



### Carta do Gestor – Setembro 2021

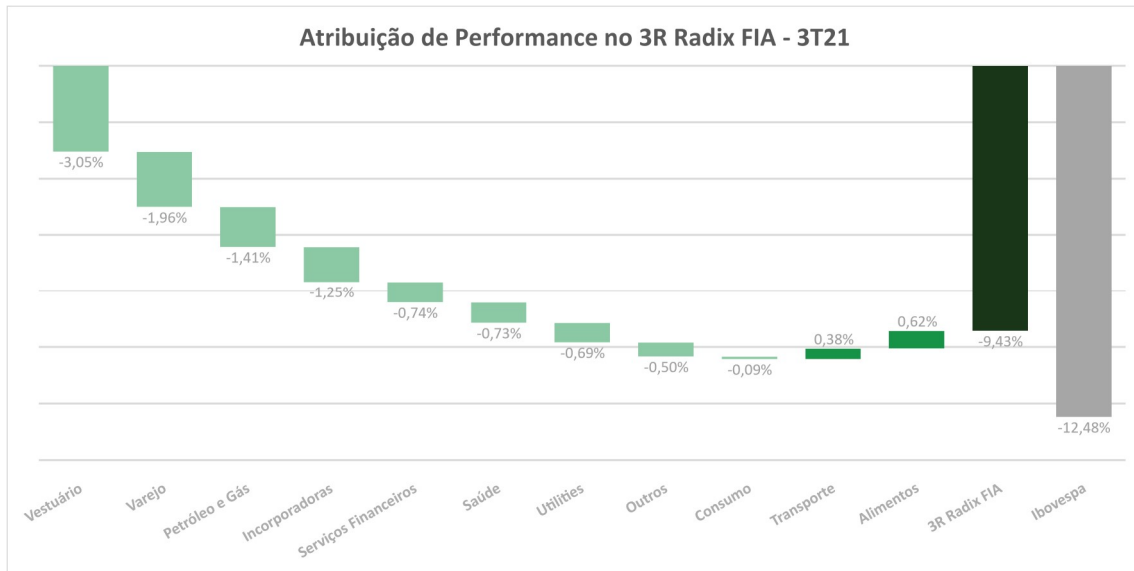
Prezado Investidor,

Ao longo do trimestre, diversas foram as dificuldades que se apresentaram ao investidor brasileiro: dúvidas em relação à magnitude do crescimento da atividade econômica em 2021/2022; aceleração da inflação (manifestada pela alta do IPCA acima das expectativas de mercado); alta do preço do petróleo e, por consequência, dos combustíveis, o que trouxe mais pressão à inflação (além de ruído político em relação à política de preços da Petrobras); crise hídrica; crise política/institucional.

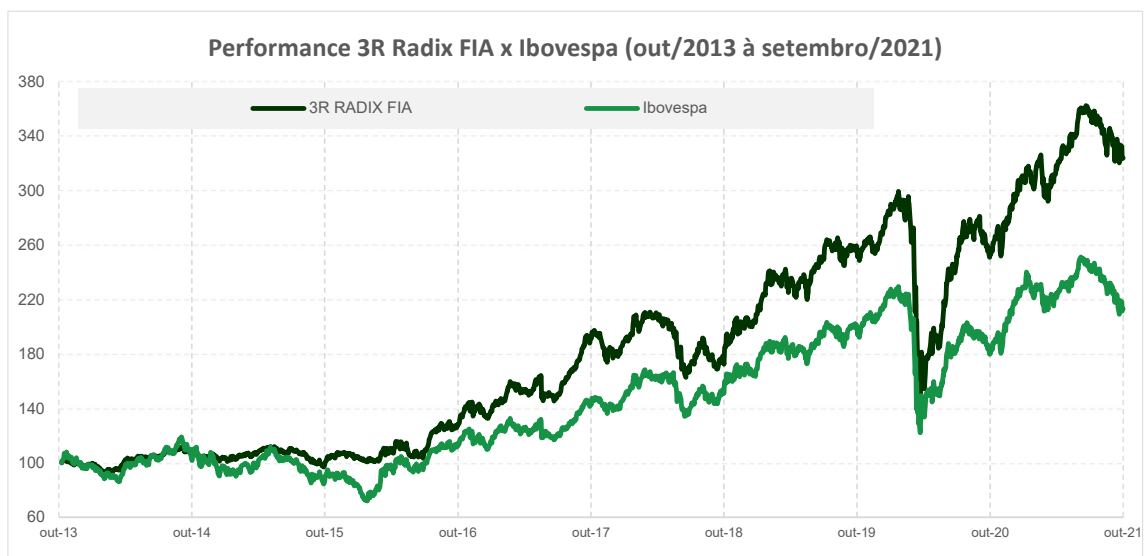
Se as questões locais já não fossem suficientes para abalar a confiança do investidor, desenvolvimentos vindos do exterior contribuíram para ampliar as incertezas do mercado: aumento dos casos de covid na Europa e EUA provocados pela variante delta, colocando em dúvida a força da retomada econômica após a reabertura; receio em relação à eventual crise no mercado imobiliário chinês com o eminente default dos títulos de dívida da Evergrande Group, segunda maior incorporadora do país; o alto do preço da energia, que tem provocado racionamento elétrico na China, o que compromete em parte sua capacidade de crescimento.

