CMN, bem como de sua Comissão Técnica da Moeda e do Crédito (COMOC) idealmente sem trazer nenhuma inovação na governança da moeda e na delicada dinâmica do sistema de metas para a inflação.

Foi exatamente esta a intenção e a mensagem de um vídeo do ministro que circulou antes do pacote. Entretanto, teve efeito muito ruim. O ministro confundiu o CMN com a CVM, demonstrando desconhecer a função de ambos os colegiados.

Mas não houve erros na coletiva dos ministros, não devendo ser perdido de vista que, nesse novo CMN com três membros, estão reunidos, como numa “coalizão”, o PT, a 3ª via e o Banco Central.

Diante dessa imagem, e da importância da manutenção das regras de governança da moeda, as medidas fiscais foram, de longe, a pior parte, inclusive porque desnecessária, do anúncio do dia 12. Confirmando esta percepção, e confiando em seus instintos, o ministro cometeu um “sincerídio” inesperado, que, todavia, para muitos, foi a inovação mais festejada do pacote: o ministro exibiu *ceticismo* quanto seu próprio pacote e rumou para Davos parecendo afastar-se dos temas do pacote e de seu indefectível *power point*. Mais importante que os cálculos estimativos sobre os efeitos das medidas eram as falas pró-responsabilidade fiscal, também vagas, mas contundentes.

Não é trivial que candidatos à presidência falem de responsabilidade fiscal em termos objetivos, um desafio evidente para aquele grupo, como ficou patente pela ministra do Planejamento, Simone Tebet, que continuou se esforçando para pronunciar as palavras “emprego e renda” em suas intervenções, como fazia como candidata. Implicitamente, ficou claro que o equilíbrio fiscal, tarefa daqueles ministros, é *pré-requisito* para “emprego e renda”, uma tese “fundadora” da coalizão que elegeu Lula.

O fato é que foi da “máquina” que vieram as duas medidas tributárias que atraíram mais atenção, nada de novo: o que parece ser (ou está a caminho de se tornar) um novo REFIS (o programa “litígio zero”) e o assunto do voto de qualidade no CARF.

Há uma curiosa armadilha retórica nessas medidas: como propor o “litígio zero” como conceito ao mesmo tempo em que se buscava determinar que todos os litígios sejam decididos a favor da Fazenda?

Tem sido muito contestada a proposta de retorno do “voto de qualidade” a favor do governo no CARF, que é o tribunal administrativo onde contribuintes questionam atos da fiscalização. Um tribunal não é uma repartição arrecadadora, e as autoridades (na verdade, o *power point*) associaram não apenas um número (R\$ 60 bilhões) à medida, mas uma lista de exatas 19 “teses” que vêm sendo decididas a favor do contribuinte de forma supostamente indevida. Por que não tratar o mérito de cada uma dessas teses, e dirimir as dúvidas de interpretação sobre a legislação tributária em cada caso, em vez de ajustar o VAR?

O novo Congresso terá de se debruçar sobre estes temas, e alguns outros muito difíceis como a desoneração dos combustíveis, os limites do Simples, o reajuste da tabela progressiva, assim como as pautas mais estruturantes como as da reforma tributária e o novo arcabouço fiscal, qualquer que seja o exato significado desses termos. Por ora, só tivemos ensaios, e sem a participação integral do Legislativo, que entra em cena para valer apenas no mês que vem.

**“Uma coisa é esbravejar contra os juros altos, um direito exercido por todos os presidentes da República do passado, outro é mandar subir a inflação.”**

Janeiro termina com uma reunião do COPOM, que, como esperado, não trouxe alteração da SELIC: é na reunião de março que talvez se observem algumas das primeiras tensões entre o Palácio e o Banco Central em torno da política monetária. As falas presidenciais, conjugadas à confirmação do CMN, rapidamente trouxeram o assunto de uma possível revisão *para cima* da meta de inflação, assunto delicado e inédito, e provavelmente destinado a provocar intenso mau humor nos mercados. Será um desafio difícil para Lula e seu ministro: uma coisa é esbravejar contra os juros altos, um direito exercido por todos os presidentes da República do passado, outro é *mandar subir* a inflação.



# Renda Fixa

## Crédito privado



Evandro Buccini

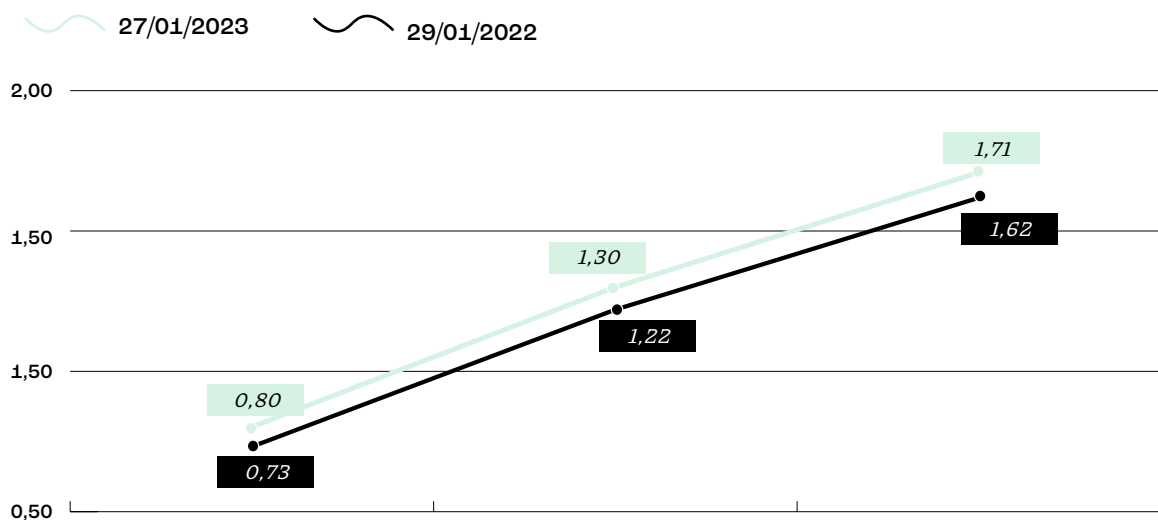
Por Evandro Buccini e Alex Hirai

## Impacto das Americanas nos spreads de crédito privado

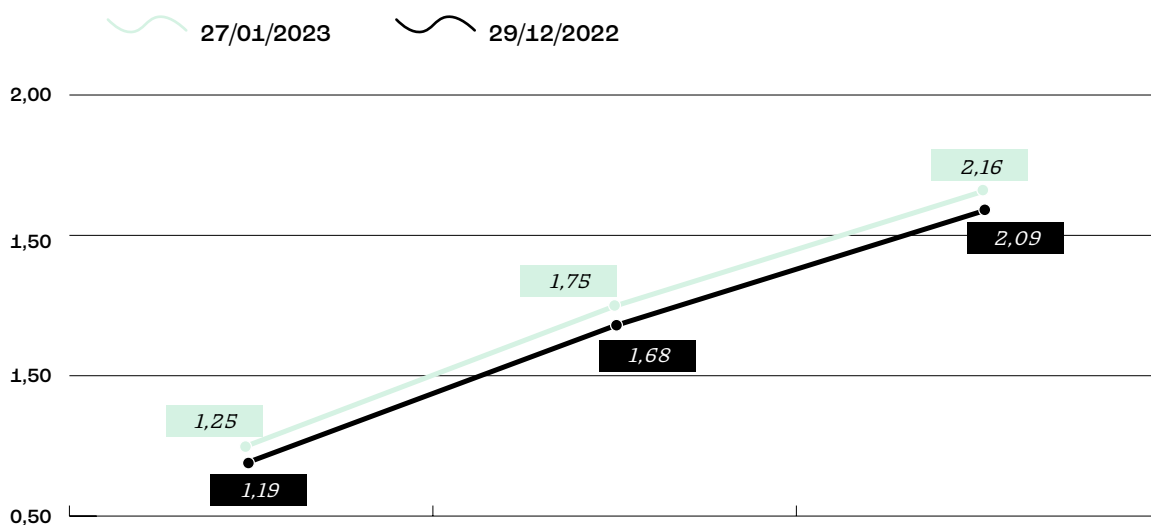
A Rio Bravo Investimentos não tem posição em Americanas S.A. em seus veículos de investimento, seja exposição às ações ordinárias da companhia (AMER3) ou por dívida corporativa. Tampouco há exposição à companhia como locatária por meio dos fundos de investimentos imobiliários (FIIs) geridos pela Rio Bravo.

O mercado de crédito privado iniciou o ano de 2023 movimentado com o pedido de Recuperação Judicial da Americanas S.A., empresa antes considerada *high grade* com a nota de rating AA+ pela Fitch. O evento de crédito da Americanas causou uma abertura geral nos *spreads* de crédito das debêntures no mercado secundário. Ao comparar as curvas de crédito publicadas pela ANBIMA entre os dias 29/12/22 e 27/01/23, notamos uma movimentação paralela para cima na curva com uma leve inclinação nos vértices de *duration* mais longa.

