

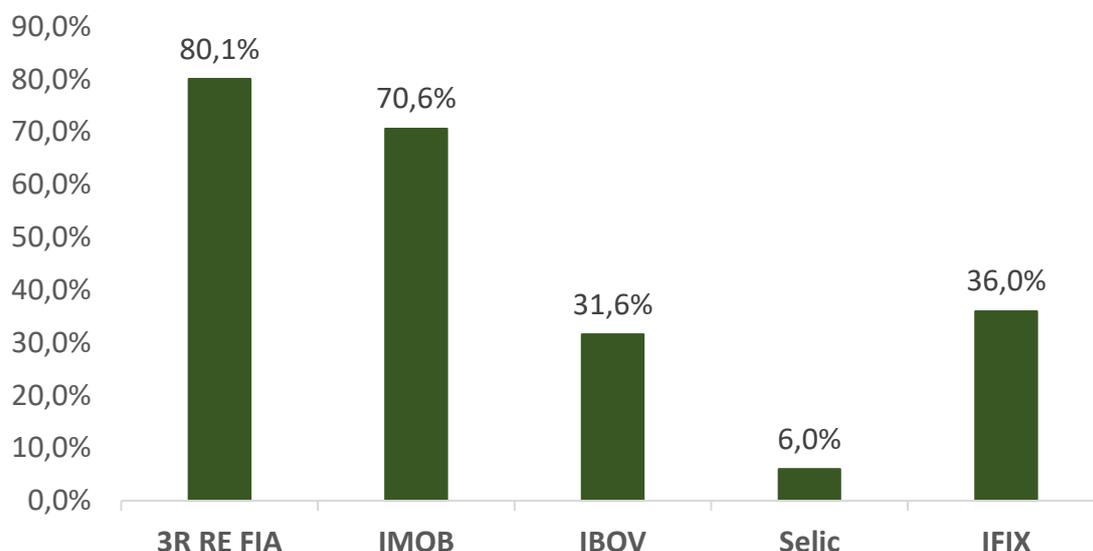
## Carta do Gestor – 7ª Edição

Prezado Investidor,

O ano de 2019 foi muito positivo para o 3R RE FIA. O fundo rentabilizou +80,1%, comparado com 70,6% do IMOB, +31,6 do Ibovespa e +36,0% do IFIX. O final do ano passado e início de 2020 foi marcado por dados positivos do lado de atividade econômica (dados de emprego formal-CAGED, confiança do consumidor/indústria/serviços, e indicação de vendas das empresas de varejo listadas em bolsa), que em conjunto com uma taxa Selic em níveis historicamente baixos, levaram os investidores em ações no Brasil a uma atitude muito otimista.

Tudo isto se refletiu de maneira ainda mais acentuada nas ações das incorporadoras listadas em bolsa. Não só a performance das ações foi muito boa, como muitas empresas foram capazes de levantar recursos com emissão de novas ações em condições para nós excepcionais.

### Performance 2019 – 3R RE FIA x IBOV x IMOB x IFIX x Selic



Fonte: 3R Investimentos e Bloomberg.

Quando lançamos o 3R Real Estate FIA em Agosto de 2016, acreditávamos em uma recuperação cíclica do setor, que aos poucos voltaria ao normal depois da profunda crise econômica e explosão dos níveis de distratos. Mas o caminho foi de alguma maneira diferente do que esperávamos:

1. A melhora operacional das empresas, de geração de caixa e estrutura de capital, com queda dos distratos, recuperação nas receitas e por último a volta à níveis normais de

rentabilidade estão acontecendo. Foi mais lenta do que o esperado, e em muitos casos ainda está em curso, em função da recuperação mais fraca na ponta da demanda do consumidor/cliente;

