



**RIO BRAVO**

# estratégias estratégias

*dezembro 2023*



# Janeiro 2024 O ano que ainda não começou

por Gustavo Franco



Janeiro costuma ser magro em notícias na economia, ressalvados os anos de mudança de governo, como foi o caso de 2023, ano especialmente complexo nesse quesito.

Dessa vez, contudo, a monotonia é absoluta. O recesso parlamentar não será atrapalhado por notícia velha ou por medidas pirotécnicas.

Mais ou menos nessas duas categorias, se encaixam:

(i) a Medida Provisória 1.202/2023 de reoneração da folha de pagamentos, assunto considerado já resolvido pelo Congresso e no qual a insistência do governo parece um gesto teatral com o fito de acalmar suas tropas; e

(ii) a dita nova política industrial, também dando a impressão de ser destinada a agradar o acampamento de patriotas aglutinados ao redor do BNDES.

Não foi simples para a imprensa interromper as férias de algumas lideranças parlamentares para obter indicações de contrariedade com o Executivo com a MP1202. Parecia meio óbvia a irritação e a mensagem de que o assunto não vai a lugar algum. O tema já foi objeto de derrubada de veto presidencial, a fixação no assunto é mais teatral do que real.

**“** Há pouquíssima novidade no programa Nova Indústria Brasil

O programa Nova Indústria Brasil atingiu seu objetivo de ocupar boa parte do noticiário ao longo do mês, uma demonstração eloquente e inequívoca da profunda falta de assunto nesse começo de ano.

Há pouquíssima novidade no programa, dito de 300 bilhões, mas que, na sua quase totalidade, diz respeito a recursos que já seriam desembolsados pelo BNDES e pela FINEP.

*Grosso modo*, como 90% do programa já ia acontecer e outros 10% era uma coleção de pequenas novidades não muito polêmicas, na média, o Nova Indústria Brasil é simplesmente pouco relevante. A dúvida é sobre o imenso destaque dado ao anúncio pela comunicação governamental.

Parece muito clara a intenção de prestigiar Aloisio Mercadante e Geraldo Alckimin, bem como os patriotas ali acantonados esperando um chamamento que provavelmente não ocorrerá. A economia política interna do PT é reconhecidamente complexa, de tal sorte que esses gestos cenográficos têm mais importância do que se supõe.

A ideia de “neointustrialização”, o que quer que seja, conta com defensores aguerridos tanto na administração pública quanto no setor privado. Esse tipo de anúncio oferece um palanque e um momento de glória a esse grupo, cujo apogeu se deu com as falas de Mercadante e sua repercussão nas redes sociais.

A surpresa do grupo adveio da péssima repercussão do anúncio para o público em geral, especialmente no jornalismo econômico. É mais uma área em que tudo se transformou, aos olhos dos governistas, relativamente à última vez que o PT esteve no poder. As críticas vieram não apenas do terreno fiscal (de onde vem esse dinheiro?) como também sobre a natureza do programa (por que desse jeito e para esses fins?).

O ministro Mercadante elevou o tom em suas respostas, não saiu bem na foto e mais longe acabou ficando de Brasília.

Concretamente, não há medidas realmente importantes, nem grandes despesas. As confrontações ideológicas e debates estão todas no terreno da retórica e acerca do que o ministro falou sobre a indústria naval, entre outras minudências. Nada realmente relevante a interferir com os andamentos da macroeconomia.

Na verdade, é menos um programa que um estudo de intuito marqueteiro sobre o que já se faz em causas nobres e temas da moda. Tudo, no novo programa, serve à produtividade, à inovação e à sustentabilidade, e os seus seis eixos vão um tanto além da indústria: (i) cadeias agro; (ii) saúde (iii) cidades; (iv) transformação digital; (v) descarbonização e (vi) defesa.

Como se opor a algo tão bem-intencionado?

Houve muita solenidade no anúncio, como se fora algo realmente importante, apenas com a ressalva de que o ministro da Fazenda, Fernando Haddad, não estava presente, tampouco pronunciou qualquer palavra em apoio ao colega presidente do BNDES.

Não é que o programa seja irrelevante, tais desígnios são nobres demais para essa qualificação. O adjetivo talvez mais próprio é “inofensivo” e seu propósito é assegurar a paz social dentro do PT, nada além.

**“O mês de janeiro costuma ser pobre na apresentação de dados da economia. A exceção foi a publicação dos dados sobre o déficit primário para 2023”**

## Balancos de fim de ano

Janeiro costuma ser pobre também na apresentação de dados da economia, uma vez que boa parte das divulgações sobre o ano fechado que acabou de terminar é antecipada e discutida em dezembro, com os balanços de fim de ano.

A exceção a essa regra foi a publicação dos dados sobre o déficit primário para 2023, notícia meio velha, já que não houve bem uma surpresa: 230 bilhões (2,1% do PIB), divulgado junto com a observação pela qual cerca de 90 bilhões dizem respeito ao “meteoro” dos precatórios, conforme a expressão já consagrada do ex-ministro Paulo Guedes.

O número não é bom, e a forma do anúncio foi sestrosa, buscando navegar na ideia, popular em Brasília, que precatório é uma despesa “de segunda classe”. Ou ao menos, uma despesa que não pode ser alterada pelas ações da equipe ora no exercício dos cargos da economia. É como tentar argumentar que uma parte importante do resultado tem a ver com os governos do passado, o que é verdade, mas não é tão importante.

