

Dezembro
2020



Estratégias **Rio Bravo**

Exclusivamente para uso institucional

Estaca zero

Gustavo Franco

gustavo.franco@riobravo.com.br

Dezembro trouxe de volta a Covid-19, mas como se apresentou no início: descontrolada e ameaçadora, desafiando uma imensa vontade coletiva de declarar terminado o episódio. No dia 29/12, o “consórcio de veículos de imprensa” voltava a reportar mais de 1000 óbitos nas últimas 24 horas, numa ascensão rápida, seguindo-se à lenta e penosa redução na “média móvel” de óbitos, das últimas semanas, que chegou a estar em torno de 400.

Parecemos voltar à estaca zero. A pandemia é daqueles problemas que não vão embora sozinhos, como os problemas da economia, só que não se pode ignorar ou banalizar.

O comportamento da população certamente não é o mesmo, aprendemos algumas lições, mas estamos bem mais fatigados. Há posturas muito heterogêneas: por um lado, existem focos de resistência diante de novas exigências de confinamento e de distanciamento social, e mesmo diante da vacina; por outro, todavia, há muito mais consciência e muito mais máscaras em utilização.

Os números para o crescimento das infecções parecem sugerir que a epidemia venceu a precaução, ou que as aglomerações inevitáveis, como as provocadas por eleições e festas de fim de ano, terão consequências, a seguir, nas taxas de contágio. O aumento no número de óbitos não parece fazer justiça aos progressos no tratamento da doença, tudo fazendo crer que, na ausência da vacina, a capacidade

de controle da pandemia está esgotada, e o vírus continua lá. Segue o jogo e nossos recursos estão exauridos.

“ Os números para o crescimento das infecções parecem sugerir que a epidemia venceu a precaução

É claro que as perspectivas para a economia nesse quadro são desoladoras, exceto pelas vacinas, e há semanas que esse é o grande alento das pessoas, assim como dos mercados financeiros. O ano de 2020 terminou com diversos países já iniciando seus programas de vacinação, com registro de que milhões já foram vacinados em várias partes do mundo. Muitas instituições de pesquisa se engajaram no esforço tecnológico de desenvolver uma vacina para a Covid-19, algo que se assemelhou a uma espécie de “corrida espacial” (os russos, como se sabe, chamaram a vacina desenvolvida pelo Instituto Gamaleya de Sputnik V, não por acidente), e com tonalidades mercantilistas, pois diversos países apoiaram seus “campeões nacionais” nessa disputa. De mais de duas centenas de grupos focados em desenvolver uma vacina, apenas uma meia dúzia chegou à etapa de produção e distribuição.

O nacionalismo e o protecionismo nos assuntos de saúde, e na produção de vacinas, não é assunto novo. São fortes as ideias de “autossuficiência”, bem como



as preocupações com a “dependência tecnológica” na produção de medicamentos e vacinas. Essas arengas se multiplicaram nos últimos tempos, e em um ambiente de muita ansiedade quanto ao desenvolvimento da vacina para a Covid-19.

A prática é de se enfatizar a produção local, com transferência de tecnologia, de tal sorte que, para uma vacina, não se trata de uma importação como outra qualquer. Para esse tipo de produto, os consumidores não querem ficar reféns dos produtores.

Para vacinas em fase de desenvolvimento, há complexidades adicionais referentes ao risco empresarial e ao risco tecnológico. Muito dinheiro precisa ser investido na tecnologia, sem haver a certeza quanto ao resultado, e o comprador exige a transferência de tecnologia.

O processo já é complexo em condições normais, se é que existem condições normais nesse ramo, e o fato é que o Brasil se atrapalhou nesse assunto, provavelmente em razão das singularidades da governança do setor de saúde no Brasil, envolvendo três esferas de governo que não se dão, sem falar em legislativos e judiciários. É preciso não esquecer que a pandemia é também uma tragédia política, um naufrágio do qual as lideranças políticas tentam sobreviver atrapalhando-se uns aos outros, amontoando-se sobre os botes salva-vidas e tumultuando o resgate.

“ **É preciso não esquecer que a pandemia é também uma tragédia política**

O alento para a população provém do noticiário sobre a vacinação em outros países, o que serve para consolidar a certeza de que a vacinação vai ter início no primeiro trimestre de 2021, embora não se possa ainda dizer qual vacina, e mesmo se será federal, estadual ou municipal. Ou mesmo privada.

As flutuações na atividade econômica provocadas pela pandemia foram dominantes ao longo de 2020 e provavelmente continuarão a sê-lo em 2021. Até o registro de 28/02 do Relatório Focus, a expectativa mediana para o crescimento do PIB para 2020 era levemente superior a 2,0% positivo, número considerado insatisfatório e consistente com a ambição por reformas econômicas capazes de expandir os horizontes econômicos do país.

Essas expectativas mergulharam para 6,5% negativos em poucas semanas, para depois estabilizar em uma queda de 4,4%, patamar onde terminam o ano. Exceto pelo mês de dezembro, o segundo semestre de 2020 teve um tônus de recuperação que foi, todavia, se desmanchando com a aproximação do fim do ano, não obstante a sazonalidade.

Permanece a incerteza acerca dos efeitos da interrupção dos auxílios, inclusive nos acordos de redução de jornada e salário, sobre a nova liderança nas duas casas legislativas (afunilando-se a disputa entre os deputados Artur Lira, governista, e Baleia Rossi, apoiado por Rodrigo Maia, tentando organizar uma coalizão de oposição) e sobre os impasses fiscais. O Brasil está entre os países que mais gastaram em estímulos fiscais, mas não se encontra entre os que dispõem de mais “espaço fiscal”, o que deixa dúvidas sobre a resposta possível diante de uma segunda onda.