2. Sem dúvida o grande destaque negativo foi na ponta da demanda por imóveis. Nós, como muita gente, tínhamos como base de nossos raciais muito do que vimos acontecer no ciclo anterior, de 2004 a 2012, e por isto esperávamos que o consumidor reagisse mais rápido à medida que tivesse confiança no longo prazo. Esta reação só ficou um pouco mais acentuada em 2019, mesmo assim impulsionada por presença de investidores (pior qualidade na ponta da compra na nossa leitura). Na carta vamos detalhar um pouco mais quais são razões que acreditamos explicar o porquê disto não ter ocorrido, e as consequências para frente;
3. Os juros básicos no Brasil (taxa Selic) caíram muito mais do que esperávamos. Isto teve um impacto positivo no custo do financiamento, mas dá para dizer que o impacto no custo do crédito foi proporcionalmente menor do que a surpresa na magnitude da queda da Selic. O maior impacto mesmo foi no apetite de investidores de maneira geral por imóveis, fugindo da rentabilidade baixa da renda fixa;
4. As empresas foram capazes de levantar capital novo emitindo ações muito mais rápido, e em volumes maiores, do que esperávamos.

**Dito tudo isto, por caminhos um pouco diferentes do que esperávamos, chegamos no começo de 2020 a níveis de *valuation* muito próximos ou até acima de nossas mais otimistas expectativas. E os fundamentos e as perspectivas naquele momento não nos pareciam corroborar isto na nossa opinião.**

**O segmento residencial é o grande foco de atuação das incorporadoras listadas em bolsa de valores. E nossa visão naquele momento (começo de 2020 – pré-COVID19) era bem diferente do que nos parecia ser o consenso. O mercado muito rapidamente passou de uma situação de assimetria positiva para os investidores em ações de incorporadoras para um contexto em que víamos muitos riscos, e uma assimetria não muito atraente.**

**Quais os fatores que levaram a mudança de nossa perspectiva:**

1. Forte crescimento dos estoques disponíveis num período muito curto, mesmo com forte presença de investidores na ponta compradora de imóveis;

### Oferta Disponível Total - São Paulo Capital (#)



Fonte: 3R Investimentos e Secovi-SP.

2. **Grande participação de investidores na demanda dos últimos 6 a 12 meses, a grande maioria simplesmente fugindo do baixo retorno da renda fixa, sem se preocupar muito com a demanda na hora de revender ou de alugar o imóvel comprado.**

**Nos impressionou especialmente a falta de preocupação sobre este aspecto em boa parte das incorporadoras e entre os próprios investidores de maneira geral. Nossa preocupação é não só com a qualidade dos compradores dos imóveis, o que pode afetar a venda de estoques remanescentes para frente, mas também com a possibilidade de volta de distratos. Muita gente parece ter segurança de que a nova regulamentação eliminou a possibilidade de este tipo de evento ocorrer no futuro, o que nós não concordamos totalmente.**