Diante desse cenário, o Ibovespa entregou retorno de -12,48% no 3T21, enquanto o 3R Radix FIA apresentou desempenho de -9,43% no período. No ano o fundo acumula +5,42%, comparado à -6,75% do Ibovespa.

O gráfico abaixo ilustra como se deu a atribuição de performance setorial do fundo no trimestre:



O nosso foco é investir em casos que apresentam margem de segurança com objetivo de gerar diferenciados retornos ajustados ao risco no longo prazo. Quando isto é feito seguidamente, o valor gerado ao investidor em janelas mais longas tende a ser significativo, como ilustra o gráfico.



Como é possível verificar na tabela abaixo, em todas as janelas de comparação o fundo obteve performance acima do benchmark. Além disso, vale ressaltar que o único ano em que o 3R Radix apresentou performance negativa foi 2013, quando houve a conversão do clube de investimentos em fundo, no mês de outubro, deixando de fora do *report* a maior parte da

performance do ano em questão. Quando analisado o desempenho de todo 2013, não apenas o retorno do fundo foi positivo, como superior ao do Ibovespa.

Performance 3R Radix FIA x Ibovespa

	Trimestre	No Ano	12 meses	24 meses	36 meses	48 meses	60 meses	Desde Início
3R Radix FIA	-9,44%	5,42%	27,63%	24,89%	83,99%	69,28%	154,61%	224,07%
Ibovespa	-12,48%	-6,75%	17,31%	5,95%	39,87%	49,38%	90,14%	113,29%

A piora do cenário no 3T21 provocou a relevante queda do preço das empresas negociadas na B3, dentre elas várias que possuímos em carteira. Consideramos que no atual nível de preços as margens de segurança oferecidas para casos selecionados são muito atraentes e, dessa forma, estamos, gradativamente, aumentando nossa exposição. Por fim, gostaríamos de ressaltar que seguimos confiantes nas teses de investimentos, e, por consequência, do retorno potencial das empresas do portfólio do 3R Radix FIA, as quais devem apresentar resultados bastante diferenciados no horizonte de tempo vislumbrado no nosso processo de investimento.

Com a queda do mercado no 3T21, voltamos a ver uma gama mais extensa de empresas negociando a preços verdadeiramente baratos para quem tem uma abordagem mais criteriosa, visão de longo prazo e sem depender de um cenário macroeconômico muito favorável ou de projeções de crescimento de receita e/ou margens operacionais espetaculares.

### ***O Caso de Investimento em Alliar***

Aproveitamos esta carta trimestral do 3R Radix FIA para discutir um caso de investimento que já foi liquidado, de maneira a ilustrar aos investidores como atuamos, o que guia nosso processo de decisão de investimento e desinvestimento, nosso foco em valor intrínseco, bem como em margem de segurança, e que tipo de retorno buscamos.

