



Julho 2024

# estratégias

RIO BRAVO

Texto de Gustavo Franco

# O mês do desgaste



Este não é o mês do desgosto, que pode ser o próximo, ou não, a depender dos mercados, que derreteram globalmente diante dos temores de uma recessão nos EUA, e do modo como o governo vier a superar, ou não, as dificuldades que criou para si e que emergiram de forma particularmente séria em julho com respeito aos impostos e à Venezuela.

“Parece ser o encerramento oficial da primeira metade desta presidência”

O momento não é bom, no que parece ser o encerramento oficial da primeira metade desta presidência. Certamente não é o que o presidente anda escutando no Palácio do Planalto. Há muita adulação em torno do presidente, talvez tanta quanto tem sido a falta de imaginação na economia. O governo precisa de um relançamento, pois é como se a mágica que veio com a vitória eleitoral e reabilitação de Lula estivesse se esgotando prematuramente.

“Julho de 2024 será lembrado pela inundação de *memes* sobre a fixação do ministro Fernando Haddad com impostos”

No plano doméstico, o mês de julho de 2024 será lembrado pela inundação de *memes* sobre a fixação do ministro Fernando Haddad com impostos. Jamais os impostos foram discutidos no Brasil nesses termos. Foi no terreno da comédia, mas de um tipo que não pode deixar de ser levada a sério.

De todos os ministros da Fazenda a partir da Nova República, começando por Francisco Dornelles, que foi, inclusive, Secretário da Receita Federal, passando por renomados campeões da causa do equilíbrio fiscal, nenhum ministro falou tanto em impostos com tanto empenho e de forma tão desabrida.

Diversos desses ministros fizeram pacotes tributários. Em certa época, chegou a se falar em uma “rotina” de pacotes tributários de fim de ano, para fechar as contas. O próprio Paulo Guedes mandou o seu. Mas, invariavelmente, o pacote de impostos era um *sideshow*, um coadjuvante do esforço de equilíbrio fiscal e seus autores, sobretudo os ministros, mantinham sempre uma distância prudente do assunto.

**Não foi o que fez Fernando Haddad.**

Aqui como em qualquer parte, o tema é politicamente difícil desde sempre, ao menos desde o episódio do Tea Party nos EUA e do “quinto dos infernos” do Brasil Colônia. A Inconfidência Mineira e a Revolução Americana tiveram que ver com impostos. Faz tempo, mas as marcas deixadas nesses episódios foram duradouras, e o tema permaneceu difícil ao longo dos anos.

Note-se que o presidente da República não fala disso. O assunto pertence ao ministro, que é quem aparece nos *memes* e absorve essa energia. Será uma estratégia? Um plano? Terá sido uma escolha consciente para o tema central da segunda metade da presidência Lula 3, na direção de Lula 4 ou Haddad 1? Ou um resultado da mesma inércia diante de circunstâncias de Brasília que levou Fernando Haddad a abraçar o “arcabouço” e a “reforma tributária”, assuntos sobre os quais tinha pouquíssima milhagem?

Em tese, o ministro que apostou na reforma tributária – ou seja, num esforço de *racionalização* dos impostos sobre o consumo – não precisava ser o mentor de um *aumento assumido* na carga tributária. São coisas diferentes<sup>1</sup>. Mas Haddad não apenas não se escondeu do assunto, como fizeram todos os seus antecessores, mas, também, adotou a vestimenta progressista ao advogar abertamente uma “reforma da renda”, como o próximo capítulo da reforma tributária.

1. Veja-se “A esquerda e os impostos” *O Estado de São Paulo*, 23, set, 2023.



Paulo Guedes ensaiou uma retórica como essa, mas não foi adiante. Seja porque o projeto era muito mais uma reunião de pleitos e ideias que vinham da Secretaria da Receita e de seus sindicatos de auditores que propriamente um projeto do ministro, seja porque o projeto não tinha a feição “mercadista” que o governo Jair Bolsonaro às vezes gostava de alardear para si.

Coube à Câmara dos Deputados filtrar e selecionar os tópicos aproveitáveis do projeto (que ganhou o número PL 2337/21), através de uma versão aprovada na Câmara, a partir de relatório do deputado Celso Sabino (PSDB-PA). Mas a matéria parou no Senado, onde esbarrou no interesse em debater a reforma tributária (dos impostos de consumo) no plano constitucional.

Espera-se que o governo apresente projeto assemelhado ao sugerido pelo ministro Guedes em 2021, seguindo a Receita Federal. As recomendações permanecem as mesmas, excetuado o que já emplacou, portanto, é de se esperar que Haddad retome onde Guedes parou, que assuma a ideia de tributar dividendos, que enfrente o tema do reajuste da tabela progressiva, mas que traga todos esses assuntos para um ângulo mais distintamente progressista, entrando em temas como as deduções, as alíquotas mais altas para rendas maiores e alguma novidade no terreno patrimonial.

Não se pode descartar nem mesmo a apresentação de alguma versão de imposto sobre grandes fortunas (IGF), previsto na Constituição (art. 153, VII) mas nunca estabelecido. Tendo visitado o Papa Francisco, para tratar da tributação dos “super-ricos”, e insistido no assunto no G20, não seria surpreendente que o ministro introduza o IGF, que a UNAFISCO entende que poderia gerar R\$ 76,4 bilhões tributando-se cerca de 220 mil contribuintes<sup>2</sup>.

Independente dos efeitos práticos, o ministro e o governo parecem apostar nesses debates, sempre difíceis. O clichê era observar que falar de impostos era uma estratégia de comunicação desgastante. Entretanto, se esta é a sua estratégia de ajuste fiscal, por que se esconder do assunto?

Julho trouxe uma amostra do que pode ser um ataque ao ministro, e mesmo ao governo, centrado no assunto dos impostos. O desgaste causado pelos *memes* é uma dura lembrança sobre a influência das redes sociais sobre a política.

2.Unafisco Nacional. Nota Técnica n. 32/2024. “De gastos tributários à concretização dos privilégios tributários: Privilégiômetro Tributário de 2024”, São Paulo, 2024, P.10. Presume-se que seria o resultado de uma única cobrança. Nem mesmo a Unafisco imagina arrecadar esse tanto a cada ano.

“Julho também foi movimentado e desgastante no plano internacional”

### Plano internacional

Julho também foi movimentado e desgastante no plano internacional, o que talvez tenha mantido o presidente afastado da arenga com o Banco Central. Foi um desgaste a menos, por ora.

O COPOM se reuniu nos últimos dias do mês e, por unanimidade, manteve a SELIC em 10,5%. Houve mesmo quem falasse em subir os juros, mesmo depois de as mensagens vindas do FED terem sido no sentido baixista. As razões seriam o relativo aquecimento da economia, a subida do câmbio e a resistência das prévias e das expectativas em se ajustarem a uma convergência mais clara na direção da meta.

Não houve subida, mas mudou o que se conhece em bancocentralês como o “balanço dos riscos”, e para pior.

Com isso, pode-se dizer que o ciclo de baixa está terminado, conforme observado pelo consenso dos membros do COPOM em duas reuniões seguidas e pelo silêncio do presidente. O debate da sucessão de Roberto Campos Neto terá lugar nas próximas semanas sem que haja maiores inquietações sobre os juros, ao menos por ora.

Duas novidades surgiram no plano internacional. Nos EUA, a grande surpresa foi a reviravolta na campanha presidencial: Kamala Harris passou à condição de candidata competitiva diante de Donald Trump, após a desistência do presidente Joe Biden.

Para o olhar brasileiro, a desistência de Biden, por sua própria iniciativa, pode ser uma mensagem para Lula, que é dado como certo na disputa em 2026, a menos que desista e relance o projeto político que liderou.

Mas foi da Venezuela que veio o maior desgaste, que teve que ver com a ambição brasileira de se manter em bons termos com Nicolás Maduro. Terá sido em razão da afinidade ideológica entre os líderes, ou pela diplomacia midiática dos últimos anos, pela qual o país procura “arbitrar” conflitos em outras partes do mundo, talvez em busca de visibilidade internacional e do assento permanente no Conselho de Segurança das Nações Unidas? Ou tudo isso?

O fato é que Celso Amorim foi enviado a Caracas, quando muitos diplomatas foram expulsos do país e o próprio TSE brasileiro preferiu não acompanhar o pleito *in loco*.



O Brasil se tornou sócio de um impasse na Venezuela”

A fraude eleitoral, bem como os abusos do regime, é muito flagrante, o que torna muito desconfortável a posição dos que tentam manter “equidistância” das partes em disputa na Venezuela. Não há dúvida de que é mais um caso de “atravessar a rua para arrumar um problema”, e meter-se em uma situação desgastante aparentemente sem solução e que tende a escalar em matéria de tensão política e violência. Maduro se declara vencedor, a oposição apresenta evidência de fraude, crescem as manifestações, conflitos, prisões, e vão desaparecendo as possibilidades de um acordo nacional. O Brasil se tornou sócio desse impasse, uma importação supérflua, que trouxe muito desgaste para o governo e tem desfecho imprevisível.