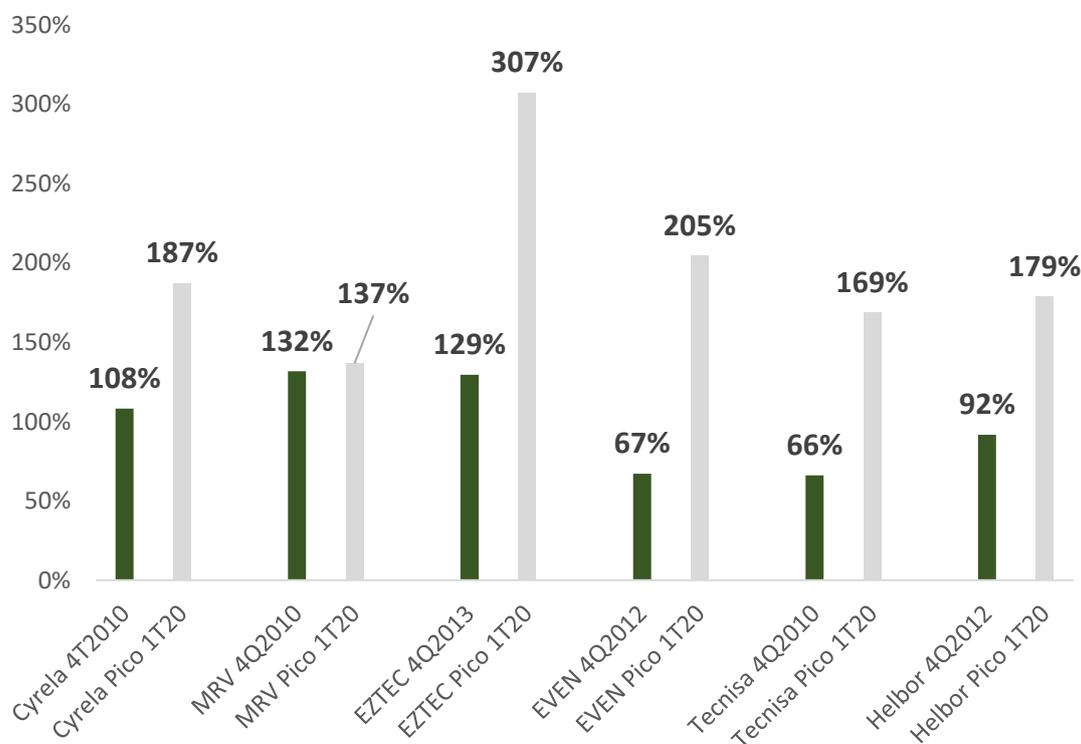
3. Rapidamente as empresas tiveram acesso a novos recursos via emissão de ações. Diferente do ciclo 2004/2005 até 2012, quando no ponto de partida o estoque de terrenos que as empresas detinham era relativamente pequeno, e os recursos foram também utilizados para diversificação geográfica (que deu muito errado e não deveria mesmo ser repetida), agora tudo será investido praticamente em um único mercado, São Paulo.

Os sintomas deste excesso de capital já estão claros. A disputa por terrenos estava muito alta no começo de 2020, e os preços estavam subindo. O leilão de CEPACs da operação Faria Lima teve um ágio muito alto;

4. Visão mais cautelosa nossa sobre a melhora do mercado de trabalho e de renda disponível no Brasil. Como temos falado nas cartas do nosso fundo macro, o 3R Genus Hedge FIM, diferente de outros momentos de recuperação cíclica, neste o mercado de trabalho se recupera muito mais lentamente, existe grande comoditização da força de trabalho e grande influência da digitalização dos processos.

Na carta passada publicamos o gráfico mostrando qual tinha sido o pico de *valuation* no ciclo anterior. Mas depois da alta na segunda metade de 2019 e início de 2020 as ações atingiram níveis de *valuations* bem acima do pico anterior.

**Preço/NAV Pico 2010 e 2012 x Pico 1T2020**



Neste contexto, decidimos propor uma mudança no regulamento do fundo, abrindo a possibilidade de investimento em ações listadas na Bovespa de maneira geral, e não somente de incorporadoras. Também incluímos a possibilidade de fazer hedge para nossas posições em ações. A proposta foi aprovada em assembleia de cotistas no dia 23 de março e passou a ser válida no dia 04 de maio (a demora é decorrência dos prazos legais estabelecidos pelos órgãos reguladores e administrador do fundo).

