



RIO BRAVO

estratégias

estratégias

fevereiro 2024



Balões e escolhas

por Gustavo Franco



No mês do Carnaval, o noticiário econômico costuma ser magro, ressaltado o primeiro ano de governo, quando a troca da guarda ocupa todas as atenções. Fevereiro de Lula3, ano 2, conforme se esperava, foi vazio de conteúdo, ainda que não sejam interrompidas as divulgações de indicadores, bem como as atividades das Autoridades Monetárias pelo mundo.

“Tal como o Corpo de Bombeiros, os Bancos Centrais permanecem vigilantes e fiéis às suas rotinas nos períodos de calmaria

Tal como o Corpo de Bombeiros, os BCs permanecem vigilantes e fiéis às suas rotinas nesses períodos de calmaria, quando os analistas, em geral, se debruçam sobre a “comunicação”, e menos sobre as “ações” das autoridades.

Nesses momentos, as autoridades amiúde se entregam a dissertações, que funcionam como sondagens, os chamados “balões de ensaio”. São as ideias atiradas ao colegiado da opinião pública especializada para verificar suas potencialidades.

Conforme o manual de redação de um grande jornal paulista, a expressão designa a informação “propositalmente vazada a fim de verificar de antemão possíveis efeitos de uma determinada medida”.

Havendo “certeza” de que se trata de “balão de ensaio”, continua o manual, o jornal “explica para o leitor”. Mas não deixa de publicar. Portanto, a cogitação, tornada pública, é notícia, e não “fake news”. São medidas “em estudo”, como se fala em Brasília. A maior parte não conhecerá a luz do dia. Mas o mero estudo já é assunto de manchetes e de especulação.

Os balões são como um mercado de opções sobre o que vai ser.

A baloagem é muito praticada em fevereiro, quando o céu de Brasília fica parecido com o da Capadócia, coberto de balões de todas as cores e formatos.

Uma poderosa indicação desse estado de coisas foi o tempo dedicado, em fevereiro, ao debate sobre as declarações do presidente da República sobre o conflito no Oriente Médio. O problema aí foi que esses balões ocuparam quase todo o espaço celeste, de tal sorte que quase não se deu atenção às autoridades econômicas, mesmo considerando que ambas fizeram aparições nas reuniões do G20 destinadas a ministros da Fazenda e presidentes de banco centrais.

Roberto Campos Neto fez sua fala em inglês, portanto, sem mirar o público doméstico não especializado. O Banco Central do Brasil (BCB) não trabalha com balões fora dos documentos do COPOM, e em fevereiro não houve reunião.

Haddad está em outro território. Na abertura da reunião de ministros do G20, com discurso ensaiado, lido e proferido em português, o ministro da Fazenda falou em “globalização inclusiva” e em “fazer com que os bilionários do mundo paguem, sua justa contribuição e impostos”. Tudo pronto para o “Jornal Nacional”.

Desafio nada trivial

O ministro tem diante de si um desafio nada trivial, no plano doméstico, na forma de uma pergunta simples: qual a índole, ou plano econômico, desse governo?

Essa pergunta virá para o começo da fila uma vez terminado o Carnaval, e iniciado oficialmente o segundo ano dessa presidência, e com a natural perda de novidade e densidade do noticiário sobre o golpe (os eventos de 8 de janeiro).

O que vai se passar com a economia?

O anúncio da nova política industrial em janeiro não foi exatamente uma lufada de ar fresco. Foi, ao invés, uma demonstração das possibilidades da reciclagem. Muito mais uma fórmula (inofensiva) para acalmar os setores heterodoxos mais radicais encastelados no BNDES do que uma nova iniciativa em torno do qual o governo depositará suas esperanças para a economia.

Quando assumiu o ministério, frequentemente descrito como “o pior emprego do mundo”, Haddad definiu duas prioridades: o arcabouço fiscal e a reforma tributária.

O arcabouço foi a aprovado, mas sua decorrência, a meta de déficit zero, não tanto. Consta dos planos governamentais, mas o próprio presidente Lula afirmou que muda se precisar mudar, se a meta for “irreal”: “Se der para fazer superavit zero, ótimo. Se não der, ótimo também. Aqui no Brasil, de vez em quando, se inventa umas histórias, umas manchetes babacas, sabe?”, disse Lula em entrevista à Rádio Itatiaia durante visita a Minas Gerais conforme publicado em 8 de fevereiro¹.

“É curiosa, e meio tola, a conversa sobre o irrealismo da meta fiscal

É curiosa, e meio tola, a conversa sobre o irrealismo dessa meta fiscal. Como a que tem lugar, com mais frequência, sobre a meta de inflação.

Não faz muito tempo o ministro provocou certo alarido sobre um novo sistema de definição das metas para a inflação fixadas pelo CMN (Conselho Monetário Nacional) usando “metas contínuas”. Era um balão que deu em nada. Desde junho do ano passado, quando o assunto surgiu, nada foi feito para alterar o sistema que então funcionava e permanece prestando bons serviços ao país.

Não é simples definir metas, para a inflação, fiscais ou para a equipe olímpica do Brasil. Imagine o leitor se as autoridades olímpicas brasileiras decidissem que as equipes não devem mais mirar no recorde mundial, posto que impossível, supostamente, mas mirar no recorde sul-americano. É muito provável que, com essa meta menos exigente, não se consiga nem mesmo o recorde do clube.

1. <https://www.poder360.com.br/economia/se-nao-der-para-cumprir-o-deficit-zero-otimo-tambem-diz-lula>.

Tudo considerado, os resultados fiscais serão acompanhados mês a mês, ao longo dos quais será possível verificar se os índices fiscais estão progredindo, ou se a complacência vai se estabelecer.

Mais para frente, no decorrer de 2024, ficará mais claro se vamos na direção da meta ou do recorde do clube. Será uma batalha difícil, ainda mais se tomarmos em conta que a bandeira da responsabilidade fiscal nunca foi exatamente uma pauta petista.

Toda vitória é santa

A segunda prioridade do ministro Haddad foi a reforma tributária.

Foi uma escolha arriscada, da qual o ministro, inclusive, pode ter pensado em se afastar, em vista da complexidade do assunto e dos obstáculos que encontrou. Os assuntos federativos são sempre os mais difíceis em Brasília.

Mas o governo teve sucesso até agora, votou e aprovou um texto base e mesmo sem ter ainda as leis complementares regulamentadoras, pode declarar vitória e contabilizar os pontos correspondentes. Nelson Rodrigues ensina: toda vitória é santa, ainda que por meio a zero.

Curioso, no entanto, é que a pauta de “melhoria no ambiente de negócios”, na qual a reforma tributária foi sempre um item entre os mais importantes, nunca foi abraçada pelo petismo. Ao contrário, desde sempre, a postura foi de hostilidade ao chamado “Consenso de Washington” e todas as suas variantes.

Foi a partir do Plano Real, que completa 30 anos de seu início em 28 de fevereiro, que as reformas que compõem esse cardápio, que não é bem de Washington, mas de qualquer lugar onde a matemática faz sentido, penetraram no terreno microeconômico. Com isso se reconhecia a conexão entre ambiente de negócios, produtividade e desenvolvimento econômico.

A palavra “reforma” entrou para o vocabulário do progresso como o conceito chave para a conversa sobre desenvolvimento econômico. Paradoxalmente, contudo, o PT foi historicamente contra as reformas.

“Os partidos de esquerda, ou meio de esquerda, geralmente ficam meio na dúvida sobre as pautas de aperfeiçoamento do capitalismo

Num momento de convergência e pacificação, é mais do que bem-vindo que o governo assuma a reforma tributária como de seu interesse. Os partidos de esquerda, ou meio de esquerda, geralmente ficam meio na dúvida sobre as pautas de aperfeiçoamento do capitalismo.

Lula e o PT encontraram uma fórmula interessante de enfrentar essas ambiguidades com pragmatismo: a divisão de trabalho.

O partido será sempre do contra, e terá restrições à Constituição, à estabilidade (ao Plano Real), à Responsabilidade Fiscal (LRF), às reformas, à medicina convencional nos assuntos de economia, e a tudo que não for da sua lavra. É seu papel.

Mas o presidente poderá divergir do partido, o que será sempre saudado como um gesto de grandeza e pragmatismo. Cabe ao presidente da República, em face do que pode parecer um excesso de pragmatismo, zelar para cultivar sua identidade de esquerda, para a qual a polarização com Bolsonaro acaba ajudando (ainda que não envolva temas econômicos).

