

ESTRATÉGIAS RIO BRAVO



2015: SEM PREVISÕES

DEZEMBRO 2014

Em muitos aspectos, o ano termina como começou, ou pior. Foram muitas reviravoltas, em um ano com a Copa do Mundo e suas surpresas, dentro e fora de campo, e com eleições polarizadas, também surpreendentes, mas é como se as nuvens tivessem se adensado. Não é como qualquer outro governo que começa: a presidente reeleita parece estar em fim de mandato antes mesmo da posse. O anúncio do restante do

ministério não trouxe nenhuma surpresa positiva, transmitindo a impressão de uma grande retranca, e não logrou reverter a atmosfera de desalento que prevalece nesse fim de ano. Os desafios em torno da Petrobras parecem especialmente difíceis, e seu desenrolar totalmente imprevisível, sobretudo à luz do colapso dos preços do petróleo, e de redefinições naturais no relacionamento entre o Executivo e o Legislativo. →



2015: SEM PREVISÕES

→ A inflação termina o ano onde esteve nos últimos anos, no teto do limite superior de tolerância do sistema de metas. Até novembro, o IPCA acumula 6,56%, mas o “efeito base” decorrente do fato que dezembro de 2013 foi especialmente alto (0,92%) ajudará as autoridades a não exibir uma variação acumulada para o IPCA muito superior aos 6,5%. O IPCA-15 fechou o ano em 6,46% e o ano que se inicia não traz boas notícias no tocante ao câmbio e aos preços administrados, principalmente energia elétrica. Do lado positivo, vale observar que a inflação de serviços arrefeceu um tanto (30 bps) e que a variação do IGP-DI em novembro ficou em 1,14%, um pouco acima do esperado, mas deve manter o acumulado de 12 meses próximo a 4% este ano.

A expectativa para 2015 não é de convergência rápida para o centro da meta, e por vários meses ainda as “defasagens” da política monetária servirão como álibi para a inflação um tanto esticada.

Continua a prevalecer o paradoxo envolvendo atividade fraca e pleno emprego. A produção industrial ficou estagnada em outubro, o varejo cresceu mais do que o esperado, mas o IBC-BR caiu 0,26% no mês – a expectativa era de aumento de 0,25%. Em relação a outubro de 2013, a atividade medida por esse indicador

ficou 1,18% menor. As perspectivas para o fechamento do ano são medíocres: 0,13% para o PIB e -2,50% para a produção industrial.



A expectativa para 2015 não é de convergência rápida para o centro da meta, e por vários meses ainda as “defasagens” da política monetária servirão como álibi para a inflação um tanto esticada.

A divulgação da pesquisa mensal do emprego revelou ligeiro aumento do desemprego para 4,8% em novembro. A expectativa era de queda para 4,5%. Em novembro, pela primeira vez desde o segundo semestre de 2013, o desemprego aumentou na comparação anual, a força de trabalho aumentou e a população desocupada cresceu. A renda ainda cresce em velocidade razoável, mas, se os números indicam uma tendência, os salários deverão crescer menos no próximo ano. O CAGED mostrou a criação de 8.381 vagas em novembro, melhor do que o esperado (fechamento de 32.000 vagas), mas, ainda assim, um ritmo muito fraco. Foram criadas 711 mil vagas em 2014, até novembro, cerca de 500 mil a menos que no mesmo período de 2013.



2015: SEM PREVISÕES

São sinais de fragilidade ainda tênues no mercado de trabalho. O seu desenrolar é que preocupa, em vista de perspectivas ruins para o crescimento e o investimento no ano que se inicia.

O déficit em conta corrente foi de US\$ 9,3 bi em novembro. O maior para o mês desde o final da década de 1990. Entraram US\$ 4,6 bi em investimentos diretos e com outras entradas, o balanço de pagamentos ficou ligeiramente positivo. O déficit deve melhorar ano que vem com a redução do déficit na balança comercial, especialmente na conta de petróleo e derivados, mas a presença de um déficit em conta corrente tão expressivo (perto de 4% do PIB) combinado com um nível de atividades tão fraco aponta para uma armadilha já vista no passado, e para a necessidade de soltar a taxa de câmbio.



A renda ainda cresce em velocidade razoável, mas, se os números indicam uma tendência, os salários deverão crescer menos no próximo ano.

O Banco Central do Brasil superou os USD 100 bilhões em valor nocional de suas intervenções no mercado de câmbio através de swaps e seu

comportamento revelou uma intenção de sustar maiores depreciações (o eufemismo aqui é “volatilidade”) antes das eleições, e com vistas a evitar um estouro do limite de tolerância da meta de inflação. Uma vez definida a eleição, todavia, começaram os ajustes. O BCB aumentou a taxa de juros primeiro para 11,25%, depois para 11,75%, acelerando o ritmo, mas indicando que os próximos passos seriam definidos “com parcimônia”. Entretanto, a desvalorização do Real e a volatilidade causada pela Rússia, assim como a maior liberalidade em reajustes de preços públicos, podem exigir um aperto monetário ligeiramente maior. Na ata da reunião, o COPOM indicou que a inflação deve ser alta no primeiro trimestre do ano que vem, mas está confiante na contenção fiscal pré-anunciada pela nova equipe.

Em linha com o aumento da SELIC, o CMN (Conselho Monetário Nacional) anunciou um aumento da TJLP, de 5% para 5,5%, movimento modesto, mas na direção correta, e em assunto previamente considerado “tabu”. Analogamente, o governo alterou o PSI para tentar diminuir drasticamente, a necessidade de equalização de juros. O programa deve ter R\$ 50 bi ano que vem, com aumento relevante das taxas de juros e diminuição da parte financiável do projeto ou bem.



2015: SEM PREVISÕES

Ainda não se sabe o que será feito no terreno fiscal, há muitas especulações sobre o assunto, que se misturam com diferentes teorias sobre a real dimensão do ministro Joaquim Levy no novo ministério, e sobre se assuntos tributários polêmicos – como a CPMF, a extinção do conceito de juros sobre o capital próprio, a CIDE e outras da espécie, seriam abordados pela nova equipe. Seu antecessor, Guido Mantega, já havia servido como demonstração do fato de que, num ministério de quarenta, há ministros de diferentes tamanhos. O ministro Levy, através de suas primeiras ações, deverá indicar o exato mandato de que dispõe, e o tempo revelará se a equipe econômica é nova, ou apenas uma reunião de peças anteriormente utilizadas em governos petistas, destituída de iniciativa fora da influência do Palácio, e montada apenas com o intuito de acalmar os mercados.