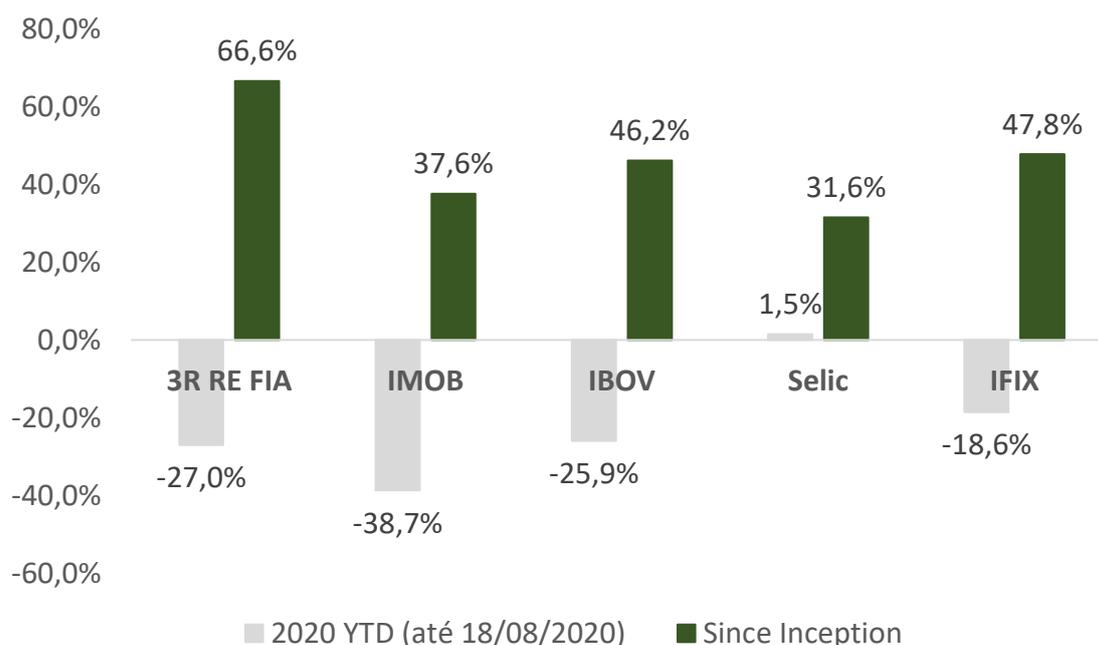
***Não tínhamos ideia da crise de saúde que se iniciaria, e dada as limitações do regulamento anterior (que não permitia nenhum tipo de proteção via opções ou posições vendidas), estes meses de espera foram muito difíceis.***

***Tentamos defender o patrimônio dos nossos cotistas na melhor maneira possível. Mantivemos a máxima posição de caixa permitida, e migramos grande parte das posições existentes para as empresas focadas no segmento de baixa renda, que acreditamos ser mais resiliente.***

Dada as características cíclicas e de longo prazo do setor, as ações de maneira geral sofreram muito nestes últimos meses, com muitas delas caindo 50% a 60%. Neste contexto, a performance do fundo foi razoável. O 3R RE FIA caiu 27% no ano até o dia de ontem (25/05/2020), comparado com 25,9% do Ibov, 38,7% do IMOB e 18,6% do IFIX.

**Desde seu lançamento, o 3R RE FIA acumula +66,6%, comparado à 46,2% do IBOV, 37,6% do IMOB, 47,8% do IFIX e 62% do IPCA+10%.**

Performance – 3R RE FIA x IBOV x IMOB x IFIX x Selic



**Gostaríamos de agradecer muito a confiança dos investidores/cotistas que nos acompanharam até aqui, e renovar nosso compromisso de gerar retornos consistentes e atraentes para o nível de risco tomado, a partir de agora tendo um universo de possibilidade de investimentos mais amplo e mais ferramentas para defender o patrimônio dos nossos cotistas.**

Olhando para frente, o 3R RE FIA será um fundo de ações com 10 a 15 posições, com uma carteira balanceada de ações de empresas de qualidade, bom posicionamento, risco relativamente baixo, e em menor proporção, posições em empresas aonde exista uma assimetria maior de percepção entre o que nós achamos e o consenso do mercado projetada, que normalmente apresentam uma volatilidade maior e, na maioria das vezes, risco de execução maior. Mas no geral tende a focar em qualidade dos ativos, para bater o Ibovespa no longo prazo.