A exceção a essa “divisão” de funções foi a presidência Dilma Rousseff, quando as ideias econômicas heterodoxas do PT foram para o Diário Oficial. Foi o “momento antivax” da política econômica, com os resultados desastrosos que se conhece.

A experiência da Nova Matriz se tornou uma espécie de trauma, pois oferecia uma confirmação de que loucuras não existem apenas no espaço dos balões. As chances de adoção de ideias erradas não eram desprezíveis, tanto que foram praticadas. Essa premissa serve para ressaltar o quanto é difícil a tarefa do ministro Haddad, o encarregado de encarnar e operacionalizar o “pragmatismo” do presidente.

“Nada mais woke que um ministro da Fazenda falar, em um foro internacional, de justiça tributária e de impostos globais desafiando a realidade dos paraísos fiscais

Em sua fala no G20 e ao lançar seus balões para o restante do ano o ministro falou muito de impostos, e mirou nos super-ricos. Nada mais *woke* que um ministro da Fazenda falar, em um foro internacional, de justiça tributária e de impostos globais desafiando a realidade dos paraísos fiscais. Muito próprio para o ambiente do G20, mas será realista? Na verdade, nem mesmo um comunicado conjunto esse grupo conseguiu redigir.

Os balões endereçados ao público doméstico, sobretudo em Brasília, falam em uma reforma tributária “da renda e do patrimônio” como se fossem “novas etapas” da reforma tributária, cujo centro conceitual, não vamos esquecer, era a confusão de impostos de consumo dos entes federativos.

A elevação dos impostos diretos (de renda e de patrimônio) não é bem uma pauta de melhoria de ambiente de negócios, mas uma pauta da esquerda. A justificativa seria a realidade de desigualdade, somando-se às iniquidades da tributação direta no Brasil.

A receptividade para essas ideias não será a mesma da reforma tributária dos impostos de consumo. Reforma tributária e política fiscal são coisas diferentes.

O ministro Haddad se comprometeu a entregar um déficit zero. Terá que responder a uma pergunta que antecede qualquer outra de natureza tributária: por que não reduzir despesa?

A segunda pergunta sobre se o ministro (o governo) quer mesmo aumentar os impostos, tem sido respondida com um drible meio tosco: o ministro fala em “corrigir distorções”.

Não há nada de errado em um governo de esquerda legitimamente eleito escolher resolver o problema fiscal brasileiro aumentando os impostos e não reduzindo o gasto público e o tamanho do Estado. É uma escolha. Ou talvez, ainda um balão, aguardando os sabores do vento.

Crédito

Crédito privado

Evandro Buccini



Por Evandro Buccini, Victor Tâmega e Guilherme Rheingantz

Sinais do mercado:

recuperação dos spreads e retomada da captação líquida

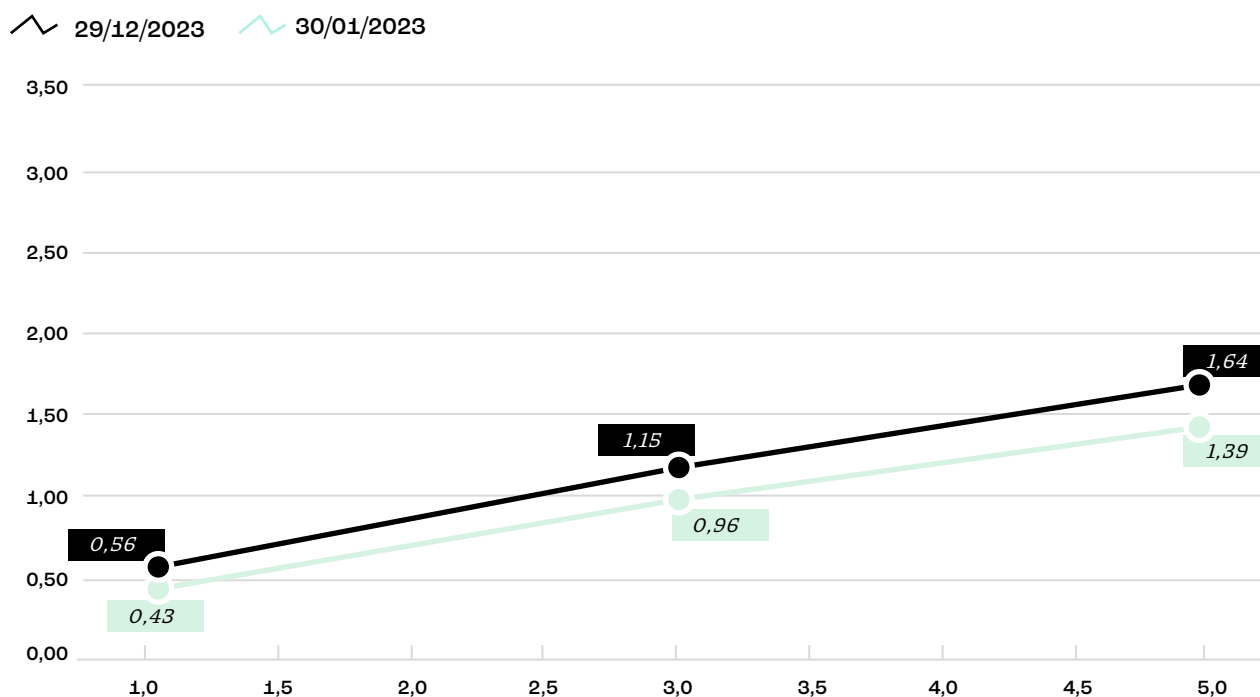
Seguindo a tendência de janeiro, o mercado de crédito privado apresentou bom resultado em fevereiro, com as debêntures atreladas ao CDI alcançando rentabilidade positiva e superior ao CDI, conforme indicado pelo índice de debêntures ANBIMA IDA-DI de 1,16% a.m. vs. CDI de 0,8% a.m. em fevereiro. Com isso, no acumulado do ano, o índice ANBIMA IDA-DI atingiu 2,56% contra o CDI de 1,77%.

Associado a isso, o mercado continua dando sinais de (1) recuperação dos *spreads*; e (2) retomada da captação líquida. Já as emissões primárias, que estavam aquecidas no final de 2023, apresentaram redução no volume. Entretanto, na última semana de fevereiro, indicou retomada. As debêntures incentivadas focadas no mercado de infraestrutura também tiveram rentabilidade positiva em fevereiro, segundo o índice de debêntures ANBIMA IDA-IPCA infraestrutura, com rentabilidade de 2,45% a.m., superior ao IMA-B que, no mesmo período, reportou rentabilidade de 0,55%a.m.