Entretanto, não foram unicamente essas as dúvidas que assoberbaram os mercados no mês de dezembro. Os problemas da Petrobras dominaram o mês de dezembro, começando pelos auditores, passando pelo ritmo de pagamento a fornecedores, e chegando a denúncias de todo tipo, associadas à empresa e a empreiteiros. As repercussões diretas sobre o PIB têm sido muito superestimadas: é preciso lembrar que os gastos de capital da Petrobras estiveram em torno de USD 42 bilhões para um valor de

aproximadamente US\$ 400 bilhões para a formação bruta de capital fixo para o conjunto do país. As dificuldades de pagamentos podem afetar fornecedores e projetos específicos, e os circuitos financeiros de descontos de recebíveis podem ser afetados.



O ministro Levy, através de suas primeiras ações, deverá indicar o exato mandato de que dispõe, e o tempo revelará se a equipe econômica é nova, ou apenas uma reunião de peças anteriormente utilizadas em governos petistas, destituída de iniciativa fora da influência do Palácio, e montada apenas com o intuito de acalmar os mercados.

Mas nada parece tão importante quanto as revelações que se sucedem sobre o envolvimento de políticos e partidos em esquemas de corrupção investigados no contexto da chamada “Operação Lava-Jato”. Ninguém se atreve a especular sobre a extensão dessas conexões, nem mesmo a presidente da República, que ensaiou uma canhestra “consulta” ao Ministério Público acerca de potenciais candidatos ao ministério.

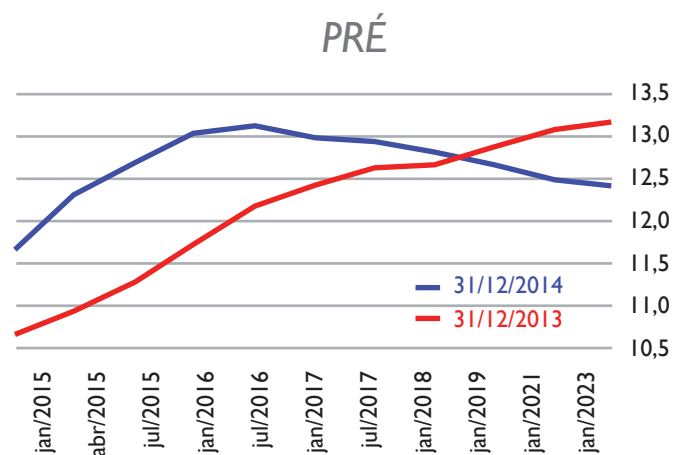


2015: SEM PREVISÕES

Diante de tantas incertezas, são poucos os que se atrevem a prognosticar o desenrolar de 2015. Tudo pode acontecer, inclusive a recuperação da credibilidade da política econômica a partir da atuação da nova equipe e da efetividade política de um ministério bem sintonizado com o Legislativo e em perfeito controle de sua agenda. Todavia, a sorte ainda não está lançada.

O ano de 2014 encerra-se sem deixar saudades, com a bolsa registrando queda de 2,9%, o dólar em alta de 13,4% e o Comitê de Política Monetária do Banco Central elevando a SELIC em 175 pontos-base diante de uma inflação flertando com o teto da banda e também em alta vis-à-vis o ano anterior (IPCA 2013: 5,91%, IPCA acumulado em 12 meses até nov/14: 6,55%).

Os reflexos desse cenário no ambiente de juros podem ser resumidos nos dois gráficos a seguir. O primeiro retrata a estrutura a termo da taxa de juros. A deterioração das expectativas macroeconômicas fez com que as taxas de menor prazo subissem, invertendo a curva de juros.

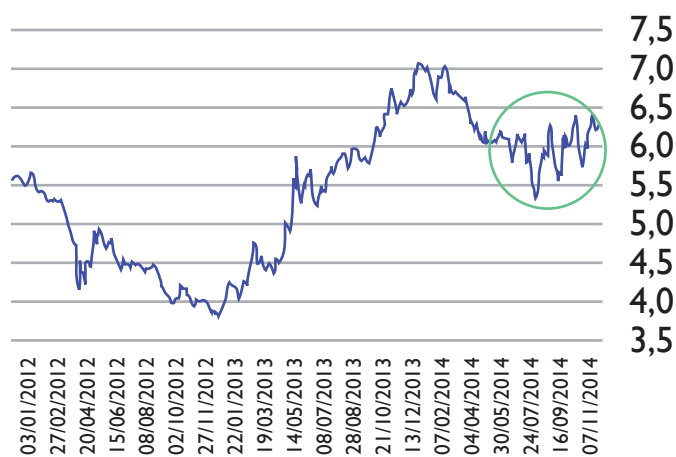


fonte: dotstock.com.br

O segundo gráfico demonstra como a incerteza derivada não só do cenário econômico, mas também do cenário político, refletiu-se

nos mercados de juros, sob a forma de volatilidade dos preços/taxas, o que pode ser mais claramente percebido no segundo semestre do ano.

NTN-B - 15 / 08 / 2050



fonte: dotstock.com.br

O cenário para 2015 não parece animador. A mais recente pesquisa do Banco Central compilando as projeções macroeconômicas das principais instituições financeiras aponta para uma expectativa de IPCA de 6,71% em 2015 e crescimento do PIB na casa de 0,55%. A sinalização ambígua do Planalto até o momento torna ainda difícil a leitura de qual será o alcance e profundidade das medidas de ajuste que serão propostas. O discurso de posse sublinhou essa ambiguidade, ao mencionar a necessidade de ajustes, mas sem apontar, no entanto, um conjunto coerente de medidas concretas para tanto. Por outro



CRÉDITO

lado, a presidente também fez questão de citar uma série de programas que pretende manter ou desenvolver, independentemente de quaisquer medidas de ajuste.

Portanto, talvez a questão mais relevante para o curto prazo seja entender se o novo Ministro da Fazenda terá os instrumentos e o

cacife político necessários para atingir as metas de superávit primário. Os acontecimentos nesse campo, nos próximos meses, serão determinantes para, por exemplo, a reavaliação do rating do país pelas agências internacionais. Sob o prisma desses avaliadores internacionais, parece-nos que há pouca margem de erro para o novo governo.



Em dezembro, o Rio Bravo Fundamental FIA teve uma performance de -5,0%. Desde seu início, em setembro de 2004, o fundo acumula uma rentabilidade de 426,9%, ou 198,0% do benchmark, IGP-M + 6%. O Rio Bravo Fundamental Institucional FIA teve uma performance de -5,1%. Desde seu início, em abril de 2010, o fundo acumula uma rentabilidade de 9,0%, contra -29,7% do benchmark, Ibovespa.

ALPARGATAS

Recentemente, começamos a investir na Alpargatas, a centenária empresa-mãe das mundialmente famosas sandálias Havaianas. As ações da companhia caem quase 50% desde seu pico no segundo semestre de 2013, por fatores que exploraremos mais adiante. Com isso, sua relação preço/lucro dos últimos 12 meses desceu para 12,5x, um desconto de mais de 20% sobre a média histórica. Se considerarmos nossa projeção de resultados para 2015, vemos as ações negociadas abaixo de 9,5x P/E, múltiplo que julgamos altamente atrativo para este negócio.