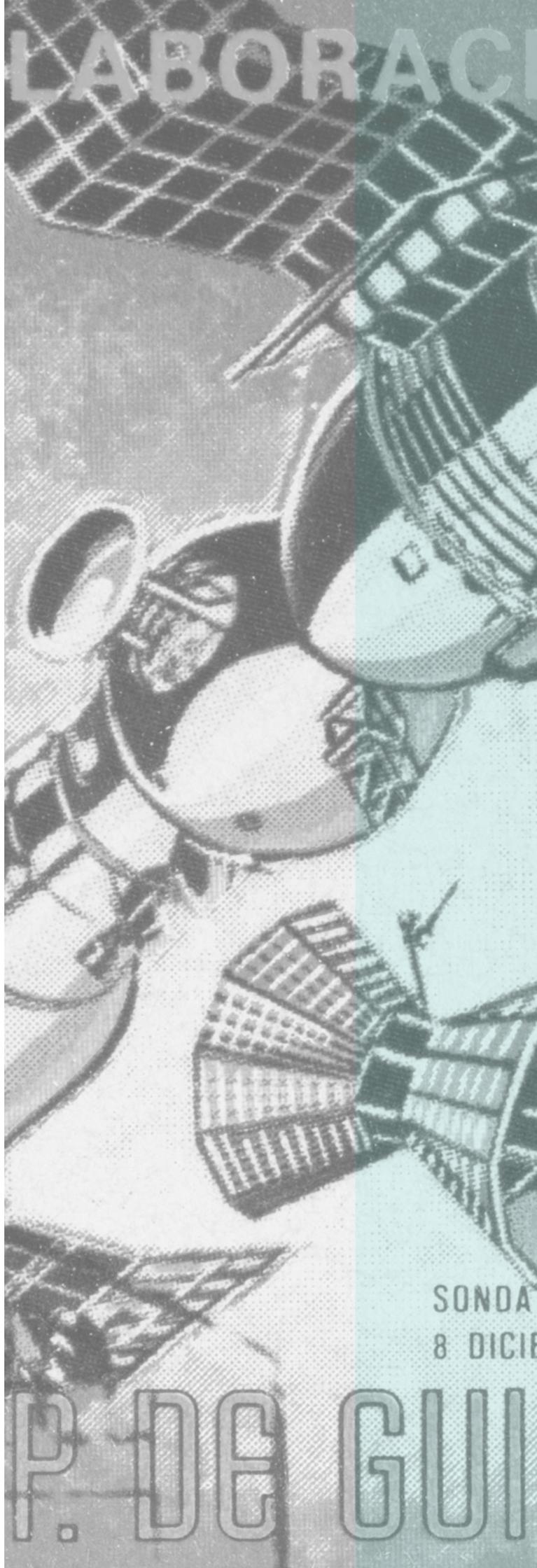
Foi um ano atípico, o de 2020, de seu primeiro ao último dia: (i) o real perdeu 34% (de R\$ 4,018 para 5,380); (ii) a bolsa teve ligeiro ganho, sobretudo em dezembro, quando alcançou o nível do início do ano e avançou até 119 mil pontos; (iii) os juros (Selic meta) entraram 2020 a 4,5% e saíram a 2,0%, ainda que com certa embocadura da alta, o último relatório Focus no ano, de 24/12, reportou uma média de expectativas para Selic em 2021, de 3,13%; e (iv) a inflação pelo IPCA termina o ano (no Focus) em 4,39%, com 3,34% para 2021, sem vestígio em 2021 da inflação de cerca de 24% pelo IGPM em 2020.

Há muitos desafios para o ano que se inicia, muitos pratos no ar, sendo certo que as duas principais áreas de preocupação, ou de redenção, são a vacinação e a agenda de reformas.



Há muitos desafios para o ano que se inicia, sendo certo que as duas principais áreas de preocupação são a vacinação e a agenda de reformas

Em ambas as áreas, o desafio é de execução, pois o espaço para a fanfarronice já foi suficientemente abusado.

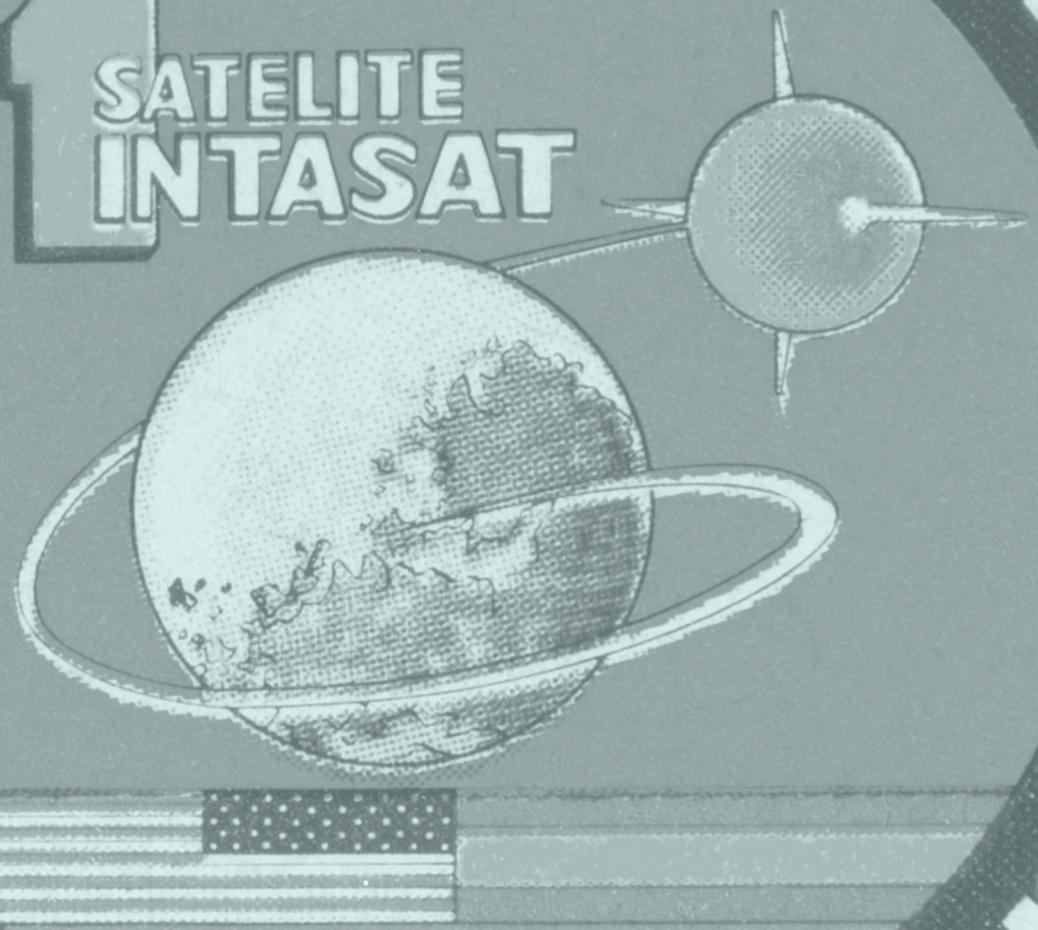


ON ESPACIAL USA-U

INSTITUTO NACIONAL DE TECNICA
SATELITE INTASAT
NASA - CONIE
COOPERATIVE SPACE
PROGRAM
ESPAÑA

1

SATELITE
INTASAT



SOLAR "HELIOS 1"
SEPTIEMBRE 1974

NEA ECUATORIAL

Renda Fixa

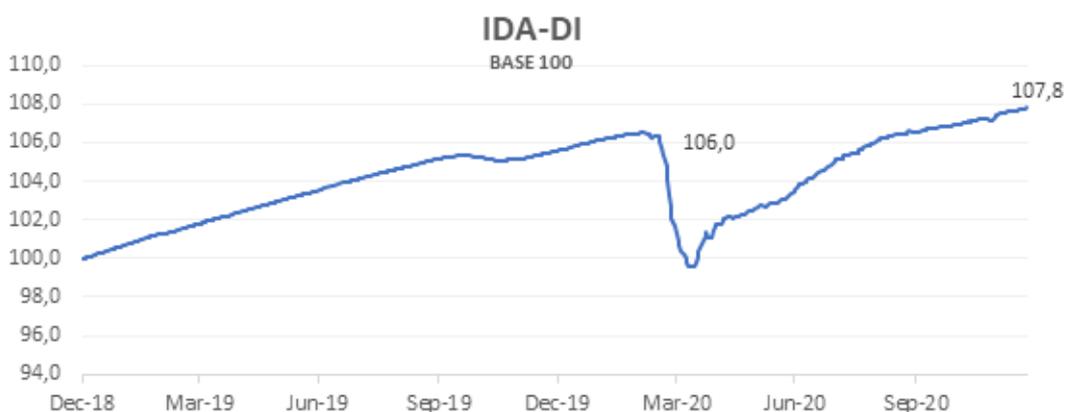


Evandro Buccini

evandro.buccini@riobravo.com.br

Em dezembro, os preços e as taxas no mercado secundário de crédito privado deram continuidade ao processo de valorização dos ativos, principalmente os papéis em %CDI, o que contribuiu positivamente para o retorno dos fundos. Como pode ser visto abaixo, no gráfico do índice IDA-DI, desde a crise

no primeiro trimestre de 2020, o índice vem se recuperando fortemente, com um ganho de 8,3% em comparação com pior momento em março de 2020. O índice IDA-DI é divulgado pela ANBIMA e reflete uma carteira de títulos de crédito privado atrelados ao CDI.