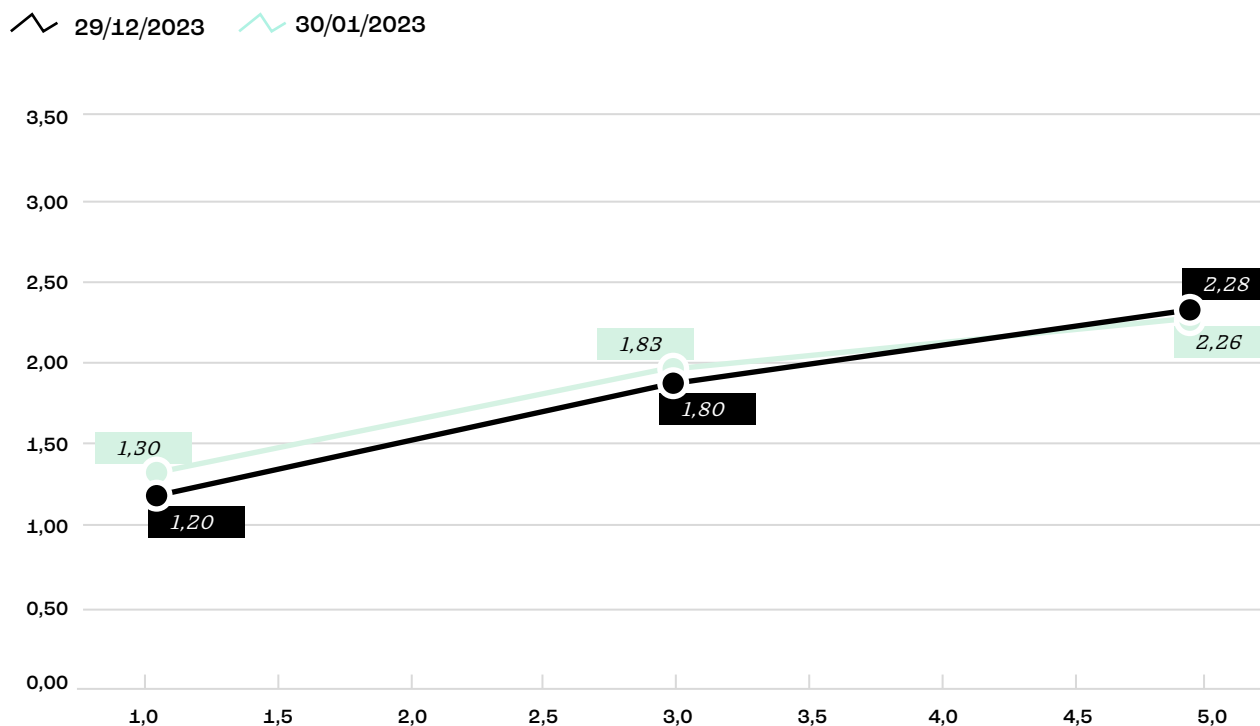
Fechamento de *Spreads*: Os *spreads* das debêntures corporativas indexadas ao CDI apresentaram fechamento no mês, ainda que com diferentes intensidades segmentando por *rating*. Dessa forma, observamos um movimento de procura para ativos de menor risco, assim como ocorreu em janeiro, só que agora com ativos com *durations* mais longas. Já os ativos de maior risco também demonstraram movimento de fechamento – no entanto, em *durations* mais curtas. Comparando com o início de 2023 (antes dos eventos de crédito de Americanas e Light), percebe-se que os *spreads* dos ativos de menor risco já estão em patamares inferiores, em todas *durations*. Todavia, os ativos com risco mais elevado estão em níveis superiores aos patamares do início de 2023. Os *spreads* das debêntures incentivadas, por sua vez, mostraram forte fechamento no primeiro em fevereiro, voltando para patamares inferiores ao início de 2023.