Entretanto, muita gente entende que precatório é como dívida pública, sobre a qual não poderia nem deveria haver contingenciamento, atraso, reestruturação, essas coisas. Não foi o que ocorreu, é verdade. O “calote do calote” foi, de fato, coisa da administração anterior: através das emendas 113 e 114 de 2021. Em 2024, o ministro Haddad parecia apenas preocupado em livrar-se da responsabilidade pelo estouro nas contas.

**“O ministro Fernando Haddad se acomoda mais fortemente na postura fiscalista, o Antonio Pallocci da terceira presidência Lula”**


O tom do anúncio revelou nuances importantes do panorama brasiliense. Haddad se acomoda mais fortemente na postura fiscalista, o Antonio Pallocci da terceira presidência Lula, posição para qual foi empurrado pelo próprio PT, em virtude da sua habitual combatividade, bem como pela extroversão de Mercadante e seu grupo.

Pode haver, inclusive, alguma flexibilização da meta fiscal de zerar o primário para 2024, mas isso não será visto como falta de empenho do ministro no tema da disciplina fiscal.

Na verdade, Haddad pretende introduzir medidas tributárias pesadas ao longo do ano, usando a expressão (consagrada em 2023) ‘reforma tributária’ para impulsionar o seu programa de tributação progressiva da renda e do patrimônio.

No decorrer do ano de 2024, o governo terá de decidir se abraça mais explicitamente um programa de aumento de impostos, aí incluindo a tributação de dividendos, novas regras para a JCP, imposto dobre a renda, herança e mesmo grandes fortunas.





O destino do ministro fica associado a um aumento de impostos, o que acaba gerando certa ambiguidade em seus apoios empresariais. O ideal seria vê-lo comprometido com alguma redução na despesa, o que talvez se observe no decorrer de 2024.

### **Política monetária: só em março**

A reunião do COPOM se deu no dia 31 de janeiro, com a queda na SELIC para 11,25%, sem qualquer resquício de surpresa. A política monetária voltará a ser assunto apenas em março e, mesmo assim, não se espera nenhuma novidade até meados do ano, com o gradual aumento do debate sobre os fatores que podem interferir no ritmo da queda de juros.

Por ora, nada indica que esse ritmo vá se alterar. O assunto da “taxa neutra”, ou da taxa terminal desse ciclo de baixa, ficará provavelmente para o segundo semestre. Teremos muitas avaliações pelas quais o IPCA, ou algum indicador de atividade, surpreendeu para cima ou para baixo, com implicações sobre o que o COPOM poderá fazer. Mas o debate sobre a taxa terminal será mais adiante, junto com a discussão sobre a escolha do sucessor, ou a antes impensável recondução, de Roberto Campos Neto no Banco Central.

# Renda Fixa

## Crédito privado



Evandro Buccini

Por Evandro Buccini e Victor Tâmega

### Crédito privado

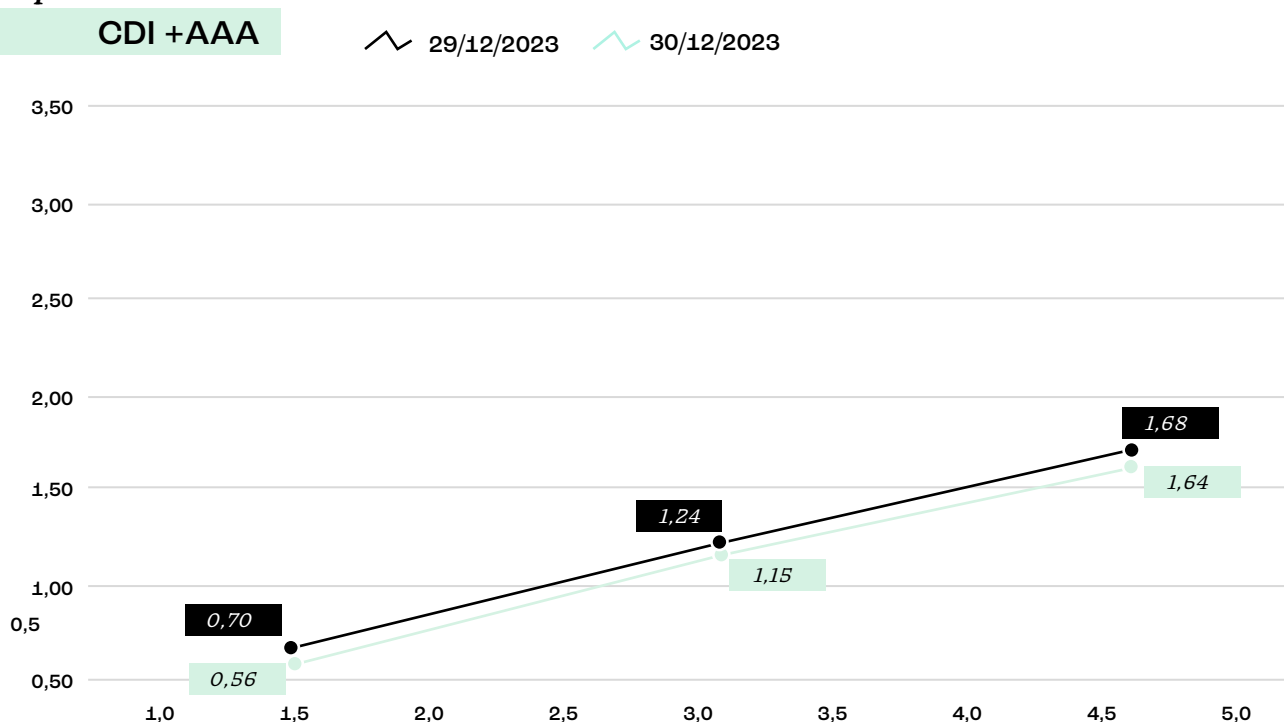
O mercado de crédito privado apresentou um bom começo de ano. Em janeiro, as debêntures atreladas ao CDI alcançaram rentabilidade positiva e superior a esse título, conforme indicado pelo índice de debêntures ANBIMA IDA-DI de 1,387% a.m. vs. CDI de 0,97% a.m.. Quando comparado com os 12 meses anteriores, vemos uma performance do IDA-DI de 14,55% a.a. contra 12,86% a.a. do CDI.