Vamos continuar a usar muito de nossa visão macro e temática na hora de construir o portfólio, como já fazemos nos produtos da casa. Poderemos ter posições vendidas ou em derivativos, como forma de defender o portfólio. E o setor imobiliário, como sendo parte do DNA da casa, deixa de ser o foco exclusivo do fundo, mas deve fazer parte com alguma constância do portfólio do fundo.

### ***Qual o nosso cenário macro para os próximos meses e 2021?***

Nós já víamos com ceticismo o quadro macro global, marcado por crescentes déficits fiscais, dívidas soberanas e de empresas privadas, desaceleração do crescimento econômico e uma demografia que mudou muito nos últimos 10 anos. Os estímulos monetários funcionam cada vez menos, e criam distorções e problemas cujos custos vão aparecer em algum momento.

### ***Neste contexto, os principais pontos de nossa visão global são:***

1. Em outros tempos tivemos ciclos de expansão de dívida, como nos períodos de guerra, mas que foram sucedidos por períodos de forte crescimento econômico, agregação de nova massa trabalhadora, o que permitiu formação de poupança e diluição do tamanho da dívida em relação ao PIB dos países.

Recentemente, esta dívida tem sido financiada principalmente por investidores locais de cada país/região, que ainda tiveram um período de formação de poupança decorrente de crescimento e alguma incorporação de nova população à força de trabalho. Em alguns poucos casos o financiamento veio parcialmente de fora, de fundos soberanos de países asiáticos ou do Oriente Médio.

Mas para nós este ciclo de financiamento parece ter prazo de validade. O envelhecimento da população, queda no tamanho da força de trabalho, e agora a séria

crise na saúde e suas consequências econômicas, vão obrigar as pessoas a, ao longo do tempo, começar a utilizar esta poupança acumulada.

***Com governos ainda mais endividados, acreditamos que estes vão ser obrigados a pagar mais para o investidor financiar o país, e/ou imprimir papel moeda mesmo.***

***Qualquer que seja o caminho, nos parece difícil acreditar em crescimento econômico robusto nos próximos anos. Apostaríamos sim que governos vão ter que pagar bem mais caro para se financiar. A disputa por recursos vai aumentar, e parece bem provável aumento de impostos para pagar ao menos parte da conta que se acumula;***

2. Difícil dizer se impressão em larga escala de moeda vai gerar inflação no curto prazo, dada da demanda fraca na ponta do consumo e baixa velocidade de circulação. Mas a médio prazo a assimetria nos parece bem maior para um cenário de maior inflação;
3. Os programas de estímulo fiscal talvez amenizem a contração das economias. Mas não acreditamos que crédito para empresas ou pessoas seja a solução. Quem está sem receita/renda não vai estar muito melhor a médio prazo tendo dívida. Só funciona se for dívida que não precisa ser paga, como é o caso de parte dos estímulos nos EUA;
4. ***Os estímulos monetários já funcionavam pouco antes da crise no que diz respeito a estimular atividade econômica. Funcionavam sim para puxar o preço dos ativos (ações/imóveis e etc). Não achamos que isto vai mudar para frente no que diz respeito a atividade.***

***Para nós é anedótico que os dois principais bancos centrais do mundo sejam liderados por advogados. Vendo a atuação dos bancos centrais ao redor do mundo ficamos com a impressão que estão todos seguindo o lema “melhor errar junto com o consenso do que tentar acertar fazendo algo diferente”. Bancos centrais e governos continuam usando receitas muito parecidas com a crise anterior;***

5. Nosso cenário é de volta ao normal de maneira muito lenta. Muitos países/regiões que vão relaxar o *lockdown* não vão ver os consumidores retornarem às compras enquanto não sentirem segurança de que o risco de infecção é realmente baixo. Existe o risco também de uma nova onda de contaminação obrigar a volta de medidas de restrição de movimentação.