Já em relação à volatilidade do mercado secundário de Títulos Públicos e de Crédito Privado, não há qualquer indicativo de que ela se reduza e que volte

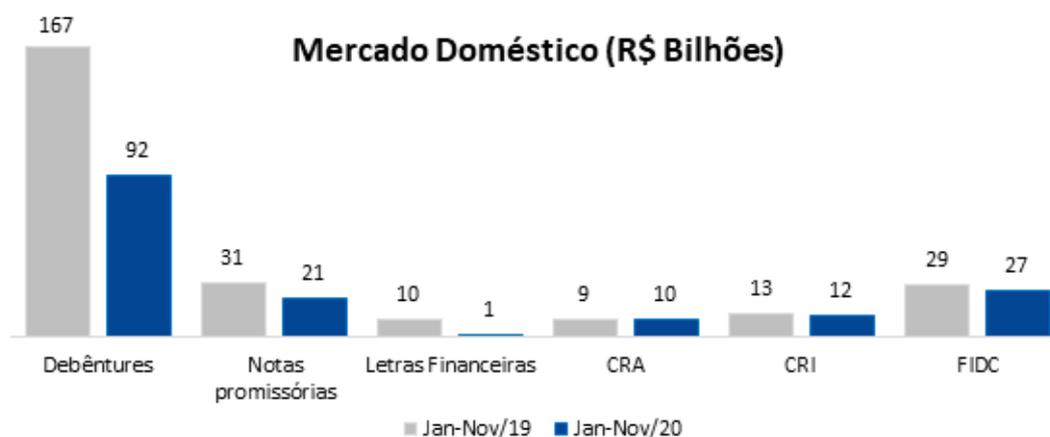
aos patamares observados antes da crise. Com isso, é esperado que essa volatilidade apareça no retorno dos fundos desta categoria de investimento.



O fundo Rio Bravo Crédito Privado, por sua vez, teve novamente performance positiva ao longo do mês de dezembro atingindo 177% do CDI, superando assim seu benchmark. Esse fato deveu-se principalmente à robusta qualidade de crédito dos emissores dos títulos que compõem a carteira do fundo e que se refletiu no fechamento de spreads de crédito a apreciação dos ativos. Debêntures e FIDCs foram os maiores contribuintes à performance no mês. O fundo encerrou dezembro com 60% de seu PL alocado em títulos de créditos (debênture, NP e FIDCs), 22 ativos em portfólio de 22 emissores distintos, incluindo emissores corporativos, financeiros e créditos estruturados. A gestora atuou no mercado secundário, mas em ritmo menor em relação a novembro. Saíram do portfólio as debêntures SSED21 da Cogna Educação e RDCO18; entrou o FIDC Suppliercard, uma empresa do setor financeiro controlada pela TOTVS S.A. Essas alterações contribuíram para balanceamento setorial e aumento de retorno da carteira, sempre respeitando parâmetros de risco, volatilidade e liquidez do fundo.

A Rio Bravo conta com uma equipe especializada nas diferentes tarefas necessárias para realizar a gestão ativa do fundo, operando na compra de e venda de papéis (trading), buscando manter a liquidez em níveis adequados e aproveitando as oportunidades de aquisição no mercado secundário, sempre considerando empresas com alta qualidade de crédito e solidez financeira.

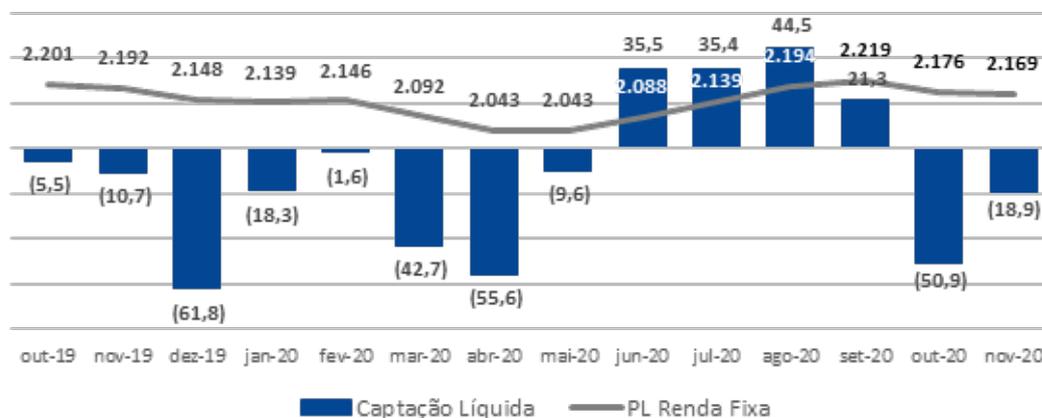
No que se refere ao mercado primário de crédito privado, ao longo do mês de dezembro observou-se um valor expressivo em emissões (R\$ 12,9bn até a terceira semana do mês, segundo dados disponibilizados pela ANBIMA), já o maior valor mensal desde abril/20, indicando possivelmente que o ano de 2021 será de crescimento do volume de crédito privado captado no mercado, beneficiado por redução de incertezas sanitárias, pelo foco em agendas de reformas e pela maior atividade econômica. O vencimento das emissões curtas realizadas no auge da pandemia e as emissões de infraestrutura que estão por vir, com destaque para os leilões programados, também indicam que o próximo ano deverá ser positivo para o mercado de crédito privado.



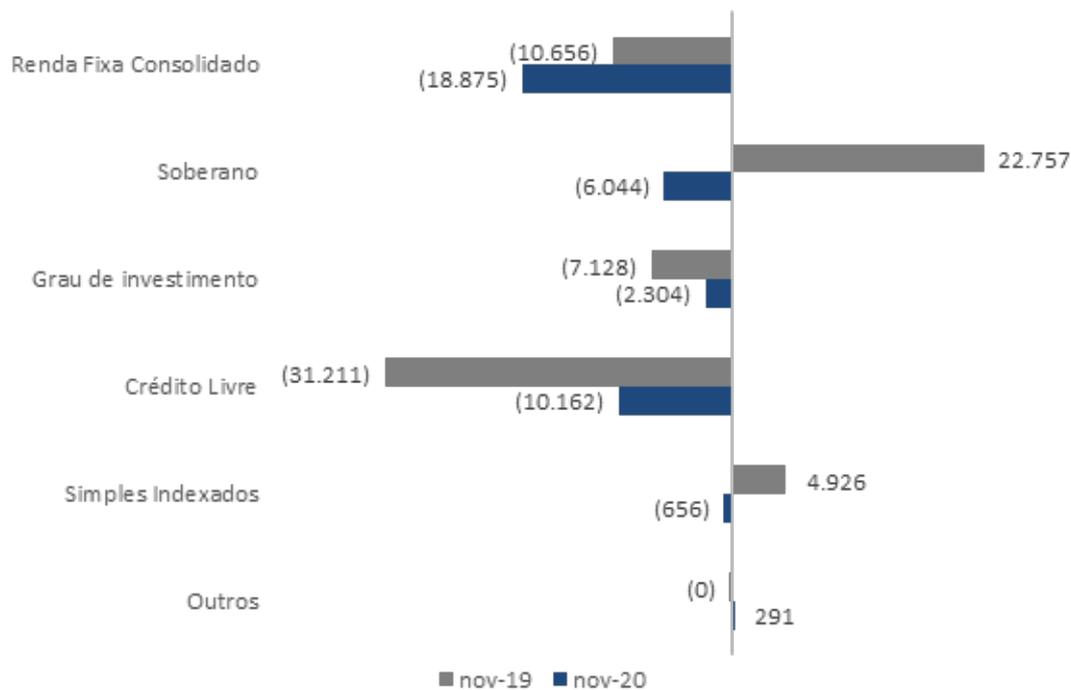
A propósito do mercado de fundos de renda fixa, de acordo com informações divulgadas pela ANBIMA para o mês de novembro, os fundos de renda fixa tiveram, assim como no mês anterior, captação líquida negativa. O resgate líquido observado atingiu R\$

18,9bn, devido principalmente às categorias Crédito Livre e Soberano. Vale ressaltar que houve melhora em relação aos R\$ 50,9bn de outubro, indicando uma possível reversão de tendência.

Renda Fixa Consolidado Out/19 a Nov/20 (R\$ bn)



Renda Fixa por Tipo (Nov/19 vs Nov/20) (R\$ MM)





Investimentos Imobiliários

Anita Scal

anita.spichler@riobravo.com.br

O ano de 2020 foi um teste de fogo para os investimentos imobiliários. Setores até então resistentes às outras crises e tormentas foram fortemente impactados, como os shoppings, enquanto outros segmentos mostraram resiliência e passaram pelo momento aclamados, como o setor de logística. Como gestores de investimentos imobiliários, esperávamos alguns cenários para o ano de 2020, e buscamos apresentar neste texto quais eram as nossas expectativas, a realidade que se impôs e, por fim, as perspectivas para os próximos anos.

MERCADO DE FIIS

Em janeiro do ano passado, tínhamos uma expectativa de apreciação do IFIX, aumento do número de investidores e crescimento do volume de ofertas. O índice de fundos imobiliários iniciou o ano na marca dos 3.225,15¹ pontos e encerrou o ano na marca dos 2.870,15², perda de 10,24%. Apesar do cenário desafiador trazido pela pandemia, o mercado de fundos imobiliários superou a marca de um milhão de investidores, tendo um crescimento de 75,3%³ na base de investidores. Vale a pena destacar que o mercado encerrou o ano com aproximadamente R\$ 31,0 bilhões em volume de recursos captados através de ofertas ICVM 476 e ICVM 400, volume inferior a 2019, mas superior a 2018. Em que pese o fato de não ter tido crescimento de volume de recursos captados em 2020 se comparados a 2019, tal volume é muito expressivo, já que nos meses de março, abril e início de maio o volume de ofertas foi muito baixo, ou seja, o mercado de capitais ficou cerca de dois meses e meio com um volume baixíssimo de ofertas de fundos imobiliários.

LOGÍSTICA

No setor logístico, após o aumento no total de entregas de centros logísticos no início da última década, com consequente crescimento nas taxas de vacância e redução de preços de locação, o segmento acompanhou a perspectiva de melhora na economia brasileira e apresentou melhor performance ao término de 2019. Considerando que o volume de transporte de produtos tende a acompanhar o ciclo econômico e observando que o país ainda possui dependência do modal rodoviário para a distribuição, o mercado passa a exigir que a rede de empreendimentos logísticos também siga se desenvolvendo para melhor atendimento da demanda, de modo que as projeções para 2020 eram ainda mais positivas.

Durante o último ano, mesmo com o avanço da pandemia da Covid-19, o panorama de desenvolvimento do setor se manteve em alta, uma vez que as principais atividades continuaram funcionando por serem consideradas essenciais (principalmente os ramos alimentício e farmacêutico), além do crescimento do e-commerce. Dessa forma, o ano de 2020 deixou como projeção para 2021 a manutenção desse progresso, com espaço para estratégias focadas em imóveis no eixo econômico RJ-SP e operações de entrega rápida, porém, acrescentando novos polos de desenvolvimento que devem modernizar seu estoque, atendendo à busca de ocupantes nacionais e estrangeiros que visam ramificar suas áreas de atuação, mantendo a eficiência e logística das suas principais operações, mesmo em regiões menos tradicionais e fora da parte sudeste do país.

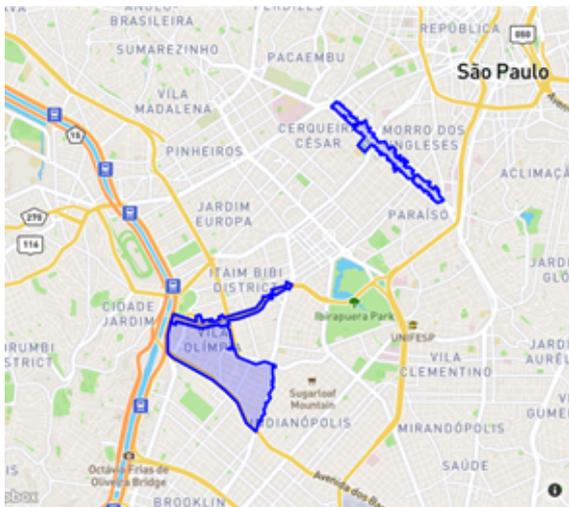
¹ Fechamento do dia 02 de janeiro de 2020

² Fechamento do dia 30 de dezembro de 2020

³ fonte: boletim mensal da B3 de novembro de 2020.

CORPORATIVO

No início de 2020, tudo levava a crer que os proprietários de lajes corporativas em São Paulo, principalmente para os imóveis de boa localização e qualidade, teriam um ano de forte expansão, com redução das taxas de vacância e consequentemente aumento nos preços de locação. As taxas de vacância já eram de 6,5% em média nas regiões em que o FII Rio Bravo Renda Corporativa investe, que são primordialmente Av. Paulista, JK e Vila Olímpia, consideradas bastante baixas para o segmento. Com o início da pandemia e em decorrência da crise causada, não apenas as novas demandas de locação foram postergadas como também novas devoluções foram anunciadas. Com isso, a taxa de vacância média destas regiões subiu para 8,8%, segundo último levantamento da Buildings.



Apesar de a pandemia ter “rebobinado” o ciclo do mercado imobiliário de escritórios em São Paulo em um ou dois anos, continuamos otimistas com o ciclo quando analisamos o investimento com um horizonte mais longo. Olhando do ponto de vista da oferta, a escassez de terrenos nessas regiões e as dificuldades de construção trazem uma barreira de entrada relevante para novos projetos, o que deverá favorecer a valorização dos ativos no longo prazo nessas localizações.

Já do ponto de vista da demanda, seguimos visualizando empresas com apetite para essas regiões. Somente no 4º trimestre de 2020, o FII Rio Bravo Renda Corporativa alugou 575,6 m² para a Fesa Group no Edifício Parque Paulista e 1.015 m² para a Trisul SA no Edifício Cetenco Plaza, terminando o ano de 2020 com o portfólio de São Paulo 100% locado. Mesmo com a mudança estrutural na forma de trabalhar que veremos a partir de agora, continuamos conseguindo locar empreendimentos bem localizados a preços em linha com os nossos estudos de viabilidade, o que demonstra que continuará havendo demanda para esse tipo de produto.

Veja também: Como as principais empresas de tecnologia trataram suas ocupações pós-COVID? [Acesse aqui o estudo da Rio Bravo sobre o assunto.](#)

EDUCACIONAL

O setor educacional também passou por grandes transformações em 2020. As consequências da pandemia trouxeram prejuízos para as principais empresas do setor e fizeram com que as aulas deixassem de ser presenciais e ocorressem 100% online. Ainda que incertezas de curto prazo relacionadas a novos modelos de aprendizagem possam surgir a partir de agora, acreditamos que os imóveis educacionais continuarão a ser importantes e valorizados. Primeiro, porque o ensino a distância poderá dar mais eficiência às universidades no aproveitamento do espaço, mas não necessariamente vai concorrer diretamente com os produtos mais sofisticados e de ticket mais alto que as faculdades oferecem, que são os cursos presenciais, o que manterá os ativos imobiliários importantes para as locatárias.

O investidor imobiliário também possui alternativas jurídicas e financeiras para se proteger. Os contratos de locação atípicos, muito utilizados em contratos de imóveis educacionais, fornecem uma segurança jurídica para o cumprimento dos contratos, sob pena de pagamento de uma multa que equivale a todo o

fluxo do contrato de locação. Isso serve de garantia para o investidor de um fluxo recorrente e previsível de locação durante o prazo do contrato.

Outro fator importante que dá segurança ao investidor é que, usualmente, as faculdades trazem um grande fluxo de pessoas para o imóvel, provocando uma oferta de serviços e infraestrutura que tende a valorizar a microrregião. Com isso, os terrenos têm capacidade de valorização ao longo do tempo. Nesse sentido, também é difícil um locatário educacional decidir por mudar o seu campus de lugar, uma vez que ele perderia boa parte da base de alunos, o que costuma inviabilizar esse movimento.

Portanto, acreditamos que, a despeito das incertezas de curto prazo, os investidores imobiliários que escolherem um portfólio bem diversificado e com bons contratos ainda poderão se beneficiar desse segmento no longo prazo, haja vista a importância do segmento educacional para o desenvolvimento da economia e da importância dos espaços físicos para a aprendizagem.

RESIDENCIAL

O mercado imobiliário residencial tem apresentando um desempenho ímpar, principalmente considerando todos os eventos contrários da Covid-19. Empurrado pelas baixas taxas de juros, incorporadores retomaram o ritmo de lançamento e vendas, chegando muito próximo ou superando os números prometidos para 2020. Atribuímos essa forte retomada às condições de financiamento mais acessíveis. Não apenas com taxas de juros em patamar recorde, mas com novas formas de financiamento, como a correção pela (i) TR – Taxa Referencial, (ii) IPCA - Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo, (iii) Taxa Fixa e (iv) pela poupança. Esses fatores impulsionaram o número das aquisições financiadas que fecharam os primeiros nove meses de 2020 34% acima que o mesmo período de 2019.

O setor está preparado para mais um ano forte, dada a disponibilidade recorde de financiamento e juros baixos, e ao apetite dos bancos privados para crescer

no segmento. Além disso, incorporadores e empresas do setor sinalizaram que o segmento de média e alta renda pode dobrar de tamanho no médio e longo prazo, devido aos dados demográficos positivos no Brasil e o déficit habitacional.

VAREJO E SHOPPING CENTER

O setor de shopping passou por grandes impactos no ano de 2020. No início do ano, tudo levava a crer que o varejo alcançaria crescimento relevante com o aumento da renda das famílias, redução do desemprego e crescimento do país. Com a crise pandêmica e, conseqüentemente, o fechamento dos shoppings, o setor foi muito afetado e os empreendedores foram obrigados a isentar lojistas do aluguel dos shoppings. Além disso, o setor sofreu com aumento da inadimplência e vacância, chegando a níveis recordes em alguns casos. Diversos shoppings chegaram a registrar NOI (Net Operating Income) próximo de zero ou até mesmo negativo nos meses mais críticos. Com a flexibilização das medidas restritivas impostas pelo governo, os shoppings passaram a ter melhora de seus resultados e recuperação das vendas. É importante ressaltar que a melhora dos indicadores de vendas dos shoppings teve grande influência da expansão de horários de funcionamento desses estabelecimentos e dos auxílios dados pelo governo.

De maneira geral, os fundos imobiliários de shopping tiveram um comportamento muito semelhante ao observado no setor. Como os shoppings continuam praticando descontos pontuais e o índice de inadimplência está em patamares superiores ao histórico, o NOI dos ativos ainda não mostra uma grande recuperação; no entanto, ao analisar as vendas/m², muitos ativos apresentam números superiores ao mesmo período em 2019.

Apesar dos impactos que a pandemia trouxe para o setor, estamos otimistas com o futuro dos shoppings. Acreditamos que os shoppings dominantes em sua região e são focados em um público A e B devem ter uma recuperação mais rápida. Ainda que os shoppings ligados à classe C tenham alcançado performance surpreendente em 2020, entendemos que grande

parte dela foi impulsionado pelos auxílios emergenciais e devemos ver uma desaceleração em tais ativos com o fim do programa. Em 2021, deveremos ter um ano de recuperação do setor e apenas em 2022 efetivamente veremos o crescimento de NOI dos shoppings se compararmos aos resultados de 2019.

Ao analisarmos os cenários que se concretizaram em 2020, a situação atípica e os dilemas e decisões difíceis que tiveram que ser tomadas no ano, principalmente no que tange a políticas de descontos, renegociações rigorosas e devoluções de espaço, vemos que os fundos imobiliários seguem como uma excelente opção para o investimento em ativos imobiliários por um grande motivo: diminuição da dor de cabeça para o investidor. Esse cenário cobrou esforço hercúleo

dos profissionais que gerem ativos imobiliários, com demanda incessante e grande energia depreendida em negociações dos mais diversos tipos. Em alguns casos, vimos a migração para a esfera jurídica, o que exigiu a contratação de assessoria especializada de ponta nessa área, muitas vezes algo que não é acessível financeiramente para as pessoas físicas que detém um imóvel diretamente. O ano foi desafiador, mas promoveu muita aprendizagem e exigiu um nível alto de entrega para perpassar os solavancos e para que a geração de renda pudesse ser mantida, na medida do possível, por esta classe de ativos. Continuamos a acreditar que os fundos imobiliários são uma ferramenta sólida e simples para gerar renda sustentável e de longo prazo para os seus investidores.

Infraestrutura

Sergio Brandão

Sergio.brandao@riobravo.com.br

Mauricio Xavier

mauricio.xavier@riobravo.com.br

Pedro Craveiro

pedro.craveiro@riobravo.com.br

Victor Tâmega

victor.tamega@riobravo.com.br

Debêntures Incentivadas e Verdes

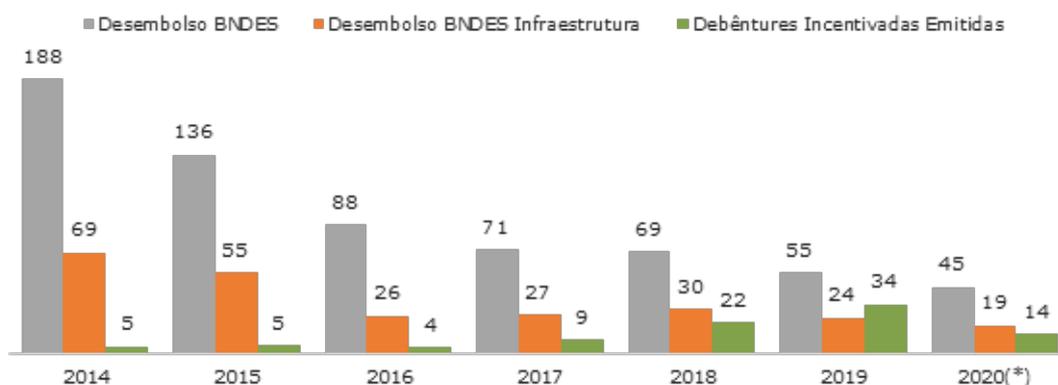
Desde 2011, a lei 12.431/11, em seu artigo 2º, tem o propósito de incentivar a maior participação do mercado de capitais no financiamento, via emissão de debêntures incentivadas, de projetos de infraestrutura e projetos de investimento em produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação.

Dada a ampla necessidade de investimentos em infraestrutura no Brasil e com o desafio de trazer uma alternativa de financiamento aos bancos públicos, em

especial o BNDES e a Caixa Econômica Federal, as debêntures incentivadas relacionadas a projetos de infraestrutura vêm ganhando grande proeminência.

A História mostra que esses instrumentos vêm atingindo sucesso nestes objetivos, crescendo de forma significativa até 2019, conforme pode ser visto no gráfico abaixo. As debêntures incentivadas ganham protagonismo no financiamento de projetos de infraestrutura desde 2014, com destaque para 2016 até 2019, quando o total desembolsado passou o volume financiado pelo BNDES.

Total Desembolsado por Fonte (BNDES e Debêntures Incentivadas) - de janeiro a dezembro de cada ano



(*) O ano de 2020 considera desembolsos e debêntures emitidas até setembro de 2020 (última disponibilização de informações pelo BNDES)

No caso de 2020, ano em que o mercado de capitais sofreu severos impactos devido à pandemia do Covid-19 e o mercado de crédito foi severamente impactado e se contraiu, até setembro, o total emitido só no primeiro trimestre do ano ficou pouco abaixo do volume de financiamentos do BNDES destinados à Infraestrutura.

Além disso, nota-se que, no mesmo período, o total emitido de debêntures incentivadas alcançou o mesmo volume de 2018, ressaltando o importante e crescente papel desse instrumento de crédito para o financiamento da infraestrutura nacional.

Outro fato importante ganha destaque em 2021: a emissão de títulos temáticos, especialmente os títulos verdes, ou seja, aquelas emissões de debêntures incentivadas que seguem critérios rigorosos de uso dos recursos com claro impacto positivo ao clima e meio ambiente, como geração de energia limpa e emissão de gases de efeito estufa (GEE) evitadas.

Como as debêntures de infraestrutura em sua grande maioria têm remuneração atrelada à inflação (com outras poucas emissões feitas de forma prefixada),

nota-se procura maior por parte de investidores buscando estes ativos como proteção ao aumento de inflação ocorrido nos últimos meses de 2020.

Até dezembro de 2019, foram emitidas 11 debêntures incentivadas classificadas como verde (R\$ 3,2 bilhões). Em 2020, considerando novembro como referência, o total acumulado chegou a 25 emissões, totalizando R\$ 8,8 bilhões. Interessante comentar que em 2020 três projetos de saneamento vieram a mercado como debêntures temáticas, uma inovação quando comparado com períodos anteriores. Até 2019 somente projetos no setor de energia elétrica tinham recebido tal classificação.

Dessa forma, podemos concluir que, mesmo num ano muito desfavorável para novas emissões de títulos incentivados em razão da pandemia e num consequente ambiente de crédito restritivo, esses títulos mostram resiliência e uma alternativa interessante para o financiamento de projetos, uma forma para que investidores se protejam do impacto da inflação e, mais ainda, se destacam como um instrumento de impacto positivo ao meio ambiente, uma agenda que ganhou e continuará a ganhar proeminência nos anos vindouros.

Renda Variável

Paulo Bilyk
paulo.bilyk@riobravo.com.br

ENEVA (ENEV3)

A Eneva é uma empresa integrada de energia, com negócios complementares em geração de energia elétrica e exploração & produção de hidrocarbonetos no Brasil. Atualmente, possui um parque de geração térmica de 2,2 GW, que representa 9% da capacidade de geração térmica do país. A capacidade total instalada atingirá 2,8 GW até 2024, com a entrada em operação de três novas usinas. A Eneva foi pioneira na adoção do Reservoir-to-Wire (R2W) – modelo de negócios com integração total desde a exploração de gás natural até a comercialização da energia gerada. A atuação em toda a cadeia de valor confere à Eneva uma plataforma de crescimento para capturar uma ampla variedade de oportunidades em áreas estratégicas no setor de energia.

Eneva é uma posição que o Fundamental já carrega desde meados de 2019 e é uma de nossas favoritas.

Grande parte dos motivos que fizeram a empresa melhorar o seu patamar de rentabilidade se deve a fatores que não estavam precificados pela maioria dos analistas. Processos de M&A, descobertas de gás adicionais, além de excelentes alocações de capital realizadas pelo management balizaram a trajetória da companhia nos últimos anos.

A geração de energia térmica é substancialmente diferente da geração de energia hidrelétrica, tanto no processo físico quanto na regulação e no modelo de negócios. Como consequência de a matriz energética brasileira ser essencialmente hídrica, as térmicas não

ficam “ligadas” o ano inteiro, sendo ativadas somente quando o operador nacional do sistema elétrico (ONS) determina. De maneira simplificada, as térmicas costumam ser acionadas em duas ocasiões: (i) quando o operador vê alguma preocupação com o nível dos reservatórios ao redor do Brasil ou (ii) quando é mais barato gerar energia pelas térmicas do que pelas geradoras hidrelétricas tradicionais.