Continuando o movimento observado nos últimos meses de 2023, o mercado segue reportando sinais de (i) recuperação dos *spreads*; (ii) retomada da captação líquida; e (iii) retomada das emissões de emissões primárias. Já as debêntures incentivadas concentradas no mercado de infraestrutura tiveram rentabilidade positiva no mês de janeiro, segundo o índice de debêntures ANBIMA

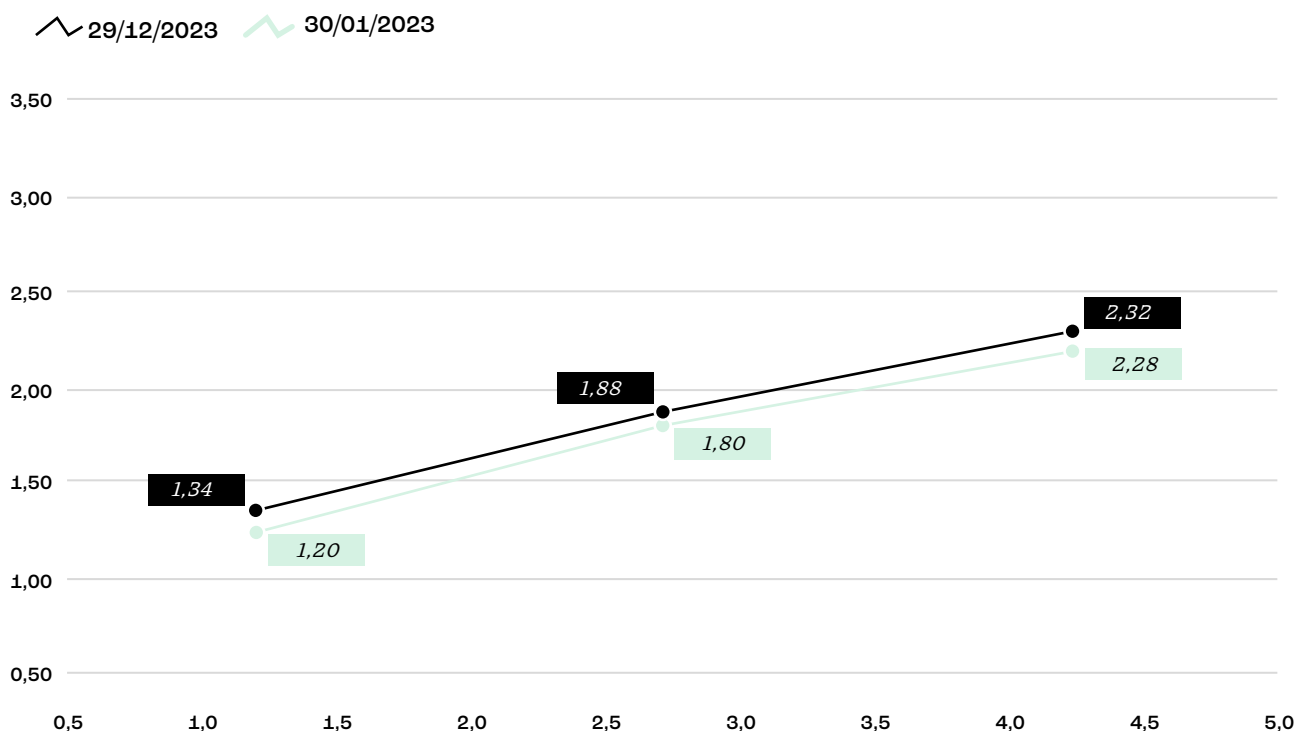
IDA-IPCA infraestrutura, superior ao IMA-B, que, no mesmo período, apresentou rentabilidade negativa de -0,44% a.m.

**Fechamento de *spreads*:** Os *spreads* das debêntures corporativas indexadas ao CDI apresentaram fechamento no mês. Diferentemente do que aconteceu em dezembro, observamos um movimento de procura para ativos de menor risco e *duration* mais curtas. Comparando com o início de 2023 (antes dos eventos de crédito de Americanas e Light), percebe-se que os *spreads* dos ativos de menor risco já estão em patamares inferiores. No entanto, os ativos com risco mais elevado estão em níveis superiores aos patamares do início de 2023. Os *spreads* das debêntures incentivadas, por sua vez, mostraram forte fechamento no primeiro mês do ano, voltando para patamares inferiores ao início de 2023.