Parece pouco provável a descoberta de um fármaco que cure grande maioria dos casos, mas esta é uma possibilidade para acelerar a volta ao normal. E uma vacina, que nos parece mais factível, vai levar, no mais otimista dos cenários, algum tempo para ser desenvolvida, produzida e aplicada na população.

***São grandes as possibilidades de só voltar ao normal no final de 2020 ou começo de 2021, e por isto achamos que o impacto em empresas e economia de maneira geral será muito severo;***

6. Em termos de evolução regional, a China até o momento não anunciou estímulos significativos comparado ao resto do mundo. Dado que o país foi capaz de limitar a pandemia a uma única região, o impacto lá parece ter sido realmente menor. Dos dados disponíveis lá até agora, tivemos uma volta razoavelmente rápida num primeiro momento, para depois voltar a piorar um pouco. Temos dúvidas sobre a confiabilidade dos dados da China. Mas de maneira geral, a impressão é que o impacto negativo lá será sim menor que na maioria dos países que são relevantes para a economia mundial.

No curto prazo, o EUA é dentre as principais economias quem pode conseguir sair-se melhor. Consegue implementar um programa de ajuda abrangente e de maneira rápida, e financiá-lo, ao menos no curto prazo, sem maiores dificuldades aparentes (imprimir dinheiro ou vender *treasuries*), a economia é muito dinâmica.

As mudanças na geopolítica já vêm acontecendo a alguns meses, e vão continuar a ser um fator de mudança e talvez de instabilidade daqui para frente também. E temos eleições nos EUA, que sempre pode gerar mudanças.

Na Europa os problemas são piores, dada as diferenças profundas entre a situação de cada país, aumentando ainda mais a distância entre ricos e pobres. Além disto, a questão demográfica é ainda mais relevante na Europa do que nos EUA e China.

O que pode ser diferente, e para melhor, é se tivermos um forte ganho de produtividade em várias ou todas as economias relevantes, provavelmente em função de incorporação mais rápida da digitalização, sem queda de fatores de produção, gerando crescimento sustentado e um menor peso relativo do estoque de dívida. Mas com o que conhecemos hoje este não parece ser o cenário mais provável.

No contexto global, o Brasil vinha de alguma maneira na contra mão do mundo, acelerando o crescimento e com uma agenda de reformas liberais com potencial interessante, mas as bases de partida aqui eram muito frágeis (dívida pública cresceu muito na última década, confiança do consumidor bem abalada pela crise de 2015-2016 e mercado de trabalho ainda fraco e passando na nossa visão por uma piora estrutural).

O Brasil no final das contas é um país pobre sem pai rico. Isto limita bastante o escopo do que o governo pode fazer. Junto a isto, do lado de governo/política estamos vendo uma reação pouco coordenada, e no governo federal alguma negação ao problema, o que nunca ajuda.

***Os principais pontos de nossa visão atual sobre Brasil são:***

1. Falta de coordenação no ataque ao problema de saúde vai ter alto custo para a economia. Vamos demorar mais para sair e vamos sair de maneira pior. No momento o que temos são dados de propagação da doença muito preocupantes em regiões

economicamente muito relevantes para o Brasil, e que parecem levar mais para uma possibilidade de *lockdown* efetivo em algumas regiões do que de reabertura.

Num segundo momento, em que for realmente possível, o que devemos ver é uma cautela muito maior por parte do consumidor. A perda de renda, seja definitiva ou temporária, deve levar a uma mudança no comportamento da população, com maior conservadorismo e maior propensão à poupança;

2. ***O problema fiscal deve ganhar relevância aqui, impactando negativamente a curva de juros longa, o que tende a limitar os benefícios dos juros muito baixos para a atividade econômica.*** Ainda não vimos o pior da crise em termos de renda da população e desemprego, isto vai acontecer ao longo dos próximos meses. E esta piora vai levar a muita pressão política por novos gastos, benefícios e isenções fiscais;
3. Alguma mudança no comportamento das pessoas deve ocorrer. Mas nossa impressão é que sempre no ápice de uma crise e/ou evento agudo como o que vivemos, a tendência é superestimar o quanto “o mundo vai ser diferente” dali para frente.

