

Carta do Gestor – 3T22

O Mercado no 3T22

Repetindo o 2T22, a inflação se manteve na pauta como maior preocupação do investidor. O outro ponto de atenção do mercado foi a fraca atividade econômica nos países desenvolvidos e na China. No entanto, mesmo diante condições desfavoráveis no exterior, no Brasil houve uma robusta recuperação do preço das ações e um importante fechamento da curva de juros.

Nos EUA a pressão dos índices de preço segue no foco dos investidores, Fed, governo, empresários e consumidores. O que demanda maior ação da autoridade monetária é o fato de o mercado de trabalho seguir aquecido, o que contribui para a inflação se mantenha em níveis elevados. Nesse sentido, em agosto houve uma mudança de postura por parte de Jerome Powell, *chairman* do Federal Reserve, pronunciando-se de forma mais clara e incisiva em relação a persistente escalada dos preços aos consumidores. Até então, a atitude de Powell era vista como hesitante em relação ao combate à inflação. Como seria de se imaginar, a guinada provocou uma abertura da curva de juros e uma consequente queda no preço das ações e dos títulos de renda fixa.

Na Europa o cenário segue desafiador pela combinação de inflação bastante elevada (para o padrão de países desenvolvidos), expectativa de recessão, além da possibilidade de crise energética durante do inverno, provocada pelo corte de fornecimento de gás por parte da Rússia, consequência do apoio ocidental à Ucrânia no confronto militar contra o país liderado por Vladimir Putin.

Na China a atividade econômica segue fraca e possivelmente 2022 será o ano de menor crescimento das últimas décadas. A política de Covid zero promovida pelo governo chinês, de executar severos lockdowns em cidades que apresentem diminutos casos da doença, tem sido uma das responsáveis pela fraqueza da economia. Além disso, a crise imobiliária pode sinalizar que o modelo de crescimento pode ter se esgotado. Por fim, o governo local tem interferido nas empresas do segmento de tecnologia, pois além de considerá-las estratégicas, deseja manter estrito controle sobre as informações armazenadas e as inovações desenvolvidas pelo setor. Esse contexto provocou a queda da confiança do consumidor e dos empresários, diminuindo consumo e investimento, retroalimentando o ciclo de baixa na atividade.

Apesar da inflação ainda acima da meta, a atividade econômica Brasil mostra mais força do que a norte-americana, europeia e chinesa, superando as projeções do consenso dos analistas. O mercado de trabalho também tem surpreendido de forma positiva, superando as projeções dos investidores. Além disso, o Bacen se mostrou mais assertivo do que os pares estrangeiros no combate à inflação, iniciando mais cedo, e de forma mais intensa, o ciclo de alta de juros.