Em nosso processo de análise, identificamos alguns fatores que explicam esse considerável ajuste no preço da Alpargatas.

Primeiro, a participação de mercado de seu principal negócio, Sandálias (Havaianas e Dupé, esta última uma marca mais barata muito

presente no Nordeste brasileiro), diminuiu nos últimos três anos de, aproximadamente, 55% para 50%, principalmente pela demora na expansão de capacidade de produção de Havaianas. Isso permitiu o avanço da principal concorrente, a Grendene, com suas marcas Ipanema e Grendha.

Segundo, vimos nos últimos trimestres uma compressão de margens importante na unidade de negócios Brasil (que inclui o segmento de Artigos Esportivos, além de Sandálias), basicamente por: (i) depreciação do real versus o dólar – que impacta o custo dos produtos tanto pela via da borracha utilizada na produção das sandálias, dolarizada, quanto pela via da importação dos tênis Mizuno; (ii) menor diluição de custos fixos pelo ramp-up da nova fábrica de Havaianas em Montes Claros, MG; e (iii) maiores despesas com propaganda durante a Copa do Mundo no Brasil.



RENDA VARIÁVEL

Terceiro, o Risco Argentina. A Alpargatas tem uma operação relevante na Argentina – ao redor de 17% da receita consolidada – e, como a maioria deve saber, aquele país continua sofrendo com instabilidade econômica. No primeiro trimestre de 2013, essa operação chegou a apresentar EBITDA negativo.

Por fim, no final de 2012, a Alpargatas anunciou a aquisição do controle da Osklen (60%), por aproximadamente R\$ 320 milhões (13x EBITDA). Muitos julgaram esse preço excessivo, além de perda de foco. Mais recentemente, ainda, a empresa tem dito que fará uma nova compra – tão grande quanto ou maior que Osklen – no setor de vestuário, algo que naturalmente tem deixado alguns investidores desconfortáveis com o caso.

Dito tudo isso, por que, então, entendemos que este é um bom momento para nos tomarmos sócios da Alpargatas?

Com relação ao primeiro ponto (market share), a resposta é objetiva: a nova unidade de fabricação de Sandálias, em Montes Claros, MG, acaba de completar um ano de operação e, com isso, a participação de mercado de Havaianas vem se recuperando – no terceiro trimestre de 2014, o volume vendido cresceu 15% e, no ano, deve fechar com aumento de

4,5%, enquanto o mercado deve se contrair em 1 ou 2%. A título de comparação (embora não ideal), os volumes no mercado interno da Grendene caem 8,6% em 2014.

Sobre o segundo fator, acreditamos numa expansão de margens nos próximos trimestres, dado que o preço em dólares da borracha deve ceder a ponto de compensar a depreciação do real (a borracha é derivada do petróleo, que cai mais de 40% em 2014), a nova fábrica de Havaianas já opera a 40% da capacidade (deve chegar a 70% em 2015) e, portanto, dilui mais custos fixos, e as despesas adicionais com propaganda na Copa do Mundo naturalmente são não-recorrentes.

Quanto ao terceiro problema (Risco Argentina), o que vimos nos últimos trimestres foi uma evolução positiva vertiginosa dos resultados na Argentina: a margem EBITDA saiu de negativa há menos de dois anos para 14% no terceiro trimestre de 2014, fruto de reestruturação organizacional e alguns investimentos.

Finalmente, sobre a aquisição da Osklen, as informações que temos até o momento dão conta de que as operações vão de vento em popa (EBITDA crescendo mais de 20% em 2014), de forma que o múltiplo EV/EBITDA de 2015 já deve ser de menos da metade do



RENDA VARIÁVEL

original. Ou seja, indicação de que o preço pago teria sido bem atrativo. Quanto à próxima aquisição, obviamente não temos muitas informações, mas acreditamos na disciplina e diligência dos administradores da companhia, algo que, nos parece, vem sendo comprovado com a evolução da Osklen. Cabe ressaltar, porém, que essa possível nova aquisição tem nos mantido com uma posição ainda pequena em Alpargatas. Eventualmente, poderemos comprar ações da companhia a preços ainda mais baixos.

Quando olhamos para a empresa de forma mais estratégica – e menos conjuntural – o que vemos é uma companhia centenária, com uma marca poderosa (Havaianas), cercada de barreiras competitivas e com expansão internacional a pleno vapor – em 2014, o EBITDA da área Internacional (ex-Argentina) já deve representar 20% do consolidado. Embora o negócio de Artigos Esportivos (representação da Mizuno e da

Timberland, propriedade de Rainha e Topper) não seja nem de longe tão atrativo quanto Havaianas, acreditamos que ele também não reduzirá o valor da companhia. O mesmo vale para a operação argentina – que, devemos reforçar, nos últimos trimestres tem nos surpreendido positivamente, mesmo se levamos em conta a depreciação do peso versus o real. Quanto à Osklen, se conseguirem obter em sua expansão internacional – principal fator motivador da aquisição – metade do sucesso que tiveram com Havaianas, esta certamente será outra importante fonte de geração de valor.

Por tudo isso, e também pela forte geração de caixa (free cash flow yield de 8,5% e 10,5% em 2015 e 2016, respectivamente) e pelo alto nível dos retornos (retorno sobre capital investido de 25% na média dos últimos 5 anos) da Alpargatas, entendemos que este é um investimento bastante atrativo para o nosso fundo nos próximos anos.



DIVIDEND YIELD OU RECEITA DE ALUGUEL?

Há muito tempo os especialistas e analistas do mercado de fundos de investimentos imobiliários (“FII’s”) vêm discutindo o impacto das taxas de juros (SELIC ou NTN-B) nas cotas dos diversos fundos imobiliários que compõem o IFIX.

Existe praticamente unanimidade entre esses analistas, especialistas e gestores dos fundos: a correlação é altíssima, ultrapassando, em determinados períodos, os 90%.

A consequência desta correlação tão alta é que, em períodos como o atual, quando desde o início de 2013 a SELIC vem subindo, passando de 7,25% para 11,75% aa, o impacto tem sido muito severo e a cota dos diversos fundos têm caído, quase que independentemente do desempenho operacional dos ativos e/ou do gestor.

Vejam o exemplo do FII Renda Corporativa (FFCII1): no final de fevereiro de 2013, após a conclusão da 5ª emissão, a cotação do fundo era de R\$ 1,92 por cota e ele pagou no mês seguinte um rendimento mensal equivalente a exatos 7,4% a.a. Naquele momento, o fundo não tinha nenhuma vacância em sua carteira.

