



Carta do Gestor – 1T22

Prezado Investidor,

Segue abaixo a Carta do Gestor do 3R Radix FIA. Na primeira seção debatemos os fatores que movimentaram o mercado no 1T22. Na sequência, discutimos a atribuição de performance do fundo no período.

O Mercado no 1T22

Foram dois os temas preponderantes no mercado, tanto no Brasil como no exterior, no 1T22: inflação e guerra na Ucrânia.

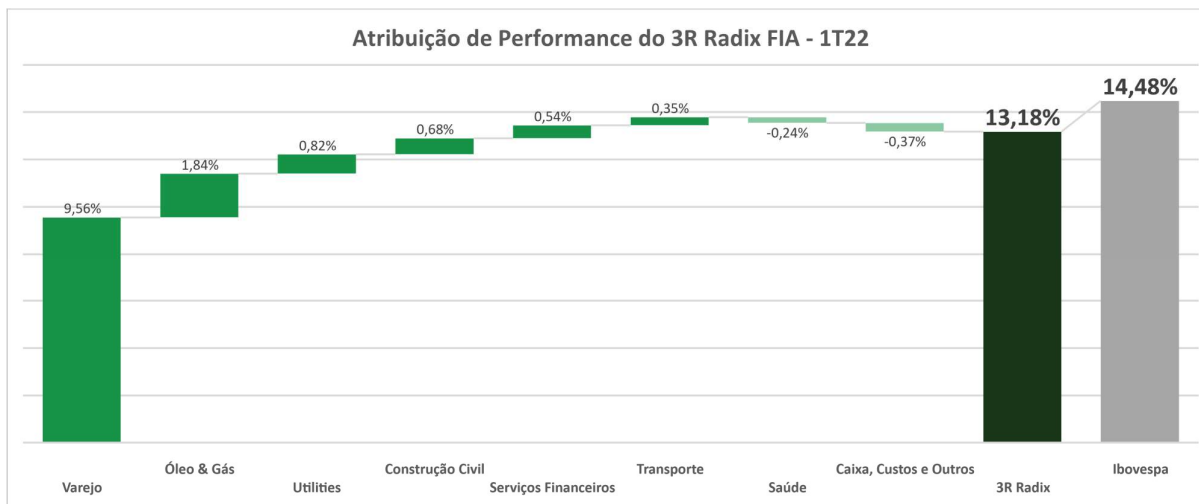
A primeira persiste como um efeito econômico colateral da pandemia. Para atenuar as consequências do distanciamento social impostos para diminuir o ritmo da proliferação do vírus, muitos governos aumentaram, em muito, o gasto público, reforçando os orçamentos das famílias e das empresas. No entanto, muito se discute se a dose dos incentivos não foi exagerada. Como agravante, os bancos centrais dos países desenvolvidos, com o objetivo de também de amenizar os efeitos da pandemia, imprimiram um enorme volume de moeda e levaram as taxas de juros reais para o campo negativo. Com a retomada da atividade econômica, nem os governos se mostraram mais austeros e nem os bancos centrais foram ágeis em restaurar a normalidade monetária. Como agravante, as cadeias de suprimento, que sofreram interrupção durante a pandemia, ainda não se recompuseram, criando gargalo no fornecimento de inúmeros bens e materiais básicos. Essa conjuntura estabeleceu as condições para que a inflação se mantivesse elevada, atingindo níveis não visto há muitas décadas nos EUA e Europa.

A deflagração da Guerra na Ucrânia acentuou a inflação. O efeito mais imediato foi a impulsão dado ao preço do barril de petróleo. Além disso, a Ucrânia é a maior produtora de grãos da Europa e a guerra deve impor uma elevação extra ao preço dos alimentos.

No Brasil, apesar das condições macroeconômicas estarem longe de serem ideais (sobretudo em relação ao resultado primário e endividamento), o Banco Central, quando comparado com seus pares, foi mais ágil em elevar as taxas de juros. Além disso, nosso orçamento voltou mais rapidamente à “normalidade”. Assim, apresentamos condições que parecem ser melhores do que boa parte dos países. Nesse contexto, o real foi a moeda que apresentou o melhor desempenho global frente ao dólar, valorizando-se 17,44% no trimestre. Da mesma forma, o Ibovespa se recuperou parcialmente do mau desempenho do segundo semestre do ano passado, acumulando uma alta de 14,48% no período.

Atribuição de Performance 1T22

No 1T22, o 3R Radix FIA entregou uma performance de +13,18%, contra um resultado de +14,48% do Ibovespa.



Fonte: 3R Investimentos e Bloomberg

Abaixo comentamos sobre as empresas que apresentaram as contribuições mais relevantes para a performance do fundo no 1T22.

Varejo

Carrefour (CRFB3)

A grande parte do crescimento do setor de varejo alimentar tem ocorrido no segmento de “atacarejo”, no qual a companhia opera com a marca Atacadão. Por serem mais promocionais, essas lojas apresentam capacidade de atrair maior interesse do consumidor. Ao mesmo tempo, não possuem estoque (as mercadorias disponíveis estão nas prateleiras) e são abastecidas pelos próprios fornecedores, o que tornam o giro e os retornos maiores. Por fim, a companhia possui um banco próprio, o que contribui para o crescimento, financiando a compra dos clientes.