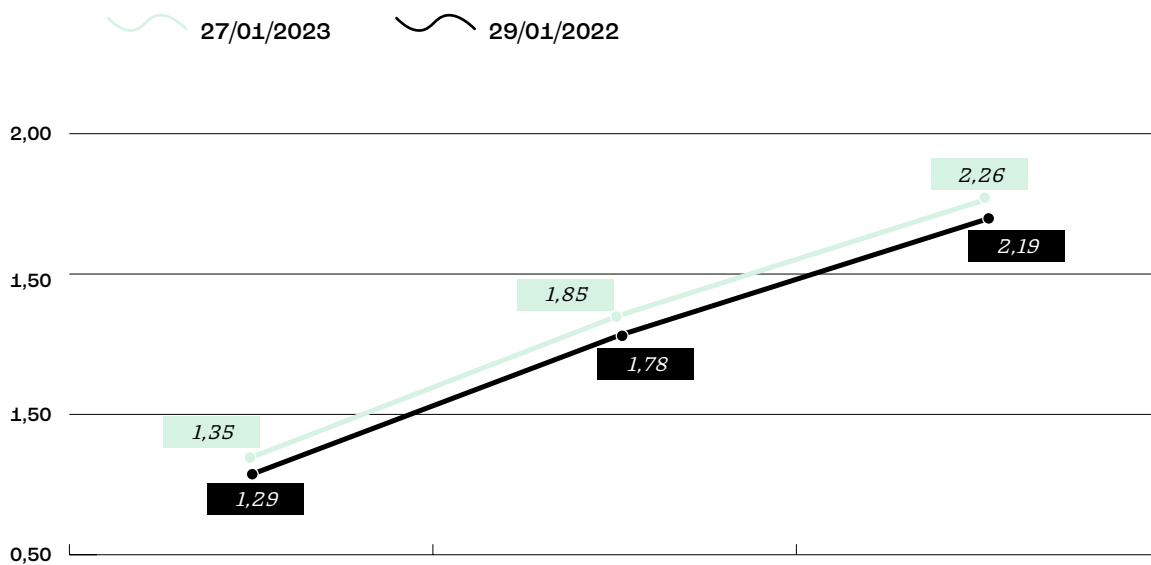
### CDI +AAA



CDI + AA



CDI + A



Fonte: ANBIMA

Na semana da publicação do fato relevante de Americanas, observamos uma queda de rentabilidade nos índices de debêntures indexados ao CDI, o IDA-DI (índice publicado pela ANBIMA) e IDEX-Geral, marcando uma das maiores quedas (*drawdowns*) de rentabilidade do mercado de crédito desde a pandemia. Durante esse período, a diferença entre o preço de venda

e de compra das debêntures no mercado secundário aumentou em mais 100 bps (excluindo efeito Americanas). No entanto, o momento de maior estresse já passou e podemos notar a normalização dos *spreads* de crédito e a redução significativa da diferença entre o preço de venda e de compra para 5bps a 10bps, refletindo na rentabilidade dos índices.

**RENTABILIDADE DOS PRINCIPAIS ÍNDICES DE CRÉDITO PRIVADO COM INDEXADOR CDI**

*IDA-DI vs. IDex-Geral vs Rio Bravo Crédito Privado*

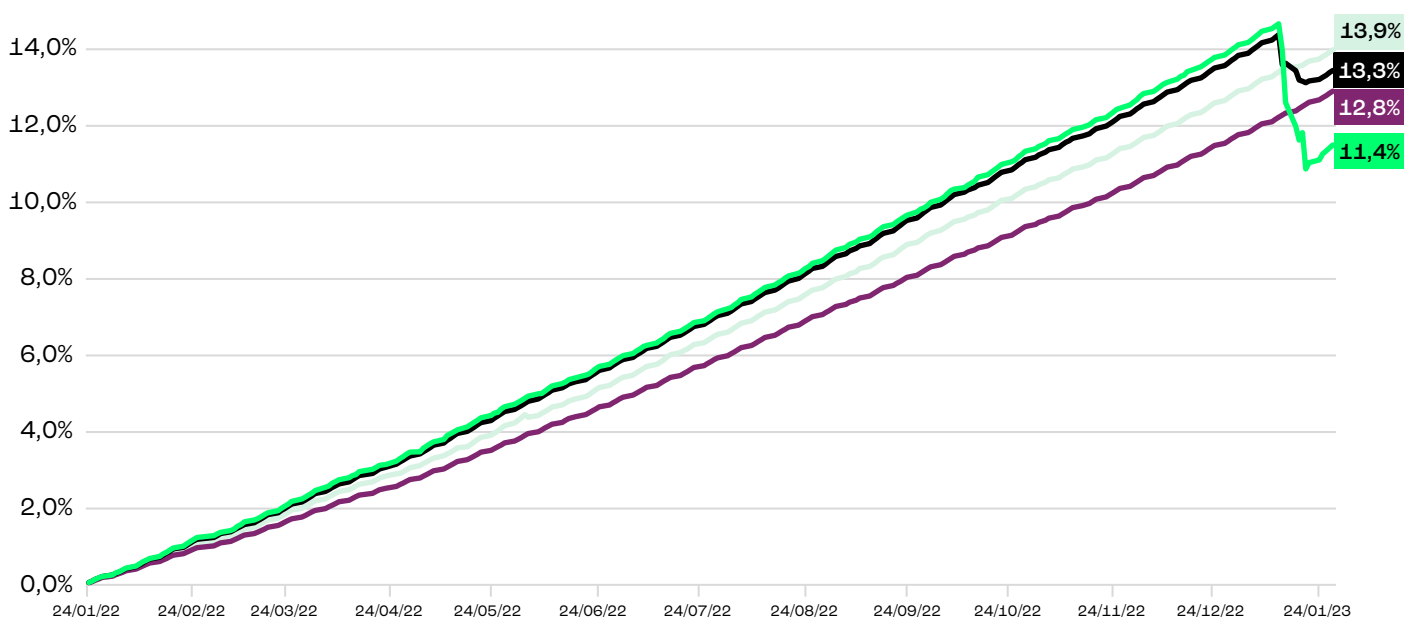
Data	IDA-DI	IDEX- Geral	Rio Bravo CP	CDI	Rio Bravo CP/CDI
02-jan-23	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	103,90%
03-jan-23	0,06%	0,06%	0,06%	0,05%	109,19%
04-jan-23	0,06%	0,07%	0,06%	0,05%	112,87%
05-jan-23	0,06%	0,06%	0,05%	0,05%	107,01%
06-jan-23	0,06%	0,07%	0,06%	0,05%	109,68%
09-jan-23	0,06%	0,06%	0,06%	0,05%	108,94%
10-jan-23	0,06%	0,06%	0,06%	0,05%	113,41%
11-jan-23	0,06%	0,06%	0,05%	0,05%	106,11%
12-jan-23	-0,68%	-0,60%	0,05%	0,05%	100,08%
13-jan-23	0,03%	-1,21%	0,04%	0,05%	78,26%
16-jan-23	-0,18%	-0,56%	0,03%	0,05%	49,91%
17-jan-23	-0,21%	-0,32%	0,01%	0,05%	22,75%
18-jan-23	-0,03%	0,17%	0,02%	0,05%	47,88%
19-jan-23	-0,04%	-0,85%	0,05%	0,05%	100,33%
20-jan-23	0,04%	0,14%	0,04%	0,05%	88,04%
23-jan-23	0,04%	0,07%	0,05%	0,05%	94,47%
24-jan-23	0,05%	0,14%	0,06%	0,05%	112,95%
25-jan-23	0,05%	0,07%	0,05%	0,05%	99,08%
26-jan-23	0,06%	0,07%	0,05%	0,05%	106,52%
27-jan-23	0,05%	0,07%	0,06%	0,05%	108,36%
<b>Acumulado Mês</b>	<b>-0,34%</b>	<b>-2,30%</b>	<b>0,96%</b>	<b>1,02%</b>	<b>93,96%</b>

*Nota: 12/01/23 publicação do fato relevante de Americanas*

O Rio Bravo Crédito Privado demonstrou resiliência nesse período de volatilidade, apresentando rentabilidade acumulada de 12 meses de 13,9% versus 12,8% do CDI.

Abaixo, mostramos as performances acumuladas dos últimos 12 meses dos principais índices compostos por debentures indexados ao CDI.

### Rentabilidade Acumulada 12 meses

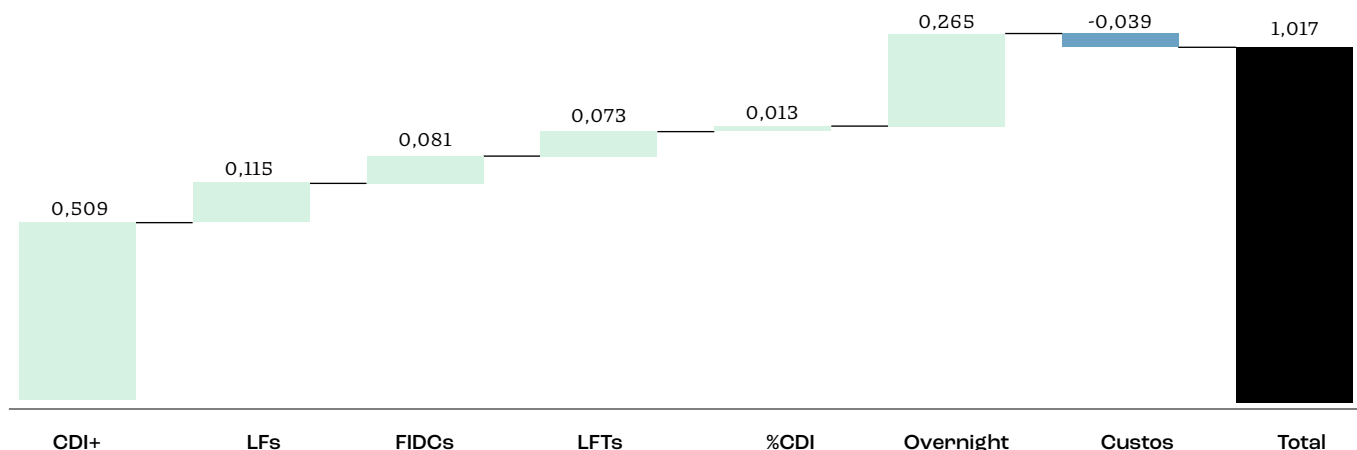


Fonte: Quantum e Rio Bravo

A resiliência do fundo **Rio Bravo Crédito Privado** é resultado da combinação de três fatores: (1) redução de nossa exposição no setor de varejo, posto que possuímos <3,3% do PL atual do fundo (Smartfit 0,8%, SBF Centauro 1,3% e C&A 1,1% do PL); (2) concentração elevado de caixa (compromissada + LFTs) nos últimos meses entre 30% e 35% do PL do fundo; (3) aumento de exposição às cotas sêniores de FIDC (6% do PL) e LF de instituições financeiras (10% do PL), que demonstraram ser menos voláteis em momento de estresse de mercado.

Em janeiro, o fundo **Rio Bravo Crédito Privado** apresentou performance positiva, atingindo 95,0% do CDI. O rendimento desse mês foi impactado pela abertura dos *spreads* de crédito privado. No entanto, pela diversificação da carteira e uma concentração baixa no setor de varejo, conseguimos entregar um retorno positivo. A seguir, mostramos os maiores contribuintes à performance do fundo no período.

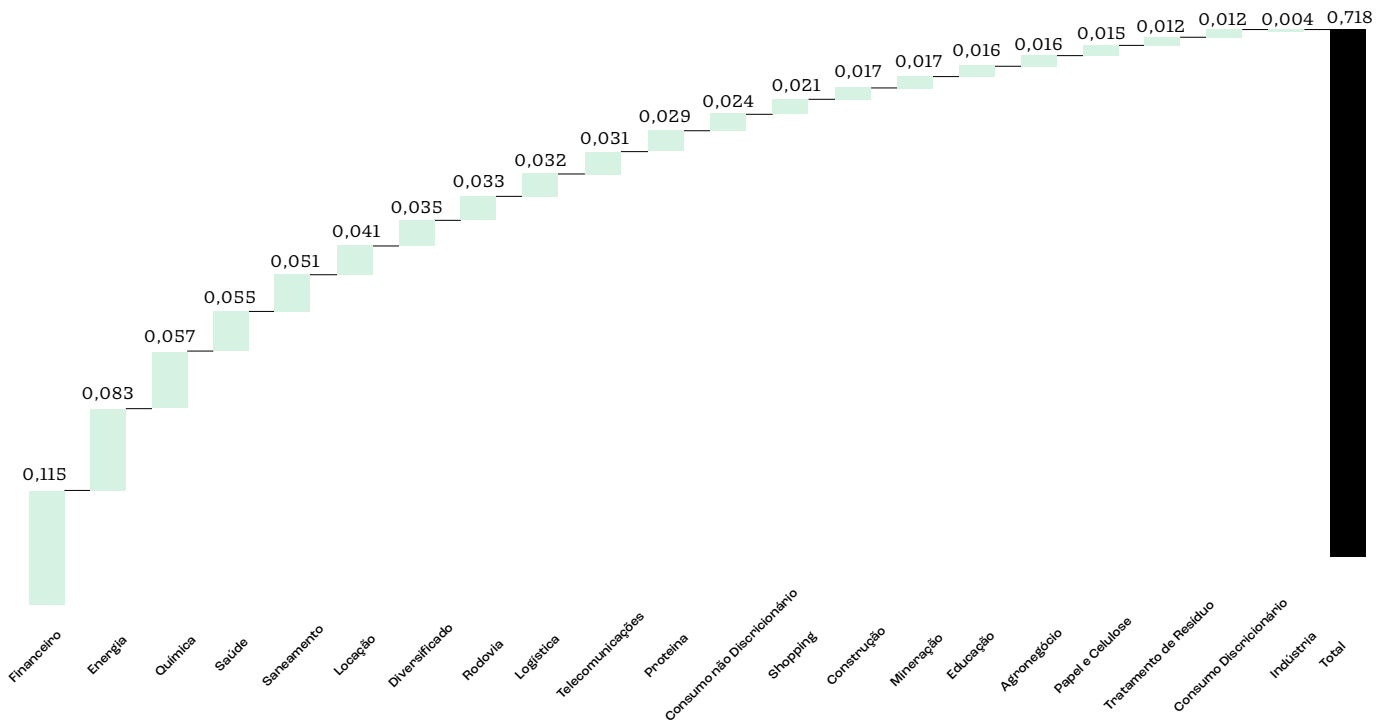
### Janeiro/23 Performance Breakdown por classe de ativo (%)



Todos os setores apresentaram contribuições positivas para o fundo. Os setores Financeiro, Energia Elétrica, Química e Saúde foram os grandes destaques. O fundo

encerrou novembro com 55,8% de seu PL em debêntures, sendo eles 98,7% indexados pelo CDI+ e 1,3% pelo %CDI.

### Janeiro/23 Performance Breakdown por setor (%)



Ao longo do mês, entramos em uma emissão primária de debênture, sendo ela Copel Geração e Transmissão. Ainda, possuímos emissões no *pipeline* em processo de avaliação.

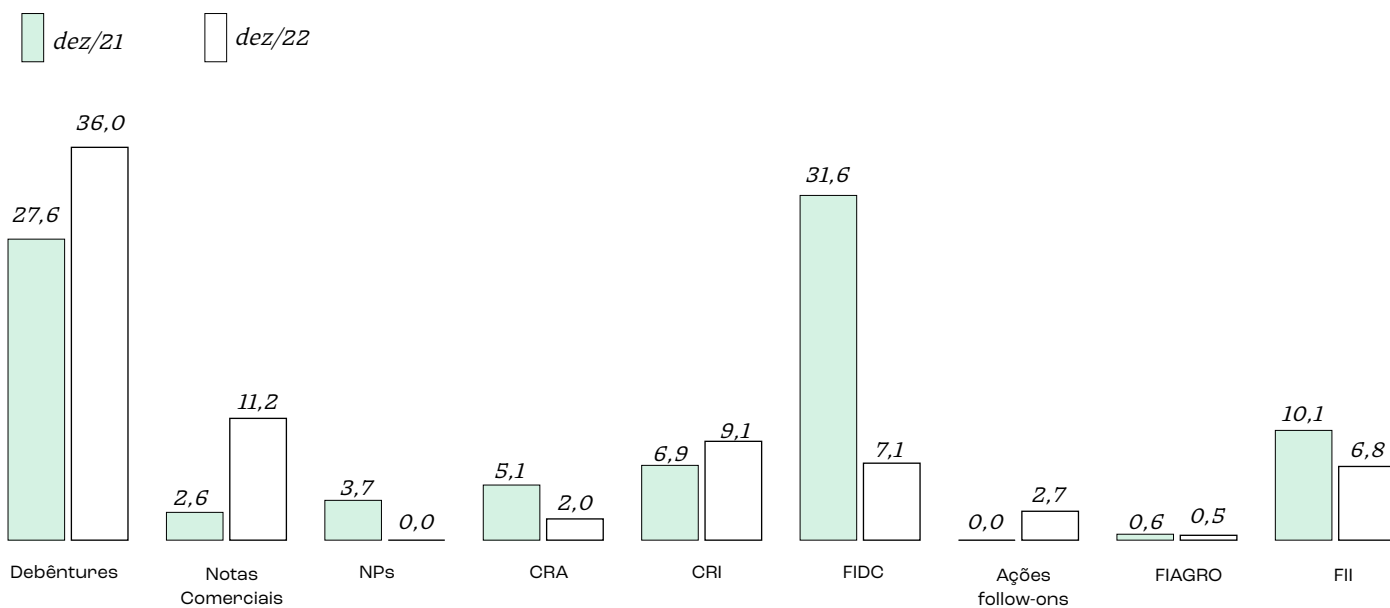
A Copel Geração e Transmissão é uma subsidiária da Copel, um dos principais grupo do setor elétrico do país, com atuação nas áreas de geração e transmissão, distribuição e comercialização de energia. De forma integrada, a Copel atende diretamente a 4,9 milhões de unidades consumidoras em 395 municípios em 1.113 localidades, principalmente no estado do Paraná. A Copel GeT possui 49 usinas próprias, além de participação em outros empreendimentos de geração de energia, totalizando 6.706 MW (94% de energia renovável) e no segmento de linhas de transmissão, a companhia conta com 9.616 km de linhas. Nos últimos cinco anos, a empresa vem apresentando resultados operacionais

sólidos, demonstrando eficiência na operação por meio de indicadores de produtividade por colaborador, níveis baixos de perdas não técnicas e inadimplência nas mínimas histórias.

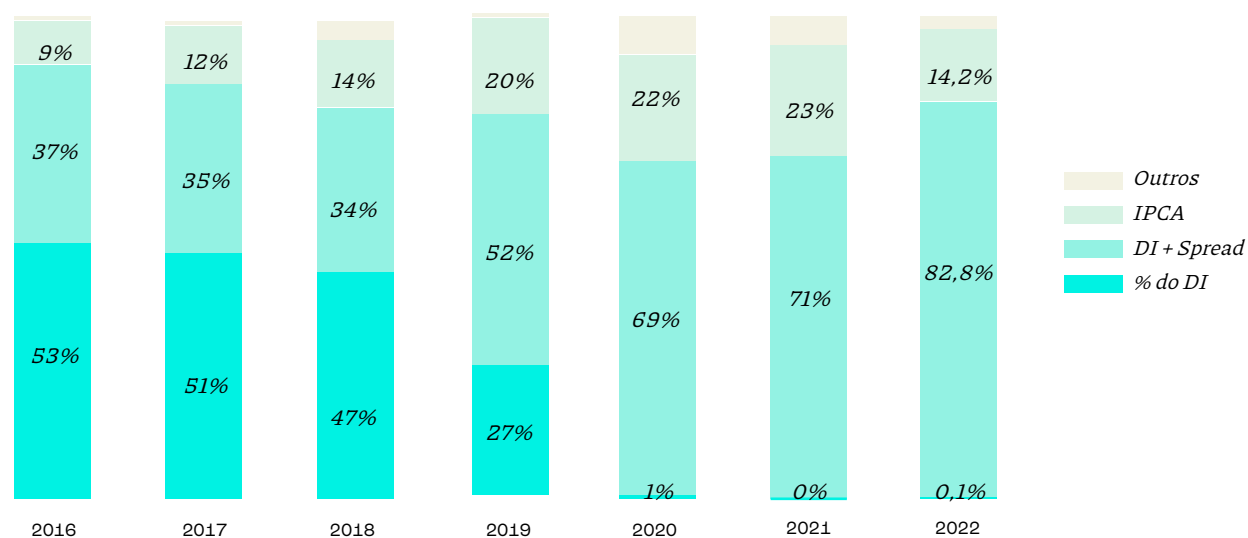
No mercado primário de crédito privado, observou-se em dezembro/22 um volume de R\$ 36,0 bi em emissão de debêntures, montante superior aos R\$ 27,6 bi de dezembro/21, segundo dados disponibilizados pela ANBIMA. O indexador DI + spread continua a ser o mais relevante entre os indicadores, representando ~83% do volume de debêntures emitidas em 2022. Os principais destinos do recurso captado continuam sendo para Capital de Giro e Refinanciamento de Passivo. Afora isso, os fundos de investimento absorveram 44% das emissões primárias em 2022, passando a ser uma peça fundamental para o fomento do mercado de crédito privado.



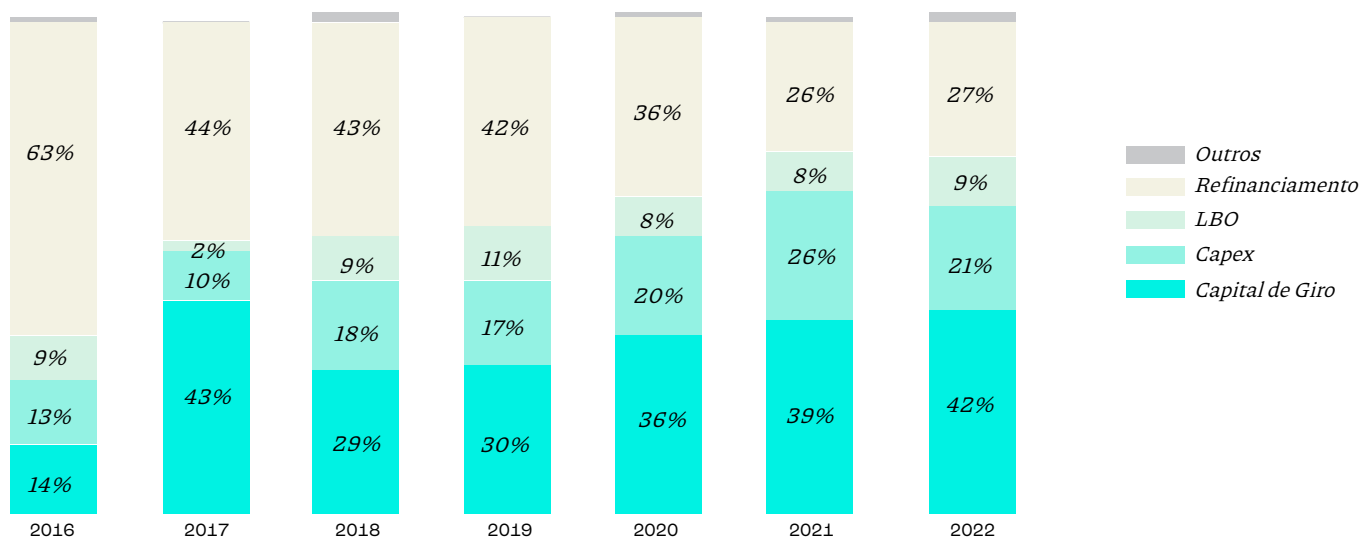
## Mercado Doméstico (R\$ Bilhões)



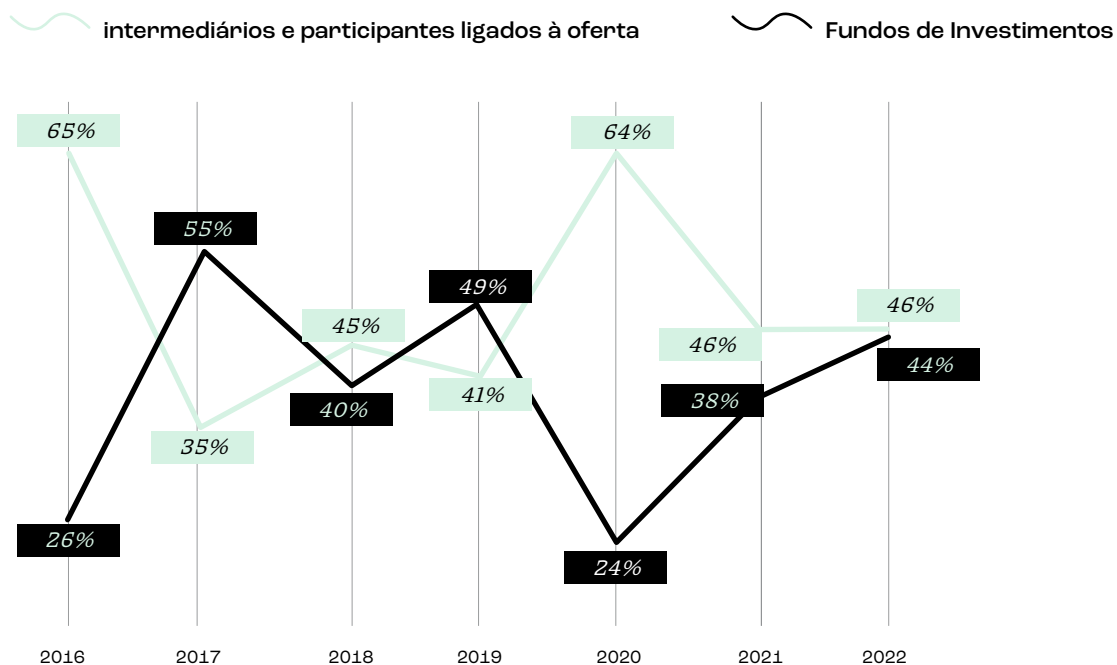
## Evolução Indicadores % por volume



## Destinação de Recursos - Volume (R\$)



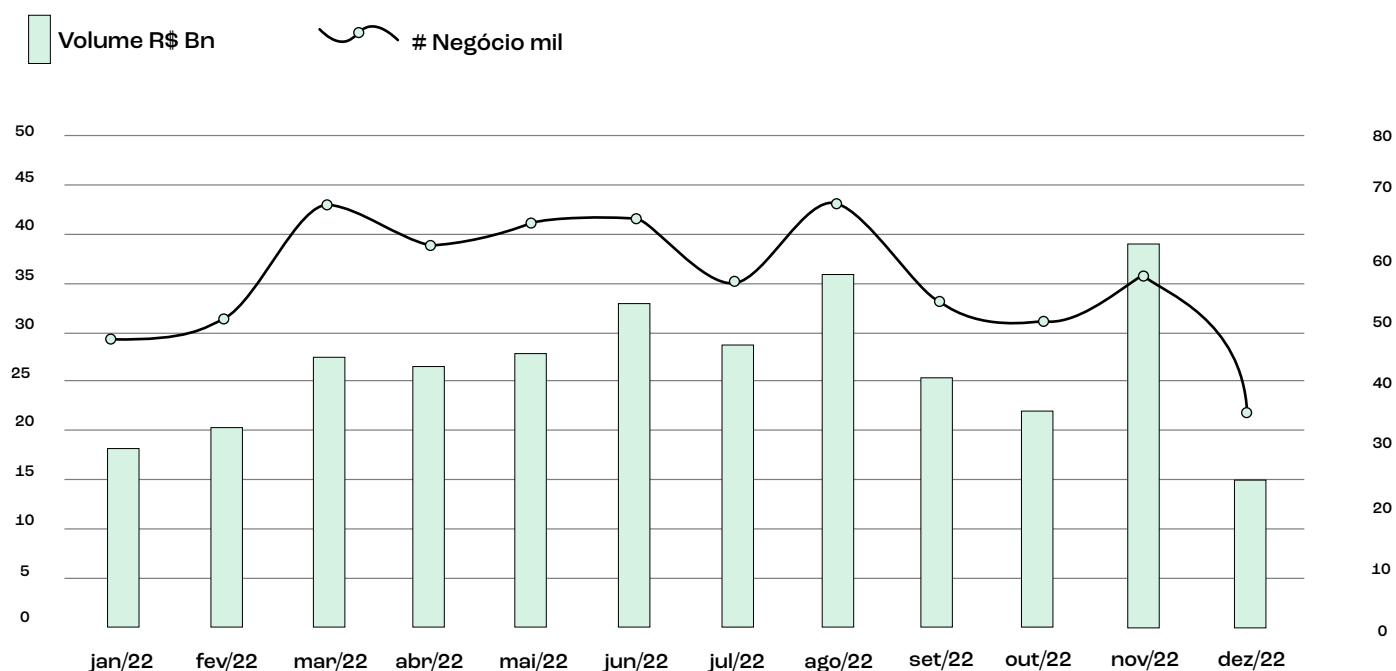
## Participantes da Oferta



O time de gestão movimentou o equivalente a 3,8% do PL no mês de janeiro no mercado secundário. Aproveitamos o momento atípico no mercado de crédito privado para aumentar nossa posição em papéis de *duration* mais curta e com prêmio, sendo elas dos emissores:

Algar, Equatorial, AES Tiete, Cogna e Ecovias. Por fim, o mercado secundário de debêntures continua demonstrando grande volume negociado, apontando para um montante médio mensal negociado de R\$ 26,4 bilhões em 2022 versus R\$ 18,25 bilhões em 2021.

## Volume e número de negócios (UDM)



O nosso portfólio conta com mais de 50 emissores e em diferentes setores, tornando-se uma carteira pulverizada e com baixa concentração, sendo o maior emissor

com menos de 2,5% da carteira. Buscamos alocar em emissores de boa qualidade de crédito e líderes em seus respectivos segmentos de atuação.

# Investimentos imobiliários

Anita Scal



Por Anita Scal e Felipe Ribeiro

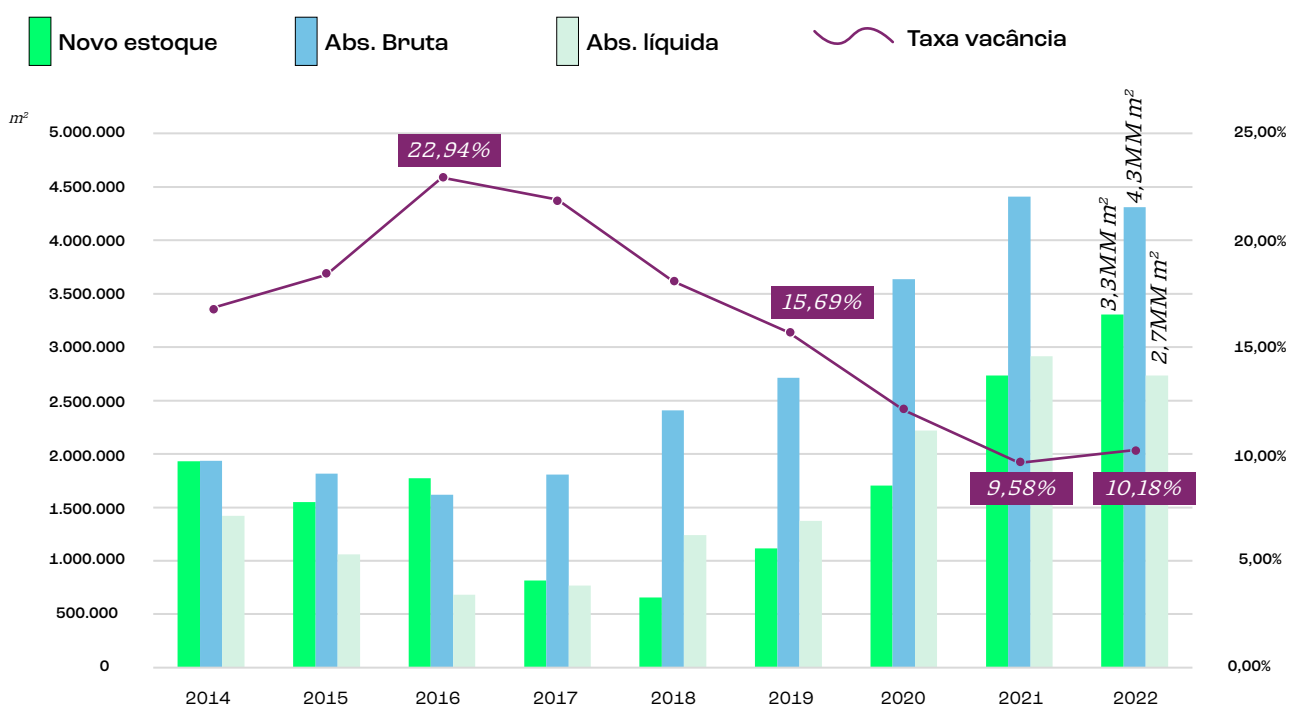
## Logística no pós-pandemia: transformações e tendências do *Real Estate*

A pandemia do COVID-19 afetou significativamente o cotidiano social, cultural e comportamental nas mais variadas áreas, seja no âmbito pessoal, no consumo, nos negócios e serviços, assim como nos relacionamentos e na educação. No campo dos negócios, podemos dizer que o setor de logística foi um dos mais afetados, com mudanças em toda a cadeia de suprimentos.

Com as dificuldades e restrições iniciais de transporte e mobilidade, com fechamentos de portos, aeroportos e rodovias, o que se viu foi um investimento das empresas em eficiência logística, estimulado pelas necessidades de consumo, como a exigência dos consumidores para entregas cada vez mais rápidas e o crescimento exponencial do *e-commerce*. Como resultado, o mercado observou os maiores índices de absorção de espaços em

condomínios logísticos por todo o país. O que significa que as empresas estavam tomando mais espaço para suas operações logísticas com o objetivo de dar conta da demanda que se apresentava.

De acordo com os dados da consultoria Buildings, o ano de 2022 encerrou com estoque total no país de aproximadamente 27,5 milhões de m<sup>2</sup> em empreendimentos logísticos de Classe A+, sendo que cerca de 30% desse estoque foi entregue a partir de 2020, conforme verificado no gráfico abaixo. O sólido crescimento do setor é visto pela constante absorção líquida de espaços, mesmo com volumosas entregas de novos estoques, e com a redução da vacância, o que mostra que os novos espaços estavam sendo “consumidos”.



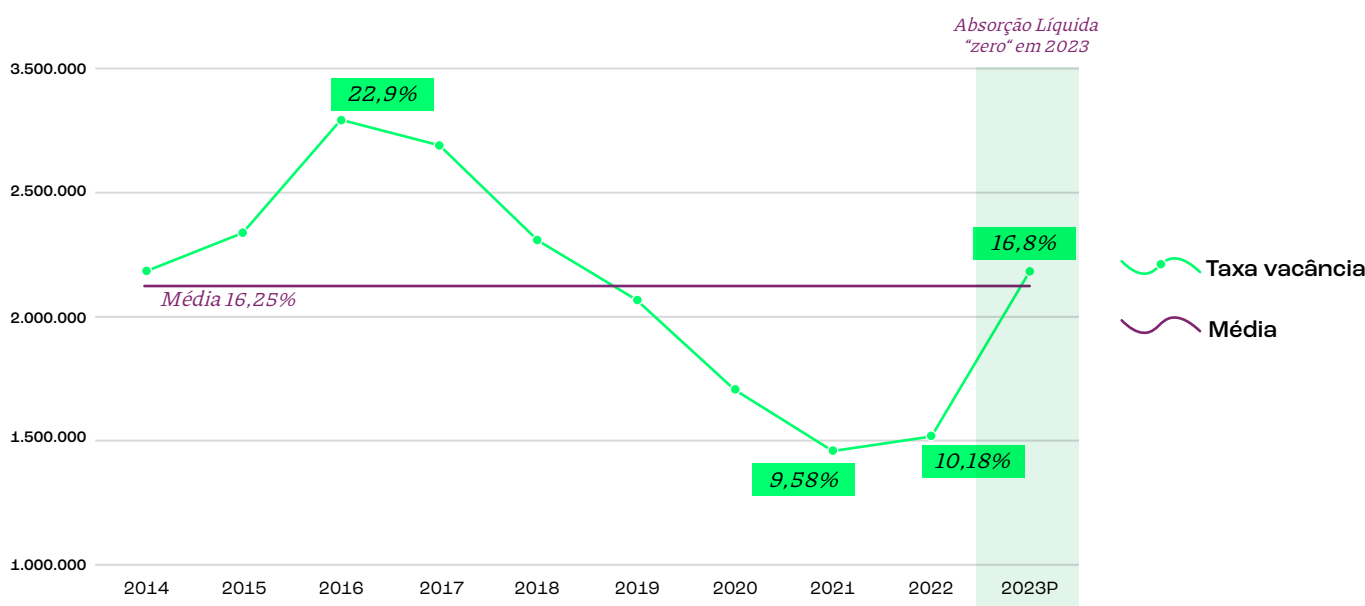
Fonte: Rio Bravo, Buildings

Com todo esse crescimento e bons resultados recentes, questionamentos quanto à capacidade do mercado continuar com índices positivos no período “pós-pandêmico” foram naturalmente surgindo. Contudo, mesmo com a expectativa natural de uma redução no ritmo, é de se imaginar que com tantos avanços de planejamento, gestão e tecnologia, o futuro continue sendo positivo para imóveis de boa qualidade, e os seguintes pontos auxiliam nesse entendimento.

**a. Redução do volume de novo estoque e continuidade do crescimento do aluguel;** Impulsionado por um rápido aumento no custo de capital e nos custos de

construção já elevados, a previsão de estoque a ser entregue em 2023 será cerca de 30% menor do que o verificado no ano anterior, mantendo a vacância em patamares saudáveis, seguindo com a pressão positiva nos valores de locação, que já se encontram nas máximas históricas.

Ainda sobre estoque, mesmo em um cenário com absorção líquida reduzida a zero, a taxa de vacância nacional aumentaria para 16,8%, em linha com a média dos últimos nove anos, período em que o mercado se manteve saudável e se profissionalizando.



Fonte: Rio Bravo, Buildings

**b. Barreiras de desenvolvimento dos terrenos e criação de ecossistema logístico;** Com o aumento nas exigências de ocupação por parte dos locatários e, ao mesmo tempo, necessidade de atender os consumidores, cada vez mais haverá dificuldade em encontrar terrenos adequados, principalmente em manchas urbanas adensadas.

Essas limitações de desenvolvimento futuro aumentariam os valores das propriedades já existentes e criariam uma nova cadeia de desenvolvimento pensando na integração de várias regiões e operações logísticas complementares, com propriedades cada vez mais otimizadas para cada perfil de operação.

**c. Diversificação do comércio eletrônico;** À medida que o desejo por “experiências pessoais” retoma a um ritmo padrão, após uma expectativa natural pelo fim de restrições de circulação, as vendas

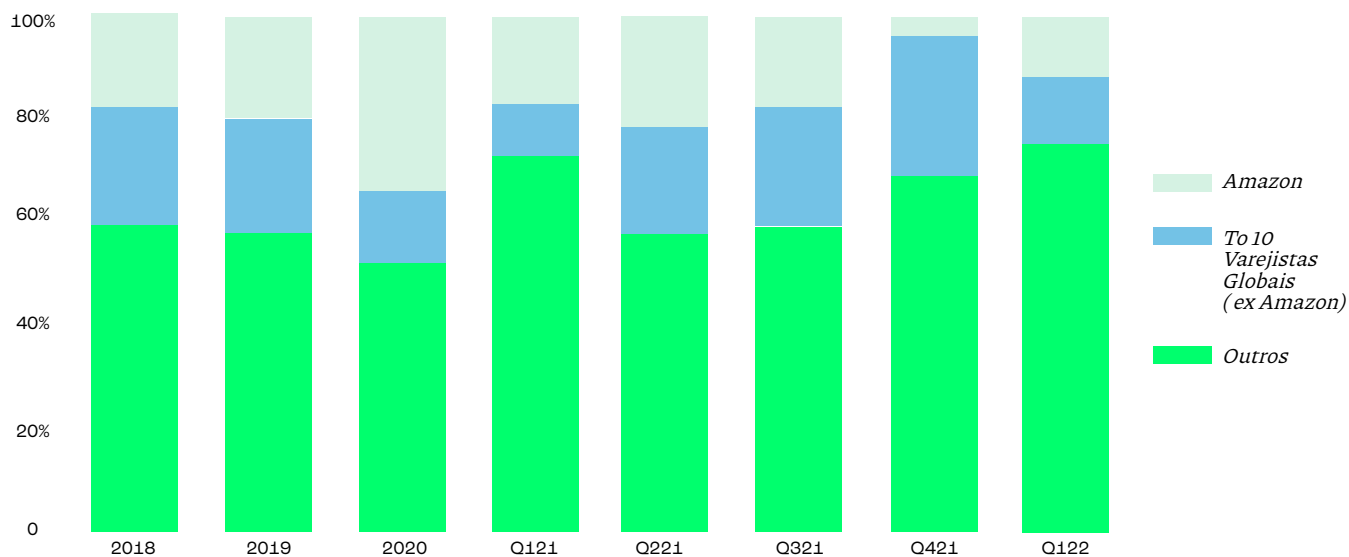
de comércio eletrônico deverão reacelerar, com projeção de representar até 25% do total das vendas do varejo nos próximos anos, de acordo com as projeções da Prologis.

Afora isso, o setor deverá passar por uma expansão com varejistas de médio porte que devem aperfeiçoar suas operações, após um crescimento desordenado para atendimento da rápida demanda surgida na pandemia. Usando como base o portfólio da Prologis, maior proprietária de empreendimentos logísticos do mundo, no primeiro trimestre de 2022, 85% dos novos aluguéis de e-commerce já não estavam concentrados na Amazon, frente a um total de 66% identificado no pico em 2020.

Pode-se afirmar que os próximos passos serão no sentido de diversificação de companhias com ocupação própria, com varejistas tradicionais, mas também novas iniciativas ao consumidor.



## Proporção de novos locatários de *e-commerce* Por m<sup>2</sup> (estoque Prologis)



Fonte: Rio Bravo, Prologis

Em suma, o mercado deverá seguir atento às tendências gerais da economia e do varejo. No entanto, as condições do mercado de logística ainda deverão ser definidas por

baixa vacância, restrições para novas entregas de bons produtos e demanda reprimida.

# Multimercados

Evandro Buccini

## Performance do Rio Bravo Sistemático

Iniciamos o ano com uma performance positiva de +1.27%, ou 113.1% do CDI, em um mês positivo para bolsa brasileira, quando o Ibovespa subiu 3.36%. Dentre as nossas estratégias de investimento, destacamos as de Valor e Qualidade como as que mais agregaram para o bom desempenho do fundo, embora todas as estratégias tenham registrado performance positiva para o mês.

Entre os setores investidos, tivemos maior parte da contribuição positiva vindo dos segmentos de Consumo não-cíclico e Consumo cíclico. Já na ponta negativa,

os setores de materiais básicos e utilidade pública figuraram nos destaques que estiveram abaixo do esperado para o mês.

Fechamos janeiro com uma exposição bruta de aproximadamente 75% e exposição líquida de +15%. Em relação à exposição setorial, temos os setores de Consumo cíclico, Utilidade pública e Bens industriais como as maiores exposições do fundo, conforme tabela abaixo.

	Net	Gross
Setor		
Consumo cíclico	-1,32%	12,55%
Utilidade pública	0,70%	11,76%
Bens industriais	2,49%	8,58%
Consumo não cíclico	3,29%	8,40%
Materias básicos	4,54%	7,44%
Financeiro	3,58%	7,19%
Saúde	-1,94%	5,60%
Petróleo gás e biocombustíveis	2,82%	5,40%
Tecnologia da informação	1,51%	2,67%
Comunicações	0,16%	0,16%

# Renda Variável

Evandro Buccini

Por Evandro Buccini e Francesco Lupo Pasino

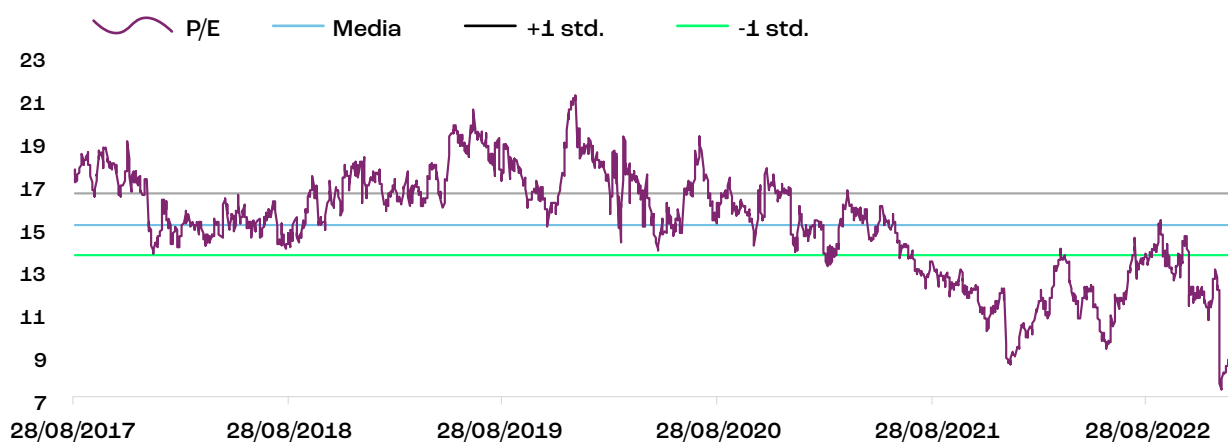
## Varejo Alimentar

Os mercados *cash-and-carry* representaram um porto seguro em um ano de adversidades macroeconômicas. Em 2022, o setor esteve entre as principais categorias do varejo, com o cenário de inflação de alimentos e transferências do governo que contribuem para sólidos ganhos de receita para as empresas que operam sob o formato de C&C. Dada a sua abordagem não discricionária e proposta de valor atraente em um contexto de altos custos de capital e elevadas taxas de juros, a categoria deve continuar ganhando espaço no varejo e, como consequência, ampliar o *market share* no varejo alimentar durante 2023.

A inflação dos alimentos ultrapassou a inflação geral nos últimos anos, uma tendência que tem beneficiado os varejistas desse setor, pois sua receita tem sido significativamente correlacionada com a inflação de alimentos (correlação de 90% do 1T21 ao 3T22). Apesar dessa alta da inflação, a expectativa é de uma desaceleração daqui para frente em virtude dos efeitos

da política monetária. Os dados do IDV (Instituto para Desenvolvimento do Varejo) também indicam que houve desaceleração no crescimento do mercado de varejo. As instituições também apontam para uma contração no mês de dezembro do índice IAV (O IAV produz indicadores que permitem acompanhar o comportamento mensal das vendas do varejo e fornecem expectativas sobre o setor a partir das informações de receita reportadas pelas empresas associadas ao IDV). Este será um fator chave a ser monitorado ao longo de 2023, uma vez que pode afetar o retorno do varejo alimentício – embora no caso do Assaí e do Grupo Mateus, um eventual impacto seria parcialmente compensado pela maturação das novas lojas, recentemente abertas.

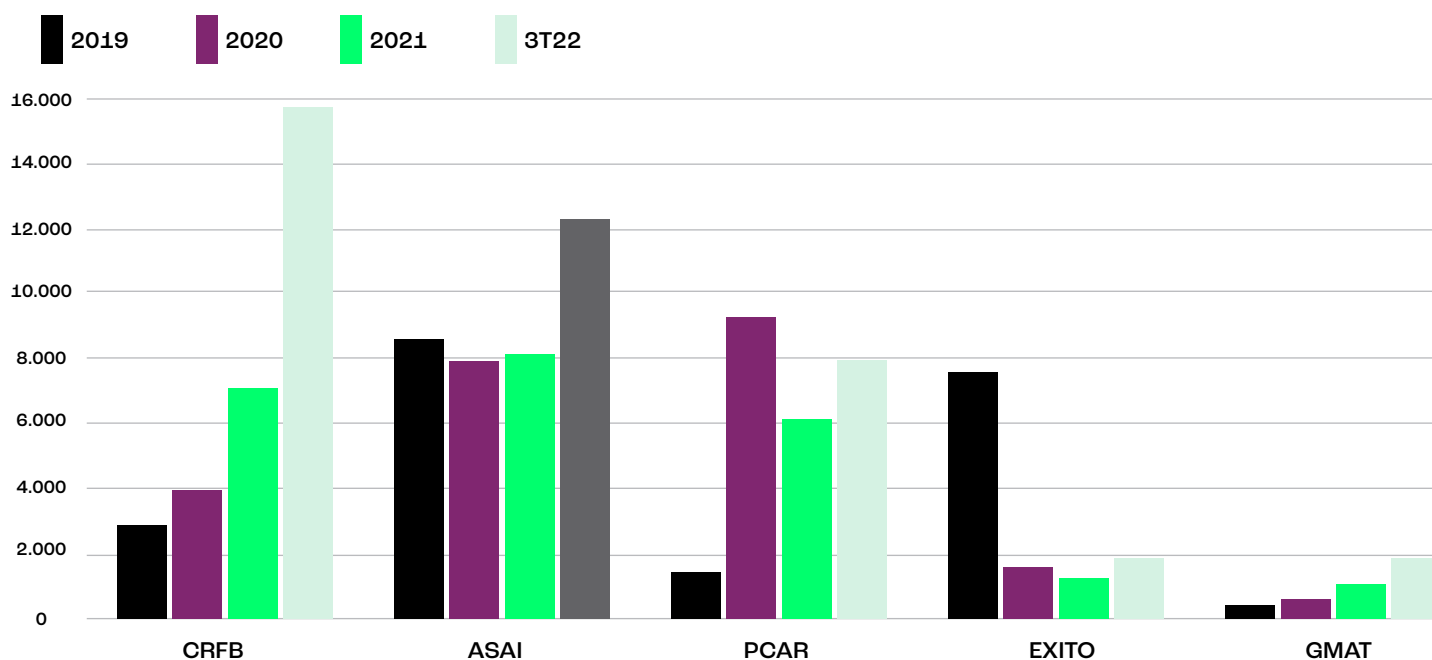
Em geral, o varejo sofreu um *sell-off* nos últimos meses do 2022, em linha com a queda da bolsa. Todavia, vemos as ações negociadas a 9,5x P/L 12 meses à frente, uma redução de 38% em relação à média histórica (de 2017 a partir de hoje) de 15,5x.



Mesmo parecendo atrativa, essa queda pode ser atribuída ao desafio operacional de curto prazo dos planos de expansão do Assaí e do Grupo Mateus e à integração

do grupo BIG pelo Carrefour. Além do crescimento inorgânico, neste momento, um ponto que nos deixa desconfortáveis é o nível de alavancagem das empresas.

## Divida Bruta (R\$ milhões)



Acreditamos que há pouco espaço de valorização para ações, principalmente devido à alavancagem dessas empresas, algo que vai pressionar os resultados. Com isso, estamos diminuindo a exposição no setor, reduzindo, portanto, as nossas posições em Assaí.