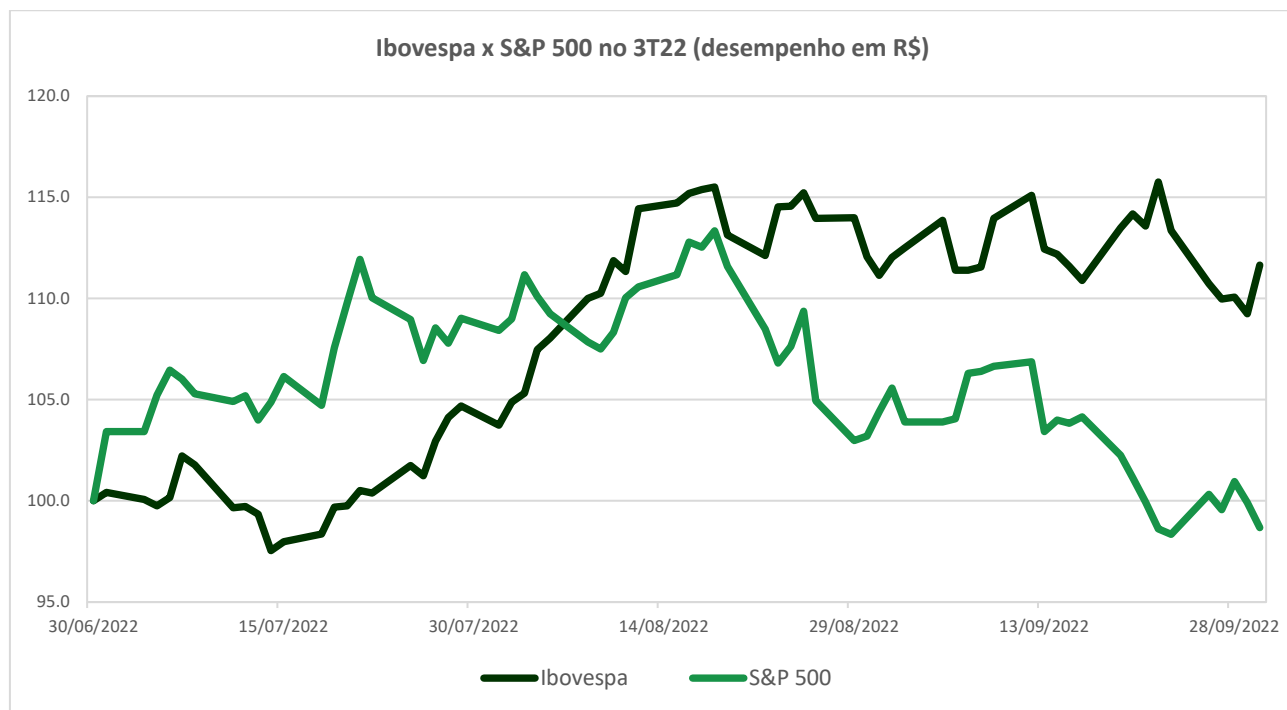
A queda do Ibovespa em 2021 e no 1S22 levou o preço das ações para um nível muito deprimido, projetando um futuro desalentador. Esse é um clássico cenário no qual uma mínima sinalização que o período vindouro é minimamente melhor do que o projetado provoca uma forte correção positiva no preço dos ativos. E assim aconteceu no 3T22.

Foram dois os principais motivos que impulsionaram a reversão do mercado. Em primeiro lugar, conforme mencionado acima, o comportamento mais *hawkish* do Bacen fez com que os investidores comessem a

projetar que o pico de inflação já havia sido atingido e passaram a vislumbrar o início de ciclo de queda de juros no 1T23 (se essa projeção está correta é razão para outro debate).

O segundo motivo foi uma melhora na percepção do risco político, seja por uma possível melhora no desempenho do presidente Jair Bolsonaro na eleição, seja por uma expectativa de que caso seja eleito, Lula terá uma postura pragmática (se expectativa será atendida é outro ponto para debate, especialmente porque Lula ainda não fez qualquer indicação sobre quem escolherá para ministro da fazenda, ou do regime fiscal que deseja adotar a partir de 2023).

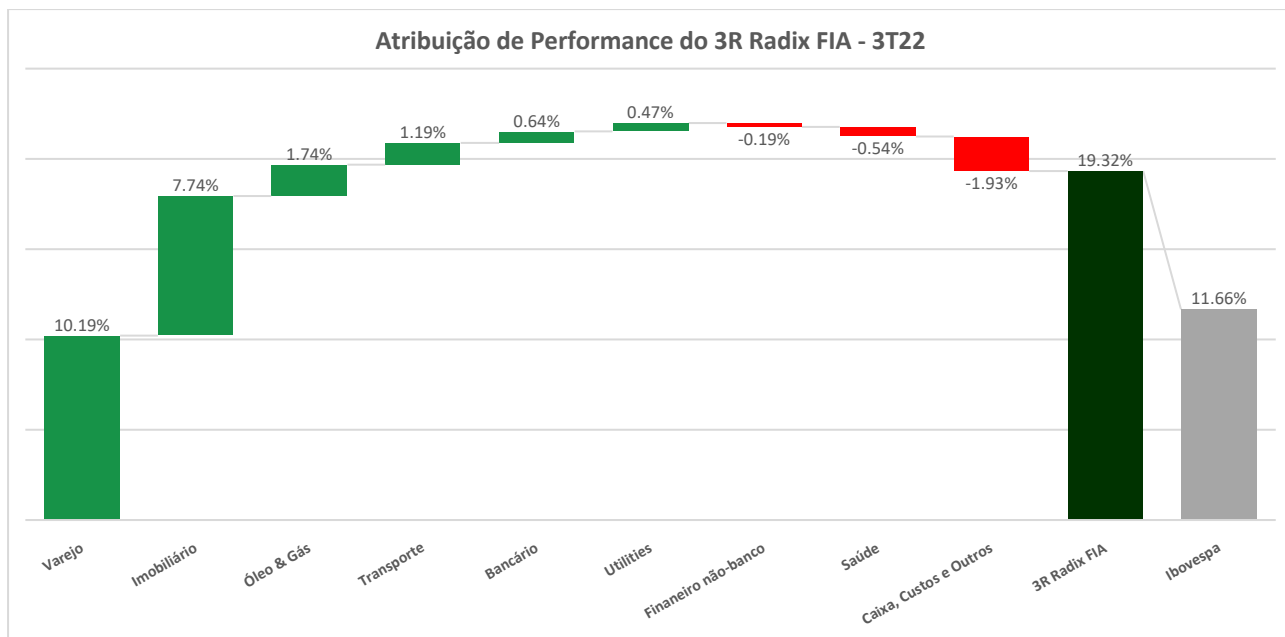
Dessa forma, o Ibovespa apresentou um desempenho bastante díspar em relação aos pares do exterior no 3T22. No período, o índice brasileiro acumulou 11,66% contra -1,33% do S&P 500 (ambos em reais).