# Renda Fixa

Crédito privado

Texto de Evandro Buccini e Victor Tâmega

## Mercado de Crédito segue com boa performance

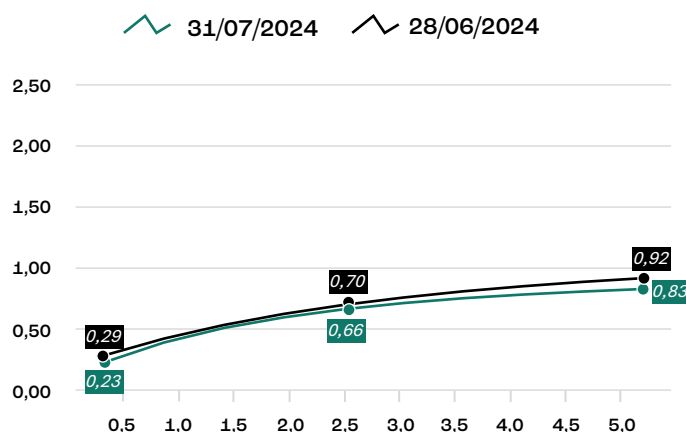
O mercado de crédito privado manteve performance positiva no mês de julho. As debêntures atreladas ao CDI alcançaram rentabilidade positiva e superior ao CDI, conforme registrado pelo índice de debêntures ANBIMA IDA-DI com variação de 1,20% a.m. vs. variação de 0,91% a.m. do CDI em julho. Com isso, prevaleceu a tendência do acumulado do ano com o índice ANBIMA IDA-DI atingindo retorno de 8,28% contra o CDI de 6,17%.

Associado a isso, o mercado continuou apresentando: (i) fechamento dos *spreads*, mas em baixa intensidade; (ii) captações líquidas positivas; e (iii) volume robusto de emissões no mercado primário, em patamares baixos de *spreads* e com prazos longos. Já as debêntures incentivadas focadas no mercado de infraestrutura também tiveram rentabilidade positiva no mês de julho, de acordo com o índice de debêntures ANBIMA IDA-IPCA infraestrutura com rentabilidade de 2,71% a.m., superior ao IMA-B que no mesmo período apresentou rentabilidade de 2,49% a.m.

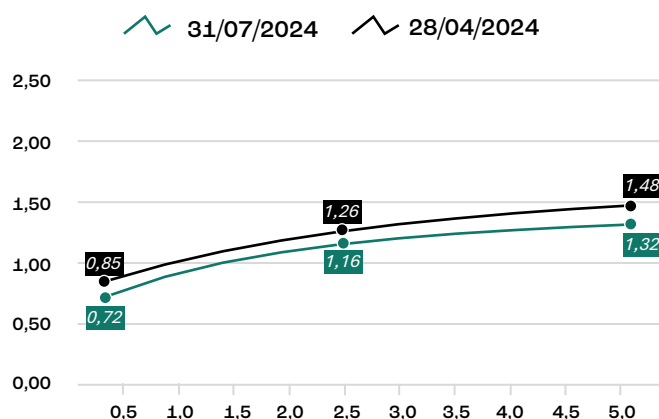
**Fechamento de *Spreads*:** ao olharmos os *spreads* das debêntures corporativas indexadas ao CDI segmentando pela qualidade de crédito, vimos tendências parecidas. Nesse sentido, as debêntures de maior qualidade de crédito (AAA) e de risco intermediário (AA) tiveram um fechamento geral dos *spreads*. Já os ativos de maior risco (A) permaneceram em um patamar muito parecido ao observado no mês anterior.

### Spreads CDI+

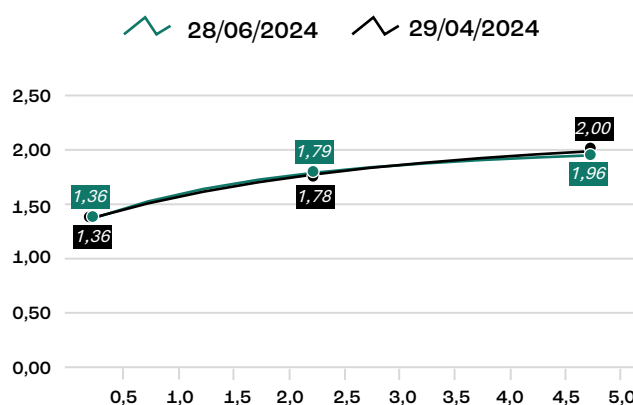
#### CDI +AAA



#### CDI +AA



#### CDI +A



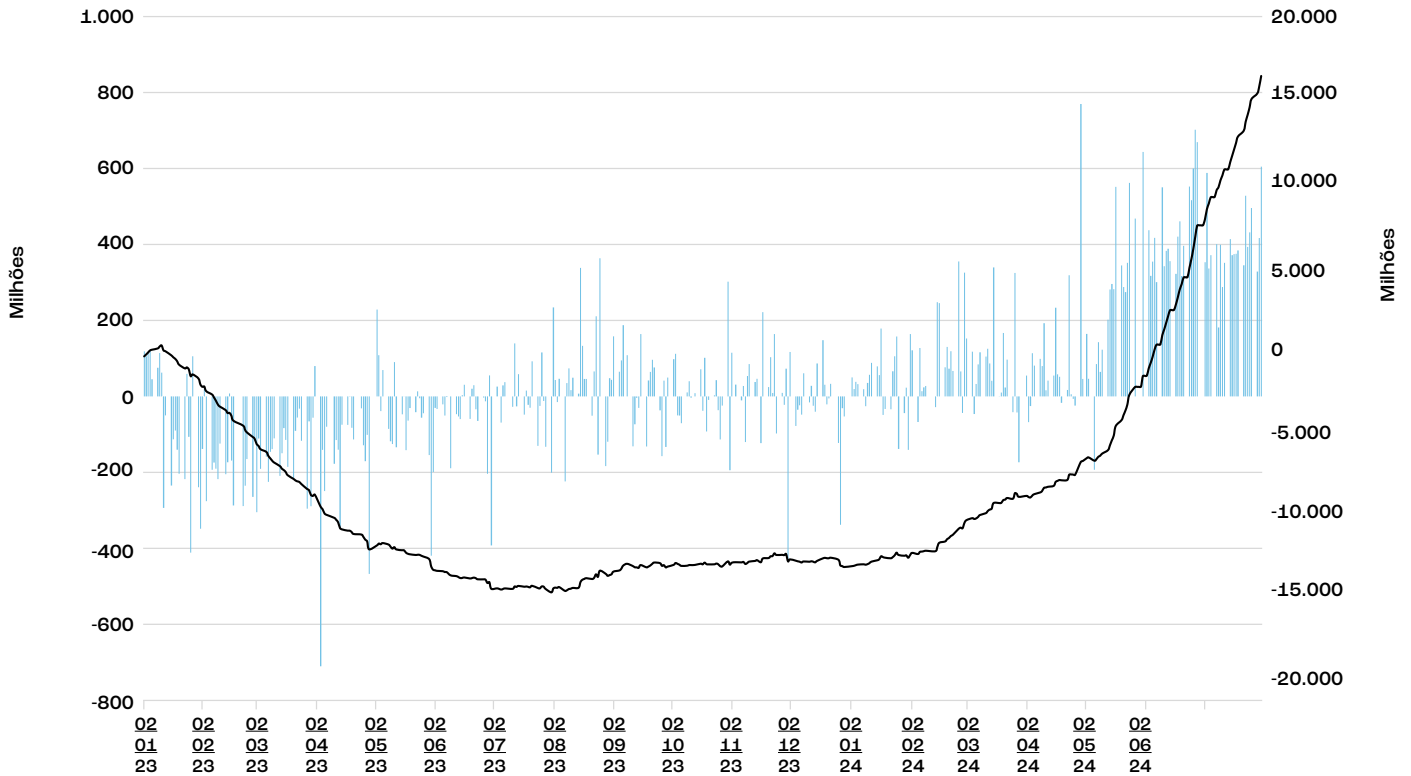
Fonte: ANBIMA

**Manutenção de captação líquida positiva:** O fluxo de recursos em mais de 40 fundo de crédito privado com resgate até D+45 manteve a tendência de captações

positivas. A captação dos fundos de resgate mais curto (D+1) totalizou R\$ 7,2 bilhões em julho, superior aos fundos de resgate mais longos com captações de R\$ 1,2 bilhão.