Spreads CDI+

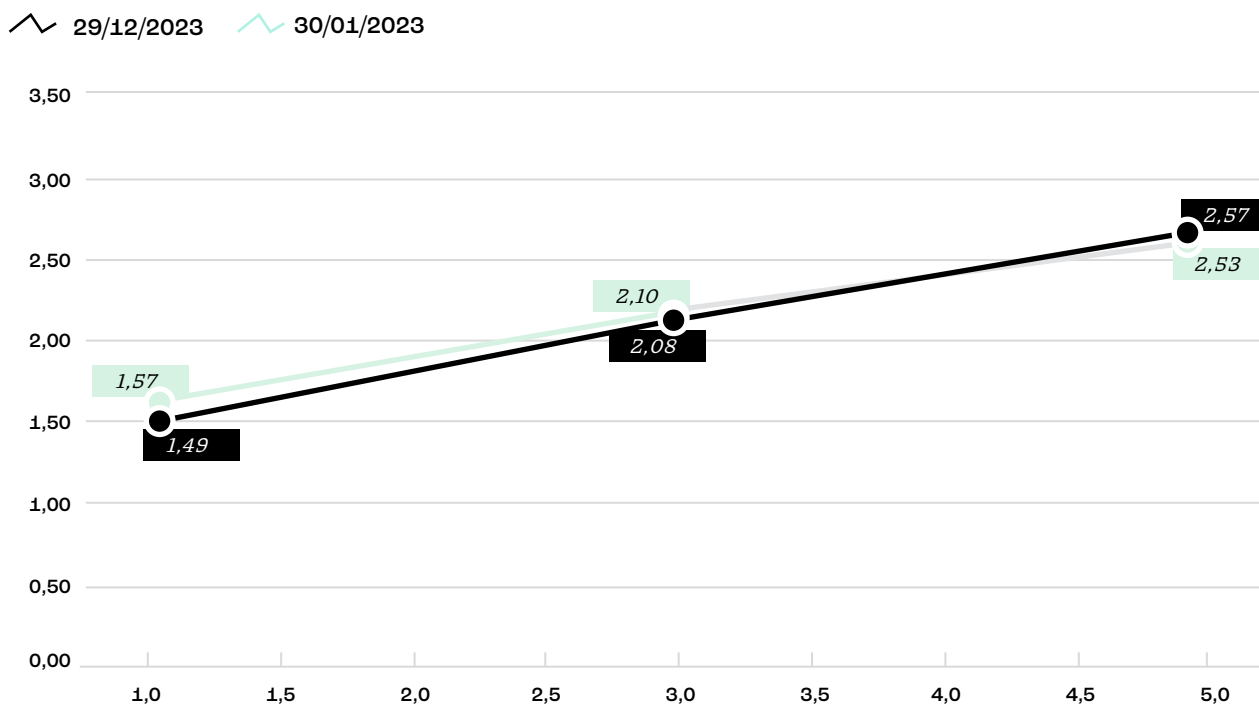
CDI +AAA



CDI +AA

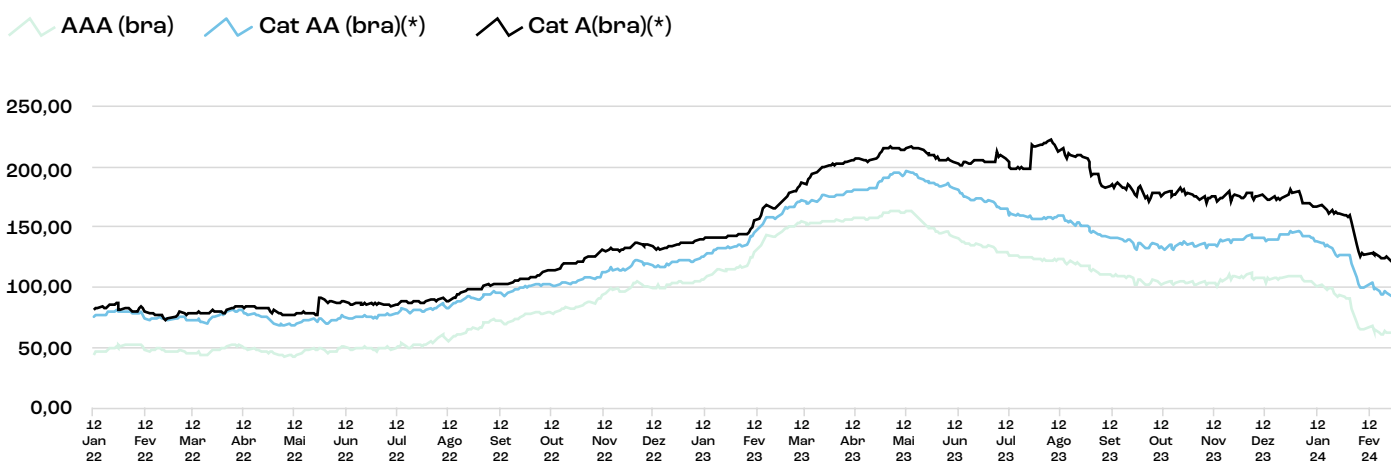


CDI + A



Fonte: ANBIMA

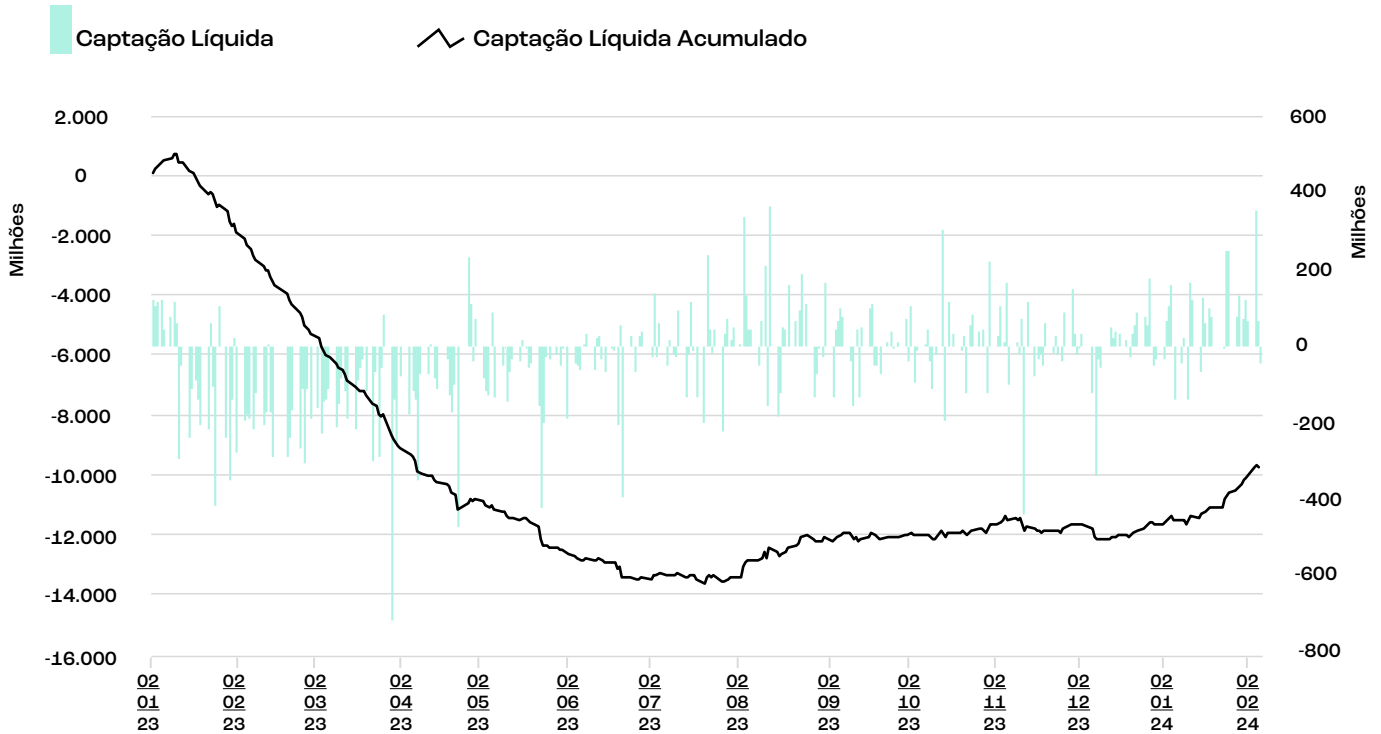
Spreads Incentivados



Retomada da captação líquida: O fluxo de recursos em mais de 40 fundos de crédito privado com resgate até D+45 consolidou a tendência de retomada das captações, tendo apresentado em fevereiro um montante positivo

relevante. Esse movimento foi impactado principalmente pela retomada de captação dos fundos de resgate mais curto (D+1), com saldo líquido de R\$ 1,6 bi em fevereiro.

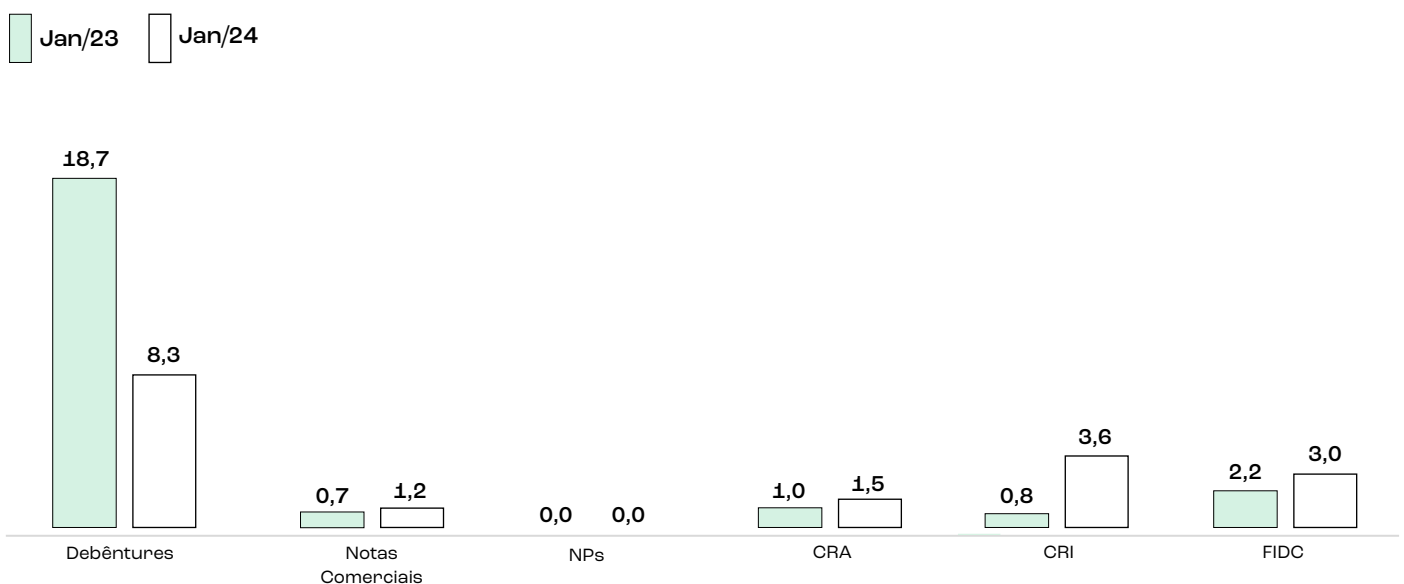
Captação Líquida Renda Fixa (até D+45)



Emissões primárias mais fracas: No mês de janeiro, as emissões primárias foram mais fracas quando comparadas ao mesmo período de 2023. Esse movimento ocorre após um final de ano com volumes muito elevados

de emissões. Diferentemente do observado no ano passado, grande parte das ofertas mais recentes vem sendo absorvida por fundo de investimento.

Mercado Doméstico (R\$ Bilhões)

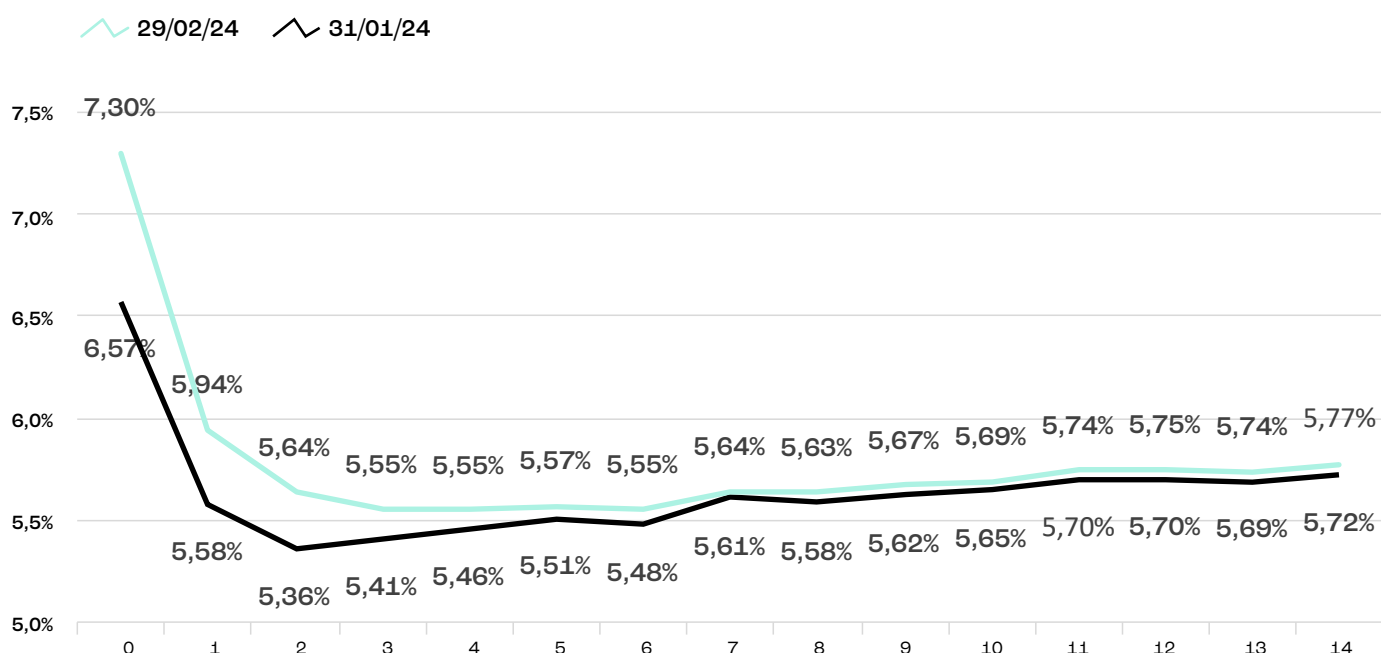


Fonte: ANBIMA

Abertura moderada da curva de juros real: Ao contrário de janeiro, quando o mercado experimentou abertura relevante da curva de juros reais ao longo de quase todos os vértices já a partir de 2025, entre 15 e 30 pontos base, em fevereiro, o mercado registrou abertura dos vértices curtos, por volta de 30-35 bps, enquanto nos vértices longos houve abertura de apenas 5 bps. O mercado local tem reagido à perspectiva da Selic no campo restritivo, mas com queda da inflação no curto e no médio prazos, refletidos no fechamento da inflação implícita.