O ser humano é o mesmo, é um ser social, gosta de interagir, de se exhibir. Num país latino estas características são ainda mais presentes e fortes.

A crise deve sim acelerar o aumento de penetração do e-commerce e da utilização de ferramentas virtuais daqui para frente, porém não nos parece óbvio que a parcela de e-commerce a longo prazo será tão diferente do que se estimava anteriormente.

Parece sim fazer sentido uma redução no turismo de negócios por exemplo, muitas reuniões presenciais serão transformadas em *video calls*. Algum aumento do uso do home office também parece fazer sentido, mas a produtividade gerada pela interação pessoal nos parece algo difícil de se deixar de lado;

4. ***Quando lemos e vemos as análises do mercado sobre a crise, vemos uma reação humana normal, passado o primeiro susto, e encontrada alguma estabilidade e algumas notícias que parecem positivas, passamos a só olhar para o caminho da recuperação/volta ao “normal” (como era antes). Como isto, deixamos de olhar criticamente ao que foram as tais “notícias positivas”, e a analisar o estrutural com o ceticismo necessário. O pior em termos de renda disponível, dificuldades de refinarciar dívidas, e deterioração do mercado do trabalho ainda vão ocorrer.***

No curto prazo o mercado continua a “preferir” precificar o menor custo oportunidade (custo de capital) histórico, e de alguma maneira não considerar menor crescimento a médio/longo prazo. Já falamos disto em cartas anteriores do nosso fundo macro (o 3R Genus Hedge FIM), e continuamos enxergando assim. Mas isto pode/deve mudar em algum momento, por isto também toda a atenção é necessária.

### ***Como vamos nos posicionar no 3R RE FIA daqui em diante***

Depois de publicada esta carta, vamos esperar 10 dias, que é o prazo para quem quiser sacar e receber os recursos, para depois implementar a nova estratégia (mesmo isto já sendo possível do ponto de vista legal, o regulamento foi aprovado em assembleia e todos os prazos legais já foram cumpridos).

De maneira geral acreditamos que o mercado ainda revisou pouco as projeções de lucro da empresa e as empresas não revisaram projeções de crescimento/CAPEX. Quando olhamos para o Ibovespa de maneira agregada vemos o índice negociando mais próximo de 20x Preço/Lucro 2021, do que 10x.

E ainda vemos muito investidor se movendo simplesmente porque o juro básico está próximo de zero, sem prestar a devida atenção à qualidade do ativo que está sendo comprado.

### ***Olhando o portfólio do fundo, o que gostamos e o que não gostamos?***

- **Em alguns setores acreditamos sim na tese de que a empresa listada, mais estruturada e com maior acesso a capital vai ganhar *share* de outros competidores. Mas é necessário análise cuidadosa para ver qual será o tamanho do mercado de atuação no pós-crise. De maneira bem geral tendemos a achar que muitos dos mercados em que estas empresas atuam podem encolher mais e as margens possíveis talvez sejam mais baixas do que o consenso do mercado parece acreditar;**
- **Estruturalmente gostamos do setor *healthcare*, seja pelas tendências demográficas (*envelhecimento população*) e/ou pela precária presença do estado como provedor de serviços;**
- **Faz sentido ter exposição a exportadores, seja no relativo em função de melhor recuperação da economia mundial vis-à-vis à local, e para ter algum *hedge* de moeda;**
- Gostamos dos negócios ligados a consumo não discricionário, que tendem a sofrer menos a perda de renda disponível da população. Muitas das empresas neste segmento, talvez por terem um negócio “sem graça” (sem o “charme” de ser *fintech* ou *e-commerce/marketplace*), estão negociadas a preços efetivamente atraentes;
- Não acreditamos que existam faixas de renda que vão sofrer menos com a crise. O que percebemos lendo análise de empresas e escutando gestores das empresas é o que parece ser uma crença que a média/alta renda vai sofrer menos por ter poupança disponível para passar os meses de distanciamento social.