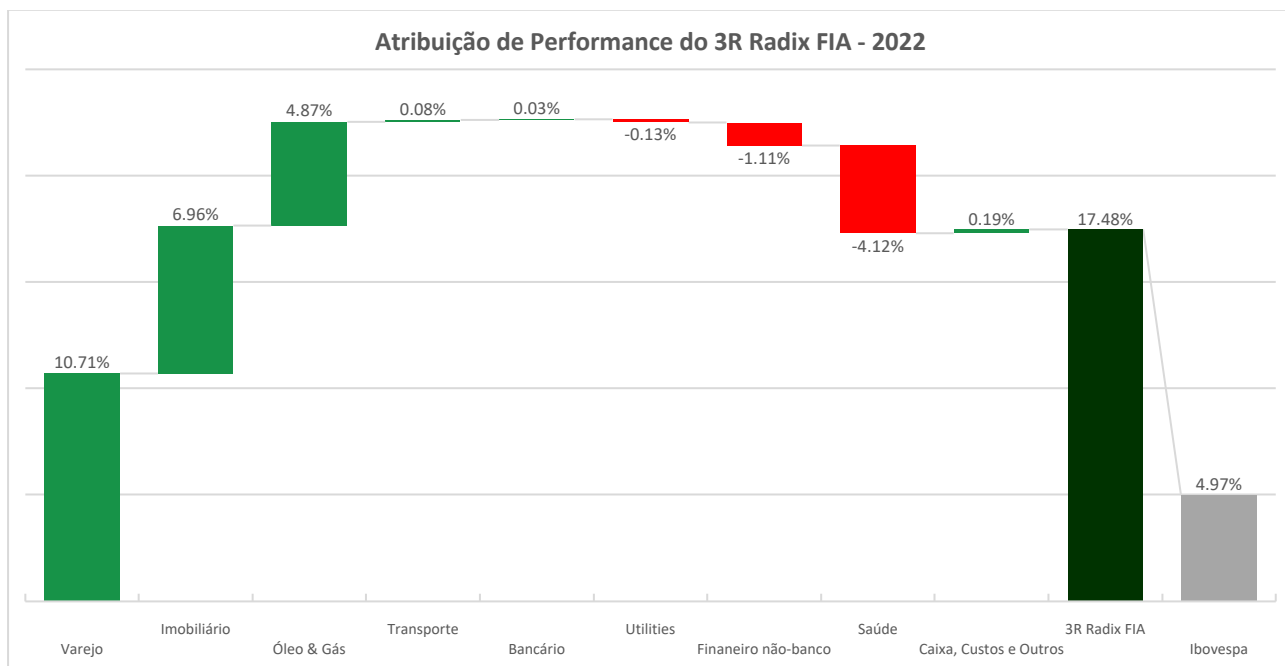
Fonte: Bloomberg

Atribuição de Performance 3T22 e 2022

No 3T22, o 3R Radix FIA obteve uma performance de +19,32%, enquanto o Ibovespa acumulou 11,66%. No ano de 2022, o fundo entrega uma rentabilidade de +17,48%, contra um resultado de +4,97% do índice.