O que chamou bastante a atenção foi o forte fechamento dos *spreads* de crédito. Na média (simples) das emissões com taxas indicativas da ANBIMA, o fechamento foi de aproximadamente 35bps. Quando compilado por *ratings*, vimos os *spreads* passando de 258bps para 231bps acima da NTN-B equivalente (A(bra)); 146bps para 129bps (AA(bra)) e de 86bps para 70bps no caso das emissões AAA(bra). A evolução do perfil dos *spreads* por classificação de risco (*ratings*) é apresentada no gráfico abaixo:

Gráfico da curva de juros reais (NTN-B) - % a.a. por duration (variação do mês)



Resolução do CMN restringindo emissões de CRIs e CRAs

A leitura da resolução 5.118 indica os alvos específicos do governo. Empresas abertas ou suas partes relacionadas não podem emitir os títulos que darão origem aos CRIs e CRAs, a não ser que seu setor principal de atuação seja o imobiliário ou o agronegócio. Isso também vale para instituições financeiras.

A decisão do regulador foi no sentido de impedir que grandes empresas e bancos da possibilidade de utilizar o instrumento. A alteração que nos parece mais draconiana é a proibição do uso do reembolso de despesas. Muitas vezes é complexo comprar, vender, construir, produzir. Envolve aprovações em diversos órgãos burocráticos que podem demorar muitos anos e deve-se olhar a oportunidade comercial que não pode se perder. Aliado a

todos esses fatores, é necessário capital, e a emissão de CRIs e CRAs também demora, o que pode inviabilizar o uso dessa opção para financiamento de projetos. O reembolso permitia maior flexibilidade para projetos que continuassem observando todos os requisitos que o CMN reforçou.

Olhando para 2023, o impacto da medida seria bastante relevante. Utilizando as informações do serviço de dados de CRI do Clube FII, mais da metade do volume emitido não poderia acontecer na nova realidade, aproximadamente R\$23,6 bilhões. Como entre elas há grandes operações de companhias abertas, quando atentamos para a quantidade, a queda seria de 34%. A razão pela vedação das operações em 29% dos casos acontece por conta das empresas abertas não do setor imobiliário (12,3% de instituições financeiras e mais de 58%), pois usaram reembolso de despesas para emitir

o CRI. Mais de R\$5 bilhões de CRIs de reembolso de operações legitimamente imobiliárias não poderiam ser emitidos.

Os investidores mais afetados serão as pessoas físicas que compram diretamente esses instrumentos, já que, de acordo com a mesma base de dados, dos CRIs emitidos em 2023, apenas 42,5% estavam em fundos imobiliários.

Rio Bravo Crédito Privado

O rendimento do fundo **Rio Bravo Crédito Privado** foi 118,71% do CDI no mês de fevereiro, impactado positivamente principalmente pelos setores de Energia, Financeiro, Saúde, Telecomunicações e Saneamento. Quando ponderamos pelo tamanho da posição, os destaques foram os setores de proteínas, com forte fechamento dos *spreads* da Marfrig, associado ao ótimo resultado divulgado pela BRF (empresa que a Marfrig detém participação relevante), e o setor de tratamento de

resíduos, com a Ambipar que realizou uma emissão de US\$ 500 milhões em *bonds*, melhorando a liquidez e o perfil da dívida da empresa.

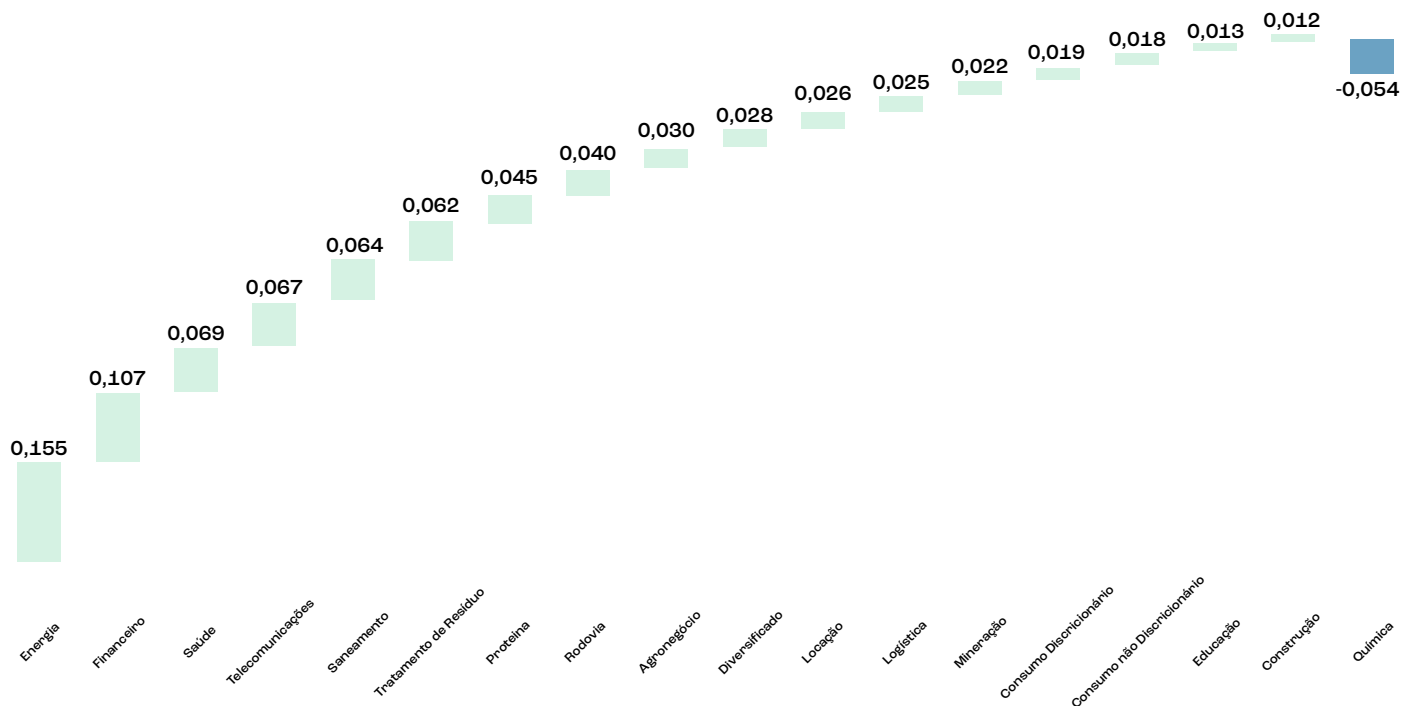
Em contrapartida, o setor Químico impactou negativamente, associado à marcação de Unigel, mitigado pela redução da exposição que realizamos em janeiro. Atualmente, a empresa passa por um processo de reestruturação. Com isso, seguimos com objetivo de reduzir a exposição, que atualmente representa 0,47% do PL, alinhado com a estratégia de diminuir a exposição a empresas de maior risco, e consequentemente conter a volatilidade da carteira de debêntures.

As outras classes de ativos tiveram boa performance, principalmente da classe de FIDC e LF, que contribuíram com 0,151% e 0,099% (equivalente a 139,8% e 119,3% do CDI se considerarmos uma posição de 100% dessas classes de ativos no fundo).