O Carrefour já vinha num bom ritmo de crescimento orgânico. No entanto, no ano passado anunciou um acordo para a aquisição do grupo Big (pendente de aprovação pelo Cade) que reforçará a liderança da companhia no varejo alimentar no Brasil. Vimos esse anúncio como muito positivo, pois existiam muitas sinergias para serem capturadas pelo Carrefour.

Apesar dos vários pontos positivos que listamos, a empresa era negociada com muito desconto em relação ao valor que, conservadoramente, considerávamos justo. Mas, ao longo do 1T22 a margem de segurança se estreitou e fomos vendendo a posição. O Carrefour era uma posição relevante na carteira do fundo, representado mais de 10% do PL antes de iniciarmos a liquidação do investimento. A combinação de uma alta participação e boa performance da ação resultou na maior atribuição de performance do Radix no 1T22. No período de investimento de mais de 15 meses obtivemos uma TIR de 30% em Carrefour (24% ao ano).



Hypera (HYPE3)

A Hypera Pharma foi outra contribuição importante no setor de varejo para a performance do fundo no 1T22. Trata-se da maior indústria farmacêutica do Brasil, líder no segmento OTC (medicamentos que não demandam prescrição médica). Além disso, está posicionada entre top 5 posições no segmento de prescritos e genéricos/similares. Nos últimos dois anos a companhia fez três aquisições importantes: a tradicional linha de medicamentos Buscopan/Buscofen e dois portfólios de prescritos e OTC de duas concorrentes estrangeiras com atuação no Brasil.

A grande vantagem competitiva da Hypera em relação aos concorrentes é sua escala superior, o que lhe permite diluir os custos e apresentar margens e retorno diferenciados. Isso ficou ainda mais evidente nos resultados do 4T21 (apresentados no 1T22), os quais, além de já refletir duas das aquisições mencionadas acima, trouxeram números superiores às expectativas dos investidores. Os bons números provocaram uma revisão das projeções do mercado, impulsionando o desempenho das ações no período.

Consideramos que o caso de investimento continua a apresentar uma ótima margem de segurança, ainda mais quando consideramos nossa conservadora projeção de crescimento para a Hypera.

Incorporadoras

A representante desse setor na carteira do fundo é a Cury (CURY3), incorporadora focada no desenvolvimento de empreendimentos ao público de baixa renda na cidade de São Paulo, Rio de Janeiro e, de forma incipiente, Campinas.

Ao longo do trimestre, o preço das ações da Cury apresentou bastante volatilidade. Por um lado, pesou negativamente a piora do cenário macroeconômico no Brasil, sobretudo com a recente e aguda subida de juros, bem como a alta acentuada da inflação, que pode comprometer a renda do consumidor, diminuindo a demanda por novas unidades habitacionais. Por outro lado, a Cury é uma empresa diferenciada do setor, com atuação de nicho, desenvolvendo empreendimentos enquadrados no Programa Casa Verde Amarela (antigo Minha Casa Minha Vida) em bairros centrais nas cidades onde atua (como a Mooca, em SP, e Porto Maravilha, no RJ). Os números apresentados pela Cury ao longo de 2021 mostraram que as operações não foram afetadas pela piora das condições macro, uma vez que apresenta velocidade de vendas, crescimento e margens muito superiores aos *peers* listados. Os fatores positivos acabaram por prevalecer no trimestre, o que permitiu que a Cury contribuísse positivamente ao desempenho do fundo no período (apesar da variação trimestral do preço das ações da empresa ter ficado abaixo da evolução do Ibovespa no período).

Óleo e Gás

Foi o setor que apresentou a segunda maior contribuição ao fundo no trimestre, através do investimento em Petrobras. Desde 2016, a orientação do conselho de administração da empresa é focar na exploração de óleo e gás em águas profundas e super profundas, colhendo os frutos dos investimentos realizados em anos



3R Radix FIA

anteriores na região do pré-sal. Os demais negócios da companhia, com exceção do refino na região Sudeste, foram ou serão vendidos. Essa estratégia levou a Petrobras a ser uma grande geradora de caixa (e pagadora de dividendos), especialmente porque possui custos muito baixos de exploração, condições atraentes para os investidores.

Por outro lado, há desconfiança de uma possível interferência do controlador na companhia, cujo objetivo seja trazer ganhos políticos para os governantes que a ordenou, mas que não tenham o mínimo sentido econômico, prejudicando os minoritários. Aliás, essa foi a tônica nas décadas de história da Petrobras e quase todos os presidentes da república, desde a fundação da companhia, de uma forma ou de outra, acabaram utilizando a companhia como ferramenta política. O ápice dessa prática foi o “Petrolão”, quando a ingerência se encontrou com a corrupção desenfreada. No entanto, no governo Temer houve uma profunda mudança na condução das empresas estatais, com uma radical redução na interferência política, com a construção de um arcabouço legal objetivando evitar futuros desmandos, protegendo os interesses dos acionistas minoritários. Nesse contexto, desde 2016, a Petrobras persegue uma política na qual os combustíveis produzidos pela companhia devam ser vendidos pelo mesmo preço do combustível importado (política de paridade).