É muito importante entender esse processo, uma vez que a Eneva tem grande parte de sua receita derivada de dois componentes: Receita Fixa e a Receita Variável. A Receita Fixa destina-se à remuneração dos custos fixos, inclusive daqueles incorridos na geração inflexível, pré-estabelecida pelo agente gerador antes da contratação. Em outras palavras, a receita fixa incide no resultado da empresa independentemente de a térmica ter sido despachada ou não. O faturamento da receita está atrelado apenas à disponibilidade da térmica em ser despachada pelo ONS. Já a Receita Variável está condicionada às ordens de despacho e a consequente geração de energia. Além disso, sua receita é proporcional à geração de energia e valorada ao seu Custo Variável Unitário (“CVU”), o qual remunera seus custos variáveis de operação.

Apesar de uma valorização de 35% no ano, ainda temos uma convicção grande no case de Eneva. É uma empresa que tem um market share relevante no setor, mas com espaço para consolidação. Além disso, é altamente capitalizada e em termos de management, é reconhecida pelo mercado como

um time de excelência. O seu modelo de negócios é diferenciado dos demais players, posto que ela é totalmente integrada, mitigando o risco do custo do combustível, sem falar na possibilidade de venda do excedente de gás para clientes industriais, ou até mesmo construir uma outra planta térmica.

Pensando em um cenário hidrológico brasileiro cada vez mais desafiador, como o que temos vivenciado intensamente nos últimos cinco anos, a posição em Eneva, além de fazer bastante sentido ao se pensar em despachos e novos projetos, funciona como um hedge indireto para outras posições que carregamos em *Utilities*.

Multimercados



Evandro Buccini

evandro.buccini@riobravo.com.br

2020 foi um ano muito marcante para o mercado financeiro como um todo. Observamos as bolsas mundiais caírem fortemente e depois se recuperarem batendo novos recordes. Olhando sob a perspectiva de Fatores, tivemos comportamentos bem distintos, pois o Fator de Momentum registrou as maiores altas tanto na bolsa brasileira como nos EUA e Europa no começo do ano e na recuperação, mas não evitou a queda brusca que as bolsas sofreram entre os meses de fevereiro e maio. Em segundo lugar, ficou o fator de Qualidade, que é mais conhecido por ter bons retornos com menos volatilidade se comparado com outros. E o ano de 2020 não foi diferente, uma vez que esse fator também apresentou retornos positivos na maioria das bolsas mundiais mantendo um perfil menos volátil. Enquanto isso, o Fator de Valor, que já vinha sofrendo bastante nos últimos anos, foi o que apresentou a pior performance durante a queda no início do ano e ao longo de 2020. No mês de novembro, como já discutimos na carta do próprio mês, esse fator apresentou uma forte recuperação, algo que não acontecia há um bom tempo.

A combinação desses fatores apresentou resultados bastante interessantes com retorno elevado e descorrelacionado em 2020 no Brasil. Ao longo do mês de dezembro, o Rio Bravo Sistemático apresentou um retorno de 1,43%, puxado principalmente pelos Fatores de Tendência e de Momentum. Durante o ano, o Sistemático acumulou uma alta de 4,26% enquanto o CDI rendeu 2,77%. Em janelas mais longas, 36 meses e desde o início, em 2015, o fundo também supera o CDI. As estratégias que mais contribuíram para esse retorno foram os fatores de Momentum e de Tendência. Lembrando que o fundo implementa a

estratégia de Fatores respeitando os algoritmos nas pontas compradas e vendidas. A posição líquida do fundo pode divergir da neutralidade por conta da otimização da relação risco e retorno, mas o fundo mantém a baixa correlação com o mercado. O fundo opera em um universo de mais de 100 ações no Brasil. Durante o ano, as ações que tiveram contribuição de mais de 1% para o resultado foram: MEAL3, CVCB3 e VULC3 e as empresas que retiraram mais de 1% da rentabilidade foram MYPK3 e LIGT3.

Em dezembro, concluímos a incorporação do Rio Bravo Apollo ao Rio Bravo Pandas e o fundo resultante passará a se chamar Rio Bravo Sistemático mantendo o histórico e CNPJ do Pandas. Durante o mês, publicamos um estudo sobre fundos sistemáticos e sobre a estratégia de fatores, que pode ser acessado [aqui](#).

O Rio Bravo Previdência subiu 4,62% em dezembro e 7,16% em 2020, contra 2,77% do CDI e 2,92% do Ibovespa. Em janelas mais longas, de 24, 36 meses e desde o início, em 2013, o fundo tem retorno maior do que o CDI e próximo ao Ibovespa, mesmo com volatilidade quase 2/3 menor. Em 2020, a carteira de ações contribuiu com 4,7% e de títulos públicos 4%. Destaque para o desempenho positivo de ENEV3, B3SA3 e BOVA11 e para a queda de UGPA3. A carteira de ações é escolhida com base em análise fundamentalista da equipe de renda variável, mas a ponderação leva em conta os modelos da equipe de estratégias quantitativas.



Performance

	Renda Fixa		Renda Variável	MultiAssets & Portfolio			Índices							
	Rio Bravo Crédito Privado FIRF	Rio Bravo Liquidez DI FI Referenciado	Rio Bravo Fundamental FIA	Rio Bravo Apollo FIC FIM	Rio Bravo Previdência FIM	Rio Bravo Pandas FIC FIM	CDI	IBOV	SMLL	EURBRL	USDBRL	FTSE R\$ (ex-UK)	IMA-B	IFIX
dezembro 20	0,29	0,46	7,20	0,48	4,62	1,46	0,16	9,30	7,52	-0,15	-3,12	1,52	4,85	2,19
novembro 20	0,20	-0,03	10,12	-1,38	4,01	-0,98	0,15	15,90	16,64	-4,48	-6,71	9,72	2,00	1,51
outubro 20	0,20	-0,53	-1,28	-0,62	0,88	-0,34	0,16	-0,69	-2,28	1,74	2,42	-4,30	0,21	-1,01
setembro 20	0,25	-0,59	-3,44	-1,39	-3,85	-1,22	0,16	-4,80	-5,44	0,30	2,09	-0,05	-1,51	0,46
agosto 20	0,41	0,12	-1,54	-0,97	-1,00	-0,65	0,16	-3,44	-1,23	6,62	5,24	9,66	-1,80	1,79
julho 20	0,75	0,14	6,14	0,61	5,52	0,66	0,19	8,27	9,50	0,14	-4,51	-0,92	4,39	-2,61
junho 20	0,59	0,16	8,70	0,97	4,91	0,02	0,22	8,76	14,43	3,63	2,46	5,58	2,05	5,59
maio 20	0,59	0,18	6,13	-0,27	2,10	0,60	0,24	8,57	5,07	-1,35	-2,74	4,92	1,52	2,08
abril 20	0,53	0,21	7,93	-1,22	4,02	-0,32	0,28	10,25	10,19	4,59	5,39	10,96	1,31	4,39
março 20	-4,27	0,31	-20,89	2,25	-9,95	3,58	0,34	-29,90	-35,07	16,34	16,41	-1,21	-6,97	-15,85
fevereiro 20	0,26	0,24	-8,49	-0,19	-3,98	0,52	0,29	-8,43	-8,27	3,94	4,42	-4,10	0,45	-3,69
janeiro 20	0,46	0,31	1,06	0,74	0,89	0,98	0,38	-1,63	0,45	5,26	6,26	4,16	0,26	-3,76
Ano	0,16	0,96	7,12	-1,15	7,16	4,29	2,76	2,92	-0,65	40,61	28,98	40,43	6,41	-10,24
12 meses	0,16	0,96	7,12	-1,15	7,16	4,29	2,76	2,92	-0,65	40,61	28,98	40,43	6,41	-10,24
24 meses	5,83	6,13	43,74	4,95	35,02	7,87	8,88	35,42	57,16	47,67	37,31	81,99	30,83	22,05
36 meses	12,84	12,02	49,82	10,66	41,70	22,03	15,87	55,78	69,94	60,20	56,90	72,64	47,91	28,91
48 meses	24,59	22,45	86,94	-	65,00	37,17	27,37	97,61	153,81	84,97	58,49	118,50	66,83	53,98
Desde o início	201,32	197,88	836,03	24,23	96,53	55,81								
PL Atual (R\$Mil)	105.907.188	16.958.449	5.529.783	9.192.129	10.032.429	13.638.650								
Data de início	14/08/2008	28/12/2007	08/09/2004	04/01/2017	12/03/2013	17/08/2015								
Taxa de Administração (a.a.)	0,39%	0,25%	0,5% até 20M / 1,6% + de 20M	1,50%	1,10%	1,00%								
Taxa de Performance (a.a.)	-	-	20% do que exceder Ibovespa	25% do que exceder CDI	-	25% do que exceder CDI								

Rio Bravo

Paulo Bilyk

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

Gustavo Franco

Chief Strategist Officer
gustavo.franco@riobravo.com.br

Evandro Buccini

Diretor de Renda Fixa e Multimercado
evandro.buccini@riobravo.com.br

Anita Scal

Diretora
Investimentos Imobiliários
anita.spichler@riobravo.com.br

Vanessa Faleiros

Chief Operating Officer
Diretora Jurídico e Compliance
vanessa.faleiros@riobravo.com.br

Mauricio Xavier

Diretor de Crédito
mauricio.xavier@riobravo.com.br

Flávio Strunk

Chief Financial Officer
flavio.strunk@riobravo.com.br

Sergio Brandão

Diretor de Infraestrutura
Sergio.brandao@riobravo.com.br

Investidores Institucionais

institucional@riobravo.com.br

Paulo Rossetti

11 3509 6689
paulo.rossetti@riobravo.com.br

Daiana Pires

11 3509 6639
daiana.pires@riobravo.com.br

Relações com Investidores Fundos Imobiliários

Isabela Perez

11 3509 6657
ri@riobravo.com.br

Ouvidoria

0800 722 9910
ouvidoria@riobravo.com.br



A presente instituição aderiu ao
Código ANBIMA de Regulação e
Melhores Práticas para os
Fundos de Investimento.

Este material foi elaborado pela Rio Bravo e não deve ser considerado um relatório de análise para fins. Este material tem caráter meramente informativo, não constitui e nem deve ser interpretado como sendo material promocional, solicitação de compra ou venda, oferta ou recomendação de qualquer ativo financeiro, investimento, sugestão e alocação ou adoção de estratégias por parte dos destinatários. Os prazos, taxas e condições aqui contidos são meramente indicativos. As informações contidas nesse material foram consideradas razoáveis na data em que ele foi divulgado e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. A Rio Bravo não dá nenhuma segurança ou garantia, seja de forma expressa ou implícita, sobre a integridade, confiabilidade ou exatidão dessas informações. Este relatório também não tem a intenção de ser uma relação completa ou resumida dos mercados ou desdobramentos nele abordados. Os ativos, operações, fundos e/ou instrumentos financeiros discutidos nesse material podem não ser adequados para todos os investidores. Este material não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades específicas de qualquer investidor. Os investidores devem obter orientação financeira independente, com base em características pessoais, antes de tomar uma decisão de investimento. Caso os ativos, operações, fundos e/ou instrumentos financeiros sejam expresso em uma moeda que não a do investidor, qualquer alteração na taxa de câmbio pode impactar adversamente o preço, valor ou rentabilidade. A Rio Bravo não se responsabiliza por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações divulgadas e se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização deste material ou seu conteúdo. Este material é destinado à circulação exclusiva para a rede de relacionamentos da Rio Bravo, podendo ser divulgado também em seu site. Fica proibida a reprodução ou redistribuição para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento expresso da Rio Bravo. Para maiores informações sobre os produtos, tabelas de custos operacionais, acesse www.riobravo.com.br. LEIA O MATERIAL ANTES DE INVESTIR. RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS. FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR, DO GESTOR, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO FGC. ESTE FUNDO TEM MENOS DE 12 (DOZE) MESES. PARA AVALIAÇÃO DA PERFORMANCE DE UM FUNDO DE INVESTIMENTO, É RECOMENDÁVEL A ANÁLISE DE, NO MÍNIMO, 12 (DOZE) MESES. A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS E TAXA. AS INFORMAÇÕES PRESENTES NESTE MATERIAL TÉCNICO SÃO BASEADAS EM SIMULAÇÕES E OS RESULTADOS REAIS PODERÃO SER SIGNIFICATIVAMENTE DIFERENTES. A RENTABILIDADE AJUSTADA CONSIDERA O REINVESTIMENTO DOS DIVIDENDOS, JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO OU OUTROS RENDIMENTOS ADVINDOS DE ATIVOS FINANCEIROS QUE INTEGREM A CARTEIRA DO FUNDO REPASSADOS DIRETAMENTE AO COTISTA. DESCRIÇÃO DO TIPO ANBIMA DISPONÍVEL NO FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES. ESTA INSTITUIÇÃO É ADERENTE AO CÓDIGO ANBIMA DE REGULAÇÃO E MELHORES PRÁTICAS. Para informações, ligue para +55 11 3509-6600. Para reclamações, utilize o SAC/Ouvidoria: 0800-722-9910.

Conheça nossas estratégias

Imobiliários

Investimentos em imóveis corporativos, de varejo, logística, educacionais e shopping centers, feitos por uma equipe especializada em administração fiduciária e gestão dos ativos dos fundos imobiliários. Os investidores destes fundos podem ter distribuição periódica, podendo ser mensal ou semestral, de acordo com a política de investimentos de cada fundo, além de liquidez diária em suas cotas e baixo valor de investimento mínimo.

Renda Fixa

Investimentos em fundos que alocam recursos no mercado de crédito, atrelados à taxa de juros pós-fixada, pré-fixada e índices de preço. Cada crédito nesses fundos é analisado detalhadamente, amparados em nossa leitura dos fundamentos de longo prazo.

Multimercados

Estratégias sistemáticas com processo de investimento disciplinado e controle rigoroso. Estratégias de investimento pautadas em pesquisa de nível internacional, fazendo uso intensivo de tecnologia de ponta, com o objetivo de obter retorno independente da direção do mercado de maneira descorrelacionada.

Renda Variável

Alocação de capital em ações de empresas brasileiras com alto potencial de valorização pela qualidade de seus gastos, produtos e de seus mercados. Uma análise fundamentalista, feita ação por ação em um portfólio relativamente concentrado entre 16 e 22 empresas.



Rio Bravo S.A.
Av. Chedid Jafet, 222, Bloco B, 3º andar
04551-065 São Paulo SP Brasil
Tel. +55 11 3509 6600

www.riobravo.com.br