Performance por Estratégia

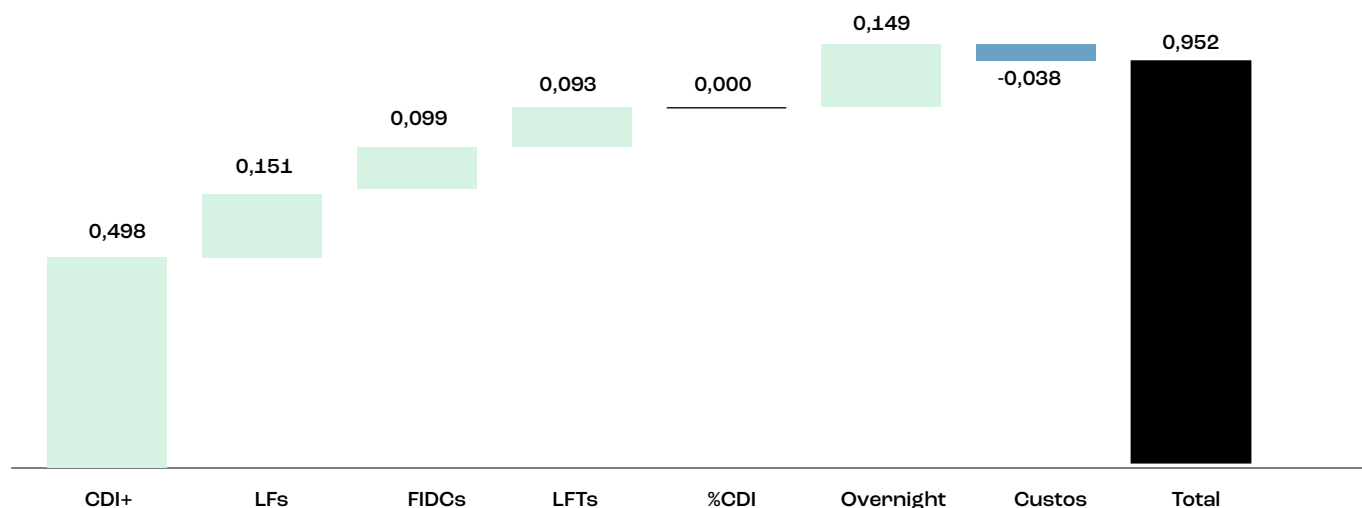


Fevereiro/24 Performance Breakdown por setor (%)



Fonte: Rio Bravo

Fevereiro/24 Performance Breakdown por classe de ativo (%)



Fonte: Rio Bravo

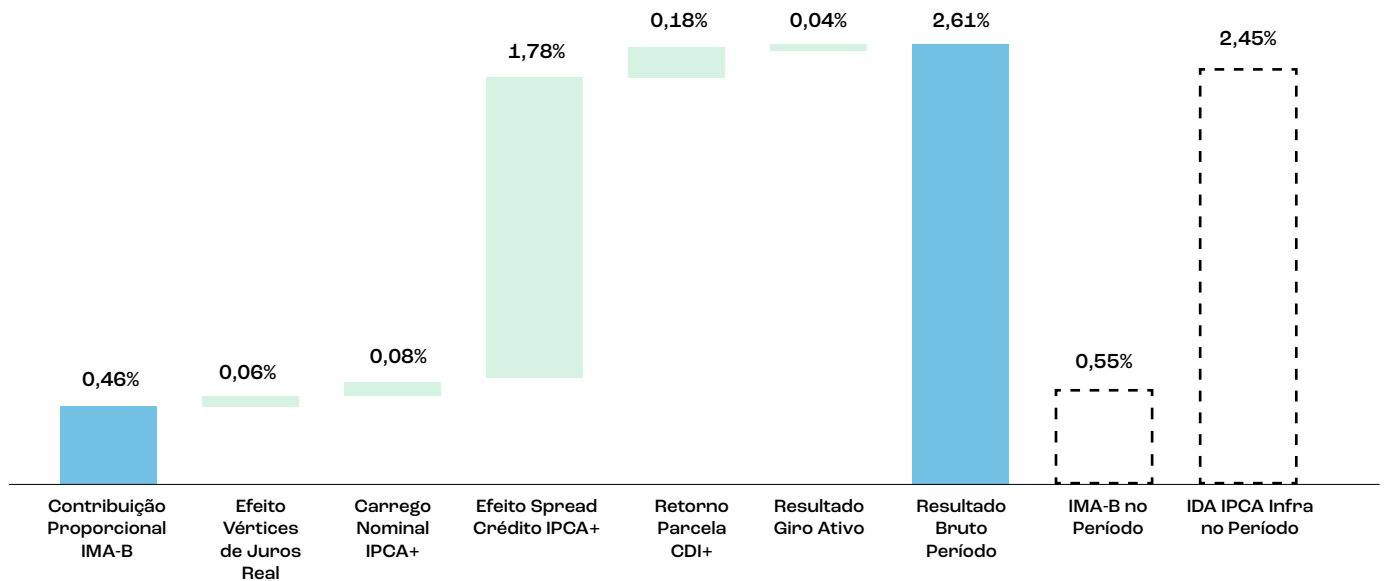
Em relação ao nosso portfólio, seguimos com uma carteira pulverizada e com baixa concentração, sendo o maior emissor com menos de 3,0% da carteira, totalizando 37 emissores e em 19 diferentes setores.

Rio Bravo ESG IS FIC FII Infra

A performance do RBIF11 no mês (+2,54%) foi muito superior ao *benchmark* IMA-B (+0,55%) – e melhor que o IDA IPCA Infraestrutura (+2,45%). Quanto aos títulos

soberanos indexados ao IPCA, o destaque foi, mais uma vez, o IMA-B 5 devido ao movimento de maior abertura nos vértices curtos (+0,59%). Dois efeitos na mesma direção determinaram o resultado do RBIF11 no mês: (i) em razão da exposição da carteira do RBIF11 em vértices distintos do IMA-B (maior concentração em 2030, 2028 e 2035 com 37,7%, 17,6% e 16,8% respectivamente), uma vez que o fechamento dos juros reais impactou

mais positivamente o fundo, cuja exposição é menos distribuída ao longo da curva; (ii) além disso, a carteira de crédito experimentou forte fechamento médio de 41bps ao longo do mês, adicionando 1,78% ao primeiro efeito. Adicionalmente, o fundo gerou alta de 0,04% graças giro tático da carteira, conforme pode ser visto no gráfico de cascata abaixo:



Os destaques positivos da carteira em termos de retorno nominal total foram: Via Rondon (VRDN12; +4,68%; rodovia pedagiada), Way 306 (CNRD11; +4,41%; rodovia pedagiada) e Origem Energia (ORIG11; +4,37%; produção de gás natural). Na ponta negativa, dos ativos com taxa indicativa pela ANBIMA, os destaques foram Via Brasil MT 320 (VIMT13; +1,98%; concessão rodoviária), Omega Energia e Implantação 2 (OMNG12; +2,05%; geração eólica) e Iguá Rio (IRJS14; +2,08%; saneamento).

Em termos de desempenho sobre a NTN-B equivalente, destacamos positivamente VRDN12 (NTN-B+ 405bps); CNRD11 (NTN-B+ 378 bps) e ORIG11 (NTN-B+ 360bps). Em contrapartida, vale a pena sublinhar QUAT12 (Açucareira Quatá; usina sucroalcooleira; NTN-B+ 56bps); VIMT13 (NTN-B- 136 bps) e OMNG12 (NTN-B+ 145bps). A qualidade de crédito da carteira permanece relativamente sólida, com dois terços das emissões com rating independente acima de AA-(bra).

Para 2024, temos a expectativa positiva para o mercado primário de emissões incentivadas, num ritmo relativamente forte em continuidade com o 2º semestre de 2023, o qual deve bater recorde de emissões. Acreditamos que o mercado secundário continuará com incremento na liquidez e nos volumes negociados.

Sobre o RBIF11: o fundo possui carteira diversificada com mais de 22 emissores em 9 segmentos de infraestrutura e é reconhecido como Investimento Sustentável (“IS”) pela ANBIMA, com um processo de seleção objetivo de ESG, com lista de exclusão, taxonomia de ativos e avaliação de riscos e adicionalidades socioambientais, além de possuir Isenção de tributação nos rendimentos e no ganho de capital na venda da cota. Alíquota de imposto de renda de 0% apenas para pessoas físicas. Pessoas jurídicas estão sujeitas à alíquota de 15% nos termos do art. 3º § 1º da Lei 12.431/2011.