Dividimos a análise do investimento em Alliar Médicos a Frente (AALR3) em duas seções. Na primeira discutimos os quesitos qualitativos do caso e na segunda demonstramos os resultados obtidos.

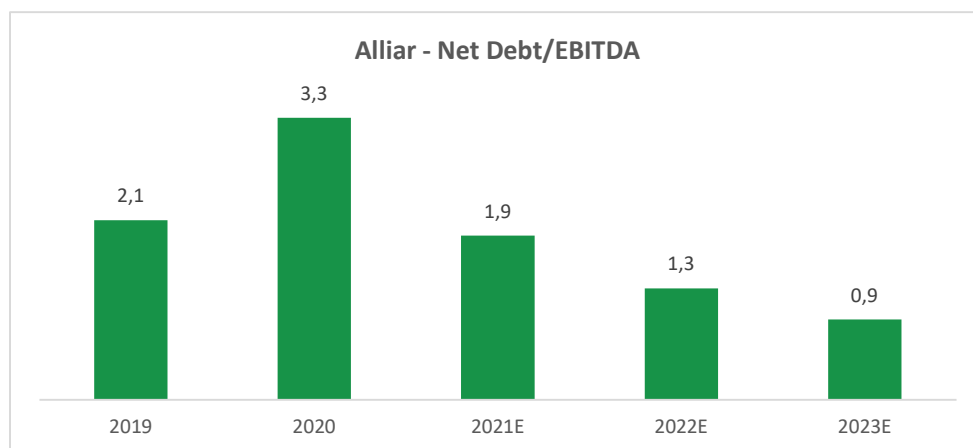
#### ***Pilares Qualitativos do Caso de Investimento***

Iniciamos o investimento em Alliar no dia 24/05/2021, uma empresa de medicina diagnóstica que estava bem-posicionada para se beneficiar da retomada da economia com o fim *lockdown*

imposto pela pandemia do Covid. A empresa já é coberta por nossa equipe de analistas há mais de 3 anos.

A seguir listamos os principais atributos que tornavam o caso de investimento atraente:

- A Alliar apura a maior parte da receita em São Paulo. Tendo em vista a melhor situação estrutural da economia paulista no contexto brasileiro, nossa expectativa era que a região apresentasse um melhor desempenho relativo com o fim das restrições sociais.
- Alliar tem foco no segmento de exames de imagem, que fora mais afetado pela pandemia de Covid em 2020 do que o de análises clínicas. Assim, nossa tese era que a companhia teria um desempenho melhor do que a média do mercado com o fim das restrições impostas pela pandemia, uma vez que essas haviam causado um represamento de cirurgias e procedimentos não emergenciais. Os resultados apresentados no 4T20 e 1T21 eram um bom indicativo dessa hipótese.
- Em 2020, as restrições impostas pela pandemia provocaram significativa redução da receita, e por consequência, do EBITDA e da geração de caixa da Alliar, elevando o endividamento medido pela métrica Dívida Líquida/EBITDA. A retomada das atividades levaria o endividamento para patamares considerados saudáveis. Além disso, projetávamos uma redução do endividamento para os anos que se seguiriam em função do crescimento do EBITDA e da geração de caixa da companhia.



- A Alliar negociava a múltiplos descontados em relação aos comparáveis se ajustado pela receita extraordinária que essas apuraram com os exames de detecção de Covid ao longo da pandemia.