### Captação Líquida Renda Fixa (até D+45)

■ Captação Líquida    ↗ Captação Líquida Acumulada



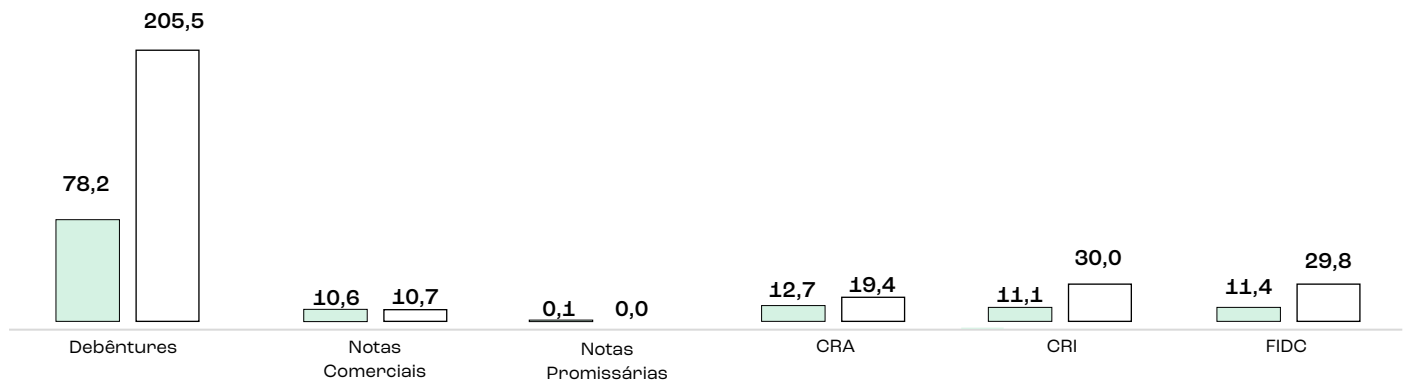
Fonte: Quantum e CVM (\*) de 03/01/23 a 31/07/24

**Emissões primárias mais fortes:** No acumulado do ano, do ano, as emissões primárias de renda fixa seguem apresentando um volume robusto, superando em 201% do mesmo período de 2023. Isso é reflexo de um momento

favorável em que os fundos vêm demandando maior volume e o custo para as empresas está em um patamar favorável. Associado a isso, os fundos de investimento vêm absorvendo a maior parcela das emissões.

### Mercado Doméstico (R\$ Bilhões)

■ Jan - Jun23    □ Jan - jun/24



Fonte: ANBIMA

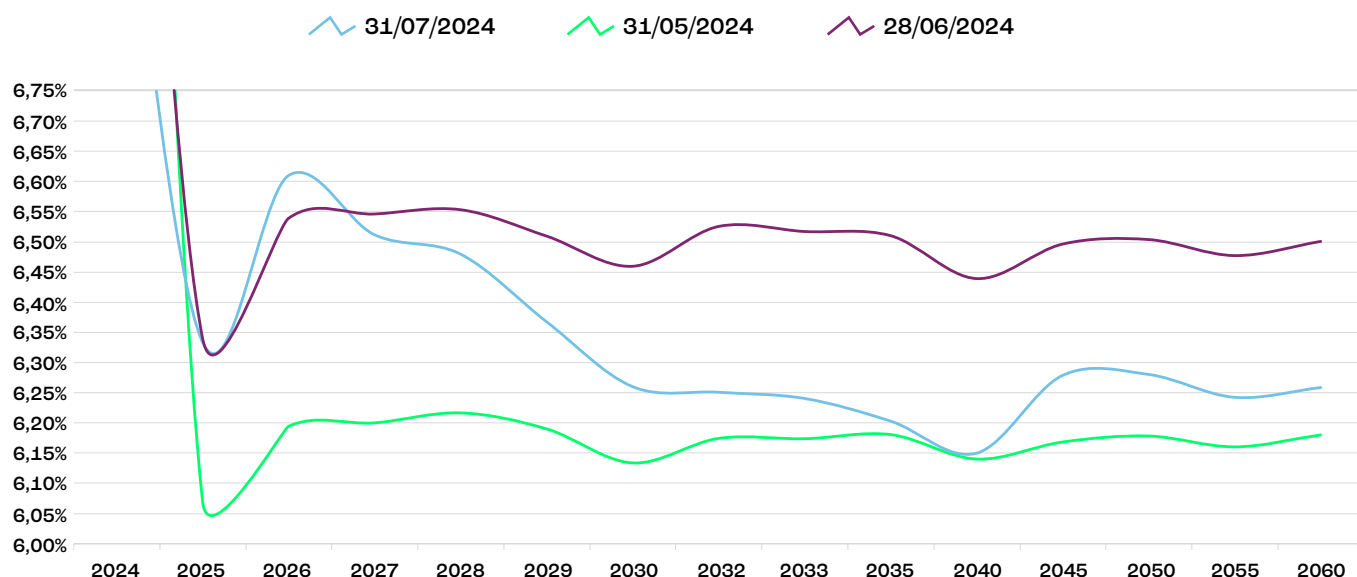
**Fechamento da curva de juros real nos vértices longos:**

Ao contrário de junho, quando o mercado experimentou forte abertura ao longo de todos os vértices – por volta de 30-35 bps – no mês de julho, a curva de juros real fechou bem nos vértices longos, devolvendo quase toda a abertura registrada anteriormente. Além do

otimismo externo quanto ao início do ciclo de cortes nos juros da economia americana, o mercado local mostrou alguma reação positiva quanto aos limitados ajustes fiscais (contenção de R\$ 15 bilhões e revisão do cadastro do Benefício de Prestação Continuada - BPC) e ao menor atrito entre o Executivo e o Banco Central.

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

**Fechamento mensal das curvas das NTN-B**

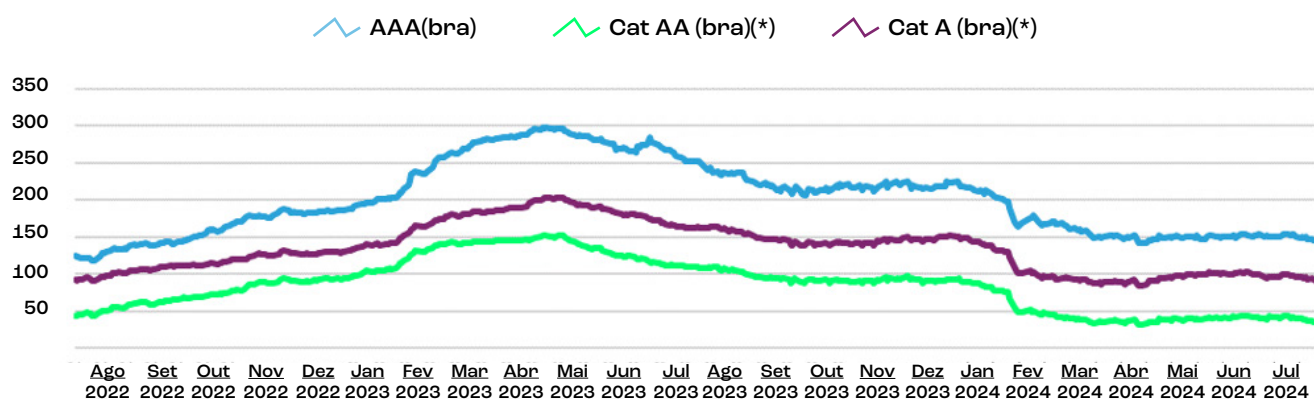


O forte fechamento dos *spreads* de crédito em fevereiro foi seguido por um fechamento contínuo, ainda que menos intenso, em março. Na média (simples) das emissões com taxas indicativas da ANBIMA, o fechamento foi de aproximadamente 7 bps (35 bps em fevereiro). Quando compilado por *ratings*, vimos os *spreads* passando de

117 bps para 110 bps acima da NTN-B equivalente (categoria de *rating* A(bra)<sup>1</sup>); 90 bps para 82 bps (categoria de *rating* AA(bra)<sup>2</sup>) e de 60 bps para 53 bps no caso das emissões AAA(bra). A evolução do perfil dos *spreads* por classificação de risco (*ratings*) é apresentada no gráfico abaixo:

**SPREADS INCENTIVADOS**

**Gráfico da evolução dos *spreads* de crédito (IPCA+) por categoria de *rating***

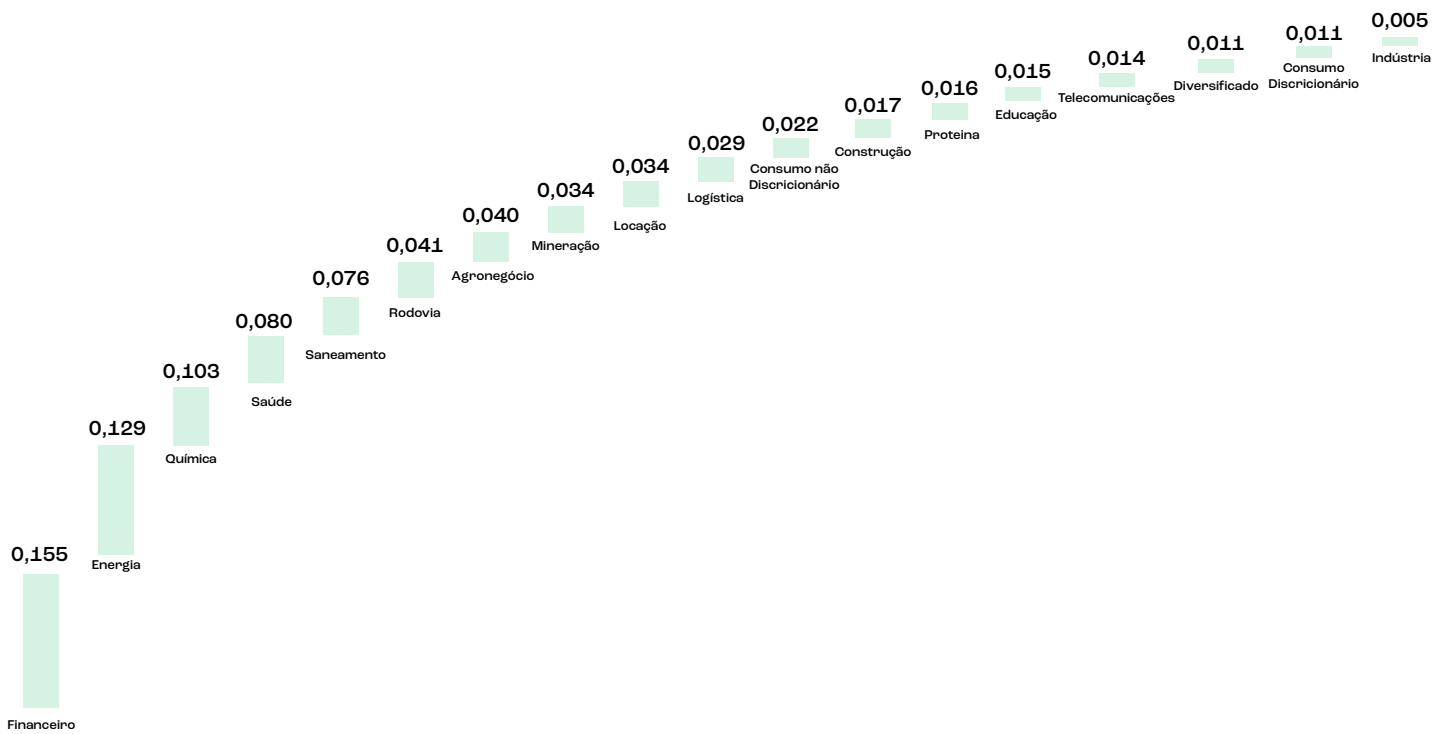


**Rio Bravo Crédito Privado**

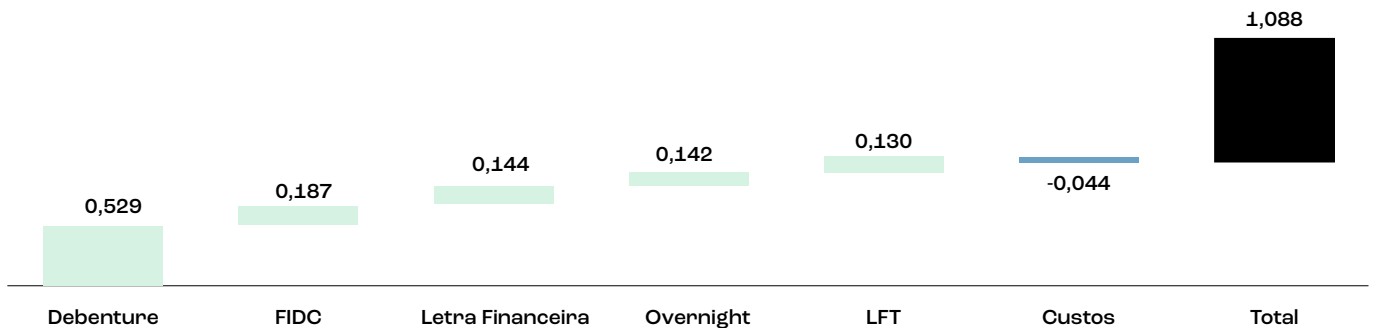
O rendimento do **Fundo Rio Bravo Crédito Privado** foi de 120,42% do CDI no mês de julho. Olhando a performance das debêntures, os principais setores que contribuíram foram Saúde e Mineração, devido ao desempenho das debêntures da Oncoclinicas, Eurofarma e CSN. Já os setores que impactaram negativamente foram os de Proteína e Telecomunicações, devido à abertura dos *spreads* de Marfrig, Algar e Livetech.

As outras classes de ativos apresentaram boa performance, principalmente da classe de FIDC e LF que contribuíram com 1,29% e 1,23% (equivalente a 141,7% e 135,3% do CDI se considerarmos uma posição de 100% dessas classes de ativos no fundo). Neste mês, um dos FIDC's que temos alocados na carteira, o FIDC TradePAY, foi amortizado, no momento estamos em busca de oportunidades nessa classe de ativos para recompor essa alocação.

**Julho/24 Performance Breakdown por setor (%)**



**Julho/24 Performance Breakdown por classe de ativo (%)**



Fonte: Rio Bravo



Com relação ao nosso portfólio, seguimos com uma carteira pulverizada e com baixa concentração, sendo o maior emissor com menos de 2,6% da carteira, totalizando 35 emissores e em 18 diferentes setores.

Para os próximos meses, vamos continuar buscando elevar o percentual de LFs e reduzir a exposição a debêntures que consideramos estar com um spread baixo e com durations longas, com o objetivo de reduzir o risco de uma marcação negativa.

### Rio Bravo ESG IS FIC FI-Infra

No mês de julho, finalizamos a captação relativa à 3ª Emissão do **Rio Bravo ESG IS FIC FI-Infra (RBIF11)** em torno de R\$ 23 milhões. Atualmente, o fundo soma o patrimônio líquido total de aproximadamente R\$ 82 milhões. Os recursos da captação já foram totalmente alocados.

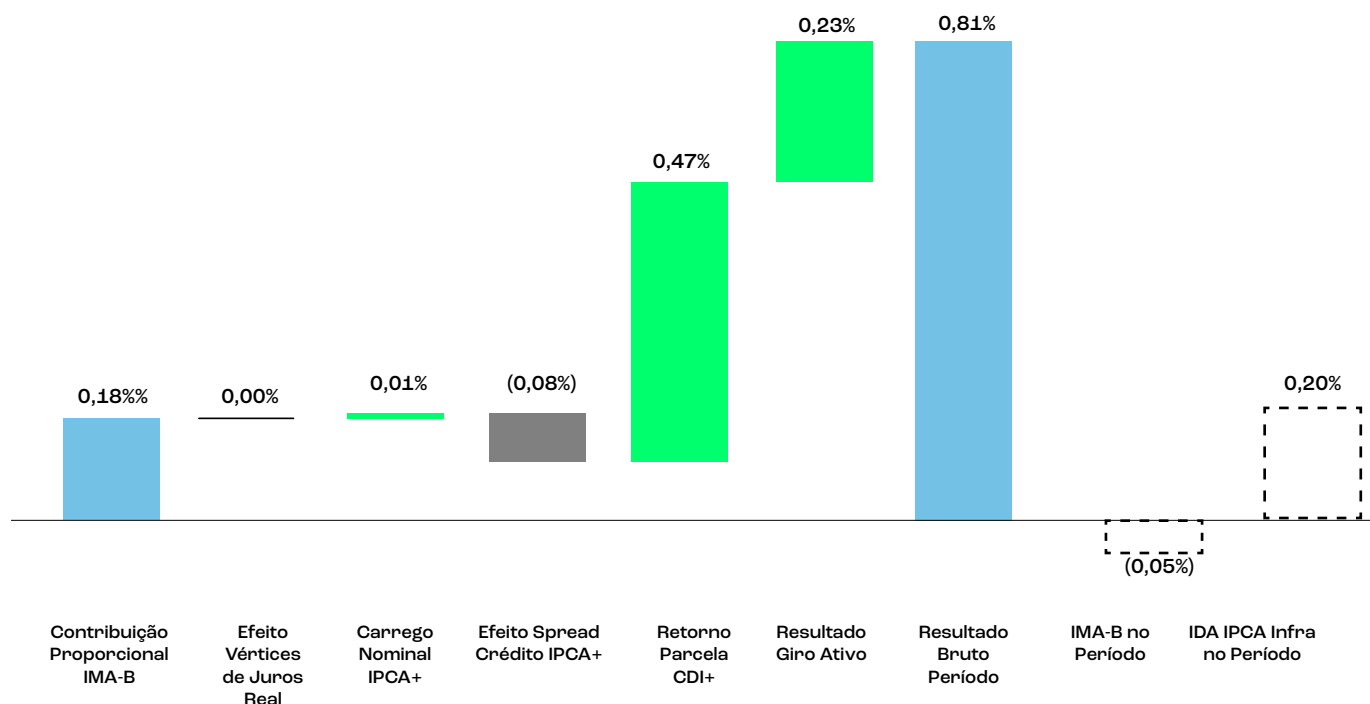
A performance do **RBIF11** no mês (+1,66%; -0,32% em junho) foi novamente inferior ao *benchmark* IMA-B (+2,09%; -0,97% em junho) e inferior ao IDA IPCA

Infraestrutura (+2,23%; -0,66% em junho). Quanto aos títulos soberanos indexados ao IPCA, o destaque desta vez foi o IMA-B 5+ devido ao movimento de forte fechamento nos vértices longos (+3,24%; -2,25% em junho). O portfólio de ativos do **RBIF** apresentou performance de aproximadamente 2,10% no mês e anunciamos a distribuição de R\$ 0,92/cota em 31/07/2024, a serem pagos aos cotistas em 21/08/2024 (a data *ex-dividend* é a própria data de anúncio).