Para mais detalhes do fundo, basta acessar o endereço a seguir:

www.riobravo.com.br/fundos/rio-bravo-esg-fic-fi-infra/



Investimentos imobiliários

Anita Scal



Por Anita Scal e Felipe Ribeiro

Galpões logísticos 2023: Crescimento sólido nos valores de locação e a menor taxa de vacância histórica

Após um crescimento expressivo nos anos de 2020 e 2021, com influência direta da pandemia de COVID-19, o mercado de galpões e condomínios logísticos no Brasil teve que se provar nos anos seguintes, com questionamentos recorrentes quanto à capacidade de se manter em evolução, com crescimento real nos valores de locação, taxa de vacância em níveis controlados e com uma cadeia de suprimentos adaptada às expectativas de consumidores com novos desafios operacionais.

Uma premissa básica para esse questionamento estava no fato de que a absorção bruta média de espaços de Classe A+ foi 45% maior nos dois anos iniciais da pandemia em comparação com os resultados de 2019, de acordo com dados da Buildings. As dúvidas então se mostraram naturais frente ao forte crescimento recente, com adição ainda da baixa performance – e devolução de espaços – do segmento de varejo, historicamente um dos principais ocupantes dos galpões brasileiros.

Entretanto, ao término de 2023 foi possível afirmar que a curva positiva se manteve, com os índices de absorção bastante similares aos anos anteriores e com uma taxa de vacância de apenas 9,0% para imóveis de alta

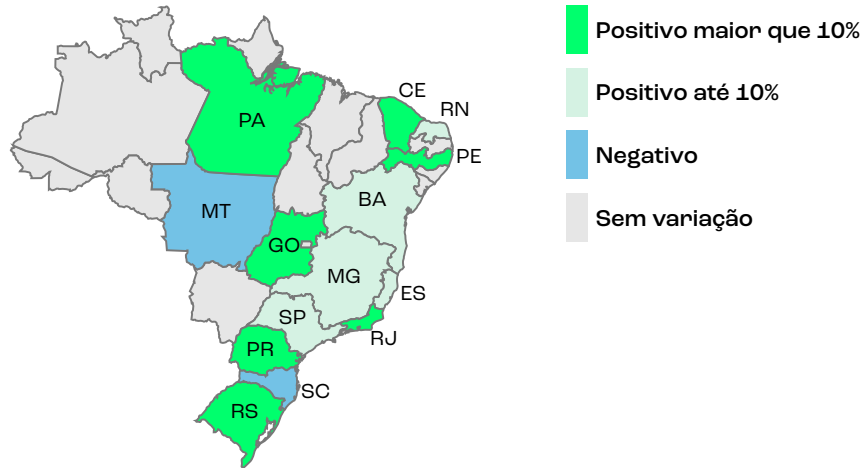
qualidade, sendo esse o menor índice no encerramento de um ano em toda a base histórica, iniciada em 2013, também de acordo com os dados da Buildings.

Entre as principais premissas para o mercado ainda aquecido segue o movimento conhecido como “*flight to quality*”, no qual os ocupantes trocam instalações antigas por empreendimentos mais modernos e eficientes. Em 2013, pouco mais de 56% do estoque era composto por ativos de Classe A+, frente a um total de 70% atualmente.

Influenciado pelo contexto positivo do setor, o país apresentou crescimento médio superior a 6% nos preços pedidos de locação. Entre as principais altas estão mercados que historicamente possuíam estoque de menor qualidade e que agora passam a ter melhores opções, como no caso das regiões Sul e Nordeste, ou em mercados com elevada taxa de vacância recente e com viés de baixa, como no caso do Rio de Janeiro. O mapa abaixo, elaborado pela JLL, apresenta a variação anual do preço pedido por estado, com destaque para o PR (+31,0%), PE (+17,7%) e RJ (+14,9%).

Em sete estados e no DF, o preço pedido teve aumento acima de 10%(a.a.)

Variação anual do preço pedido (%)



Fonte: First Look – Industrial (JLL Brasil)

Na busca por uma tendência, cabe analisar, também, o estado de São Paulo, mercado industrial e logístico de maior relevância no país, com mais de 50% de todo o estoque nacional. A robustez do mercado paulista reduz distorções na análise dos dados e, sob esse contexto, os números seguem positivos. São Paulo encerrou 2023 também com variação positiva nos preços e com a terceira maior redução percentual na taxa de vacância do país.

Para o ano de 2024, além da expectativa de que novas tecnologias e investimentos em infraestrutura possam impactar a procura por galpões logísticos, a influência dos elevados custos de construção e financiamento, que já reduziram em cerca de 38% o volume de novos espaços entregues em 2023, deverá impulsionar ainda mais a competição por espaços, resultando em provável novo crescimento real dos aluguéis e na busca de mais um recorde positivo para os índices de áreas vagas pelo país.

Renda Variável

Evandro Buccini

Por Evandro Buccini e Francesco Lupo Pasino

Varejo alimentar no Brasil

Nos últimos anos, o mercado de varejo com foco no segmento alimentar (considerando os formatos de lojas de: supermercado, hipermercado, atacarejo, conveniência e e-commerce) se fortaleceu muito no Brasil, apresentando crescimentos expressivos a cada ano. Parte desse desempenho tem a ver com o aumento da população, que, nos últimos ano, cresceu em média 0,90% a/a. Além disso, é preciso destacar os investimentos realizados tanto por marcas consolidadas e líderes do mercado quanto por pequenos grupos.

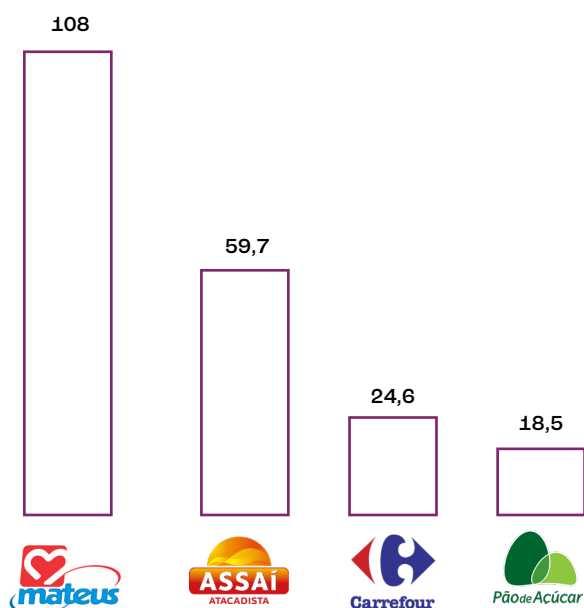
A indústria brasileira é altamente pulverizada e marcada pela alta competitividade de players nacionais e internacionais. O Carrefour, por exemplo, foi o primeiro grupo internacional que entrou no mercado brasileiro na década dos anos 1970. Em seguida, em 1995, foi a vez do

Walmart chegar ao país. Já o francês Casino aterrissou no mercado nacional em 1999 e se consolidou em 2012 com a compra do GPA (Grupo Pão de Açúcar). O restante do mercado está distribuído por varejistas concentrados em regiões/estados, como é o caso do Grupo Mateus, que opera principalmente no Norte e Nordeste do Brasil.

Como mencionado anteriormente, o mercado nacional é altamente pulverizado. Segundo a última pesquisa da Ranking ABRAS 2023 (Associação Brasileira de Supermercados), até dezembro do 2022, contava-se mais de 1247 empresas de alimentos no Brasil. Apesar de um número expressivo de companhias operando nesse setor, as quatro maiores detêm mais de 30% do faturamento total do mercado, conforme destaque abaixo.

As 4 melhores empresas do setor por faturamento

R\$ bilhões (2022)



Para as quatro empresas destacadas acima, 2023 foi um ano desafiador, como se vê nas performances das ações: Carrefour caindo -18,5% desde janeiro 2023, Assai, - 28% na mesma janela; e Pão de Açúcar, - 38% desde agosto 2023. Ou seja, desde a separação do Grupo Éxito. O primeiro desafio que essas companhias enfrentaram foi a deflação alimentar, que afetou negativamente a produtividade das empresas. Em

seguida, a implementação da integração das lojas do Extra Hiper por parte do Assai, que comprou a rede no final do 2021, e do Grupo BIG, por parte do Carrefour. Por fim, a alavancagem dos grupos, pressionando os resultados e retornos das companhias. Em resposta, o múltiplo P/E (Preço/Lucro estimado para o 2024) está sendo negociado 9,9x, uma redução de 32% em relação à média histórica (de 2017 até hoje) de 14,5x.