Passados quase dois anos, o mesmo FII

Renda Corporativa, também sem nenhuma vacância, irá distribuir agora em dezembro R\$ 0,01321 por cota, quase 12% a mais do que valor distribuído em março de 2012. Mesmo assim, a cota que valia R\$ 1,92 vale agora R\$ 1,54. Com isso, o dividend yield anualizado do fundo, que era de 7,4% ($0,01185 \times 12 / 1,92$), é agora de 10,29% ($0,01321 \times 12 / 1,54$). A matemática é simples, mas a conclusão é perversa e não se encontra nenhuma justificativa plausível para esse comportamento, dado que o desempenho operacional do fundo melhorou ao longo dos dois anos.

Esse fato tem ocorrido indiscriminadamente com todos os fundos do IFIX, alguns mais afetados e outros menos. Os mais afetados, via de regra, são aqueles que foram ofertados na modalidade de “renda garantida”, que possuem menor liquidez ou então tiveram manutenção/aumento da vacância no período. A qualidade da transparência do gestor e dos ativos dos fundos também tem impactado nessa equação. Na ponta menos negativa, encontram-se os fundos de agências bancárias com contratos de locação atípicos de 10 anos e que têm conseguido resistir mais à subida dos juros. De qualquer maneira, é unânime o fato que todos os fundos, sem exceção, sofreram com esse aumento da taxa SELIC.



INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS

Entretanto, analisando o mercado dos nossos “parentes” americanos – os REITs (real estate investment trusts) listados, que são os mais antigos no mercado mundial, existem desde o ano de 1960 e são semelhantes aos nossos Flls –, descobrimos que, embora haja alguma correlação com Treasury de 20 e 30 anos (e que seria um proxy de nosso título público – a NTN-B), ela é muitas vezes baixa.

Essa correlação dos REITs americanos, quando medida desde 1990 e até o período pré-crise de 2008, atinge 73%. A mesma correlação, quando medida num período mais recente (a partir de 2011), já após a crise dos bancos de 2008/2009, foi calculada em apenas 15%. A conclusão é que ela é bem menos significativa que no nosso mercado.

Outro fato que detectamos nos REITs americanos é que o dividend yield no período pós crise (após 2009) se estabilizou num novo patamar ao redor de 3,6% aa com um baixíssimo desvio padrão, ou seja, não importa qual foi o comportamento do Treasury, o investidor ou cotista, via de regra, demandou um yield médio de 3,6% aa. Esse dado mostra uma preocupação maior com a receita gerada pela operação dos diversos REITs do que com a taxa de juros.

E se o investidor de fundos imobiliários que lê este artigo tivesse optado, no início de 2013, por comprar um imóvel em vez das cotas dos fundos?

A resposta de “bate-pronto” é que se esse mesmo investidor não tivesse vendido seu imóvel e este estivesse locado, é provável que a sensação de ganho seria maior, pois na sua mente, o valor de imóvel seria o mesmo e ele teria ganho o rendimento.

Entretanto, esse investidor é obrigado a recolher 27,5% de IR sobre o aluguel mensal do seu imóvel. Além disso, a probabilidade da venda hipotética do imóvel que foi comprado no auge do mercado imobiliário (início de 2013) num cenário atual de estagnação e queda generalizada das vendas das incorporadoras e sem nenhuma perda é atualmente menos provável ou, na pior das hipóteses, esse investidor demoraria um longo período para concretizar essa venda, notadamente se seu ativo for do segmento de salas comerciais, em que estatísticas apontam para vacância acima de 30% para o conjunto de empreendimentos mais novos, ou for um imóvel residencial em regiões ou de modelos super-ofertados.

Portanto, mesmo com esse comportamento



INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS

correlacionado com taxas de juros, os fundos imobiliários trazem vantagens incomparáveis: (1) o dividend yield no mercado secundário da cota do IFIX atinge 13% aa, ou seja, para aquele investidor do imóvel individual obter uma rentabilidade equivalente, considerando o IR, deveria receber o aluguel de 1,3% a.m. sobre o valor do imóvel, algo inimaginável no momento atual de mercado; (2) a venda das cotas ocorre mais rápido, mesmo com uma liquidez atualmente menor; e (3) se o investidor precisar de liquidez, mesmo que uma quantia menor que do valor do imóvel, o investidor precisa vender o imóvel todo, enquanto no FII ele poderá vender parcialmente suas cotas para atingir a liquidez necessária.

Outro fato incontestável é que, entre os principais gestores que normalmente possuem muitas lajes, shoppings e ativos diversifi-

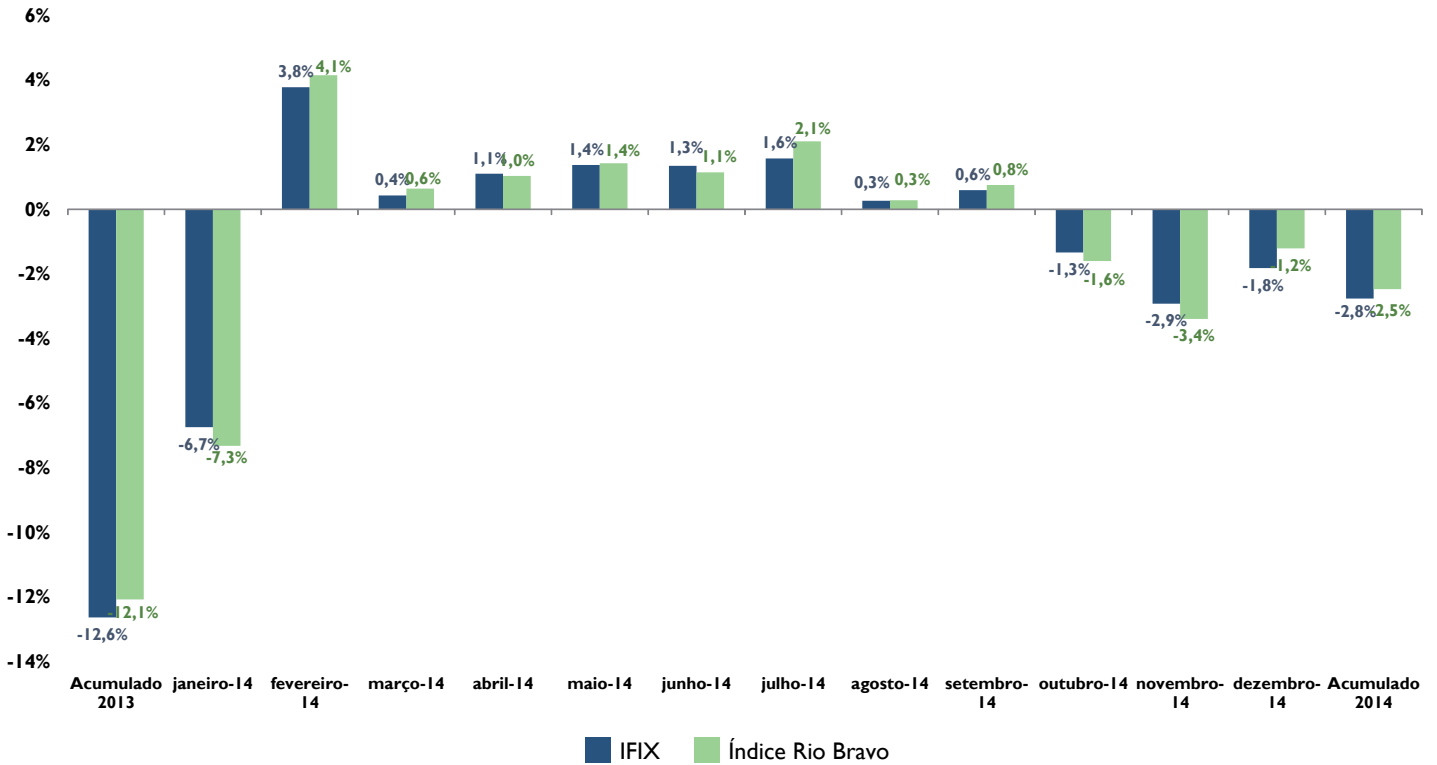
cados, a sinergia entre esses ativos e a proximidade com outros players de imóveis acaba criando uma vantagem na hora de conseguir uma nova locação, reter um locatário ou efetuar uma compra ou venda e a um custo relativamente mais baixo.