Iniciamos as alocações da nova captação de recursos (3ª Emissão) em 18/07/2024, quando da liquidação financeira dos recursos líquidos na conta do fundo.

A seguir, atribuição de performance, ressaltando o desempenho de +0,81% até 31/07/2024 (fechamento) contra o *benchmark* IMA-B (-0,05%) e IDA IPCA Infra (+0,20%). Conforme vemos, os ganhos têm a ver principalmente com o retorno da parcela em CDI+ num momento de leve abertura das curvas de juro (+0,47%) e aquisição de ativos a preços e taxas vantajosas (giro de ativos: +0,23%).

### Gráfico da atribuição de performance da 3ª Emissão do RBIF11



Os destaques positivos da carteira em termos de retorno nominal total foram Iguá Rio (IRJS14; +3,76%; concessão de saneamento), Way 306 (CNRD11; +2,72%; rodovia pedagiada) e Porto de Itapoá (ITPO14; +2,64%; infraestrutura portuária). Na ponta negativa, dos ativos com taxa indicativa pela ANBIMA, vale a pena citar MEZ 5 Transmissora (MEZ511; +0,20%; transmissão de energia) e Omega Geração e Implantação 2 (OMNG12; +1,09%; transmissão de energia).

Em termos de desempenho sobre a NTN-B equivalente, destacamos positivamente Iguá Rio (IRJS14; NTN-B 2035 + 1,13%); AméricaNet (ANET12; NTN-B 2029 +0,57%; telecomunicações) e Brisanet (BRST11; NTN-B 2026 +0,48%; telecomunicações). Em contrapartida, destacamos MEZ 5 Transmissora de Energia (MEZ511; NTN-B 2035 - 1,83%); Cajuína Geração (AEAB11; NTN-B 2035 - 0,56%) e BRK Região Metropolitana de Maceió (RMSA12; NTN-B 2035 - 0,31%). A qualidade de crédito da carteira continua relativamente sólida, com dois terços das emissões com *rating* independente acima de A+(bra).

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

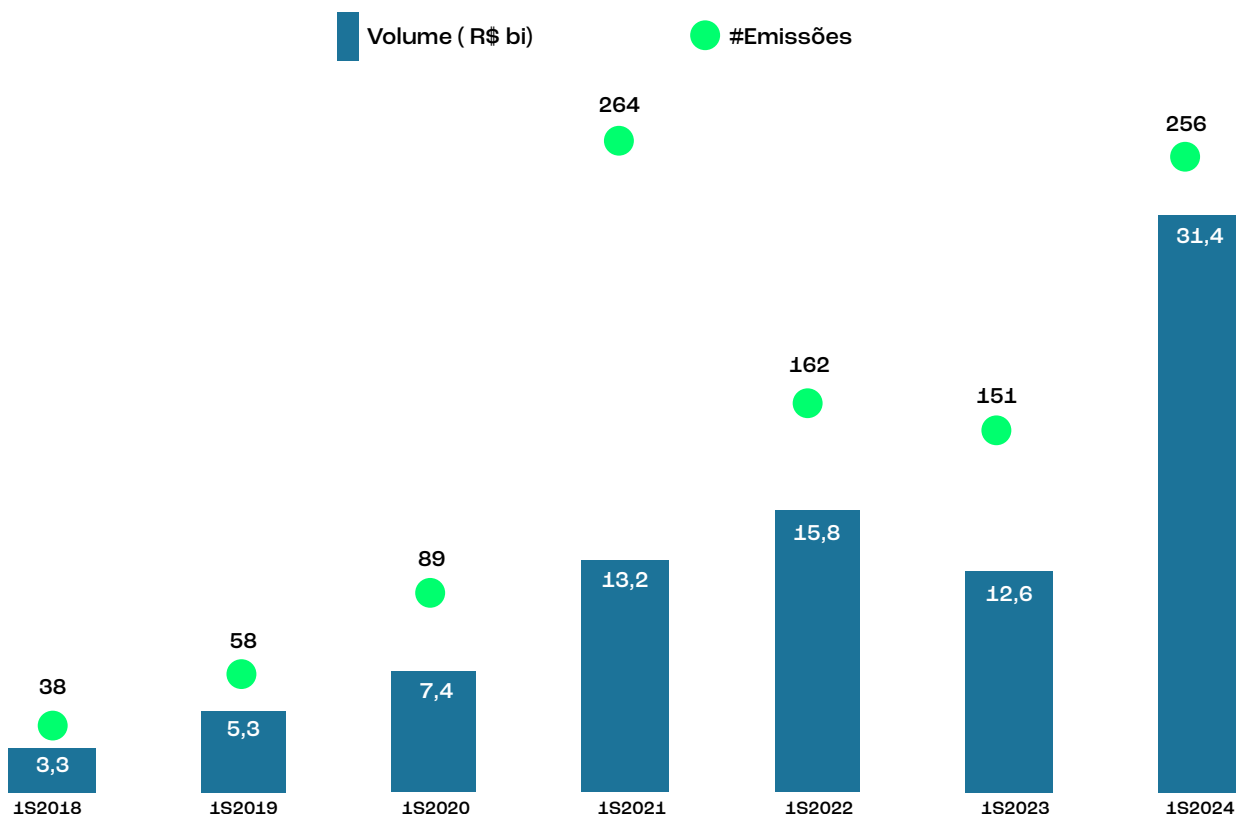
Sobre o **RBIF11**: o fundo possui uma carteira diversificada com mais de 26 emissores em 9 segmentos de infraestrutura e reconhecido como Investimento Sustentável (“IS”) pela ANBIMA, com um processo de seleção objetivo de ESG, com lista de exclusão, taxonomia de ativos e avaliação de riscos e adicionalidades 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, acesse: <https://www.riobravo.com.br/fundos/rio-bravo-esg-fic-fi-infra/>.

**CRI**

O mercado de capitais brasileiro demonstrou crescimento vigoroso no primeiro semestre de 2024, segundo a ANBIMA. A captação de R\$337,9 bilhões representa um aumento significativo de 120% em relação ao mesmo período do ano anterior. Destaque para o segmento de renda fixa, responsável por 90% (R\$305bi) das captações do semestre.

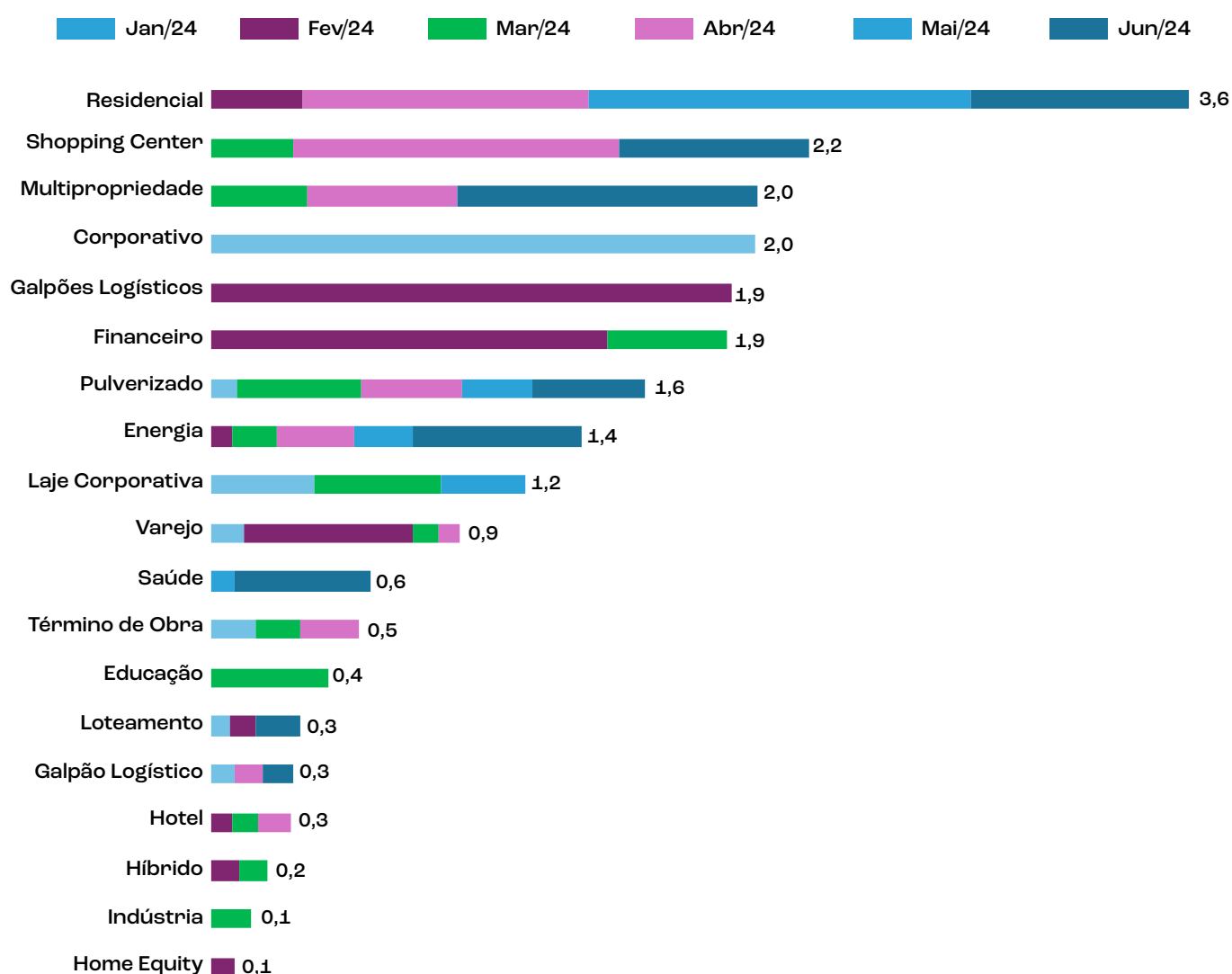
O mercado de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) tem demonstrado um crescimento robusto, conforme evidenciado pelo recorde de emissões no primeiro semestre. Esse aumento substancial, de R\$12,6 bilhões para R\$31,4 bilhões, reflete expansão significativa de 149% em comparação com períodos anteriores.