Fonte: 3R Investimentos e Bloomberg



Fonte: 3R Investimentos e Bloomberg

Comentamos abaixo sobre os setores e empresas que mais contribuíram para a performance do fundo no 3T22 e 9M22.

Varejo

A principal contribuição do setor foi proporcionada pela Vulcabras. A companhia opera na produção e distribuição de calçados e vestuário esportivos no Brasil, sendo proprietária da marca Olympikus e licenciada para as marcas Under Armour e Mizuno (essa adquirida em 2021).

Esse setor passa por uma transformação importante, tendo em vista que a Nike realizou a venda da Fisia, subsidiária brasileira, para o Grupo SBF. Tradicionalmente, as grandes marcas internacionais subsidiam a operação brasileira, vendendo calçados por um preço inferior ao que venderia a um terceiro (prática também adotada por outras marcas, como Adidas e Puma). Isso acabava por estabelecer um teto no preço que a Vulcabras poderia cobrar pelos produtos vendidos. A venda da Fisia provocou uma relevante mudança no ambiente competitivo, pois essa passou a ser apenas mais uma cliente da Nike, mudando a relação comercial entre elas. A empresa americana passou a praticar preços de mercado na venda dos produtos para a licenciada brasileira, o que permitiu à Vulcabras a adotar melhores preços, expandindo margem.

Outro ponto relevante para a tese é o crescimento significativo no volume de artigos esportivos vendidos pela Vulcabras nos últimos dois anos. Em meados de 2021 a companhia acertou com a Mizuno a representação da marca no Brasil, o que contribuiu para incremento de volume. Outro fator está na possível mudança de hábitos dos brasileiros desde a pandemia, com a informalização do vestuário, seja em ocasiões sociais ou de trabalho, aumentando o consumo de artigos esportivos.

A combinação de incremento de volume de artigos vendidos com expansão de margem resultou em um crescimento muito robusto do EBITDA da Vulcabras, ponto central na nossa tese de investimento, mas que percebíamos que passava ao largo do consenso de mercado. Dessa forma, à medida que os resultados trimestrais eram divulgados, a positiva surpresa atraía o interesse do investidor, impulsionando o preço da ação.

Incorporação Imobiliária

Consideramos que o negócio de incorporação imobiliária não possui vantagens competitivas relevantes, tornando o sucesso empresarial nessa atividade dependente da qualidade de execução. Esse é o caso da Cury, tradicional incorporadora que possui longo histórico de consistente entrega de resultados no segmento de imóveis de baixa renda.

Julgamos que a boa execução da Cury está alicerçada em dois fatores. O primeiro está no foco em atuar em apenas duas rentáveis praças, São Paulo e Rio de Janeiro. Isso permite, em primeiro lugar, o maior controle do processo construtivo, evitando estouro de orçamento e reduzindo a chance de as obras não serem entregues dentro do cronograma projetado. Além disso, manter a operação em apenas duas cidades permite à Cury conhecer com maior profundidade a região de atuação, o que se traduz em estudos de viabilidade mais precisos, mitigando riscos e a apuração de margens mais robustas. O segundo está num planejamento de vendas concentrado, que os executivos da Cury denominam de “estratégia de enxame”. Tradicionalmente, as incorporadoras que atuam no segmento de baixa renda possuem lojas nas quais os corretores vendem unidades de vários empreendimentos. O cliente que entra na loja não escolhe a unidade, mas a unidade que o escolhe. Explicando melhor, o potencial comprador informa a renda e então verifica-se qual empreendimento que cabe naquele orçamento, ficando a preferência do cliente por bairro e demais

características da unidade em segundo plano. A Cury adota uma política bastante distinta, montando stand de vendas e apartamento modelo para cada empreendimento. Ou seja, o mesmo procedimento utilizado pelas incorporadoras de média renda. Essa diferenciação atrai mais interessados e facilita a venda, pois o potencial cliente consegue visualizar melhor seu futuro lar.