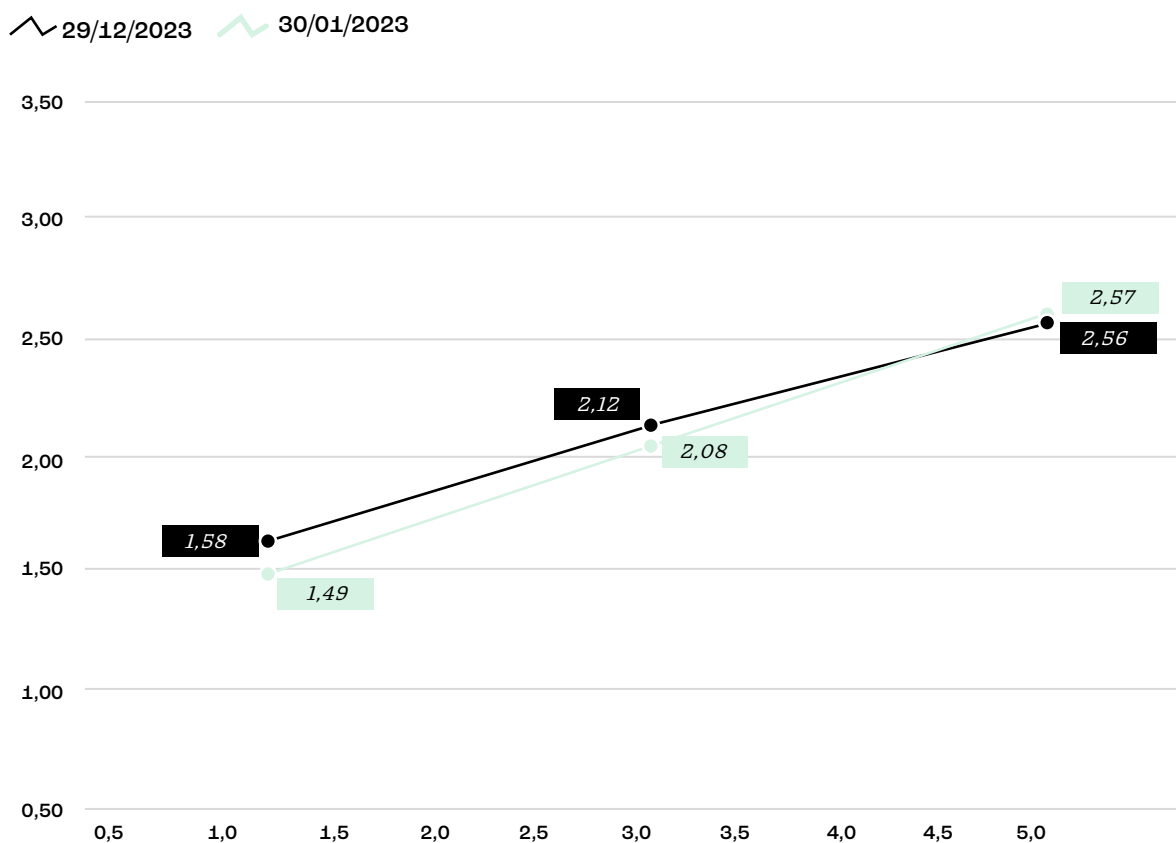
### Spreads CDI+



## CDI +AA

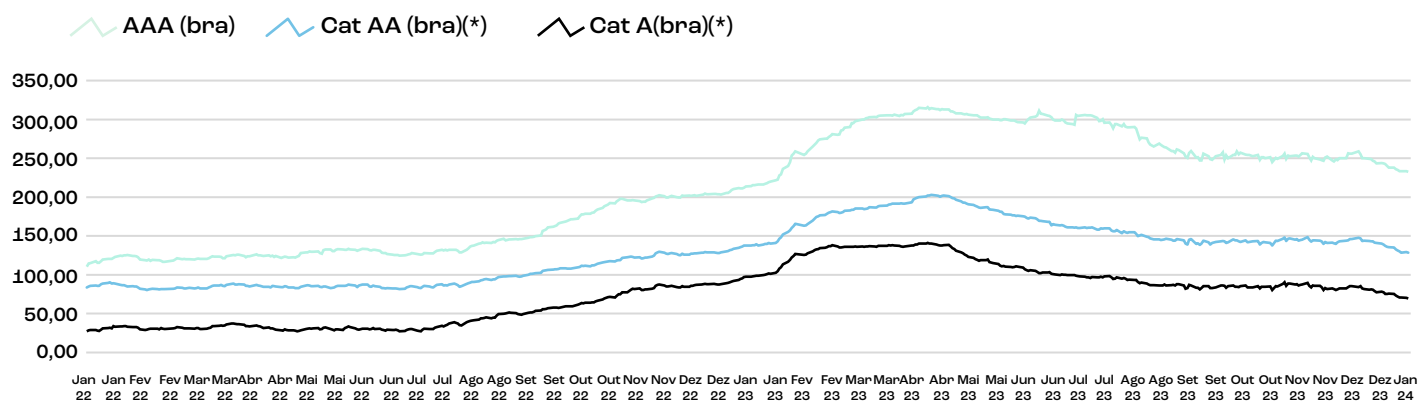


## CDI +A



Fonte: ANBIMA

## Spreads Incentivados

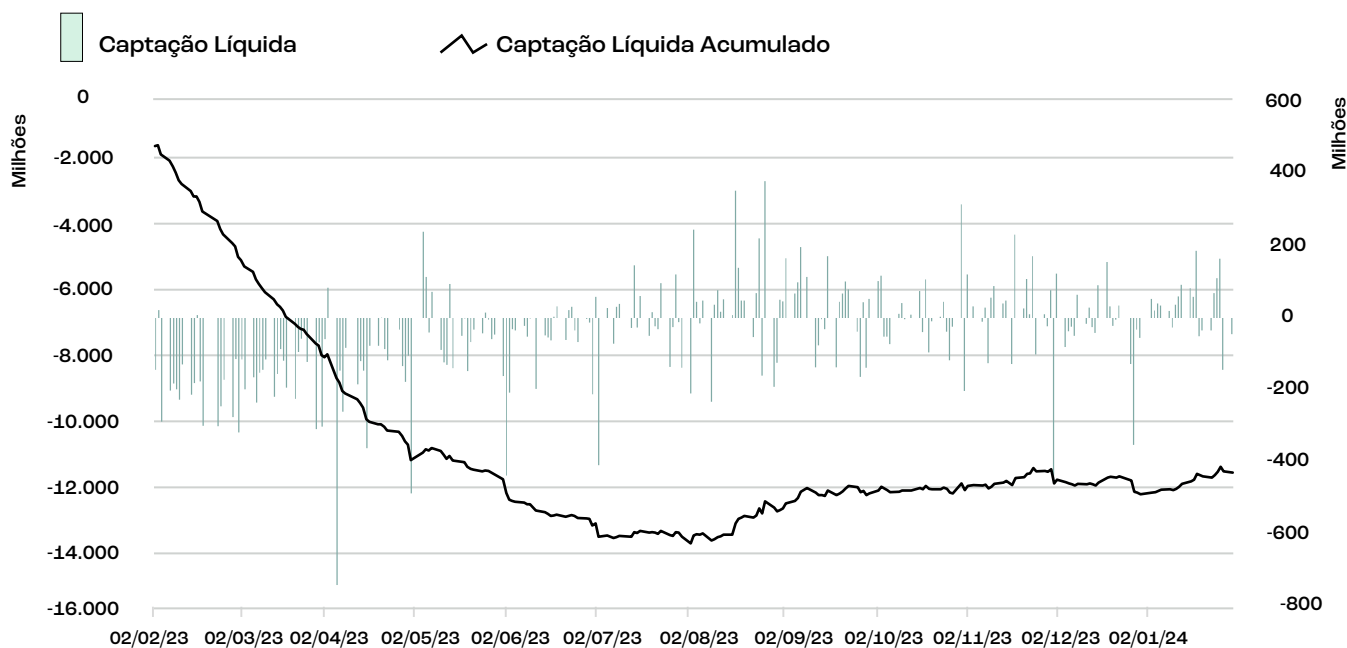


"(\*) Categoria AA(bra) engloba AA+(bra), AA(bra) e AA-(bra), e assim por diante"

**Retomada da captação líquida:** O fluxo de recursos em mais de 40 fundos de crédito privado com resgate até D+45, que vinha demonstrando lenta recuperação desde setembro de 2023, exibiu melhora considerável

no ritmo de captação no início do ano. Esse movimento foi impactado principalmente pela retomada de captação dos fundos de resgate mais curto (D+1).

## Captação Líquida Renda Fixa (até D+45)



R\$ mm	D+1	D+45	Total
Fevereiro	-3.189	8	-3.182
Março	-3.113	-149	-3.262
Abril	-3.133	-69	-3.201