Notamos grandes incorporadoras, que não acessavam o mercado de CRI, captando volumes expressivos, na casa de R\$ 3,6 bilhões, no qual foram destinados para o financiamento de obra. Esse crescimento pode ser justificado por dois principais motivos.

Bancos, que atuam com a concessão de crédito imobiliário, têm priorizado crédito para a pessoa física. Em contrapartida, para conceder crédito para o financiamento de obra para as incorporadoras, as instituições financeiras têm direcionado as captações de recursos para o mercado de capitais. Percebemos neste semestre grandes incorporadoras acessando o mercado em busca de operações de crédito e com *spreads* mais elevados do que o tradicional plano empresário.

Com a introdução da resolução 5.118 e 5.119 pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) no início de fevereiro, que vetou a captação com CRIs e CRAs por companhias abertas que não tenham receita setorial relevante (dois terços oriundos do setor imobiliário ou do agronegócio) e emissões com lastro para reembolso de despesas já incorridas. Observamos que o perfil dos devedores e emissões tem mudado. Emissões bilionárias e com perfil corporativo abriram espaço para mais emissões de menor volume, dado que as incorporadoras de menor porte tem buscado recurso para término de obra dos projetos na casa de R\$20 milhões.



Fonte: Rio Bravo

Entendemos que essas mudanças têm sido um fator importante para o aumento de emissões CRI, refletindo a dinâmica do mercado imobiliário, liderando as emissões realizadas no primeiro semestre.

Com o mercado imobiliário aquecido, temos recebido contatos de parceiros em busca de financiamento para

os projetos residências e percebemos que a flexibilidade na estrutura do CRI tem sido um diferencial, permitindo a capacidade de negociar garantias robustas e *spreads* atrativos. A gestão tem focado seus esforços na origem e estruturação de operações com esse perfil, na qual entendemos que essas estruturas geram uma relação risco-retorno atrativa para o portfólio.



# Imobiliários

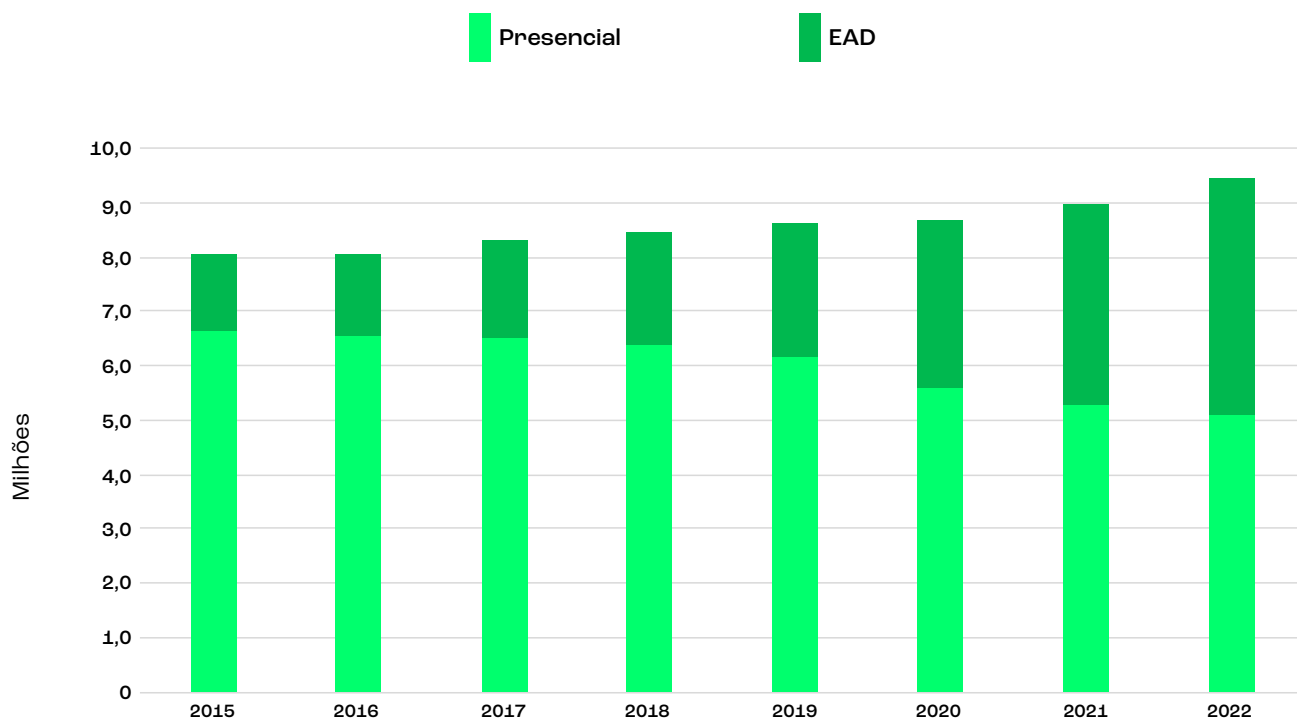
Texto de Anita Scal e Abner Melo

## A evolução do EAD no ensino superior e seu equilíbrio com o modelo presencial

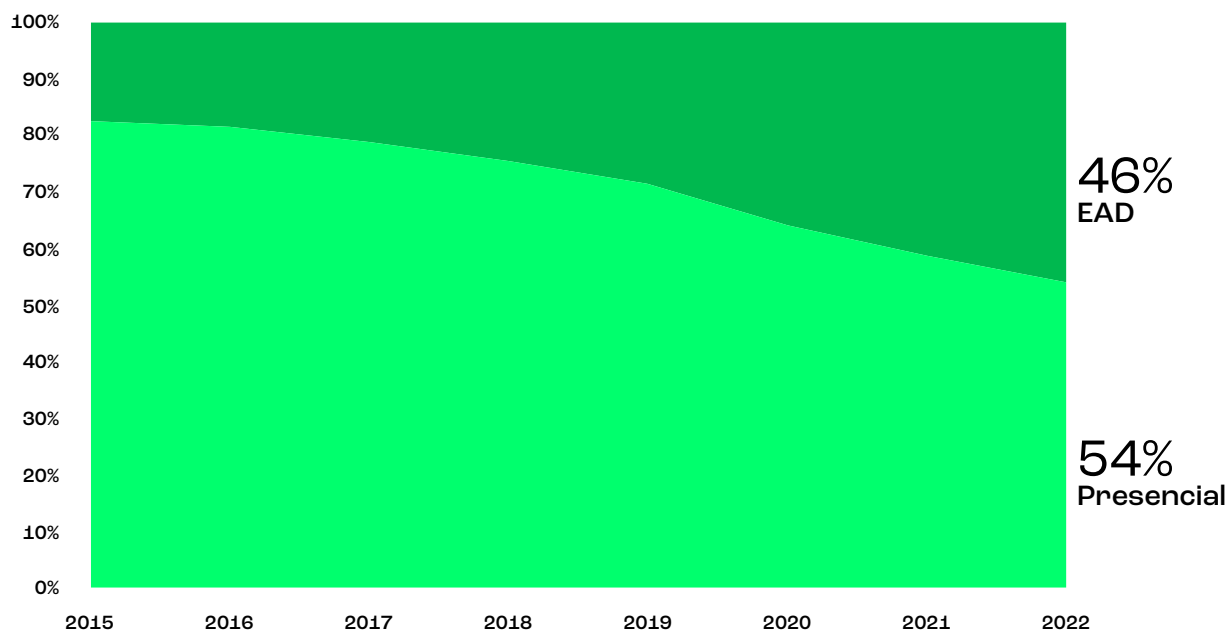
O ensino superior cresceu de forma relevante, impactando, nos últimos anos, a vida de milhares de brasileiros. O estudo elaborado pelo Instituto SEMESP mostra números cada vez mais representativos dessa faixa de ensino. Em 2015, havia 8 milhões de pessoas matriculadas em cursos superiores. Em 2022, já são mais de 9,4 milhões matriculados. Em 2015, ingressavam no curso superior 2,9 milhões de pessoas por ano. Em 2022, esse número saltou para mais de 4,7 milhões de calouros. Este movimento reflete algumas mudanças de paradigmas da sociedade moderna, sendo o mais importante deles o crescimento e a