Mas, o barril do petróleo, que seguia uma trajetória de valorização fazia alguns meses, acelerou a tendência de forma bastante aguda com o início da guerra da Ucrânia. Isso ocorreu num momento em que a classe política buscava uma alternativa para aliviar essa alta, ainda mais num contexto de inflação muito elevada. Esse cenário trouxe mais cautela para a Petrobras promover aumento de preços e buscar a paridade. Felizmente, nas semanas seguintes houve o amadurecimento de uma resposta política para o tema, com a aprovação de um projeto de lei na Câmara e um acordo para a votação de outro no Senado. Dessa forma, no dia 10 de março, a Petrobras implementou um aumento de 19% na gasolina e 25% no diesel (repassa que estava represado havia semanas).

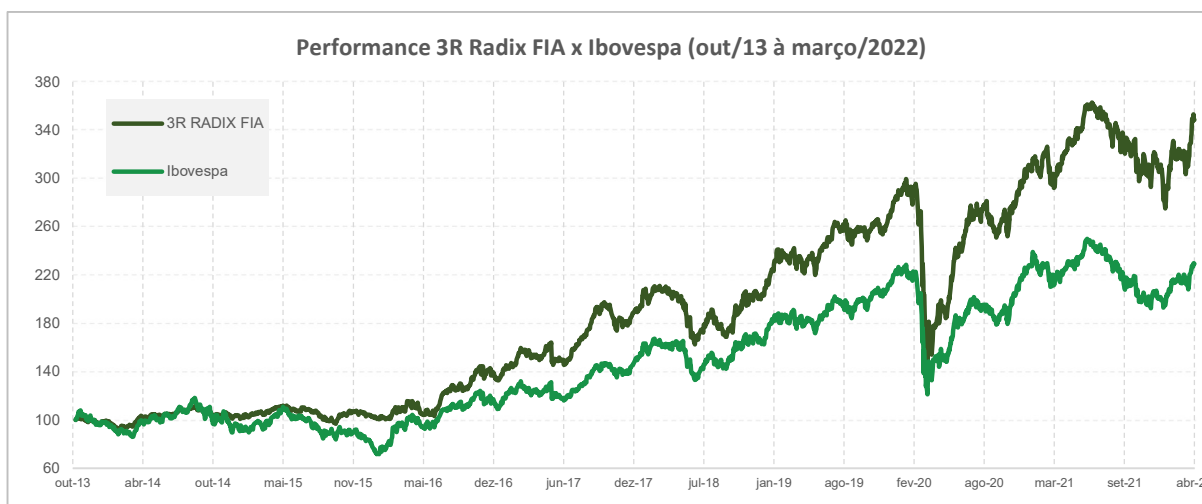
É evidente que esse movimento teve um impacto na opinião pública e iniciou-se um “caça às bruxas” pelo culpado (algo semelhante como procurar um responsável pela Lei da Gravidade). O escolhido foi o CEO da companhia, Joaquim Silva e Luna, nome que até então que era da confiança do presidente Jair Bolsonaro e havia sido conduzido à liderança da companhia um ano antes.

Concomitante aos fatos acima narrados, o presidente do conselho de administração da Petrobras, Eduardo Bacellar Leal Ferreira, alegando motivos pessoais, notificou que deixaria o cargo. Assim, iniciou-se um processo para a seleção dos novos executivos para o comando da petroleira. Os indicados para os cargos de CEO e *Chairman* foram, respectivamente, Adriano Pires e Rodolfo Landim. Como parte do processo de confirmação para os cargos, os candidatos devem ser aprovados pelos comitês da Petrobras. Passados alguns dias ambos manifestaram ao governo a desistência de ocupar as posições de liderança na companhia. No entanto, as “desistências” nada mais foram que um movimento, por parte dos indicados, de evitar o embaraço de uma possível não aprovação pelos comitês, uma vez que as atividades profissionais

desempenhadas anteriormente implicavam em relevantes conflitos de interesse com o exercício de liderar a companhia.

Apesar do ruído de curto prazo trazida pela indefinição do comando da empresa, consideramos que o resultado do episódio é positivo, pois mostra que a governança corporativa da Petrobras foi eficaz, reforçando nossa tese de investimentos.

Nesse cabo-de-guerra entre fundamento sólidos e *valuation* atraente contra o receio de uma eventual interferência política na companhia, a ações da Petrobras (PETR3) subiram 14,79% no trimestre, em linha com o Ibovespa.



Fonte: 3R Investimentos e Bloomberg

Performance 3R Radix FIA x Ibovespa

	Trimestre	12 meses	24 meses	36 meses	48 meses	60 meses	Desde Início
3R Radix FIA	13,17%	9,39%	109,67%	49,84%	65,60%	128,15%	248,56%
Ibovespa	14,48%	2,89%	64,34%	25,77%	40,57%	84,66%	129,39%

Fonte: 3R Investimentos e Bloomberg

Atenciosamente,

Equipe 3R Investimentos