Maio	-1.287	93	-1.194
Junho	-986	-127	-1.114
Julho	-202	-6	-208
Agosto	837	219	1.056
Setembro	-128	580	452
Outubro	-368	478	109
Novembro	-88	282	195
Dezembro	-596	350	-246
Janeiro	391	268	659
<b>Total</b>	<b>-9.063</b>	<b>1.651</b>	<b>-7.413</b>

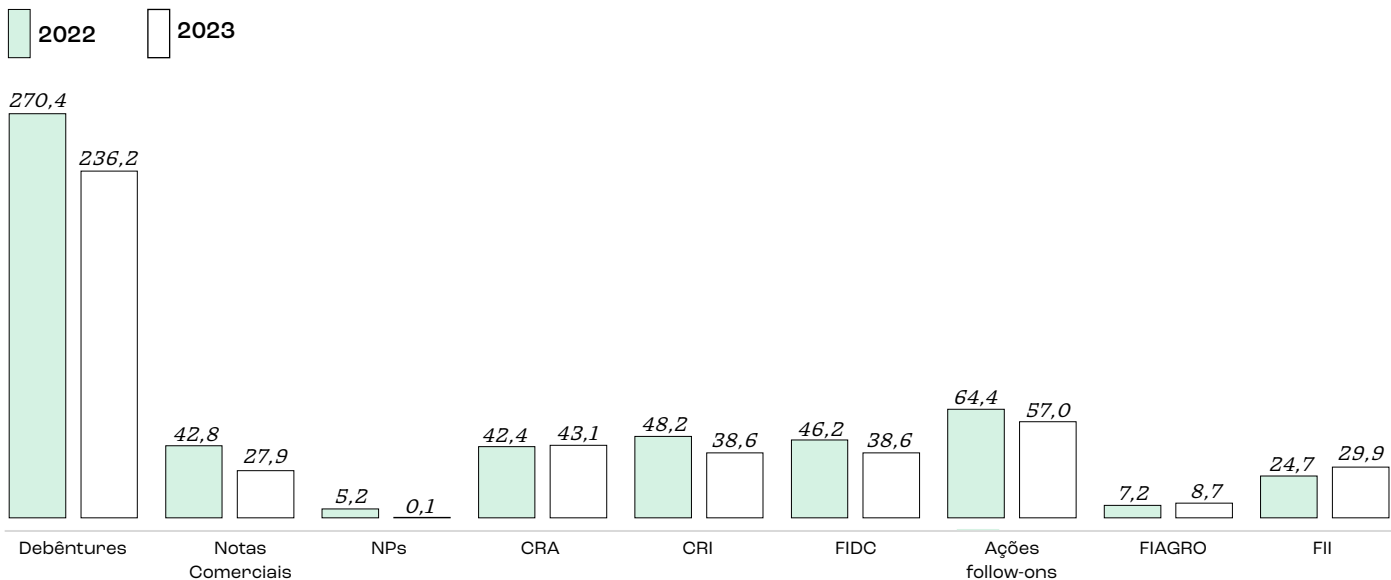
Fonte: Quantum e CVM (\*) de 03/01/23 a 30/02/24

**Retomada das emissões primárias**

Em dezembro, as emissões seguiram a tendência de melhora, com as emissões de debêntures nesse mês superando em 10% o mesmo período de 2022. No entanto, no acumulado do ano, emissões de debêntures

corporativas fecharam o ano em patamares inferiores a 2022, totalizando R\$ 236 bilhões vs. R\$ 270 bilhões. No ano, grande parte do volume foi absorvido pelos participantes e intermediários ligados à oferta.