P/E 1YR FW



Mesmo com esses desafios, montamos uma posição no Grupo Carrefour. O mercado reagiu negativamente depois que a empresa reportou um 1T23 fraco, com rentabilidade pressionada por elevação de despesas e custos. Desde então, a performance das ações não recuperou as quedas acumuladas. Ainda assim, seguimos confiantes com o *turnaround* da companhia, de modo que esperamos que os retornos vão se normalizar ao longo de 2024. Vemos a empresa sendo negociada a um múltiplo P/E para o 2025 de 8,0x, número que consideramos atrativo, principalmente se comprado com a média histórica de 15,7x.

Grupo Carrefour Brasil

Líder no varejo alimentar brasileiro, principalmente no segmento de atacado, desde 1975 a companhia foi se expandindo de modo não-orgânica, diversificando tanto os formatos de lojas quanto as regiões de atuação. Vale destacar que, em 2022, o grupo concluiu a compra do Grupo BIG. Com isso, o Carrefour alcançou o primeiro lugar no setor, dobrando o *market share* e a capilaridade.

Hoje em dia, a empresa conta com 1088 lojas distribuídas em todos os estados brasileiros.

Segmento de atuação:

- **Atacado:** Líder nesse segmento – com R\$ 79 bilhões de receita bruta em 2023, divididos em 394 lojas –, a companhia teve que enfrentar dois anos desafiadores, sobretudo por conta da integração do Grupo BIG. As conversões de lojas trouxeram impactos nos retornos operacionais, fruto de despesas não-recorrentes de reformas das lojas. Desse modo, a margem EBITDA passou de 7,5% em média (pré-aquisição) para 6,5% (pós-aquisição). Ponto positivo: o pior já passou, posto que o desembolso caixa para essas conversões já acabou e agora falta esperar para que essas lojas amadureçam. Esperamos que cerca de 20% da área total de venda ganhe, em média, 1,5 p.p. em expansão de margem, em linha com o *guidance* da companhia anunciado no final do 2023.

• **Multi-Varejo:** nesse setor, a companhia opera com 643 lojas, que representam 26% da receita bruta consolidada (ou R\$ 30,1 bilhões). Como no atacado, aqui também estão enfrentando os desafios operacionais, parte da integração das lojas recém-adquiridas. A margem EBITDA caiu -3,8 p.p. na comparação com a média dos três anos pré-aquisição do BIG. Deferentemente do que ocorre no Atacado, a empresa ainda tem 40 conversões de hipermercados por fazer nos próximos três anos. Além disso, também planeja fechar 123 lojas com desempenho abaixo do esperado e monetizar ainda mais o imobiliário associado.

• **Serviços financeiros:** O banco Carrefour nasceu em 2007, tendo como acionista estratégico minoritário o Itaú. O banco oferece para os seus clientes diferentes soluções, tais como crédito e seguros. Mesmo com a carteira de crédito crescendo expressivamente todos os anos (e chegando a ser o sexto maior banco do Brasil em saldo, com uma carteira de crédito total de R\$ 24,2 bilhões), o ano de 2023 não foi positivo para esse segmento por conta das pressões das provisões e inadimplência nos resultados. Em contrapartida, já últimos trimestres, assistimos à melhoria do setor com provisões abaixo do esperado, sinalizando que o ciclo possa estar no ponto de deflexão.

Performance

	Renda Fixa	Renda Variável		Multimercado		Índices				
	Rio Bravo Crédito Privado FIRF	Rio Bravo Fundamental FIA	Rio Bravo Templeton Climate Change IE FIA	Rio Bravo Sistemático FIC FIM	Rio Bravo Valor Imobiliário FIC FIM	CDI	IBOV	IMA-B	IFIX	MSCI ACWI
fevereiro 24	0,95	2,43	2,13	-0,25	1,31	0,80	0,99	0,55	0,79	4,79
janeiro 24	1,35	-3,30	-1,86	0,92	1,00	0,97	-4,79	-0,45	0,67	2,86
dezembro 23	0,64	3,40	7,36	0,81	3,41	0,90	5,38	2,75	4,25	2,70
novembro 23	0,91	8,99	5,59	-0,48	0,07	0,92	12,54	2,62	0,66	6,44
outubro 23	0,70	-4,93	-7,48	0,90	-1,40	1,00	-2,94	-0,66	-1,97	-2,10
setembro 23	0,64	1,39	-2,09	1,95	1,53	0,97	0,71	-0,95	0,20	-2,61
agosto 23	0,16	-4,77	-0,14	0,74	0,14	1,14	-5,09	-0,38	0,49	0,73
julho 23	1,37	4,28	1,73	-0,84	2,75	1,07	3,27	0,81	1,33	1,88
junho 23	0,81	8,68	-3,14	2,92	4,78	1,07	9,00	2,39	4,71	-0,09
maio 23	0,80	5,90	3,58	-0,99	5,38	1,12	3,74	2,53	5,43	0,56
abril 23	0,55	3,91	-3,98	-0,72	4,76	0,92	2,50	2,02	3,52	-0,32
março 23	0,78	-1,93	-2,89	0,47	-0,59	1,17	-2,91	2,66	-1,69	0,30
fevereiro 23	0,15	-8,08	1,91	-0,97	0,16	0,92	-7,49	1,28	-0,45	-0,92
janeiro 23	1,07	3,37	6,46	1,25	-2,05	1,12	3,37	-0,00	-1,60	4,67
Ano	2,31	-0,95	0,23	0,67	2,32	1,78	-3,85	0,10	1,47	7,79
12 meses	10,09	24,43	-1,24	5,41	25,65	12,86	21,95	14,73	19,87	16,64
24 meses	24,17	1,54	10,99	11,52	-	27,55	14,29	24,17	22,93	7,92
36 meses	32,94	-6,04	-	17,08	-	34,61	11,54	24,28	16,18	3,67
48 meses	32,99	-1,39	-	21,40	-	37,89	10,73	27,08	11,52	49,61
Desde o início	302,78	782,37	11,56	84,92	31,03					
PL Atual (R\$Mil)	134.825.855,93	2.216.930,31	17.533.301,45	4.897.436,10	7.186.700,08					
Data de início	14/08/2008	08/09/2004	27/01/2022	17/08/2015	19/05/2022					
Taxa de Administração (a.a.)	0,39%	0,50%	0,30%	1,50%	0,55%					
Taxa de Performance (a.a.)	-	20% do que exceder o ibovespa	-	20% do que exceder CDI	15% do que exceder IFIX					

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

Vanessa Valente

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

Keite Bianconi

Gerente Comercial
11 3509-6603
keite.bianconi@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

TRBL11 – Tellus 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

RBRS11 – Rio Bravo Renda Residencial

Investimentos para renda em ativos residenciais de excelente localização.

Multimercado Imobiliário

Rio Bravo Valor Imobiliário FIM

Fundo que busca oportunidades de alocação no mercado imobiliário com o objetivo de obter ganho de capital. Retornos consistentes acima do IFIX.

solutions

Desenvolvemos produtos com as mais diversas estruturas e estratégias, exposição a variados ativos e fatores de risco por meio de uma abordagem multidisciplinar com uso intensivo de dados, e um time de gestores experientes com atuação transversal.

crédito

A área de Crédito 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 de crédito imobiliário

RBHY11 - Rio Bravo Crédito Imobiliário High Yield

Portfólio de CRIs com foco em papéis high-yield (de maior risco de crédito). Fonte: Prologis Research

RBHG11 - Rio Bravo Crédito Imobiliário High Grade

Portfólio de CRIs com foco em papéis high-grade (de menor risco de crédito).

Infraestrutura

RBIF11 - Rio Bravo ESG IS Fi-Infra

Fundo de renda fixa listado que investe em uma carteira diversificada de debêntures incentivadas e selecionadas a partir de um processo ESG, com isenção de IR para pessoas físicas.



11,0_{bi}
imobiliário

crédito,
multimercado e
renda variável

0,8_{mm}

solutions

1,5_{bi}

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