democratização de tecnologias de comunicação, permitindo a expansão da modalidade de ensino a distância (EAD). Além da redução significativa no custo na prestação deste serviço, o EAD quebra barreiras importantes, que, até então, eram impeditivas para a formação de um aluno em ensino superior, como o tempo e custos despendidos para deslocamento até o centro educacional mais próximo. No gráfico abaixo, é possível ver que a evolução do número de alunos totais se deu, principalmente, pelo caminho do EAD, respondendo em 2022 por 46% das matrículas.

### Número de Alunos Matriculados



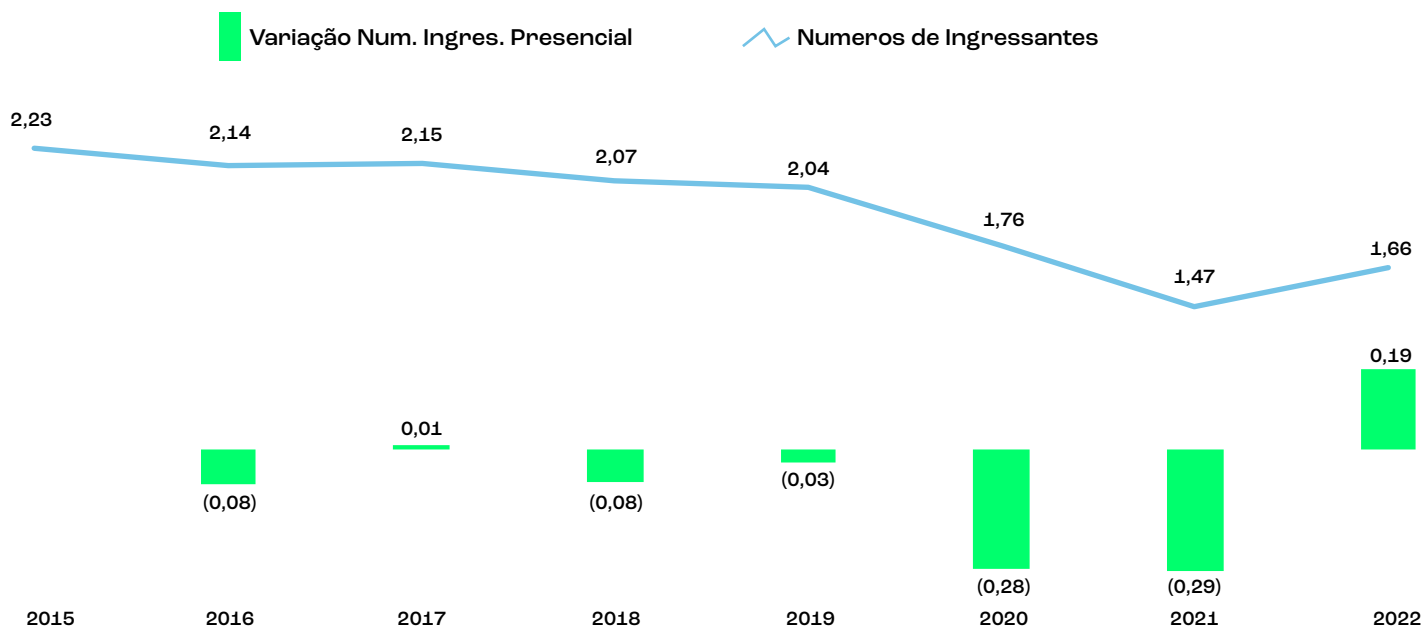
### Percentual de alunos por modelo de curso



A grande expansão do modelo EAD ocorreu, principalmente, a partir de 2020, quando o gatilho gerado pela pandemia sustentou os fortes números de crescimento. Apesar dos indicadores apontarem para uma continuidade da aderência ao modelo EAD no ensino superior, a sua desaceleração começa a ficar visível e o crescimento do modelo presencial reaparece. Em 2020 o contingente de alunos matriculados no ensino a distância havia aumentado 26,8%, desacelerando seu crescimento para 19,7% em 2021 e chegando a alcançar 16,5% em 2022. Em contrapartida, o declínio no número

de matrículas no formato presencial cessou (-13,9% em 2020; e -16,4% em 2021) e engatou variação positiva de 12,9% em 2022, fato este não observado de forma relevante desde 2015. Esse número significa, então, que mais alunos entraram na modalidade do que os alunos que saíram. Desde 2015, o número de ingressantes na modalidade presencial apresentava quedas anuais. Em 2022, houve entrada de aproximadamente 1,7 milhões de novos alunos, um aumento de 190 mil em comparação com os novos ingressantes de 2021.

### Número de ingressantes de cursos presencial - Ensino Superior (milhões)

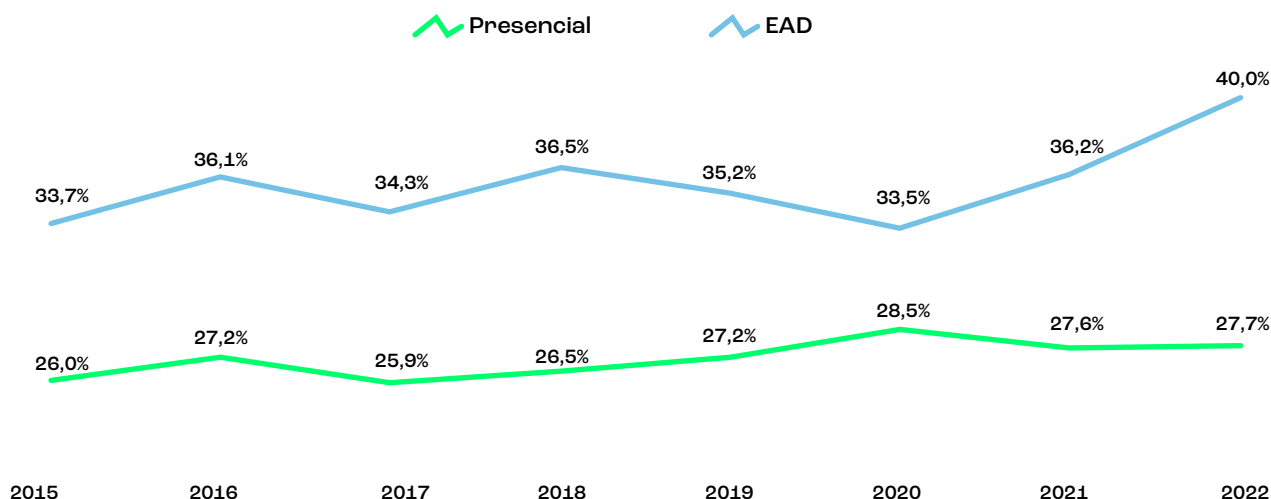




Quando analisamos a distribuição de alunos entre as redes privadas e públicas de ensino, temos na atualidade uma predominância de alunos matriculados na rede privada, compondo 78% de toda a base de estudantes. Destes, os alunos matriculados na modalidade EAD são maioria, cerca de 56,3% contra 43,7% no modelo presencial de ensino. Esse dado não é surpreendente, uma vez que a revolução do EAD começou justamente através da iniciativa privada. Ainda que nesse modelo de ensino as margens de lucro sejam menores, dado o baixo “ticket médio” do serviço, é notável a maior capacidade de escalabilidade do negócio, permitindo assim um ganho relevante através volume.

No quesito idade do alunado, percebemos que o maior número dos estudantes está na faixa de até 24 anos, cerca de 41% de todos os alunos da rede privada. Justamente nesse grupo, há uma preferência acachapante pelo modelo presencial: 64% dos alunos de até 24 anos estão no modelo presencial e apenas 36% estão no remoto. É possível constatar, também, que os novos entrantes estão concentrados na primeira faixa etária, de até 24 anos. No presencial, 66,2% de todos os ingressantes têm até 24 anos de idade enquanto no EAD apenas 31,2% estão nessa faixa – e participam de forma mais esparsa nos outros segmentos de idade.