**Mercado Doméstico (R\$ Bilhões)**



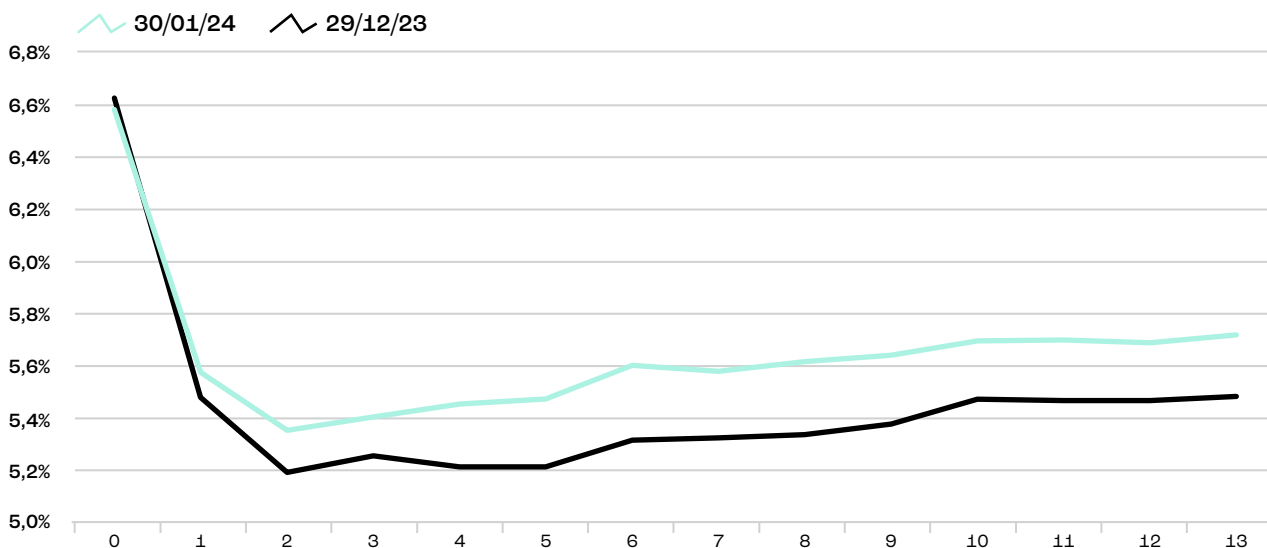
Fonte: ANBIMA

**Abertura da curva de juros real**

Ao contrário dos dois meses anteriores, em janeiro, o mercado experimentou abertura relevante da curva de juros reais ao longo de todos os vértices, a partir de 2026, entre 20 e 27 pontos base. O que chamou bastante a atenção foi o forte fechamento dos spreads de crédito. Na média (simples) das emissões com taxas indicativas da ANBIMA, o fechamento foi de aproximadamente

20bps. Quando compilado por ratings, vimos os spreads passando de 258bps para 231bps acima da NTN-B equivalente (A(bra)); 146bps para 129bps (AA(bra)) e de 86bps para 70bps no caso das emissões AAA(bra). A evolução do perfil dos spreads por classificação de risco (ratings) é apresentada no gráfico abaixo