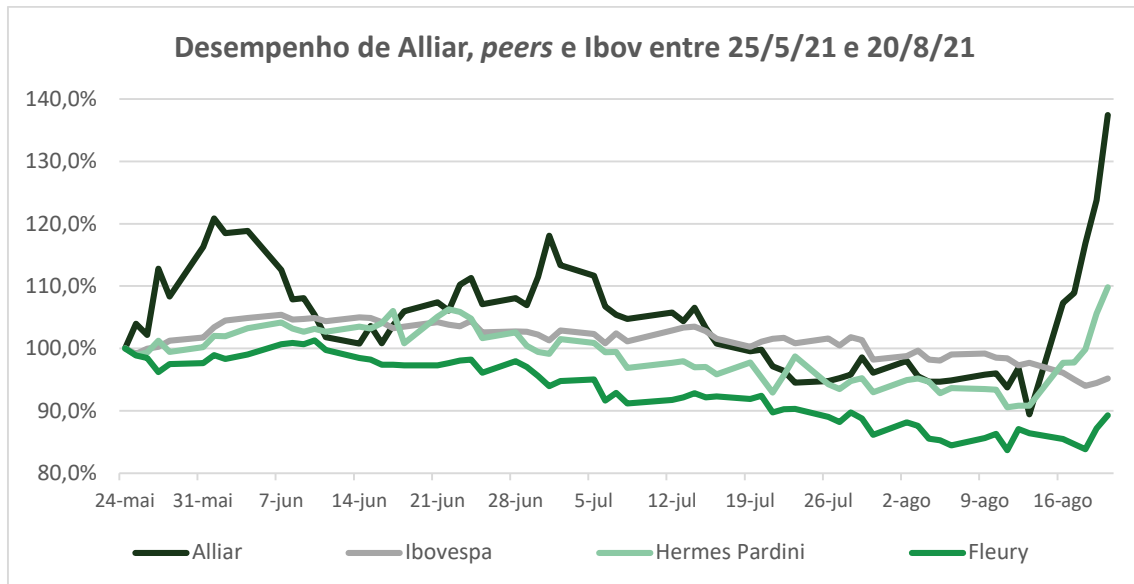
- O depreciado valor de mercado pelo qual a companhia era negociada poderia torná-la alvo de uma possível aquisição.
- Além dos fatores apresentados acima, existiam opcionalidades para o crescimento da receita:
  - Crescimento do iDr, uma iniciativa da Alliar que pode ser definida como um *lab-to-lab* do segmento de imagem.
  - Cartão Aliança: um clube de benefícios para famílias que não possuem plano de saúde. Funciona como um cartão pré-pago para um rol pré-definido de exames.
  - Expansão e reforma das mega unidades já existentes para oferecer também exames de análise clínica para a base atual de clientes, aumentando o mercado endereçável.

### ***Desempenho do Investimento em Alliar***

Em meados de agosto houve uma movimentação societária importante na Alliar, quando a Rede D'Or apresentou uma oferta não solicitada para o fechamento de capital da companhia. Ao mesmo tempo, um acionista do grupo controlador vendeu a participação dele para um outro investidor, provocando uma especulação que poderia ocorrer uma disputa no mercado pelo controle da empresa. Como consequência, o preço da ação subiu muito rapidamente, atingindo o valor que considerávamos justo, estreitando a margem de segurança, o que nos obrigou a desfazer da posição, realizando um bom retorno para o investidor.

Vale destacar que o mercado de *healthcare* no Brasil vem passando por consolidação e várias foram as operações de M&A que envolveram as empresas do setor ao longo dos últimos trimestres. No entanto, acertar o *timing* e o valor desse tipo de operação é algo muito improvável e arriscado. Assim, uma eventual transação que envolvesse a Alliar foi tratada como uma opcionalidade no *base case* da nossa tese de investimento. De qualquer forma, quando o investidor se torna sócio de uma empresa que é negociada a um preço muito descontado, com boa perspectiva e com presença estratégica no principal mercado de saúde do Brasil, fica exposto, de forma positiva, a esse tipo de evento.

O investimento em Alliar gerou uma TIR de 34,1% ao 3R Radix FIA. No mesmo período, um investimento o Ibovespa proporcionou uma TIR de -6,0%.



**Desempenho de Alliar, peers e Ibov entre 24/5/21 e 20/8/21**

	$\Delta\%$ Ação	TIR*
Alliar	37,4%	34,1%
Hermes Pardini	9,8%	11,0%
Fleury	-10,7%	-10,3%
Ibovespa	-4,8%	-6,0%

\*simula o investimento nas empresas nas mesmas datas e valores das compras em Alliar

Atenciosamente,

Equipe 3R Investimentos