Complementando a “estratégia de enxame”, a Cury realiza os empreendimentos de baixa renda em bairros que geralmente não recebem esse tipo de empreendimento, como a Mooca e Barra Funda em SP, e o Porto Maravilha, no RJ. Essa combinação permite à companhia apurar uma velocidade de vendas muito superior à média do mercado, mais do que compensando as despesas comerciais extras de montagem de stand e apartamento modelo.

As margens consistentes combinadas com alta velocidade de vendas permitem à Cury um baixo emprego de caixa nos empreendimentos e a apuração de altos retornos sobre capital investido. Desde o ano passado a empresa vinha sendo negociada por múltiplos injustificadamente baixos. Felizmente, a reação do mercado brasileiro relatada na seção anterior resultou na prevalência dos fundamentos, levando a ação da Cury a uma forte reprecificação.

Óleo & Gás

A Petrobras integra a carteira do Radix desde o final de 2020. Quando Roberto Castello Branco, ex-CEO da companhia, foi demitido de forma inesperada no 1T21 e um general foi apontado para sucedê-lo, o mercado interpretou que haveria a retomada da interferência política na companhia. Como consequência, ocorreu significativa desvalorização no preço da ação da companhia.

Nosso entendimento era divergente do consenso, pois entendíamos que arcabouço legal estabelecido pela lei das estatais, estatuto social da companhia, vigilância do Cade e TCU não davam margem para a ingerência. Dessa forma, aumentamos de forma significativa nossa posição nessa oportunidade.

Além das questões legais, entendíamos que o preço muito deprimido pelo qual a empresa era negociada também nos dava uma enorme proteção caso nossa análise estivesse equivocada. Apesar de ser mais rentável, entregar maiores retornos e pagar maiores dividendos, a Petrobras era negociada com enorme desconto em relação aos *peers* estrangeiros. O desconto era todo justificado pelo risco político, o que julgávamos ser superestimado. O preço pelo qual a empresa foi negociada desde meados de 2021 indicava que em quatro anos os dividendos a serem pagos pela empresa equivaliam a todo o valor de mercado da companhia e que ao final desse período o valor da empresa seria zero, um verdadeiro disparate.

O tema da interferência política ficou latente nos últimos dois anos, tendo o presidente da república e demais atores políticos sistematicamente pronunciado bravatas populistas contra a companhia. No entanto, a política de preço dos combustíveis continuou a seguir a paridade internacional, resistindo mesmo a frequente troca de comando da companhia.

A disciplina dos executivos e conselheiros da Petrobras de seguir o plano estratégico levou a companhia a uma robusta geração de caixa. Isso foi reforçado pelo expressivo aumento do petróleo desde o início de 2021. Essas condições permitiram à empresa a pagar consideráveis dividendos. Além de recebermos esses

proventos, podemos apurar um relevante ganho de capital, levando a Petrobras a uma contribuição bastante positiva para o fundo.

Considerações sobre o Portfólio do 3R Radix FIA

O leitor que nos acompanha poderá perceber que ao longo dos últimos trimestres repetimos as considerações sobre as mesmas empresas. Isso é consequência do nosso processo de investimentos. Nosso objetivo é investir com a visão de sócio de uma empresa, respeitando a margem de segurança e entregar resultado de longo prazo. Dessa forma, desenvolvemos teses de investimento para as empresas investidas, as quais acabam permanecendo na nossa carteira por períodos mais longos. Assim, a carteira do Radix possui uma concentração superior à média do mercado, além de apresentar uma baixa troca de nomes. Consideramos isso algo natural, pois nenhum empresário entra numa empreitada para sair dessa em poucos dias, semanas ou meses.

Seguimos com disciplina de manter essa filosofia e nossa carteira atual mantém as características que nos trouxeram até aqui. Acreditamos que os preços atuais das ações trazem uma significativa margem de segurança e há casos de investimentos muito atrativos atualmente. A eleição traz dúvidas em relação às questões fiscais e o potencial crescimento da economia brasileira, mas seguimos com a convicção que independentemente de quem sai vencedor do pleito, as boas oportunidades de investimentos estarão presentes.

Atenciosamente,

Equipe 3R Investimentos