**Gráfico da curva de juros reais (NTN-B) - % a.a. por duration (variação do mês)**



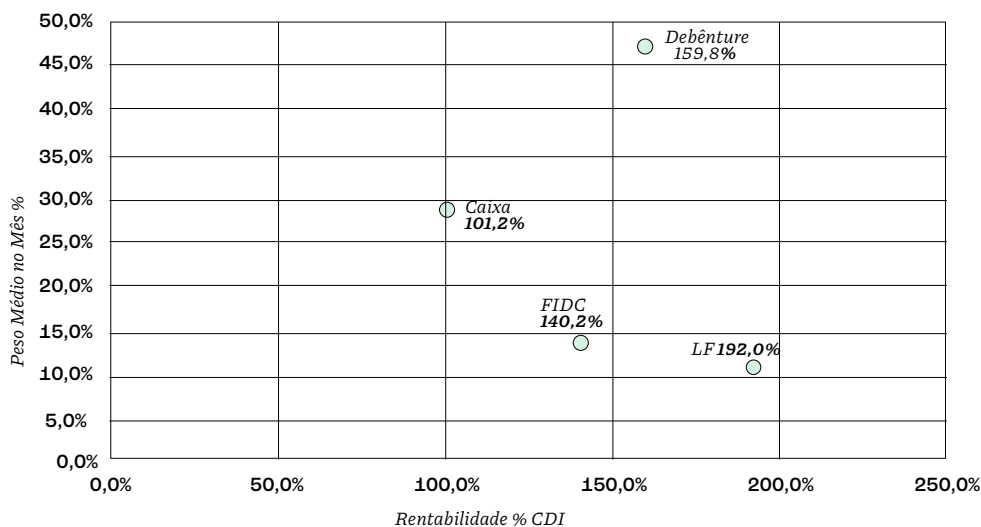


## Rio Bravo Crédito Privado

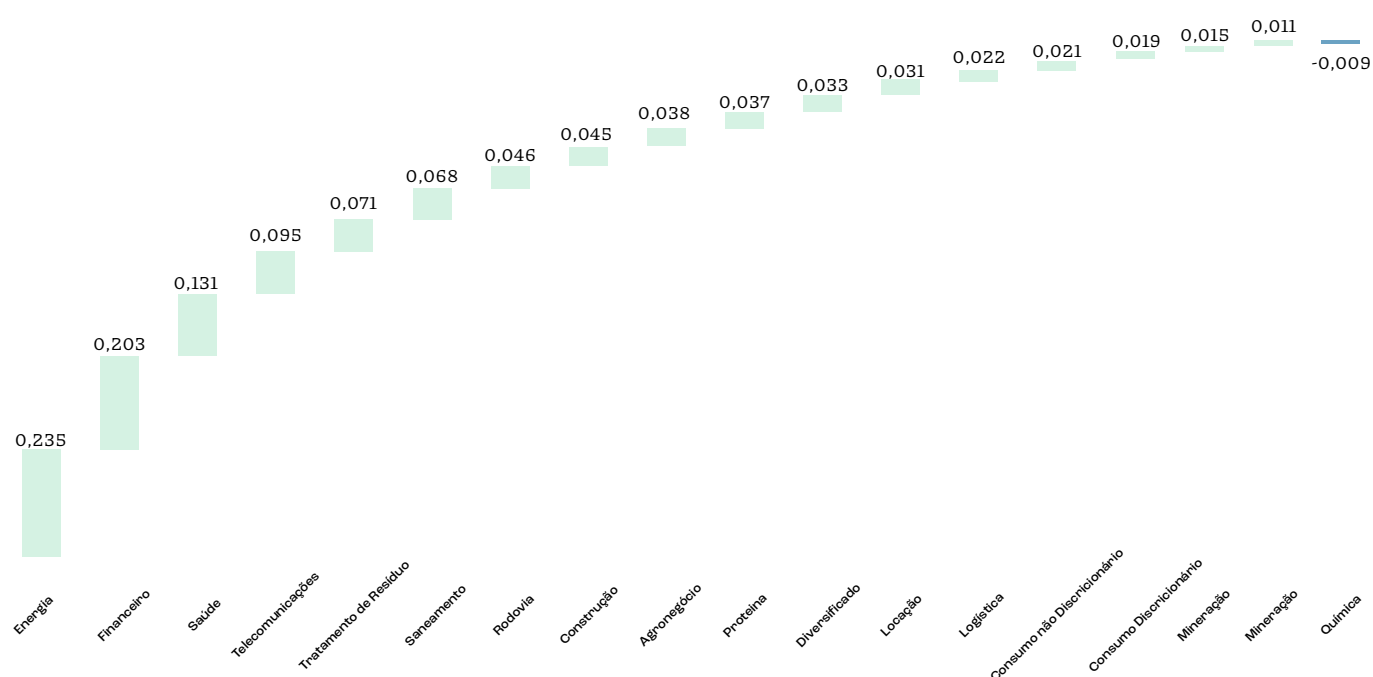
O rendimento do fundo Rio Bravo Crédito Privado foi 139,45% do CDI no mês de dezembro, com destaque positivo para os setores de Energia, Financeiro, Saúde e Telecomunicações. Já com impacto negativo, o setor químico apresentou performance fraca, devido, principalmente, à venda realizada da debênture da Unigel, com o objetivo de reduzir a exposição de 1,01% para 0,67% do PL considerando o risco elevado devido a sua reestruturação em andamento. Associado a isso, também reduzimos a exposição de 1,24% para 0,50% do PL na empresa Elfa Medicamentos com ganhos de capital. Esse movimento está alinhado com a estratégia

de diminuir a exposição a empresas de maior risco, e consequentemente reduzir a volatilidade da carteira de debêntures.

Já as outras classes de ativos apresentaram boa performance, principalmente da classe de FIDC e LF, que contribuíram com 0,184% e 0,113% (equivalente a 140,2% e 192% do CDI se considerarmos uma posição de 100% dessas classes de ativos no fundo). A estratégia adotada no durante o mês foi manter o percentual do portfólio em debêntures elevados com o objetivo de absorver os impactos positivos da redução dos *spreads*.

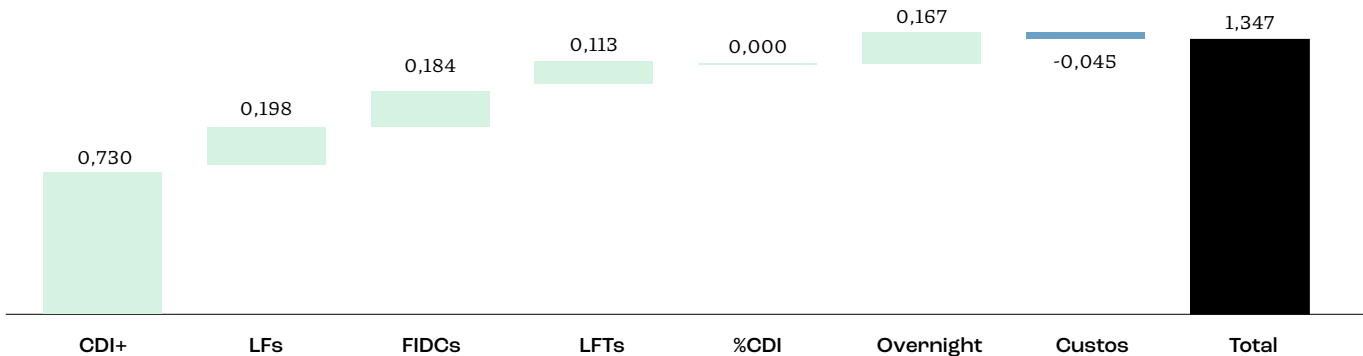


## Janeiro/24 Performance Breakdown por setor (%)



Fonte: Rio Bravo

Janeiro/24 Performance Breakdown por classe de ativo (%)