### Evasão - Rede Pública e Privada



Os números apresentados até aqui não indicam o declínio do modelo de ensino online. Pelo contrário, mostram que a expansão do formato ainda está ocorrendo. No entanto, o crescimento começou a apresentar sinais claros de desaceleração, apontando que podemos estar perto de um equilíbrio natural dos formatos de ensino. Fica evidente, também, que, apesar de todo o crescimento do modelo EAD, o formato presencial não é um sistema antagonista, uma vez que não houve uma transferência de estudantes de um modelo para o outro, mas sim uma expansão do número de estudantes possibilitado pelo modelo remoto.

Pautado justamente nesta importância perene que o modelo presencial de ensino possui, o **Fundo Rio Bravo Renda Varejo** apresentou proposta para aquisição de imóveis locados para operações de ensino superior. Os imóveis são complementares dentro da estratégia de varejo do Fundo pois, além de possuírem características muito valiosas para o varejo – como exposição de marca, localização centralizada em sua microrregião, capacidade de realocação para operações de diversos seguimentos do varejo – estão locados atualmente para operação educacional que é descorrelacionada com a ciclicidade vista no varejo de giro, como o varejo de moda e vestuário esportivo e varejo alimentar. Para saber mais sobre os imóveis e a proposta de aquisição, basta acessar a consulta formal neste link <https://fnet.bmfbovespa.com.br/fnet/publico/exibirDocumento?id=694377&cvm=true>.



# Renda Variável

Texto de Evandro Buccini e Francesco Lupo Pasino

## Estratégia de ações

Julho foi marcado pela alta volatilidade nos mercados globais. No Brasil, vimos um mês positivo, com o Ibovespa recuperando parcialmente as quedas acumuladas no ano e subindo 1,5% (em US\$) no período. No cenário internacional, nas primeiras semanas, o EUA continuou acumulando ganhos, principalmente na Nasdaq, que se reverteram (caindo -1,6% no mês) como início da temporada de resultados do segundo trimestre. Principalmente as empresas de tecnologia reportaram resultados abaixo do esperado pelo mercado. No cenário doméstico, apesar da alta volatilidade no fim do mês, a sinalização do governo de seu compromisso em atingir a meta fiscal ajudou a bolsa a fechar em patamar positivo. Outro fator relevante

no período foi o começo da temporada de resultados. Apenas 12% das empresas reportaram o balanço do 2T24, mas os primeiros números foram positivos.

### Em relação ao valuation...

Com a queda da bolsa de -18,0% no ano (em US\$), continuamos a ver o valuation das ações brasileiras com desconto relevante. O índice P/E (Preço/ Lucro) do Ibovespa está em 7,0x, abaixo da sua média histórica de 10,4x. Também excluindo Vale e Petrobras, o P/E vai para 9,0x, ou seja, um desconto de 22% em relação à média dos últimos seis anos.

### P/E 1YR FW:

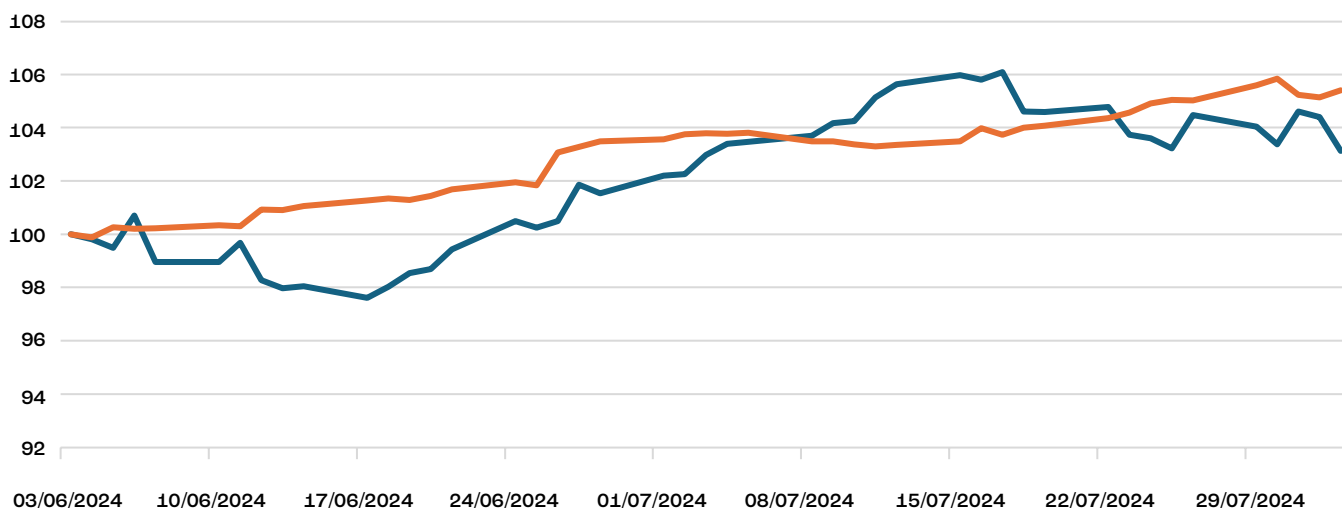


A despeito das incertezas globais, as expectativas de lucro por ação do Ibovespa continuaram aumentando no último mês: a alta está próxima a 5,0% em 12 meses. Mesmo

com essa perspectiva positiva, seguimos cautelosos nas escolhas de ativos em função das contínuas incertezas de política fiscal e do cenário externo mais desafiador.



## IBOV X EPS



## Primeiros resultados

**Klabin:** A Klabin reportou um resultado forte, com EBITDA de R\$ 2,1 bilhões (alta de 53% no ano e passando de 5% as expectativas do mercado). Continua sendo o destaque positivo a queda sequencial do custo caixa no trimestre e a melhora dos volumes de venda dado o ramp up do MP#28. Além disso, anunciaram dividendos de R\$ 410 milhões (DY anualizado de 6,8%).

**Hypera:** O resultado foi misto, com a receita líquida caindo 1,9% no ano, prejudicada pela alta participação de remédios gripais no portfólio da empresa. Com a queda na receita e no volume de vendas, as margens operacionais sofreram uma baixa no ano. Em contrapartida, um ponto muito positivo foi a geração de caixa operacional com a melhora no nível de estoque.

**Carrefour:** O resultado foi favorável, com melhora nas vendas e controle de despesas. Destaques positivos: o atacado, com vendas na mesma loja de 7,4% no trimestre, e a expansão da margem operacional de 0,4 p.p. na comparação anual. Em relação ao braço de varejo, o resultado segue fraco, impactado pela conversão de 11 lojas e o fechamento de outras 126, que se refletiu nas receitas e na margem bruta (com uma queda de 1,8 p.p. no ano), mas a redução de despesas mais que compensou os efeitos no top line. Por fim, o Banco continua reportando resultado acima do esperado, com melhora dos ativos (melhorando a inadimplências de curto prazo) e expandindo a carteira de crédito 19% a/a.

# 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
julho 24	1,09	1,12	2,57	1,51	0,52	0,91	3,02	2,09	0,52	3,40
junho 24	0,81	-0,04	1,39	0,36	-1,37	0,79	1,48	-0,97	-1,04	8,28
maio 24	0,87	-4,33	8,10	-3,17	-0,25	0,83	-3,04	1,33	0,02	5,22
abril 24	0,99	-5,62	2,37	-4,61	-1,57	0,89	-1,70	-1,61	-0,77	-
março 24	0,96	1,54	6,73	1,07	1,07	0,83	-0,71	0,08	1,43	3,14
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
Ano	7,23	-8,21	23,13	-3,79	0,66	6,18	-4,87	0,97	1,61	30,98
12 meses	10,62	-4,81	26,19	1,01	5,44	11,57	6,21	4,66	5,77	38,28
24 meses	23,91	8,11	36,88	4,75	28,88	26,78	25,84	21,34	20,40	39,48
36 meses	36,89	-19,85		17,75	38,62	38,62	2,44	23,74	19,42	23,50
48 meses	42,26	-3,53		17,97	41,98	41,98	24,68	29,05	23,21	61,35
Desde o início	322,15	717,74	37,04	106,77	28,91					
PL Atual (R\$Mil)	R\$ 115.783.724,60	R\$ 2.080.652,03	R\$ 21.560.250,49	R\$ 4.352.025,41	R\$ 7.162.539,77					
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

**Gal Barradas**

Diretora de Growth  
gal.barradas@riobravo.com.br

**comercial**

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

**Maisa Oliveira**

Coordenadora de Distribuição  
maisa.oliveira@riobravo.com.br

**relação com  
investidores****Isabela Perez**

11 3509-6657  
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

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.

## 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).

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.

imobiliário

**11,0**bi

crédito, multimercado e renda variável

**0,8**mm

solutions

**1,5**bi

Total Sob Gestão e Administração

**R\$13,1**bi

**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](http://riobravo.com.br)