Não concordamos com esta visão. A perda de emprego e renda começou na parte baixa da pirâmide, mais ligada a PME e do setor de serviços, mas vai ao longo dos meses migrar para a parte alta. Muita empresa que se comprometeu a “não demitir” na crise, vai se

ver obrigada a fazê-lo, infelizmente, por menor demanda por seus produtos/serviços. Isto vai afetar o consumo em todas as faixas de renda.

Este segmento da população também é o que mais perdeu com seus investimentos financeiros;

- Não gostamos de consumo discricionário de maneira geral e de negócios focados no público de alta-renda;
- O setor bancário nos parece ter lucros mais resilientes no curto e médio prazo. Vamos ver um impacto com o aumento de provisões para devedores duvidosos, mas os grandes bancos já têm um excesso significativo de provisões, e tem um nível de lucratividade que permite absorver este aumento de provisões e ainda sim ter lucro. Nos outros setores vamos ver muitas empresas reportando prejuízos.

E muitas *fintechs* que são inviáveis financeiramente vão desaparecer ao longo dos próximos meses. A crise deve acelerar a redução da estrutura operacional dos grandes bancos, com impacto positivo nos custos. Mas do lado negativo, a vantagem de ter acesso a *funding* mais barato já não é tão relevante, mas é sim verdade que os grandes bancos têm ainda a vantagem de ter acesso a *funding* abundante. Outra dúvida que temos é quanto à capacidade dos grandes de se transformar e proporcionar uma experiência de uso melhor ao cliente.

Tentando resumir, vemos coisas positivas, mas alguns riscos ao modelo no médio e longo prazo ainda. Depois de muito tempo sem exposição ao setor, hoje nos parece fazer sentido ter alguma exposição;

- Não achamos que faz sentido comprar agora temas como *e-commerce*/tecnologia. O risco retorno para nós não parece bom. O Brasil é muito diferente dos EUA, em vários segmentos aqui não conseguimos ver se repetindo o fenômeno “*winner takes all*” visto por lá.

Neste contexto, quando analisamos os negócios ditos como de tecnologia/*e-commerce* no Brasil, nos chama a atenção a diferença brutal em relação aos negócios utilizados como referência, principalmente nos EUA, e a própria diferença de infraestrutura e perfil de renda/consumidor entre os países. E muitas vezes o mercado parece disposto a ignorar tudo isto quando estiva o valor dos negócios;

- Também vemos com cautela exposição em ativos que geram teoricamente uma renda constante/previsível e com *yield* bem acima da taxa Selic. Primeiro, a curva longa de juros está em patamar bem diferente, e pode trazer bastante surpresa ainda dada a instabilidade política e fiscal complicado. Depois, é preciso cuidado ao analisar os negócios, a efetiva previsibilidade dos fluxos futuros e o quão protegido estão estes fluxos caso tenhamos uma aceleração da inflação.



## 3R RE FIA

Comentário do Gestor

Atenciosamente,

Equipe 3R Investimentos



As informações contidas nesse material são de caráter exclusivamente informativo. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos - FGC. É recomendada a leitura cuidadosa do regulamento e do prospecto do fundo de investimento pelo investidor ao aplicar seus recursos. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos e de eventual taxa de saída. Os investidores devem estar preparados para aceitar os riscos inerentes aos diversos mercados em que os fundos atuam e, conseqüentemente, possíveis variações no patrimônio investido. Este fundo utiliza estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas. Para avaliação da performance de qualquer fundo de investimento, é recomendável uma análise de período de, no mínimo, 12 (doze) meses. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura.