



estratègias estratègias



RIO BRAVO

fevereiro 23

Quem vai mandar na economia?

por Gustavo Franco



Esta dúvida foi muito levantada no mês de fevereiro.

Nenhum detalhe da conjuntura, nenhum número, daqui ou de fora, foi tão importante quanto os pequenos e reveladores sinais emanados pela nova administração sobre o modo como as decisões cruciais da economia serão tomadas. Os que pensavam em Lula como o presidente pragmático e previsível que outrora foi estão a rever seus conceitos. Também não é verdade que temos um presidente ressentido, irascível e sequioso de vingança.

Mas quem é esse novo Lula? Em que teias estaria enredado?

Na indefinição sobre a liderança e seu entorno, o futuro se torna um tanto mais opaco que o habitual.

O novo presidente é um pouco diferente dele mesmo no passado, pois, afinal, teve uma experiência pessoal marcante no entretempo, e a circunstância, aí incluídos os que o cercam, é também muito nova.

Tudo é novo na área econômica, que agora tem dois ministros que não são do ramo ocupando os dois ministérios “protagonistas”, Fazenda e Planejamento. São dois dos três assentos no CMN (Conselho Monetário Nacional), cabendo o terceiro ao BCB (Banco Central do Brasil).

Note-se que o CMN decide por consenso. Não por imposição de seu regimento, mas pela prática. Num conselho de três membros – como é a regra desde 1994 – nunca houve, nem faz sentido haver, “voto divergente”¹.

Tecnicamente, o ministro da Fazenda, que preside o CMN, pode fazer votos “*ad referendum*” do CMN, o que funciona para esta esfera regulatória, como as Medidas Provisórias funcionam para as leis: a eficácia é imediata, mas o CMN precisaria aprovar esses votos na reunião seguinte. Todavia, neste CMN de três membros, salvo engano, não houve nenhum voto desse tipo nos últimos 25 anos.

O fato de o governo deter a maioria do CMN talvez não represente muita coisa, especialmente tendo em vista que entre os dois ministros do governo encontra-se Simone Tebet, do MDB, e candidata da Terceira Via. Afinal, é um governo de coalizão.

A maioria governamental também não parece definidora na COMOC (Comissão Técnica da Moeda e do Crédito), órgão do CMN de grande importância para o funcionamento do conselho e que teve a sua composição levemente alterada pela MP 1158. O BCB continua tendo a liderança desse colegiado menos pelos números que por sua “autoridade intelectual”². A força do conhecimento especializado em um conselho pequeno, e que habitualmente decide por consenso, é tanto maior quanto mais afastados do assunto são os não especialistas (os ministros).

Há dois fatores novos a considerar, pertinentes ao governo que se inicia.

O primeiro é o mau humor presidencial quanto ao pacote inteiro da governança da moeda (os mandatos e os juros). O segundo é político.

O Presidente ocupou as manchetes em janeiro reclamando da independência do BCB e do nível dos juros. Foi uma reclamação em parte “institucional”, e em parte conjuntural.

“Desancar os juros altos é normal e aceitável, para qualquer político, desde que sem exageros”

1. É totalmente diferente do COPOM, que é um colegiado de 9 membros, e no qual o voto divergente é um assunto “estético” com certa relevância como sinal, indicando um viés. Não é uma ameaça à decisão nem à colegialidade do comitê.

Desancar os juros altos é normal e aceitável, para qualquer político, desde que sem exageros. Todos os presidentes sempre reclamam da taxa de juros. Mais ou menos como os exportadores reclamam da taxa de câmbio. Há uma fala famosa a esse respeito, conhecida como “lei de Sauer”, segunda a qual qualquer que seja a taxa de câmbio ela sempre estará defasada em 30%.

Mutatis mutandis, para as decisões do COPOM, algo muito semelhante se observa: “qualquer que seja a taxa de juros, qualquer que tenha sido a decisão do Copom, os juros estão sempre excessivos, a queda sempre poderia ter sido muito maior, e a elevação desnecessária”³.

São comuns as diferenças de opinião sobre o nível adequado de juros diante de variações conjunturais na economia. O que parece especialmente inapropriado para a circunstância atual, tendo em vista o que se passou no governo anterior, é atacar as instituições e o conhecimento especializado daqueles encarregados das decisões técnicas.

“As falas do presidente da República sobre esse assunto (o nível adequado de juros) deixaram atrás de si uma sensação ruim

Por isso mesmo, as falas do presidente da República sobre esse assunto deixaram atrás de si uma sensação ruim, mesmo sem ter nenhum efeito prático, senão o de provocar desnecessariamente o mercado financeiro, que parecia disposto a abraçar a nova administração desde o primeiro dia.

É claro que esse abraço pode perfeitamente acontecer logo adiante, pois o mercado financeiro é sabidamente destituído de lealdade ideológica. Só é um pouco impaciente, de modo que convém não demorar muito a acertar o discurso.

A política monetária seguiu seu curso, apenas um pouco mais agastada. Houve dúvida se seria antecipada a definição da meta da inflação para 2026, ou mesmo se o CMN poderia rever as metas para 2024 e 2025, ambas fixadas em 3%, mas nada se passou. Seria a primeira vez que o presidente da República orientaria seus ministros *a elevar a inflação*, com vistas a reduzir os juros, uma medida esteticamente horrível.

Há anos que ninguém prestava atenção nas reuniões do CMN: não escapou da imprensa, todavia, que a reunião ocorrida em 16 de fevereiro durou longos 28 minutos. Nos últimos anos, a reunião tem sido “telefônica”, pois tudo é decidido na COMOC, na véspera, e o CMN, no dia seguinte, sempre parece intoleravelmente repetitivo para os ministros.

O desafio “institucional” trazido pelas declarações de Lula também não teve consequências. Nada (ou quase nada) muda no arcabouço de governança da moeda. O próximo desafio é a indicação de dois diretores para o BCB (em um colegiado de nove).

Pouca gente sabe que a lei não define a designação do diretor do BCB, pois fala apenas genericamente em dirigentes da instituição. A “especialidade” do dirigente é assunto reservado ao presidente do BCB (pelo Decreto 91.961/1985). O presidente da República indicará dois brasileiros, ou brasileiras, de reputação ilibada ao Senado, e uma vez aprovados (as) por voto em plenário, poderão ser nomeados (as) como dirigentes do BCB. Aí, então, o presidente do BCB designará um (a) deles (as) para a diretoria de fiscalização, e outro (a) para a diretoria de política monetária.

A menos que o presidente da República revogue o Decreto 91.961 (o que sempre pode ser feito mesmo com decretos que já duram 30 anos, e mesmo enfraquecendo expressamente a independência da instituição), permanece o dispositivo pelo qual “compete ao presidente do BCB definir a competência e as atribuições dos membros de sua diretoria”.

2. Tecnicamente não é uma maioria para o governo na COMOC pois, nesta nova configuração de 11 membros, o BCB possui 5 votos, os ministérios da Fazenda e Planejamento outros 5 (secretários da Fazenda e um do Planejamento). A CVM, que conta como agência reguladora independente, tem um voto.

3. Em “Leis secretas da economia” no verbete “Lei de Piva #21”. Editora Zahar, Rio de Janeiro, 2005, p. 63.

Para o primeiro dos dirigentes cujo mandato termina agora, diz-se que a vaga está “prometida” para “alguém da carreira”, com o apoio (agora poderoso) do sindicato. Para a segunda vaga, parece haver muitos desígnios. Seu ocupante será um nome (provavelmente) do mercado indicado pelo novo governo para o BCB, evento que deverá atrair muita atenção para o escolhido.

Resta ver quem atende a todos os quesitos, ou seja, quem contorna todas as objeções e fará uma boa sabatina. Essa indefinição leva ao segundo grande tema levantado pela diatribe presidencial sobre o BCB: o relacionamento entre a “área econômica” e o comando político do governo.

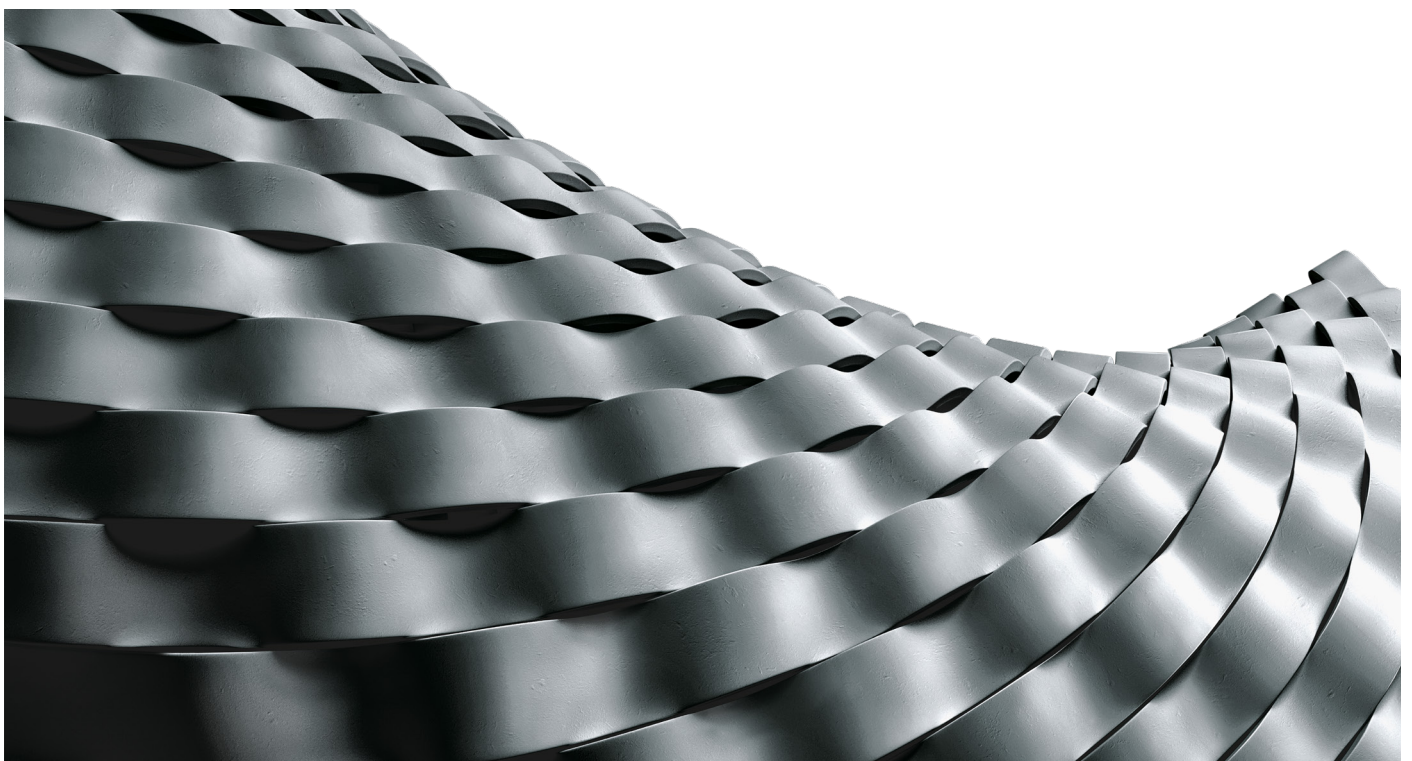
“Na atual geografia ministerial, o comando da economia, quando visto do Palácio, cabe a dois políticos em conjunto com um personagem que vem do governo anterior

Na atual geografia ministerial, o comando da economia, quando visto do Palácio, cabe a dois políticos em conjunto com um personagem que vem do governo anterior. É compreensível que a “área política” do governo enxergue algum desconforto nessa equação, e exija mais claramente uma “coordenação” entre as ações de governo na política e na economia.

É natural que haja uma “disputa” pela agenda econômica, uma competição que pode se tornar predatória entre aliados, como é costume entre as várias correntes dentro do PT. Por ora, o presidente da República optou por fortalecer o ministro da Fazenda, ao menos para interromper o que se tomava como uma “fritura” do ministro em torno do sabidamente delicado assunto da reoneração dos combustíveis.

A acomodação política do novo governo deverá tomar algum tempo, sendo certo que a economia pode sofrer com esses “jogos de guerra” típicos das correntes políticas no interior do PT.

Por enquanto, continuam em aberto os assuntos fiscais mais estruturantes (reforma tributária e arcabouço fiscal), nos quais se espera que os ministros Haddad e Tebet tomem iniciativas, antes que as imposições do “núcleo político” se tornem incontornáveis.



Renda Fixa

Crédito privado



Evandro Buccini

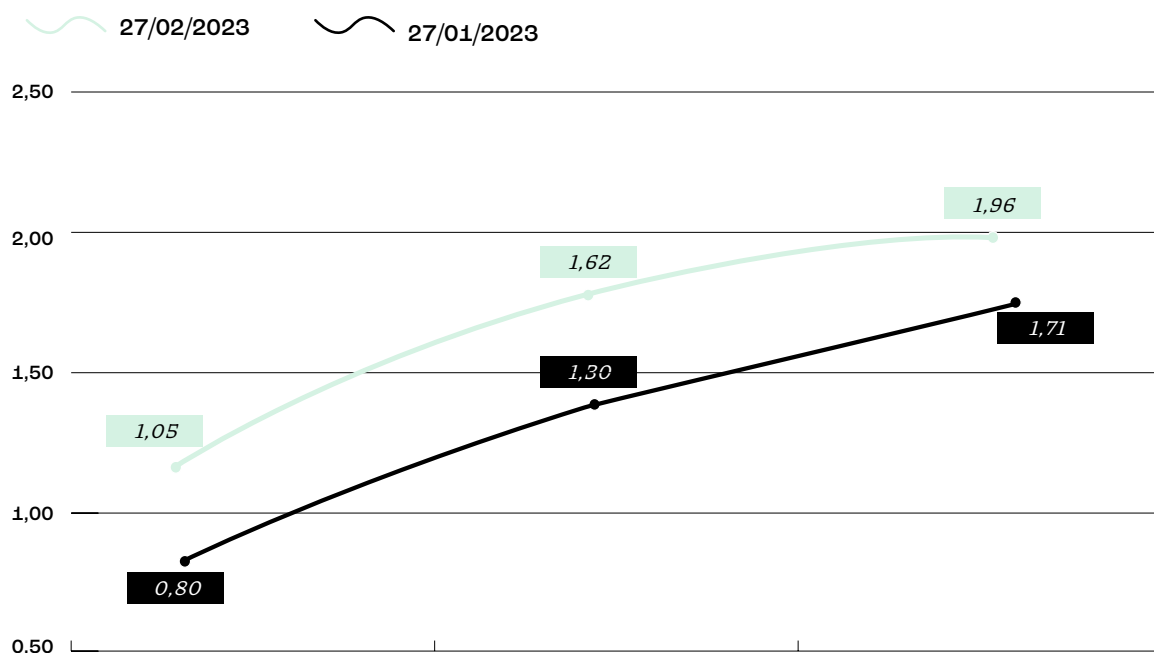
Por Evandro Buccini e Alex Hirai

Comportamento dos spreads de crédito privado

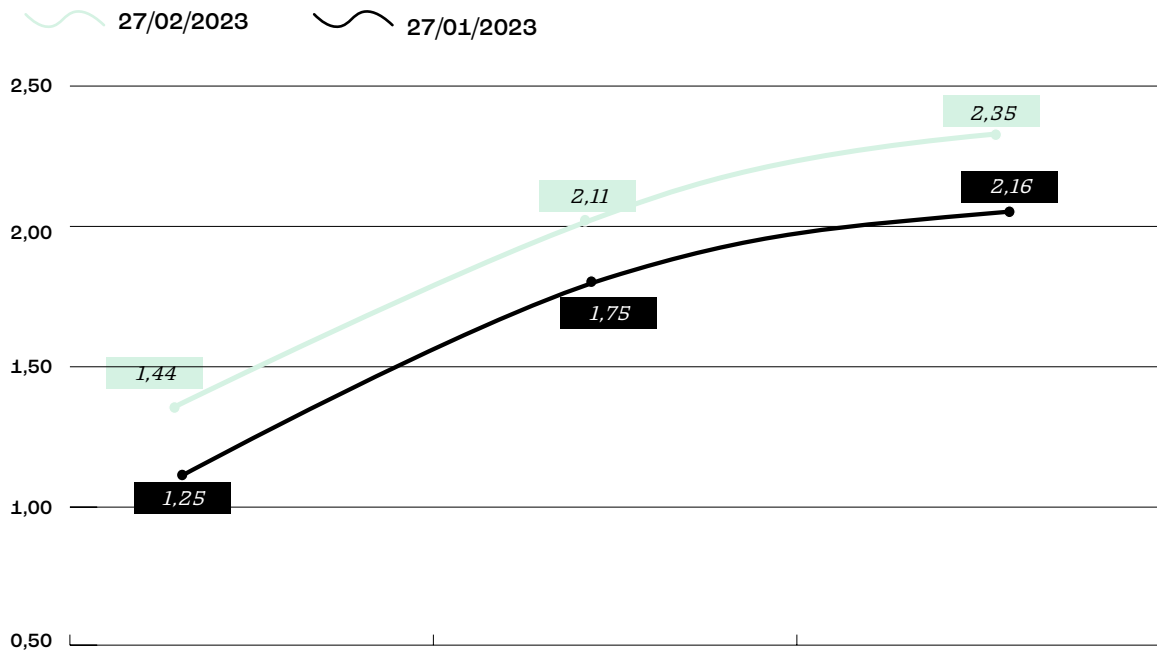
Após o evento de crédito de Americanas em janeiro, outras notícias no mercado agitaram ainda mais os níveis de *spreads* do crédito privado. A Oi recebendo a tutela de urgência para se proteger dos credores e se preparando para o pedido da sua 2ª recuperação judicial; a Azul e Gol renegociando os vencimentos de suas dívidas; e Light, Marisa e CVC contratando consultores

e assessores financeiros para ajudá-los na reestruturação de capital. Essa nuvem de incertezas causou mais uma abertura geral nos spreads de crédito das debentures. Ao comparar as curvas de crédito publicadas pela ANBIMA entre os dias 27/jan/23 e 27/fev/23, notamos uma movimentação paralela para cima na curva com uma leve inclinação nos vértices de duration médios.

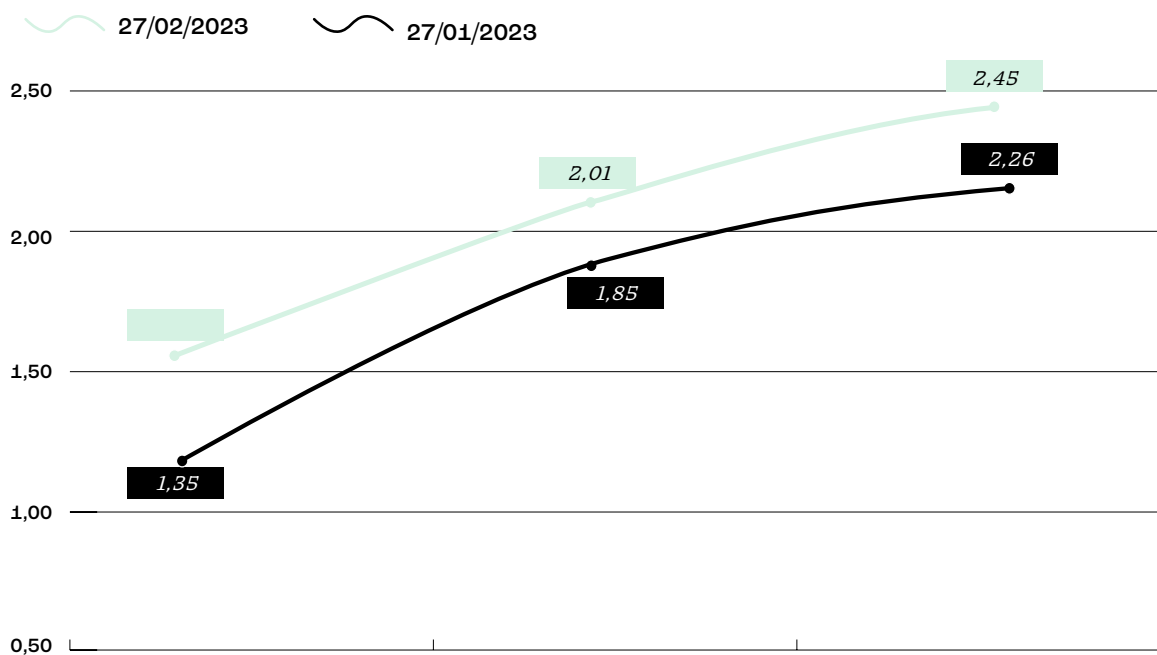
CDI + AAA



CDI + AA



CDI + A

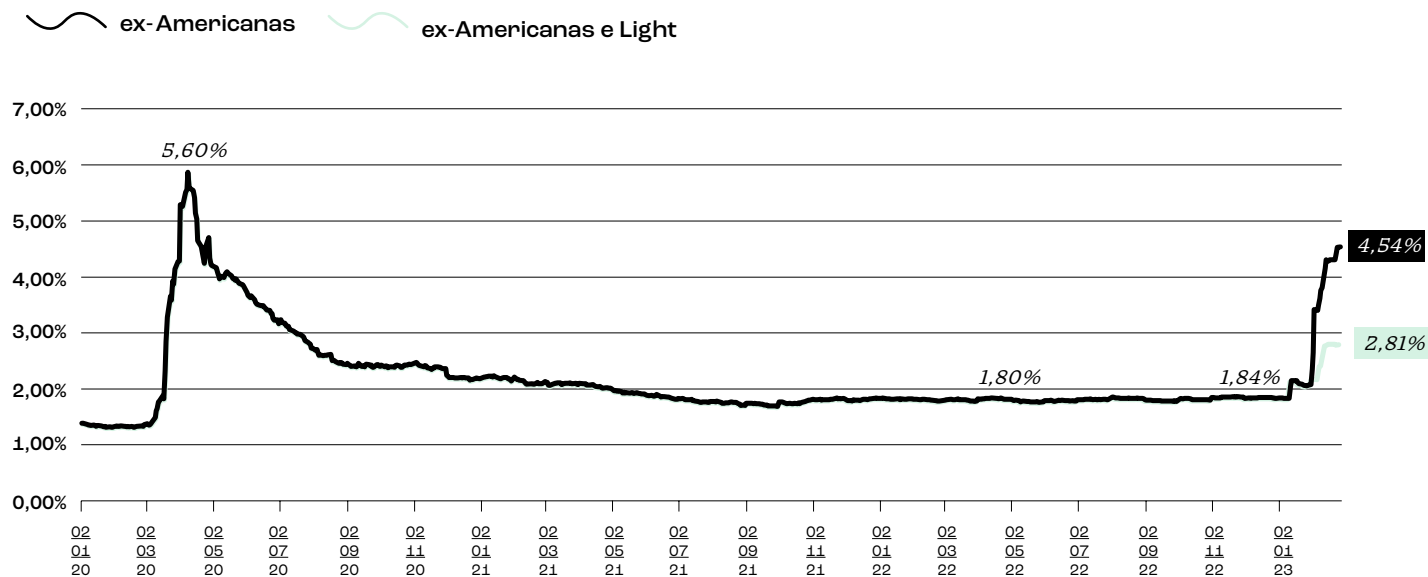


Fonte: ANBIMA

O *spread* de crédito médio, excluindo efeitos Americanas e Light, subiu de 1,8% para 2,8%. Caso considerarmos o efeito Light, o *spread* médio atinge um nível próximo ao período da pandemia em 2020. Ao longo do mês de fevereiro, a diferença entre o preço de venda e de compra

das debêntures no mercado secundário se manteve em patamares de 60 a 70 bps (excluindo efeito Americanas e Light), pressionando as taxas para cima e prejudicando a rentabilidade dos fundos de crédito privado.

Evolução dos *spreads* IDEX (DI+)



Fonte: JGP

Novamente podemos observar uma queda na rentabilidade dos índices de debêntures indexados

ao CDI, o IDA-DI (índice publicado pela ANBIMA) e IDEX-Geral.

Rentabilidade dos principais índices de crédito privado com indexador CDI

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

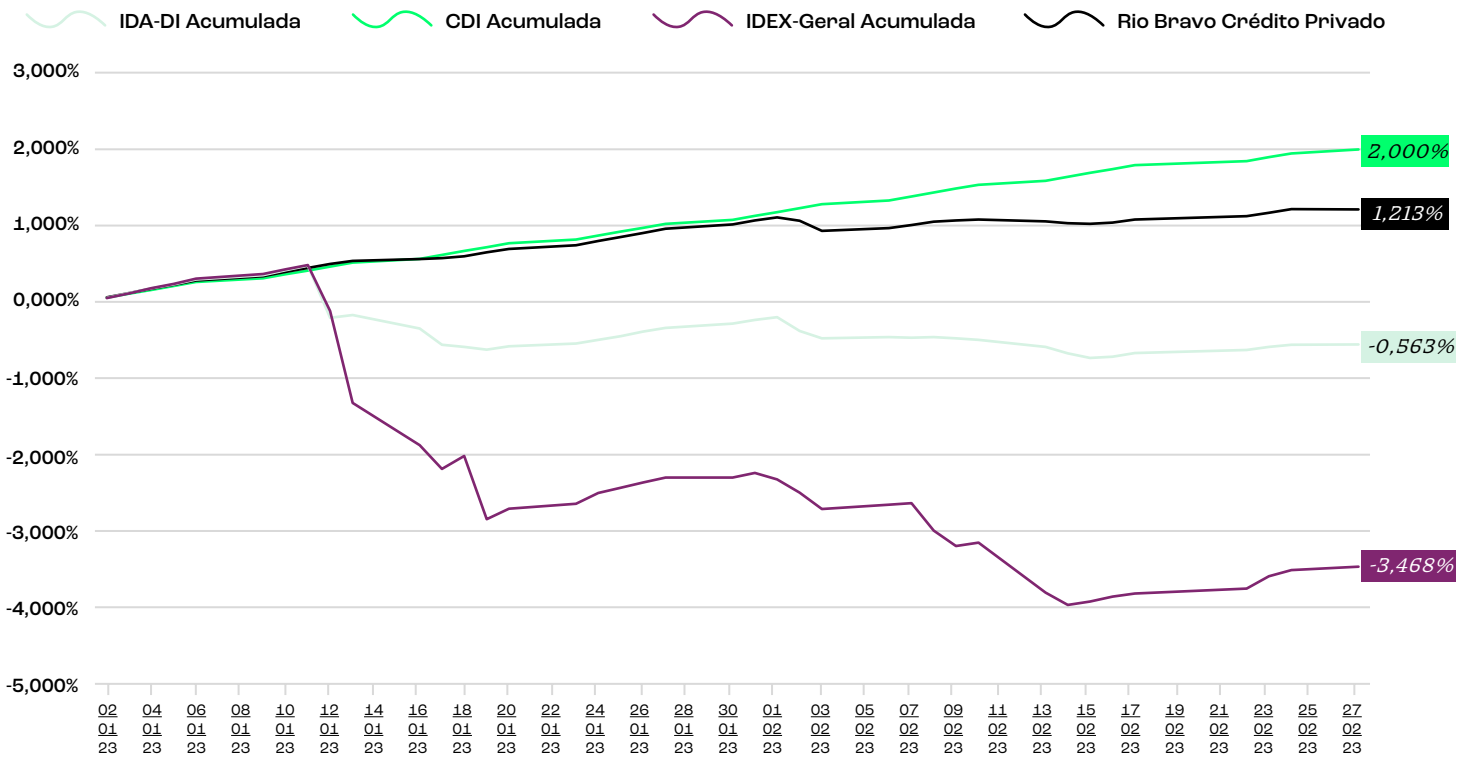
Data	IDA-DI	IDEX- Geral	Rio Bravo CP	CDI	Rio Bravo CP/CDI
Janeiro	-0,24%	-2,24%	1,07%	1,12%	95,04%
01-fev-23	0,04%	-0,09%	0,04%	0,05%	80,98%
02-fev-23	-0,18%	-0,18%	-0,04%	0,05%	-86,50%
03-fev-23	-0,10%	-0,22%	-0,13%	0,05%	-257,31%
06-fev-23	0,02%	0,06%	0,03%	0,05%	66,69%
07-fev-23	-0,01%	0,02%	0,04%	0,05%	83,64%
08-fev-23	0,01%	-0,37%	0,04%	0,05%	79,94%
09-fev-23	-0,02%	-0,21%	0,02%	0,05%	32,26%
10-fev-23	-0,02%	0,04%	0,01%	0,05%	28,74%
13-fev-23	-0,09%	-0,67%	-0,03%	0,05%	-49,67%
14-fev-23	-0,08%	-0,17%	-0,03%	0,05%	-49,71%
15-fev-23	-0,06%	0,05%	-0,01%	0,05%	-12,74%
16-fev-23	0,01%	0,07%	0,02%	0,05%	30,26%
17-fev-23	0,05%	0,04%	0,04%	0,05%	83,04%
22-fev-23	0,04%	0,07%	0,04%	0,05%	83,35%
23-fev-23	0,04%	0,16%	0,04%	0,05%	83,57%
24-fev-23	0,03%	0,09%	0,05%	0,05%	99,32%
27-fev-23	0,00%	0,05%	-0,01%	0,05%	-11,52%
Fevereiro	-0,32%	-1,25%	0,14%	0,87%	16,65%

Fonte: Quantum

O Rio Bravo Crédito Privado apresentou rentabilidade positiva e superior aos principais índices nesses primeiros meses de 2023. No entanto, devido aos

motivos explicitados anteriormente, a sua performance ficou abaixo do CDI.

Rentabilidade Acumulada 2023

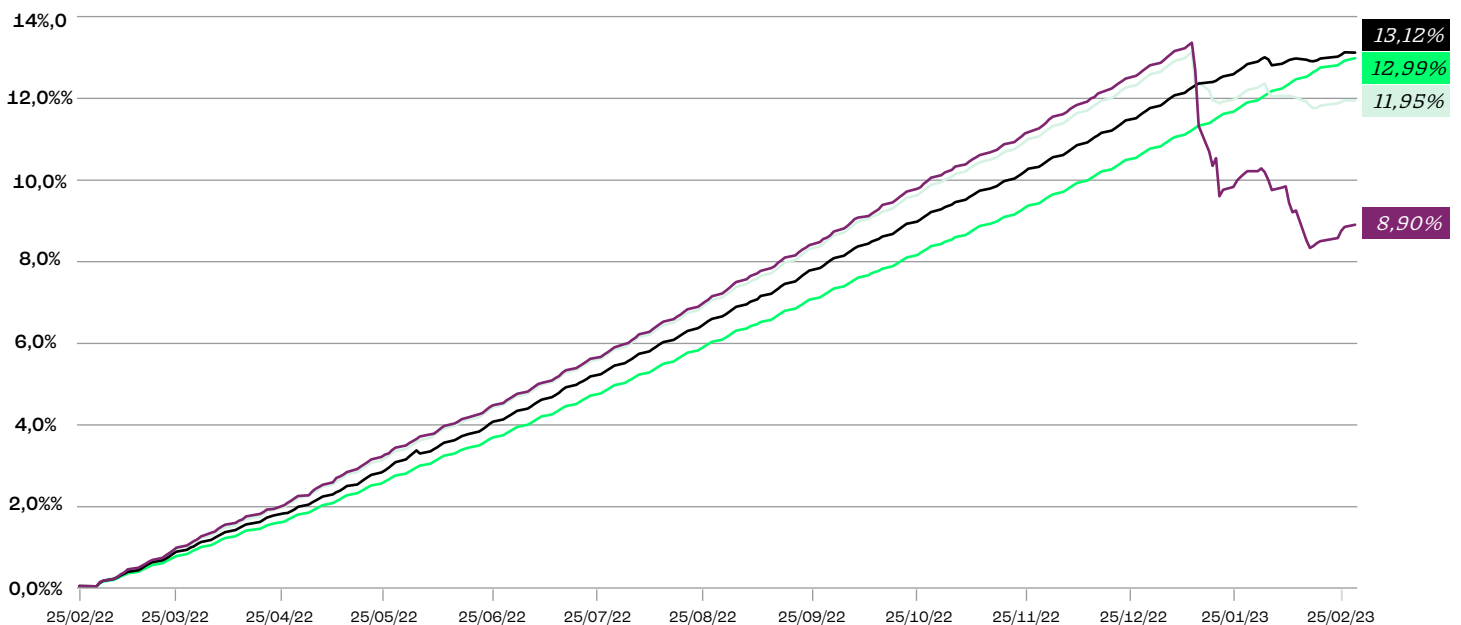


Fonte: Quantum

Quando observamos uma janela mais longa, o **Rio Bravo Crédito Privado** demonstrou rentabilidade acumulada

de 12 meses de 13,12% versus 12,99% do CDI.

Rentabilidade Acumulada 12 meses

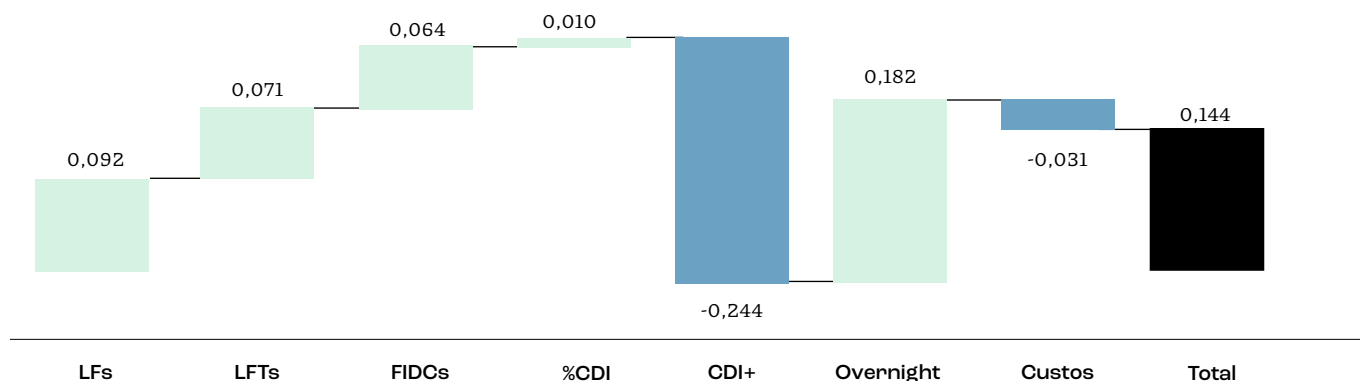


Fonte: Quantum e Rio Bravo

O rendimento do fundo de 16,7% do CDI no mês de fevereiro foi impactado pela abertura dos spreads de crédito privado. Contudo, por conta da diversificação

da carteira, conseguimos entregar um retorno positivo. Abaixo, mostramos os maiores contribuintes à performance do fundo no período.

Fevereiro/23 Performance Breakdown por classe de ativo (%)

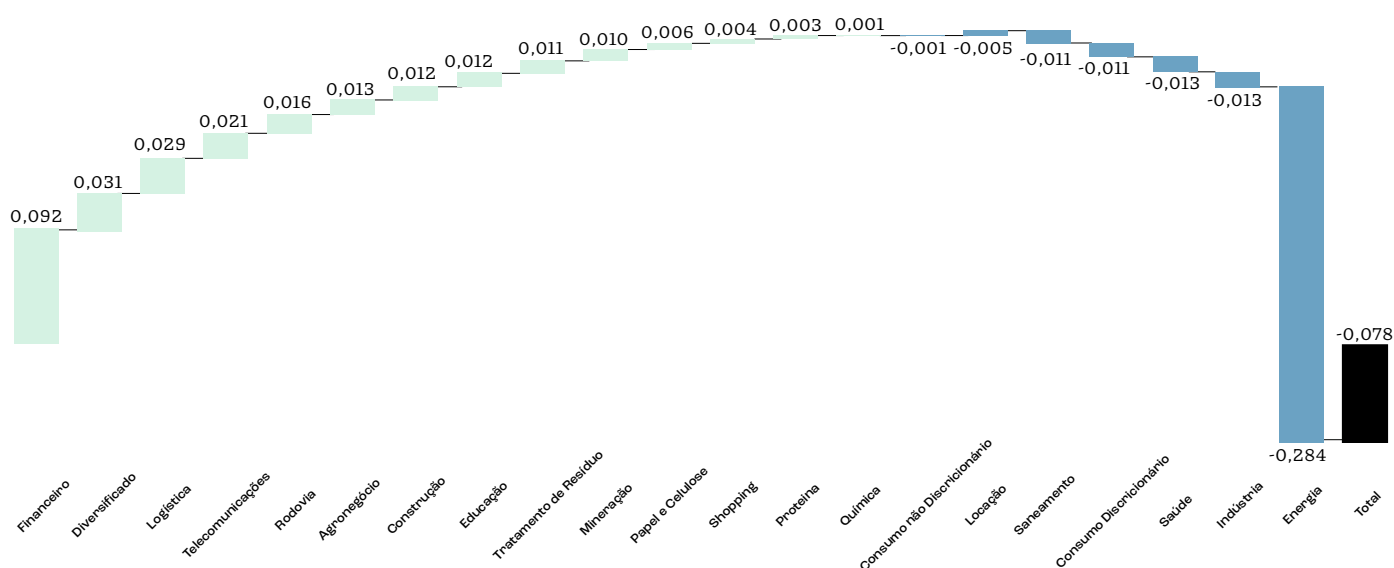


Fonte: Rio Bravo

Tivemos alguns setores que puxaram a rentabilidade do fundo para baixo: Consumo não discricionário, Locação, Saneamento, Consumo Discricionário, Saúde, Indústria e Energia, sendo este último puxado pela marcação a mercado da debenture da Light. Fechamos o mês com uma exposição de 0,4% do patrimônio em LIGHB6, um papel de baixa duration, 0,4 anos. O plano adotado pelo time de gestão é manter a posição em LIGHB6 até o pagamento da primeira amortização em 15/04/2023. Caso a empresa não realize o pagamento, acionaremos a cláusula de antecipação de pagamento da dívida,

conforme previsto no regulamento da debênture em questão. Acreditamos que no curto prazo a companhia irá cumprir com os seus compromissos com credores visto (1) o nível atual de caixa de R\$ 4,0bn (3T22) o que seria o suficiente para realizar frente a dívida de curto prazo de R\$ 2,4bn; e (2) cumprimento de pagamento de juros da LIGHB6 no dia 15/02/23, dando um sinal positivo aos credores. Adicionalmente, a LIGHB6 está marcada a ~55% do valor de face e sem negociação no mercado secundário.

Fevereiro/23 Performance Breakdown por setor (%)

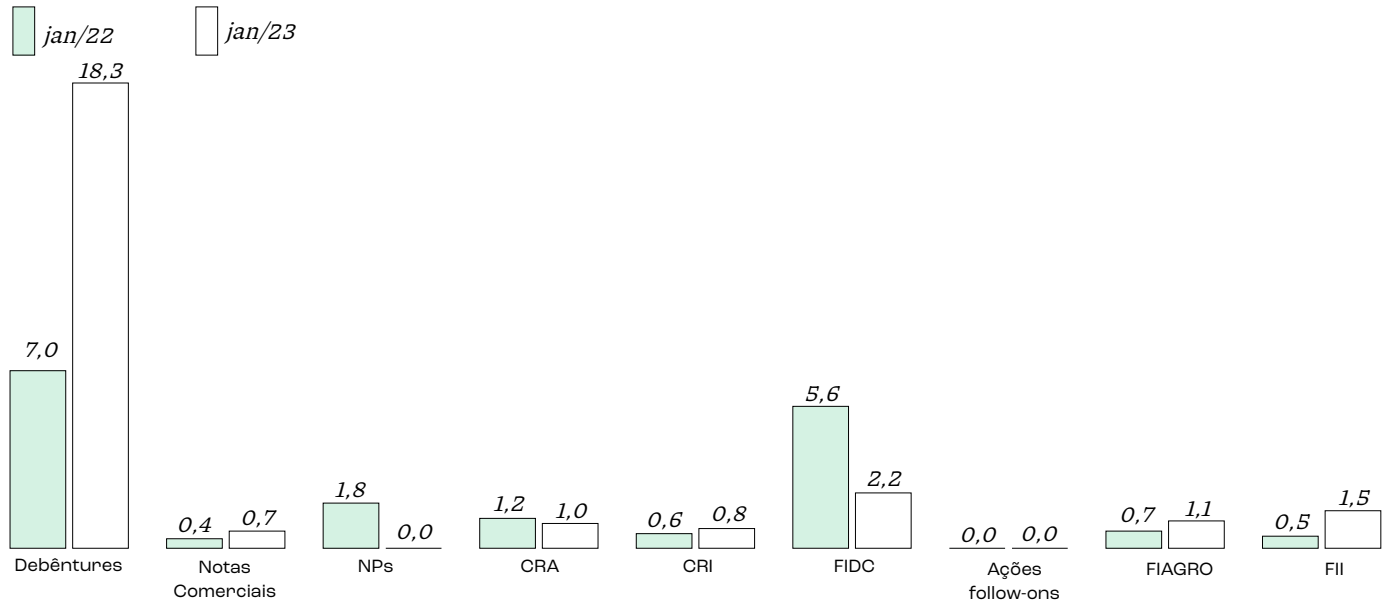


Fonte: Rio Bravo

No mercado primário de crédito privado, observou-se, em janeiro/23, um volume de R\$ 18,3 bi de emissão de debêntures, montante superior aos R\$ 7,0 bi de janeiro/22, segundo dados disponibilizados pela ANBIMA. As

captações apresentaram alta, principalmente, devido às captações de Equatorial (R\$ 7 bilhões), Copel GT (R\$ 1,1 bilhões) e Claro (R\$ 1,5 bilhões).

Mercado Doméstico (R\$ Bilhões)

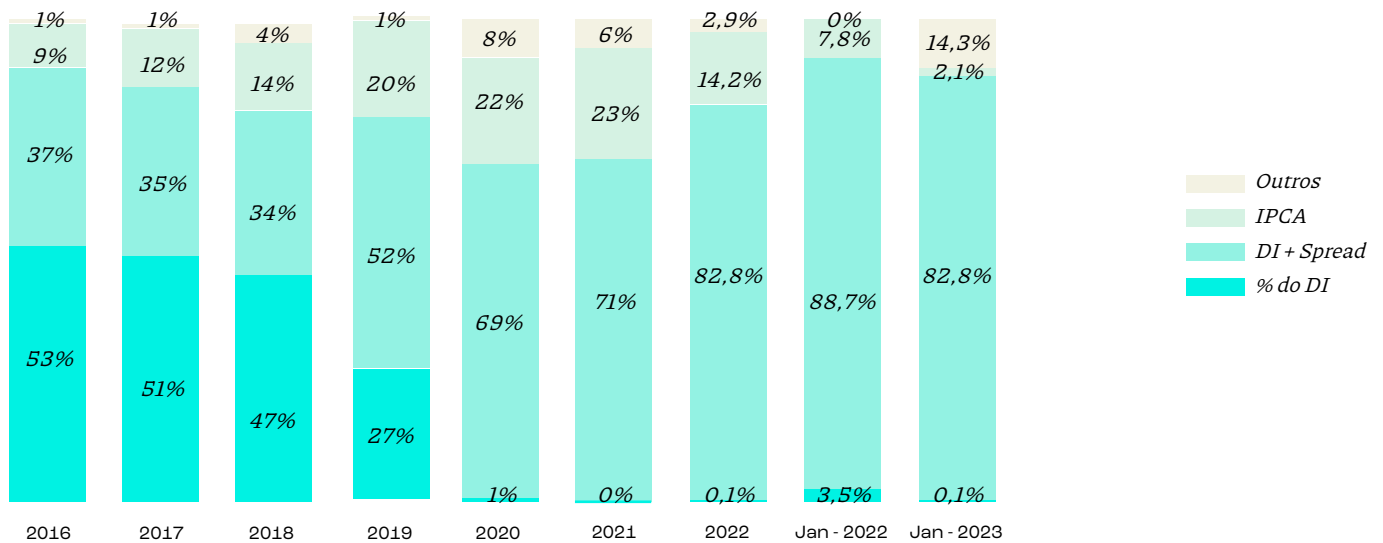


Fonte: ANBIMA

O indexador DI + spread continua a ser o mais relevante entre os indicadores, representando ~84% do volume de

debêntures emitidas em janeiro de 2023.

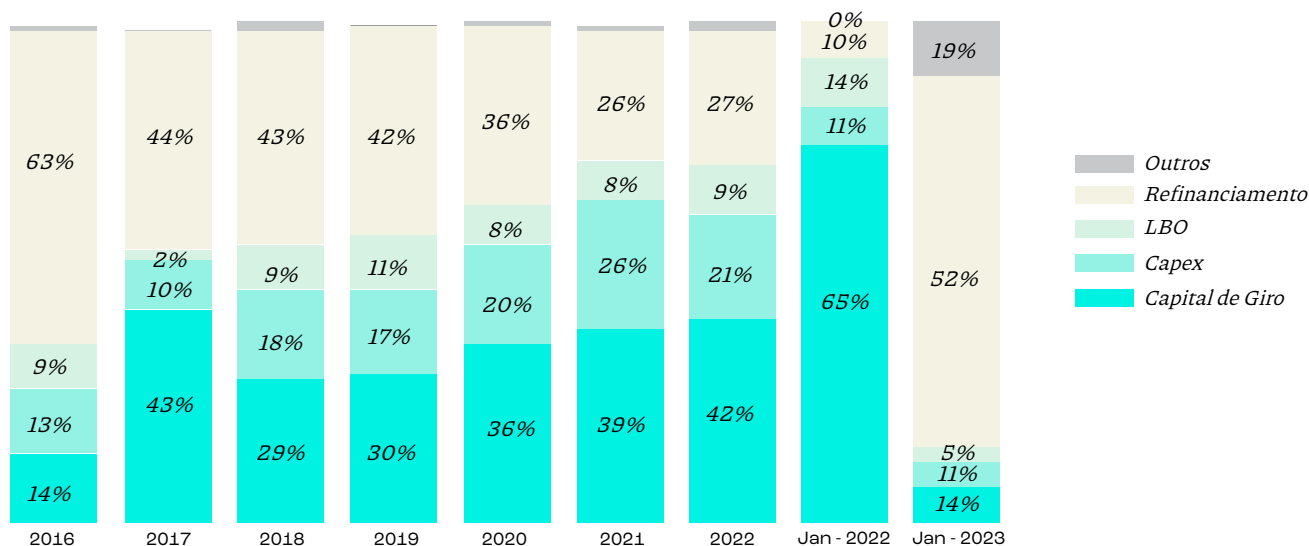
Evolução Indexadores - % Volume



Fonte: ANBIMA

Os principais destinos do recurso captado em janeiro de 2023 foram para Refinanciamento de Passivo e capital de giro.

Destinação de Recursos - Volume (R\$)

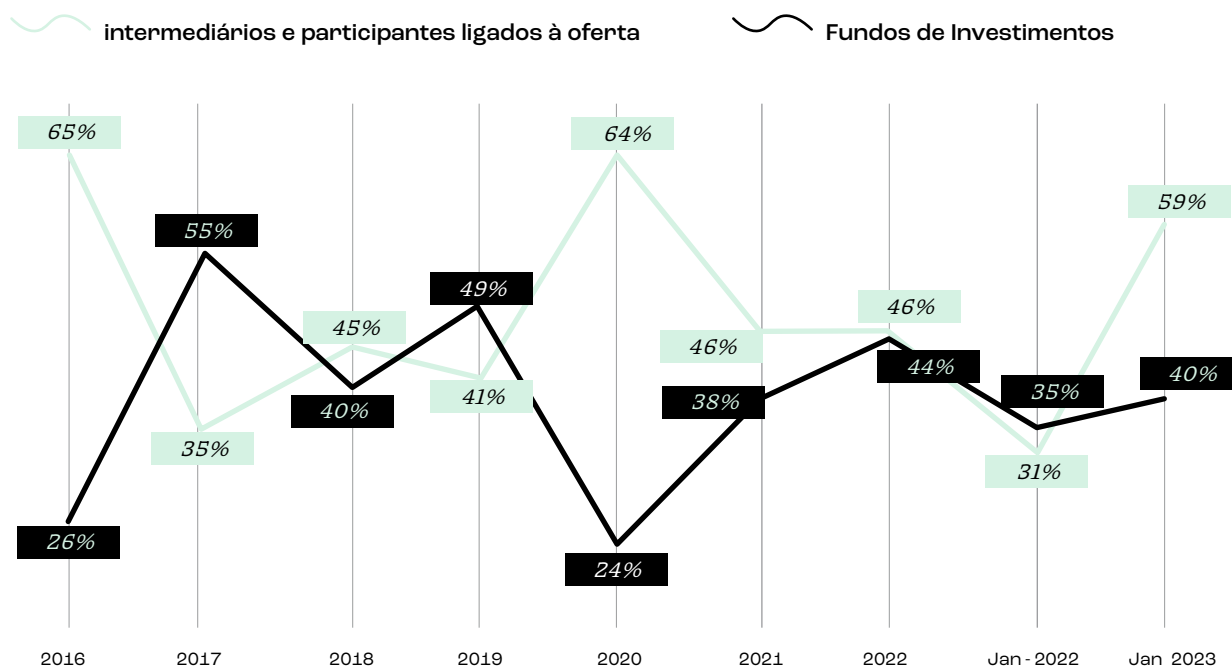


Fonte: ANBIMA

Afora isso, os fundos de investimento absorveram somente 40% das emissões primárias em janeiro de

2023 e o remanescente foi tomado pelos intermediários e participantes ligados à oferta.

Participantes da emissões

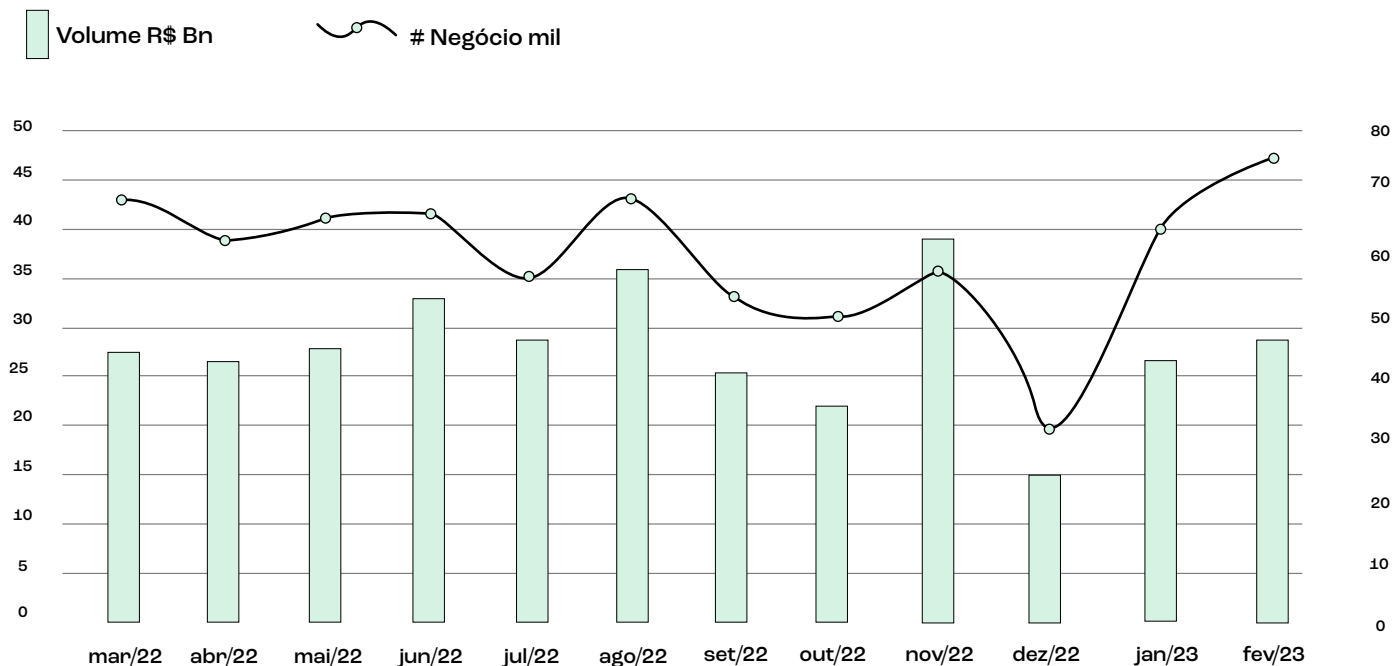


Fonte: ANBIMA

Por fim, o mercado secundário de debêntures continua demonstrando grande volume negociado, apresentando um montante médio mensal negociado no acumulado de

janeiro a fevereiro de R\$ 27,6 bilhões em 2022 versus R\$ 19,0 bilhões em 2021.

Volume e número de negócios (UDM)



Fonte: debentures.com

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 Abner Melo

Crise das varejistas: para os fundos imobiliários, continua valendo a premissa localização, localização e localização

Em 2023, os cenários doméstico e global permanecem desafiadores: por aqui, as preocupações com a trajetória da dívida pública, passando pela discussão da nova âncora fiscal, ecoam desde janeiro. No exterior, as discussões sobre a inflação e a elevação dos juros seguem aquecidas. No curto prazo, as incertezas dessas variáveis tornam o ambiente econômico altamente restritivo, penalizando projetos devido ao elevado nível de juros – ou seja, custo do dinheiro - e enxugando a liquidez do mercado, com menor apetite ao risco.

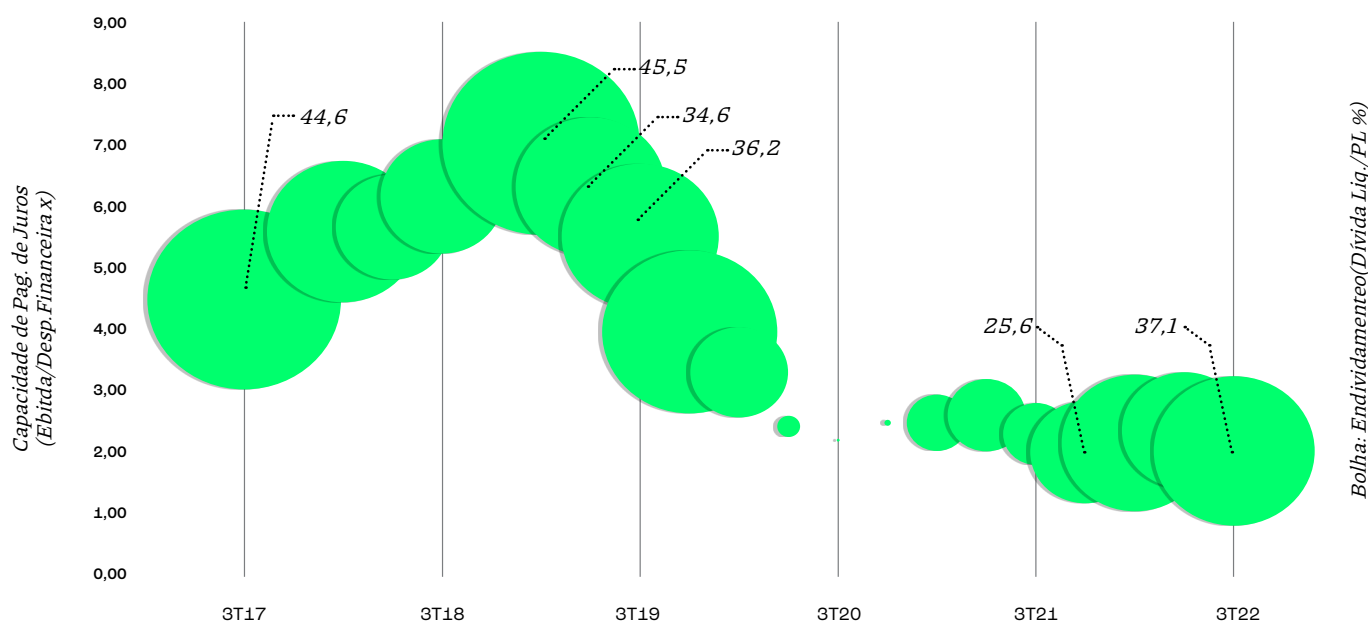
Em meio a este cenário, o setor varejista, cíclico e muito conhecido por operações que contam com baixas margens de lucro, além de elevado capital de giro, tem sofrido forte impacto. É justamente nesse contexto que

o consumo também diminui, dificultando ainda mais os índices operacionais das companhias. Por outro lado, empresas bem gerenciadas, com boa estrutura de capital, bons planos de expansão e investimentos conseguem ganhar market share e despontam dentro de seus setores. É esperado então que neste ambiente ocorra uma turbulência no varejo, e as empresas menos preparadas acabem expondo os mais diversos e profundos problemas. Em janeiro e fevereiro, casos de rombo contábil, pedidos de recuperação judicial, planos de renegociação de dívidas, fechamento de lojas e despejo por falta de pagamento penalizaram a imagem do setor perante a credores e investidores. O gráfico abaixo ilustra um pouco da preocupação do mercado em relação às varejistas.

Varejistas - Endividamento e Capacidade de Pagamento

Média Trimestral Ponderada por Valor de Mercado

Fonte: Rio Bravo, Economática



*O gráfico leva em consideração um pool de empresas varejistas listadas em bolsa e seu respectivo indicador, ponderado por seu valor de mercado em cada período. Empresas consideradas: Lojas Renner, Guararapes, C&A Modas, Lojas Marisa, Grupo Soma, Arezzo Co, Grupo SBF, Magazine Luiza, Via e Americanas

Nele, é possível perceber que, ao longo dos trimestres, o nível de endividamento, medido pelo tamanho das bolhas, chegou a diminuir, exatamente no período em que as taxas de juros estavam baixas e as empresas puderam se capitalizar. Porém, este nível está voltando ao patamar mais elevado registrado no começo da série, contando agora com um nível de juros mais restritivo e que penaliza a lucratividade das empresas.

Isso pode ser visto através do patamar da capacidade de pagamento de despesas financeiras: em meados de 2018, o EBITDA registrado pelas empresas era capaz de cobrir o pagamento de juros em, aproximadamente, sete vezes. Ou seja, em média, o EBITDA de um ano cobria sete anos de despesas de juros. Esse indicador atualmente está em duas vezes. Dito de outro modo, apesar do tamanho da dívida em relação ao patrimônio líquido das empresas não estar em um patamar consideravelmente superior ao registrado há cinco anos, o custo desta dívida pesa mais no operacional das empresas, já pressionado pelo baixo consumo, devido ao elevado patamar de juros.

Quando olhamos para outro indicador, dívida líquida sobre EBITDA, amplamente utilizado pelo mercado, e fazemos o mesmo tratamento de ponderação pelo valor de mercado, vemos que a dívida cobria apenas 1,18 vez o EBITDA em 2017, e em 2022 este indicador deteriorou-se, atingindo 2,09 vezes. Esses são números que não necessariamente prenunciam nenhuma catástrofe generalizada, servindo apenas para evidenciar a deterioração causada pelo ambiente mais restritivo.

Localização, localização e localização.

Neste contexto, se faz mais necessário do que nunca avaliar os Fundos Imobiliários para além da qualidade de seus inquilinos e tipo de contrato de locação. A premissa básica do setor imobiliário – localização, localização e localização – precisa ser ressaltada. Um imóvel comercial voltado para o varejo, bem localizado, flexível, com boa disposição, com fachada ampla, em região consolidada, com grande fluxo e fácil acesso a transporte público, tende a ter maior resiliência e crescimento de receita ao longo do tempo, por conter características ótimas para exposição e posicionamento de marca.

Por óbvio, a qualidade do inquilino, refletida principalmente na baixa inadimplência esperada, é um grande atributo para o investimento em imóveis. Um contrato de locação forte, que provê garantias ao locador, consolidada pela jurisprudência, também ajuda a compor o valor do imóvel. No entanto, em momentos em que as operações dos inquilinos e até a saúde financeira das empresas que operam utilizando aquele “tijolo” entram em xeque, as características imobiliárias se tornam mais importantes para composição do valor do imóvel, e conseguem evidenciar que um bom investimento imobiliário se faz olhando principalmente para a localização – e de forma secundária, para a qualidade do inquilino e o contrato de locação. Isso porque, no varejo, uma operação é facilmente substituída quando se trata de uma localização privilegiada, incluindo ganhos com *lease spread* positivo e, não muito raramente, valores de venda de ponto. Imóveis em boas localizações tendem a ter demanda sempre, ainda que em patamares de aluguéis mais baixos, enquanto imóveis em localizações ruins podem ficar sem qualquer tipo de demanda por bastante tempo, prejudicando muito o fluxo de caixa do investidor. Esse direcionamento pode não ser facilmente percebido olhando apenas o curto prazo, mas fica muito evidente no longo prazo graças à resiliência de receita na perpetuidade.

No **Rio Bravo Renda Varejo (RBVA11)**, fundo imobiliário voltado para o varejo de rua, temos diversos exemplos dessas transformações do imóvel em pontos importantes e considerados premium para o varejo. Na região dos Jardins, em São Paulo, o Fundo possui um imóvel que tinha uma operação de restaurante e, com o encerramento da operação, o espaço então entrou no radar de marcas importantes, e atualmente está locado para uma operação do Coco Bambu, que também utilizou o ponto para a consolidação de sua mais recente marca, o Vasto. Também em São Paulo, a Avenida Paulista com a Pamplona (foto abaixo), um ponto de esquina, muito valorizado pelo varejo, foi o local escolhido para comportar a loja *flagship* da Centauro, no lugar que antes era ocupado por uma operação de drogaria. Suas características são extremamente valorizadas pelo mercado: localização privilegiada em um dos mais importantes cartões-postais do país, próximo a grandes prédios corporativos, em frente ao metrô, testada extensa e com excelente visibilidade de

marca. Sua localização privilegiada promove um fluxo intenso de pessoas, tanto durante a semana quanto nos fins de semana. No Leblon, no Rio de Janeiro, o Fundo detém uma loja que era locada para uma varejista de moda e deu lugar para uma nova locação para o Itaú, que promoverá, no local, a partir do segundo semestre do ano, a primeira operação física do banco voltada para investimentos no Rio de Janeiro. O ponto se localiza em uma das regiões mais nobres do Rio, em frente ao Shopping Leblon, consolidado e que centraliza um alto fluxo de pessoas.

Os exemplos citados acima evidenciam a demanda que imóveis bem localizados capturam, cujo valor do tijolo em si tem um certo grau de independência em relação ao inquilino e ao tipo de contrato de locação. Ou seja, a resiliência do ativo, que é um produto de todos os fatores já citados sobre qualidade e localização, vai ditar a demanda pelo ativo no longo prazo, que deverá ser capaz de atrair bons inquilinos, passando por diversos ciclos. Em momentos mais restritivos economicamente, é preciso se atentar aos fundamentos do ativo objeto, precificando corretamente o risco de crédito dos contratos, buscando a rentabilização do portfólio de maneira equilibrada.



Fonte: Google Maps, referente a 2018



Fonte: Google Maps, referente a 2022

Renda Variável

Evandro Buccini

Por Evandro Buccini e Francesco Lupo Pasino

Temporada de Resultado 4T22

A temporada de resultados começou. Por enquanto, 35% das empresas do Ibovespa reportaram as demonstrações financeiras relacionadas ao último trimestre do ano de 2022.

Sem considerar as subsidiárias de Cosan e Itaúsa, só quatro das 15 empresas da nossa carteira divulgaram os números finais do quarto trimestre do ano passado. Até o momento, vemos resultados mistos. Todas as empresas continuam sofrendo pressões macroeconômicas nas demonstrações financeiras, tanto por causa da inflação quanto de juros, impactando, assim, as principais linhas das DREs.

A seguir, comentamos os resultados das empresas investidas.

HYPERA

Começando do destaque positivo, temos **Hypera (HYPE3)**, que continua apresentando resultados sólidos e defensivos a frente do atual cenário macro. A empresa se destaca dos pares com crescimento de venda que envolve o comprador final (sell out) de 19,2% a/a (+2,5 p.p. acima do segmento de varejo). Com isso, a receita

líquida teve crescimento de 30% a/a, atingindo R\$ 2,1 bi, impulsionada tanto pelo sell out (mencionado anteriormente), bem como pela aquisição do portfólio da Sanofi e vendas no segmento institucional.

A margem bruta teve leve queda de 0,3 p.p. a/a, para 62,3%, devido a um efeito de mix de receitas que o segmento institucional trouxe. A margem EBITDA, por sua vez, caiu 1,7 p.p. a/a por conta de um aumento de despesas administrativas e gastos de P&D (Pesquisa e Desenvolvimento), mas foi compensada pela diluição das despesas de marketing (- 0,8 p.p. em relação a receita líquida).

O destaque negativo ficou para as despesas financeiras líquidas, que totalizaram R\$ 246 mi +82% a/a em função da alavancagem da empresa que era de 2,6x EBITDA (+ 0,2x vs 4T21) e as taxas de juros que aumentaram ano a ano.

Já o destaque positivo foi a geração de caixa operacional, que foi 71% superior em relação ao 4T21, atingindo R\$ 515 mi.

R\$ Milhões	4T21	4T22	a/a
Receita Líquida	1.626,5	2.121,4	30,4%
Lucro Bruto	1.018,9	1.322,0	29,7%
Mg Bruta %	62,6%	62,3%	-0,3 p.p.
Vendas, Gerais e Adm. (Ex- marketing e P&D)	-193,9	-274,2	41,4%
Marketing	-244,7	-302,2	23,5%

<i>EBITDA</i>	607,2	756,5	24,6%
<i>Mg Ebitda %</i>	37,3%	35,7%	-1,7 p.p.
<i>Lucro Líquido</i>	366,0	431,7	18,0%
<i>Fluxo de caixa operacional</i>	301,1	514,5	70,9%

KLABIN

O resultado da Klabin pode ser visto como neutro. O EBITDA recorrente no 4T22 foi de R\$ 1,9 bi (+1% a/a, -18% t/t), em linha com a expectativa do mercado, de um trimestre mais fraco. O período foi marcado por volumes sequencialmente menores em celulose e papel (-9,1% e -8,1% t/t) e preços estáveis. As vendas de celulose de 374kt foram -9% t/t, e a queda foi impulsionada por paradas de manutenção e baixas nos estoques, enquanto as vendas totais de papel de 552kt diminuíram 8% t/t. Com isso, a receita líquida, impulsionada pelos preços realizados, totalizou no trimestre R\$ 5,08 bi, (-7,4% t/t, + 11% a/a).

O destaque do resultado foi o custo caixa da celulose, que chegou a R\$ 1.338/t, -6% t/t, impulsionado pelo melhor mix de fornecimento de madeira, compensando os custos mais altos de matéria-prima. A melhora no segmento de celulose teve, como contrapartida, os custos de papel, que aumentaram 10% t/t, levando, assim, o EBITDA a R\$1,9 bi.

A empresa reportou uma geração de caixa operacional positiva de R\$ 3,4 bi (vs R\$ 1,4 bi 4T21). Mesmo com o pagamento de dividendos, a boa geração de caixa levou a dívida líquida a atingir R\$ 21 bi (R\$ -400 milhões t/t).

R\$ Milhões	4T21	4T22	a/a
<i>Receita Líquida</i>	4.581,0	5.083,0	11,0%
<i>EBITDA Ajustado</i>	1.884,0	1.905,0	1,1%
<i>Mg Ebitda %</i>	41,1%	37,5%	-3,7 p.p.
<i>Lucro Líquido</i>	1.050,0	790,0	-24,8%
<i>Endividamento Líquido</i>	20.916,0	21.038,0	0,6%
<i>Dívida Líquida / EBITDA LTM</i>	3,0x	2,7x	-0,3x

XP

A XP reportou um resultado muito fraco, tanto na receita quanto no lucro, entregando, assim, um lucro líquido de R\$ 800 milhões, -21% a/a, ficando 18% abaixo da expectativa do mercado. A performance pode ser atribuída a uma queda drástica da receita (-12% t/t), tanto do segmento de varejo como também da receita de serviços institucionais. Essa queda na receita foi parcialmente compensada pela receita das verticais, que tiveram um crescimento sólido de 90% a/a, impulsionada pelo faturamento no segmento cartões.

Pelo lado positivo, a administração reconheceu os ventos contrários na receita e enviou uma mensagem positiva sobre as despesas SG&A, que devem continuar a cair 5-11% em 2023 para R\$ 5,0-5,5 bi. Nesse trimestre, o opex (despesas operacionais) caiu 22% t/t, impulsionado, sobretudo, pelas iniciativas de corte de custos e outras receitas de R\$ 242 mi referente a incentivos do Tesouro Direto. Mas mesmo com esses cortes nas despesas, o EBT teve uma queda de 34% a/a, com uma margem caindo 4 p.p.

Não esperamos recuperação no curto prazo dos resultados da XP em função de menores taxas de distribuição de renda fixa e renda variável, que vão pressionar os rendimentos do segmento de varejo.

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
<i>Fevereiro 23</i>	0,15	0,89	-8,08	-0,97	0,16	0,92	-7,49	-10,52	0,38	3,17	1,70	1,28	-0,45
<i>janeiro 23</i>	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
<i>dezembro 22</i>	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
<i>novembro 22</i>	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
<i>outubro 22</i>	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
<i>setembro 22</i>	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
<i>Agosto 22</i>	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
<i>julho 22</i>	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
<i>junho 22</i>	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
<i>maio 22</i>	1,21	0,99	-1,07	1,97	-	1,03	3,22	-1,82	-3,08	-4,80	-4,52	0,96	0,26
<i>abril 22</i>	0,90	0,69	-10,08	1,86	-	0,83	-10,10	-8,36	-0,07	4,86	-2,48	0,83	1,19
<i>março 22</i>	1,03	0,88	7,70	1,37	-	0,93	6,06	8,81	-9,59	-7,97	-10,93	3,07	1,42
<i>fevereiro 22</i>	0,87	0,80	-0,27	0,21	-	0,76	0,89	-5,19	-2,70	-2,98	-7,09	0,54	-1,29
<i>janeiro 22</i>	0,77	0,73	5,01	-1,41	-	0,73	6,98	3,42	-5,34	-3,48	-10,58	-0,73	-0,99
<i>Ano</i>	1,22	1,98	-4,98	0,27	-1,90	2,05	-4,38	-7,90	-3,10	-2,30	4,18	1,28	-2,05
<i>12 meses</i>	13,08	12,29	-19,48	5,58	-	13,01	-7,26	-20,21	-2,43	2,63	-0,33	7,94	2,45
<i>24 meses</i>	20,73	18,12	-21,86	11,41	-	19,43	-4,64	-30,84	-19,10	-7,56	-13,40	8,94	-2,71
<i>36 meses</i>	20,73	19,04	-12,86	15,61	-	22,25	0,73	-29,32	12,20	16,60	31,89	12,38	-5,24
<i>48 meses</i>	27,08	24,70	2,75	17,34	-	29,07	9,78	-4,09	29,67	39,68	60,98	32,61	15,36
<i>Desde o início</i>	265,88	253,16	604,13	75,31	4,47								
<i>PL Atual (R\$Mil)</i>	410.873,581	3.732,957	2.526,48	6.524,95	4.961,26								
<i>Data de início</i>	14/08/2008	27/12/2007	08/09/2004	17/08/2015	15/05/2022								
<i>Taxa de Administração (a.a.)</i>	0,39%	0,25%	0.5% até 20M / 1.6% + de 20M	1,50%	0,55%								
<i>Taxa de Performance (a.a.)</i>	-	-	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

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

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.

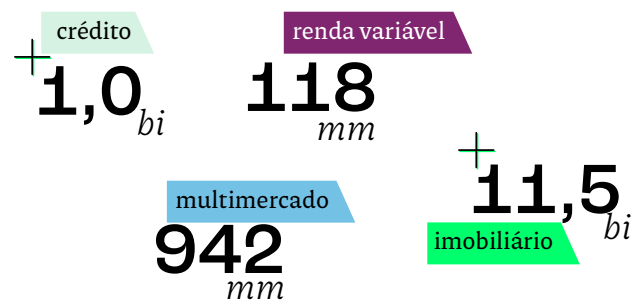
Fundos imobiliários de crédito

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