A conclusão é que ambas as estratégias acabam sendo de longo prazo, visto que os fundos têm a grande vantagem da isenção fiscal para os rendimentos mensais e ainda contam com uma liquidez relativamente maior que imóveis.

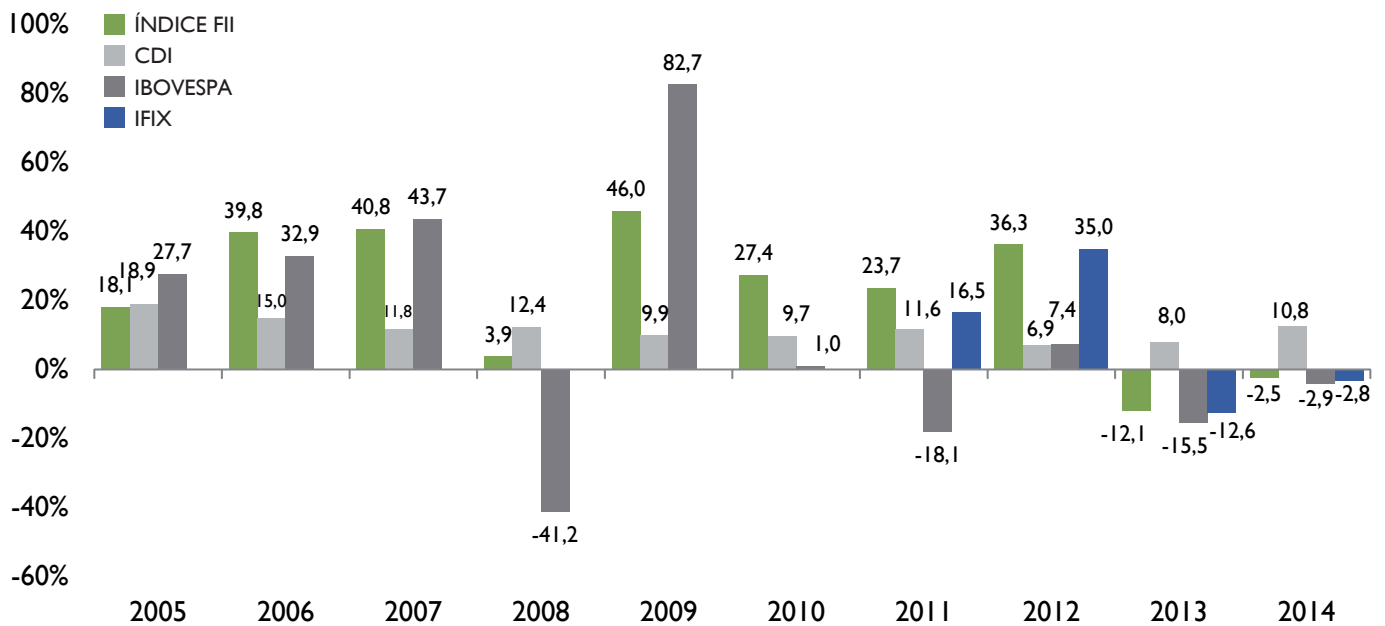
No gráfico a seguir, é possível verificar, mês a mês, o retorno total do Índice FII, elaborado pela Rio Bravo, e do IFIX, elaborado pela BM&FBovespa. No segundo gráfico, o comparativo do retorno total em cada ano, desde 2005 até dezembro de 2014, entre CDI, Ibovespa, índice FII e IFIX.

INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS

IFIX (%)



RETORNO TOTAL (%)



INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS

As tabelas a seguir demonstram o Retorno Total em 2014, considerando variação da cota e rendimentos distribuídos, e o Dividend Yield, calculado

através do último rendimento distribuído sobre o preço da cota de encerramento do período, dos Fundos que compõem o IFIX.

Retorno Total em 2014

Ranking	FII	Retorno total
1	MAIS SHOPPING LARGO I3 FII - MSHP I I	55,3%
2	ANHANGUERA EDUCACIONAL FII - FAEDI I B	18,1%
3	EDIFÍCIO GALERIA FII - EDGA I I B	16,4%
4	BB RENDA CORPORATIVA FII - BBRC I I	15,7%
5	EUROPAR FII - EURO I I	13,7%
6	AGÊNCIAS CAIXA FII - AGCX I I	13,4%
7	CSHG LOGÍSTICA FII - HGLG I I	13,1%
8	MAX RETAIL FII - MAXR I I B	11,8%
9	CAMPUS FARIA LIMA FII - FCFL I I B	11,8%
10	HOSPITAL NOSSA SENHORA DE LOURDES FII - NSLUI I B	11,3%
11	RIO BRAVO RENDA CORPORATIVA FII - FFCII I	10,8%
12	FLORIPA SHOPPING FII - FLRP I I B	10,4%
13	RIO NEGRO FII - RNGO I I	9,9%
14	BB PROGRESSIVO II FII - BBPO I I	8,8%
15	KINEA RENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS FII - KNCR I I	8,1%
16	SHOPPING PATIO HIGIENÓPOLIS FII - SHPH I I	7,4%
17	MERCANTIL DO BRASIL FII - MBRF I I	7,1%
18	EDIFÍCIO ALMIRANTE BARROSO FII - FAMB I I B	6,5%
19	SANTANDER AGENCIAS FII - SAAG I I	6,0%
20	JS REAL ESTATE MULTIGESTÃO FII - JSRE I I	5,2%
21	HOSPITAL DA CRIANÇA FII - HCRI I I B	4,7%
22	RB CAPITAL RENDA II FII - RBRD I I	4,5%
23	FATOR VERITA FII - VRTA I I	4,4%
24	RB CAPITAL RENDA I FII - FIPI I I B	3,2%
25	MAXI RENDA FII - MXRF I I	3,0%
26	THE ONE FII - ONEF I I	2,8%
27	CSHG RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS FII - HGCR I I	2,6%
28	RB CAPITAL PRIME REALTY I FII - RBPR I I	2,3%
29	CONTINENTAL SQUARE FARIA LIMA FII - FLMA I I	1,3%
30	CSHG BRASIL SHOPPING FII - HGBS I I	0,6%
31	AESAPAR FII - AEFI I I	-0,1%
32	CSHG JHSF PRIME OFFICES FII - HGJI I I	-0,3%
33	BRASIL PLURAL ABSOLUTO FUNDO DE FUNDOS FII - BPFF I I	-1,3%
34	SP DOWNTOWN FII - SPTW I I	-2,2%
35	TRX REALTY LOGÍSTICA RENDA I FII - TRXLI I	-3,1%
36	SDI LOGÍSTICA RIO FII - SDIL I I	-3,2%
37	XP CORPORATE MACAE FII - XPCM I I	-4,4%
38	CSHG REAL ESTATE FII - HGRE I I	-4,4%
39	RIO BRAVO CREDITO IMOBILIÁRIO II FII - RBVO I I	-4,6%
40	PROJETO AGUA BRANCA FII - FPAB I I	-4,8%
41	INDUSTRIAL DO BRASIL FII - FIIB I I	-5,4%
42	PARQUE DOM PEDRO SHOPPING CENTER FII - PQDP I I	-5,6%
43	CENESP FII - CNES I I B	-6,0%
44	BTG PACTUAL FUNDO DE CRI FII - FEXCI I B	-6,4%
45	SHOPPING WEST PLAZA FII - WPLZ I I B	-7,4%
46	KINEA RENDA IMOBILIÁRIA FII - KNRI I I	-7,9%
47	BM BRASCAN LAJES CORPORATIVAS FII - BMLC I I B	-8,5%
48	TB OFFICE FII - TBOFI I I	-8,5%
49	TRX EDIFÍCIOS CORPORATIVOS FII - XTEDI I I	-9,3%
50	BTG PACTUAL CORPORATE OFFICE FUND FII - BRCCR I I	-9,9%
51	TORRE ALMIRANTE FII - ALMI I I B	-9,9%
52	TORRE NORTE FII - TRNT I I B	-10,3%
53	BB VOTORANTIM JHSF CIDADE JARDIM CONTINENTAL TOWER FII - BBVJI I	-10,4%
54	VBI FL 4440 FII - FVBII I B	-11,2%
55	XP GAIA LOTE I FII - XPGA I I	-11,3%
56	RENDA DE ESCRITÓRIOS FII - RDESI I	-12,8%
57	SHOPPING JARDIM SUL FII - JRDM I I B	-13,8%
58	GENERAL SHOPPING ATIVO E RENDA FII - FIGSI I	-15,1%
59	VILA OLÍMPIA CORPORATE FII - VLOLI I B	-15,5%
60	CYRELA THERA CORPORATE FII - THRA I I B	-17,0%
61	BTG PACTUAL FUNDO DE FUNDOS FII - BCFFI I B	-18,7%
62	RB CAPITAL GENERAL SHOPPING SULACAP FII - RBGSI I	-24,9%
63	BB PROGRESSIVO FII - BBFI I I B	-25,7%
64	PRESIDENTE VARGAS FII - PRSVI I	-28,0%
65	CEO CYRELA COMMERCIAL PROPERTIES FII - CEOCI I B	-36,1%
66	HOTEL MAXINVEST FII - HTMX I I B	-37,0%

FII's Administrados/Gestão **RIO BRAVO**

Dividend Yield

Ranking	FII	Retorno total
1	CSHG LOGÍSTICA FII - HGLG I I	3,34%
2	CSHG REAL ESTATE FII - HGRE I I	2,95%
3	CEO CYRELA COMMERCIAL PROPERTIES FII - CEOCI I B	1,75%
4	RB CAPITAL GENERAL SHOPPING SULACAP FII - RBGSI I	1,47%
5	HOTEL MAXINVEST FII - HTMX I I B	1,40%
6	CSHG BRASIL SHOPPING FII - HGBS I I	1,36%
7	CYRELA THERA CORPORATE FII - THRA I I B	1,34%
8	BB PROGRESSIVO FII - BBFI I I B	1,30%
9	BRASIL PLURAL ABSOLUTO FUNDO DE FUNDOS FII - BPFF I I	1,22%
10	MAIS SHOPPING LARGO I3 FII - MSHP I I	1,14%
11	GENERAL SHOPPING ATIVO E RENDA FII - FIGSI I	1,11%
12	PRESIDENTE VARGAS FII - PRSVI I	1,11%
13	SP DOWNTOWN FII - SPTW I I	1,09%
14	TRX EDIFÍCIOS CORPORATIVOS FII - XTEDI I I	1,07%
15	MAXI RENDA FII - MXRF I I	1,06%
16	SHOPPING JARDIM SUL FII - JRDM I I B	1,06%
17	RIO NEGRO FII - RNGO I I	1,04%
18	XP CORPORATE MACAE FII - XPCM I I	1,03%
19	JS REAL ESTATE MULTIGESTÃO FII - JSRE I I	1,00%
20	FATOR VERITA FII - VRTA I I	0,99%
21	BTG PACTUAL FUNDO DE CRI FII - FEXCI I B	0,98%
22	TORRE ALMIRANTE FII - ALMI I I B	0,97%
23	HOSPITAL NOSSA SENHORA DE LOURDES FII - NSLUI I B	0,97%
24	MERCANTIL DO BRASIL FII - MBRF I I	0,96%
25	HOSPITAL DA CRIANÇA FII - HCRI I I B	0,94%
26	KINEA RENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS FII - KNCR I I	0,94%
27	CONTINENTAL SQUARE FARIA LIMA FII - FLMA I I	0,93%
28	SDI LOGÍSTICA RIO FII - SDIL I I	0,93%
29	BTG PACTUAL CORPORATE OFFICE FUND FII - BRCCR I I	0,93%
30	RENDA DE ESCRITÓRIOS FII - RDESI I	0,93%
31	CSHG JHSF PRIME OFFICES FII - HGJI I I	0,92%
32	TRX REALTY LOGÍSTICA RENDA I FII - TRXLI I	0,92%
33	XP GAIA LOTE I FII - XPGA I I	0,91%
34	AESAPAR FII - AEFI I I	0,89%
35	BM BRASCAN LAJES CORPORATIVAS FII - BMLC I I B	0,88%
36	PROJETO AGUA BRANCA FII - FPAB I I	0,88%
37	KINEA RENDA IMOBILIÁRIA FII - KNRI I I	0,87%
38	ANHANGUERA EDUCACIONAL FII - FAEDI I B	0,87%
39	BB VOTORANTIM JHSF CIDADE JARDIM CONTINENTAL TOWER FII - BBVJI I	0,86%
40	CSHG RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS FII - HGCR I I	0,85%
41	RIO BRAVO RENDA CORPORATIVA FII - FFCII I	0,84%
42	THE ONE FII - ONEF I I	0,83%
43	VBI FL 4440 FII - FVBII I B	0,82%
44	SANTANDER AGENCIAS FII - SAAG I I	0,81%
45	INDUSTRIAL DO BRASIL FII - FIIB I I	0,79%
46	CENESP FII - CNES I I B	0,79%
47	RB CAPITAL RENDA I FII - FIPI I I B	0,78%
48	CAMPUS FARIA LIMA FII - FCFL I I B	0,78%
49	BB PROGRESSIVO II FII - BBPO I I	0,77%
50	AGÊNCIAS CAIXA FII - AGCX I I	0,76%
51	EDIFÍCIO GALERIA FII - EDGA I I B	0,75%
52	EUROPAR FII - EURO I I	0,73%
53	TB OFFICE FII - TBOFI I I	0,70%
54	EDIFÍCIO ALMIRANTE BARROSO FII - FAMB I I B	0,70%
55	BTG PACTUAL FUNDO DE FUNDOS FII - BCFFI I B	0,70%
56	TORRE NORTE FII - TRNT I I B	0,70%
57	RIO BRAVO CREDITO IMOBILIÁRIO II FII - RBVO I I	0,64%
58	RB CAPITAL RENDA II FII - RBRD I I	0,63%
59	MAX RETAIL FII - MAXR I I B	0,58%
60	SHOPPING PATIO HIGIENÓPOLIS FII - SHPH I I	0,54%
61	PARQUE DOM PEDRO SHOPPING CENTER FII - PQDP I I	0,43%
62	FLORIPA SHOPPING FII - FLRP I I B	0,39%
63	BB RENDA CORPORATIVA FII - BBRC I I	0,32%
64	VILA OLÍMPIA CORPORATE FII - VLOLI I B	0,15%
65	RB CAPITAL PRIME REALTY I FII - RBPR I I	0,00%
66	SHOPPING WEST PLAZA FII - WPLZ I I B	0,00%

FII's Administrados/Gestão **RIO BRAVO**



Mês de extrema volatilidade e momento de ataques especulativos que distorceram preços de ativos no Brasil e na Rússia

A indicação do novo ministério no Brasil teve efeito positivo curto. Enquanto medidas concretas não são definidas e postas em prática, o escândalo da Petrobras arrasta tudo em seu caminho. Com a bolsa caindo, sobe o dólar, abrem os juros e aumentam significativamente os spreads soberanos e privados.

No exterior, não há compradores para dívida corporativa brasileira, fazendo com que certos emissores vejam seus eurobonds cedendo 10 pontos. O cenário de incerteza tem nos baixos preços das commodities fator catalisador. Especificamente, o petróleo mais baixo tem efeito nocivo em um mundo que olha para a Rússia e outros países menores com sua capacidade de arcar com obrigações de curto e médio prazos.

Dezembro viu, ainda, o mais intenso ataque especulativo à Rússia desde 1998. No ano, o Rublo cedeu 70%, mas somente em dezembro saiu de 52,8 para 76,7 no pior da crise no dia 16/12, e de volta para 57,0 no final do mês. O movimento do MICEX, bolsa local, foi semelhante e, portanto, assustador.

Da mesma forma, o Real iniciou o mês a 2,58,

chegando a 2,76 no mesmo dia 16, somente para terminar o período próximo a 2,68. Já o Bovespa saiu de perto de 55000 pontos apenas para ceder a 46150 no pior do ataque e fechar acima de 50800.

Neste mundo volátil e sem liquidez, muitos ativos viram vendas abaixo do valor patrimonial, sugerindo investidores pouco preparados para o profissionalismo que estas classes de ativo exigem, em particular fundos imobiliários e ETFs de crédito de mercados emergentes. Os descontos são significativos, mas a volta da liquidez deve favorecer os que tiverem estômago para aguentar os solavancos no curto prazo.

No mês em que o CDI rendeu 0,95% e o Ibovespa cedeu 8,52%, o Rio Bravo Absolute Yield apresentou a melhor performance entre nossos fundos, com rendimento de 0,97% no mesmo período.

Dezembro foi o segundo mês de operações dos Portfólios Rio Bravo. Em cenário de alta volatilidade, o fundo Rio Bravo Portfólio Diversificado 1, instrumento de diversificação dos Portfólios, vem conseguindo encontrar boas estratégias de alocação sem aumentar o risco corrido pelos clientes.

PERFORMANCE (%)

ESTRATÉGIAS RIO BRAVO

	Crédito			Renda Variável			MultiAssets						Índices					
	Rio Bravo Crédito Privado FIRF	Rio Bravo Liquidez DI FI Referenciado	Rio Bravo Crédito Privado Inflação FLIP	Rio Bravo Fundamental FIA	Rio Bravo Fundamental Institucional FIA	Rio Bravo Fundamental SMC FIA	Rio Bravo Multi Estratégia FIC FIM	Rio Bravo Juros FIC FIRF Crédito Privado	Rio Bravo Valor Institucional FIC FIA	Rio Bravo Emergentes FIM CP	Rio Bravo Previdência FIM	Rio Bravo Absolute Yield FIC DE FIM CRED PRIV IE	CDI	Ibovespa	IGP-M + 6%	SMLL	IMA - B	Dólar
dezembro 14	0,91	0,91	0,17	-4,98	-5,13	-3,00	0,22	0,03	-4,57	-0,92	-2,30	0,97	0,95	-8,52	1,15	-7,33	-1,91	3,75
novembro 14	0,87	0,80	1,04	-0,17	0,35	-0,47	1,32	1,20	0,60	2,40	1,46	1,13	0,84	0,07	1,41	-0,51	2,14	4,74
outubro 14	0,97	0,90	1,24	-1,52	-1,49	-0,68	1,03	1,22	0,73	2,21	-1,15	1,14	0,94	0,95	0,82	-1,59	2,08	-0,28
setembro 14	0,85	0,86	0,08	-6,51	-6,38	-4,99	-0,08	-0,53	-9,12	6,48	-2,13	1,01	0,90	-11,70	0,69	-9,38	-3,53	9,44
agosto 14	0,96	0,82	1,93	5,91	5,91	4,89	1,22	1,88	7,82	-0,70	2,21	0,83	0,86	9,78	0,21	7,57	4,82	-1,23
julho 14	0,98	0,90	1,37	1,61	1,59	0,04	0,98	0,99	-0,85	1,71	1,67	1,10	0,94	5,01	-0,09	-3,38	1,13	2,95
junho 14	0,83	0,78	0,95	1,76	1,88	1,52	1,05	0,74	3,43	-0,90	1,07	0,95	0,82	3,76	-0,25	2,75	0,06	-1,63
maio 14	0,98	0,82	2,20	-0,20	0,01	0,42	1,00	2,00	2,67	2,73	1,79	2,84	0,86	-0,75	0,40	1,06	4,27	0,13
abril 14	0,93	0,82	1,27	4,60	4,18	3,00	1,02	1,35	2,98	-0,39	2,18	N/A	0,85	3,73	1,41	0,25	2,37	-1,08
março 14	0,72	0,69	0,28	1,40	1,48	1,09	0,14	0,68	2,05	-2,29	-2,26	N/A	0,72	5,68	1,93	3,04	0,76	-3,13
fevereiro 14	0,92	0,75	2,24	-3,21	-2,95	-1,29	0,41	2,00	-0,26	-0,35	1,45	N/A	0,78	-1,14	0,85	-1,00	4,44	-3,83
janeiro 14	0,74	0,80	-0,16	-7,41	-6,75	-10,28	-0,67	-0,47	-8,82	1,37	-3,89	N/A	0,84	-7,51	1,00	-8,48	-2,55	3,57
Ano	11,20	10,31	13,30	-9,28	-7,92	-4,86	7,90	11,63	-4,65	10,64	2,46	10,39	10,81	-2,91	9,93	-16,96	14,54	13,39
12 meses	11,20	10,31	13,30	-9,28	-7,92	-4,86	7,90	11,63	-4,65	10,64	2,46	N/A	10,81	-2,91	9,93	-16,96	14,54	13,39
24 meses	19,80	18,78	N/A	-12,12	-10,73	-5,39	13,85	10,61	-7,62	N/A	N/A	N/A	19,73	-17,96	22,99	-29,60	N/A	29,98
36 meses	30,32	28,04	N/A	16,69	17,33	N/A	27,65	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	29,80	-11,89	40,47	N/A	N/A	41,60
48 meses	46,22	42,24	N/A	-2,35	N/A	N/A	41,36	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	44,85	-27,84	56,47	N/A	N/A	59,42
60 meses	60,80	55,32	N/A	7,53	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	58,97	-27,09	84,58	N/A	N/A	52,55
Desde o início	86,41	90,45	10,89	426,93	9,02	6,41	76,25	10,61	-0,03	11,62	1,14	10,39						
PL médio * (R\$Mil)	155.330,47	37.131,77	10.434,64	176.805,53	79.952,63	49.566,48	18.663,73	26.088,30	9.100,68	14.199,68	6.883,60	8.280,57						
PL Atual (R\$Mil)	144.083,67	21.992,15	12.073,23	66.664,19	72.867,67	67.958,05	17.629,40	16.178,32	7.414,72	19.646,74	13.541,15	15.727,88						
Data de início	14-ago-08	27-dez-07	27-fev-13	8-set-04	6-abr-10	17-mai-12	3-nov-08	10-jun-13	16-abr-12	11-dez-13	12-mar-13	18-mar-14						
Taxa de administração (a.a)	0,45%	0,35%	0,65%	2,00%	2,00%	1,50%	0,20%	0,10%	0,50%	1,75%	1,10%	0,50%						
Taxa de performance (a.a)	-	-	20% do que exceder 100% do IMA-B	20% do que exceder IGP+6%	20% do que exceder IBOVESPA	20% do que exceder SMLL	10% do que exceder CDI	10% do que exceder IMA-Geral	10% do que exceder IBOVESPA	10% do que exceder JPMorgan EMBI Global	-	10% do que exceder CDI						

* Patrimônio líquido médio nos últimos 12 meses



RIO BRAVO INVESTIMENTOS

Mario Fleck

Chief Executive Officer
mario.fleck@riobravo.com.br

Gustavo Franco

Estrategista-chefe
gustavo.franco@riobravo.com.br

Paulo Bilyk

Chief Investment Officer
paulo.bilyk@riobravo.com.br

Rafael Alves Rodrigues, CFA

Diretor
Renda Variável
rafael.rodrigues@riobravo.com.br

Alexandre Fernandes e Souza

Diretor
Crédito
alexandre.fernandes@riobravo.com.br

Luiz Borges de Medeiros Neto

Diretor
Private Equity
luiz.medeiros@riobravo.com.br

José Alberto Diniz

Diretor
Investimentos Imobiliários
jose.diniz@riobravo.com.br

Sílvio Junqueira Filho

Responsável
Infraestrutura
silvio.junqueira@riobravo.com.br

João Alberto Domenici, CFA, CFP®

Diretor
Multi-Assets & Portfólios
joao.domenici@riobravo.com.br

Miguel Russo Neto

Diretor de Operações
miguel.russo@riobravo.com.br

Fabio Cardoso

Editor de Conteúdo

INVESTIDORES INSTITUCIONAIS

Scheila Lofrano

Diretora
11-3509-6687
scheila.lofrano@riobravo.com.br

Daniel Pettine G. Santos

11-3509-6679
daniel.santos@riobravo.com.br

Rafael Conrado

11-3509-6689
rafael.conrado@riobravo.com.br

Barbara Farhat

11-3509-6646
barbara.farhat@riobravo.com.br

Victor Gabriel Vieira Cabral

11-3509-6639
victor.cabral@riobravo.com.br

PERSONAL ADVISORY

Felipe Vaz Guimarães

Diretor
11-3509-6622
felipe.guimaraes@riobravo.com.br

Julio Ortiz Neto

Diretor
11-3509-6618
julio.ortiz@riobravo.com.br

RELAÇÕES INTERNACIONAIS

Paulo Camargo

Diretor
11-3509-6512
paulo.camargo@riobravo.com.br

Rio Bravo Investimentos S.A.
Av. Chedid Jafet, 222, Bloco B, 3.º andar
04551-065 São Paulo SP Brasil
Tel. (55 11) 3509-6600 / 2107-6600
Fax (55 11) 3509-6699 / 2107-6699
www.riobravo.com.br

Recomendações ao investidor: As informações contidas neste 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 Crédito – FGC. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do regulamento do fundo de investimento ao aplicar seus recursos. Para avaliação da performance dos fundos de investimento, é recomendável uma análise de períodos de, no mínimo, 12 (doze) meses. A Fundamental Investimentos Ltda. não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas, nem por decisões de investimentos tomadas com base neste material.