### Spin-off PCAR e ÉXITO

A operação divulgada pelo GPA no dia 9 de janeiro, de spin-off do Grupo Éxito, abre oportunidade de compra nos papéis de GPA. A operação se dará mediante entrega de 1 bilhão de ações do Éxito aos acionistas de GPA, resultando numa proporção de quatro ações do Éxito

para cada ação de PCAR3. Esse repasse corresponde a 86,3% da participação do GPA no capital social do Grupo Éxito. Com a conclusão da operação, o Casino deterá 47% do capital social do Éxito (incluindo a participação de 13% mantida pelo GPA) enquanto os demais acionistas deterão 53%.

Com base nas relações de troca das ações, nos preços atuais de PCAR3 e de Éxito na bolsa colombiana, em conjunto com as declarações sobre a desalavancagem de GPA ao longo dos próximos anos, achamos um descasamento entre o valor de mercado de PCAR3 e o seu valor justo.

Formula	Nota	
$a$	Grupo Éxito Share Price (COP)	3.900
$b$	BRL/COP	900
$c=a/b$	Grupo Éxito Share Price (BRL)	4,3
$d$	Ações Recebidas do Éxito	4,0
$e=c*d$	Valor Recebido Do Éxito	17,3
$f$	PCAR3 Share Price (BRL)	20,8
$g=f-e$	Valor mercado cada ação GPA Brasil + Cnova + 13% Éxito Stake	3,47
$h$	Numero Ações PCAR3	270,1
$i=g*h$	Valor Mercado PCAR3 (R\$ milhoes)	936,35

# 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	Rio Bravo Valor Imobiliário FIC FIM	CDI	IBOV	SMLL	EURBRL	USDBRL	FTSE R\$ (ex-UK)	IMA-B	IFIX
janeiro 23	1,07	1,08	3,37	1,25	-2,05	1,12	3,37	2,92	-2,50	-5,31	4,66	-0,00	-1,60
dezembro 22	1,20	1,06	-4,41	0,70	0,07	1,12	-2,45	-3,01	4,77	3,27	1,24	-0,19	-0,00
novembro 22	1,06	0,97	-9,62	1,15	-4,88	1,02	-3,06	-11,23	5,54	0,21	13,54	-0,79	-4,15
outubro 22	1,11	1,01	8,23	2,06	-0,73	1,02	5,45	7,30	-3,54	-4,35	2,90	1,23	0,02
setembro 22	1,23	1,02	-1,55	-0,79	2,05	1,07	0,47	-1,84	1,80	4,47	-5,06	1,48	0,49
Agosto 22	1,25	1,11	5,16	-1,62	9,36	1,17	6,16	10,90	-1,47	0,20	-6,53	1,10	5,76
julho 22	1,11	0,98	4,56	-0,55	0,88	1,03	4,69	5,16	-4,02	-1,59	4,82	-0,88	0,66
junho 22	1,03	0,98	-12,61	-0,87	0,02	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
Ano	1,07	1,08	3,37	1,25	-2,05	1,12	3,37	2,92	-10,24	-3,76	-25,16	-0,00	-1,60
12 meses	13,88	12,19	-12,64	6,83	-	12,83	1,15	-15,47	-7,31	-3,61	-14,75	7,15	1,59
24 meses	20,90	17,10	-16,41	14,17	-	18,50	-1,42	-24,13	-14,46	-5,29	-7,69	5,93	-2,03
36 meses	20,86	18,27	-13,26	17,34	-	21,50	-0,29	-27,55	17,78	19,51	27,48	11,46	-8,32
48 meses	27,56	24,13	9,11	19,11	-	28,52	16,47	5,24	32,19	39,18	68,38	31,65	17,07
Desde o início	265,33	250,21	666,02	77,03	4,30								
PL Atual (R\$Mil)	412.618,829	8.000,157	2.754,94	6.396,71	4.783,08								
Data de início	14/08/2008	27/12/2007	08/09/2004	17/08/2015	15/05/2022								
Taxa de Administração (a.a.)	0,39%	0,25%	0.5% até 20M / 1.6% + de 20M	1,50%	0,55%								
Taxa de Performance (a.a.)	-	-	20% do que exceder Ibovespa	20% do que exceder CDI	15% do que exceder IFLIX								



# RIO BRAVO

**Paulo Bilyk**

Chief Executive Officer  
Chief Investment Officer  
[paulo.bilyk@riobravo.com.br](mailto:paulo.bilyk@riobravo.com.br)

**Gustavo Franco**

Senior Advisor  
[gustavo.franco@riobravo.com.br](mailto:gustavo.franco@riobravo.com.br)

**Evandro Buccini**

Diretor de Renda Fixa e Multimercado  
[evandro.buccini@riobravo.com.br](mailto:evandro.buccini@riobravo.com.br)

**Anita Scal**

Diretora de Investimentos Imobiliários  
[anita.spichler@riobravo.com.br](mailto:anita.spichler@riobravo.com.br)

**Vanessa Faleiros**

Chief Operating Officer  
Diretora Jurídico e Compliance  
[vanessa.faleiros@riobravo.com.br](mailto:vanessa.faleiros@riobravo.com.br)

**comercial**

[comercial@riobravo.com.br](mailto:comercial@riobravo.com.br)

**Daniel Sandoval**

Diretor Comercial  
11 3509-6689  
[daniel.sandoval@riobravo.com.br](mailto:daniel.sandoval@riobravo.com.br)

**Fabiana Nani**

Gerente Comercial  
11 3509-6616  
[fabiana.nani@riobravo.com.br](mailto:fabiana.nani@riobravo.com.br)

**Vanessa Valente**

Gerente Comercial  
11 3509-6615  
[vanessa.valente@riobravo.com.br](mailto:vanessa.valente@riobravo.com.br)

**Lígia Pereira**

Analista Comercial  
11 3509-6687  
[ligia.pereira@riobravo.com.br](mailto:ligia.pereira@riobravo.com.br)

**relação com investidores**

**Isabela Perez**

11 3509-6657  
[ri@riobravo.com.br](mailto:ri@riobravo.com.br)

**ouvidoria**

0800 722 9910  
[ouvidoria@riobravo.com.br](mailto: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](http://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

#### **RCRB11 – Rio Bravo Renda Corporativa**

*Fundo imobiliário de lajes corporativas de localização premium com presença nos principais eixos corporativos de São Paulo.*



### Educacional

#### **RBED11 – Rio Bravo Renda Educacional**

*Investimento em imóveis com operações educacionais, contratos atípicos com instituições de ensino de bom risco de crédito.*



### Varejo

#### **RBVA11 – Rio Bravo Renda Varejo**

*O primeiro fundo imobiliário do país com foco em varejo de rua. Mais de 70 imóveis, diversificação e locatários de bom risco de crédito.*



### Fundo de Fundos

#### **RBFF11 – Rio Bravo Fundo de Fundos**

*fundo de fundos imobiliários com DNA fundamentalista focado em geração de renda.*



### Logístico

#### **SDIL11 – SDI Rio Bravo Renda Logística**

*Fundo imobiliário logístico com presença nas principais regiões metropolitanas do país e estratégia last mile com localizações de até 30 km das capitais.*



### Residencial

#### **RBR11 – Rio Bravo Renda Residencial**

*Investimentos para renda em ativos residenciais de excelente localização.*

### **Rio Bravo Desenvolvimento Residencial**

*Fundo com prazo determinado para ganho de capital com a participação no ciclo de incorporação, construção e venda de residências verticalizados em São Paulo.*

## 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.*

### **Rio Bravo Valor Imobiliário FIM**

*Fundo que busca oportunidades de alocação no mercado imobiliário, aproveitando o momento de baixa de mercado para comprar fundos a preços baixos e gerar ganho de capital com reinvestimento automático de dividendos.*

# 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.

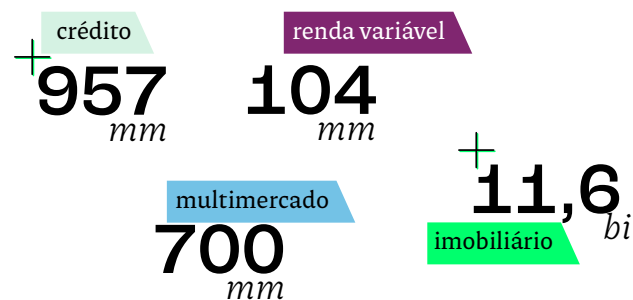
## Fundos imobiliários de crédito

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

## Infraestrutura

### RBIF11 - Rio Bravo ESG IS Fi-Infra

Fundo de renda fixa listado que investe em uma carteira diversificada de debêntures incentivadas indexadas à inflação, selecionadas a partir de um processo ESG, com distribuição de rendimentos isentos aos cotistas.



**R\$13,3** bi

Total Sob Gestão e Administração

# RIO BRAVO

Rio Bravo Investimentos

Av. Chedid Jafet, 222, Bloco B, 3º andar - Conj. 32

04551-065 São Paulo SP Brasil

Tel. +55 11 3509-6500



# Seu investimento tem poder.

riobravo.com.br