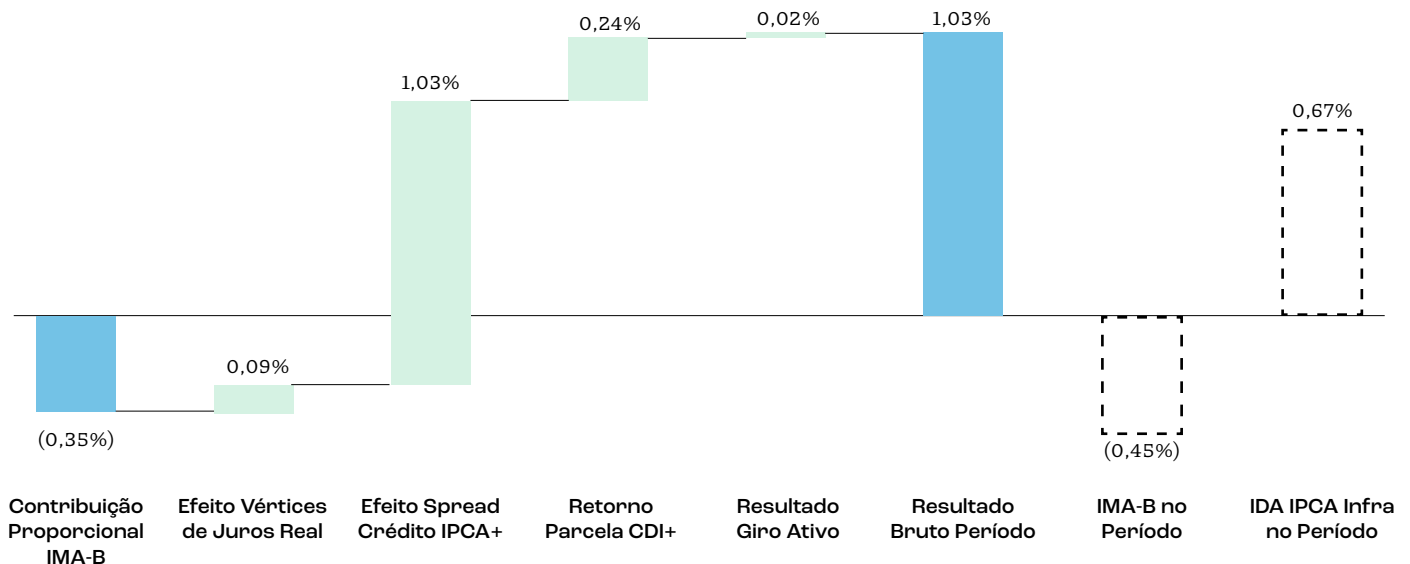
Fonte: Rio Bravo

Com relação ao nosso portfólio, seguimos com uma carteira pulverizada e com baixa concentração, sendo o maior emissor com menor de 3,0% da carteira, totalizando 38 emissores e em 19 diferentes setores.

**Rio Bravo ESG IS FIC FII Infra**

A performance do RBIF11 no mês (+0,92%) foi bem superior ao *benchmark* IMA-B (-0,45%) e melhor que o IDA IPCA Infraestrutura (+0,67%). Quanto aos títulos soberanos indexados ao IPCA, o destaque foi o IMA-B 5 devido ao movimento de menor nos vértices curtos (+0,68%). Dois eventos, oriundos de direções opostas,

determinaram o resultado do RBIF11 no mês: (i) a exposição da carteira do RBIF11 em vértices distintos do IMA-B (maior concentração em 2030, 2028 e 2032 com 26,6%, 16,5% e 17,7% respectivamente), uma vez que a abertura dos juros reais impactou menos negativamente o fundo, cuja exposição é menos distribuída ao longo da curva; (ii) por outro lado, a carteira de crédito experimentou fechamento médio de 22bps ao longo do mês, compensando em 1,03% o primeiro efeito. Adicionalmente, o fundo gerou alfa de 0,02% em função do giro tático da carteira, conforme pode ser visto no gráfico de cascata abaixo:



Os destaques positivos da carteira foram Iguá Rio (IRJS14; +2,67%; concessão de saneamento), Brisanet (BRST11; +2,17%; telecom) e Metrô Rio (MTRJ19; +2,12%; mobilidade urbana). Na ponta negativa, os destaques foram Via Brasil MT 320 (VIMT13; -1,93% (NTN-B- 160bps); concessão rodoviária), BRK RMM (RMSA12; -0,16% (NTN-B- 119bps); saneamento) e Way 306 (CNRD11; +0,20% (NTN-B+ 60bps); concessão rodoviária). Em termos de desempenho sobre a NTN-B equivalente, destacamos positivamente IRJS14 (NTN-B+ 390bps); VRDN12 (Via Rondon, concessão rodoviária; NTN-B+ 206 bps) e MTRJ19 (NTN-B+ 203bps). Na contramão desse bom desempenho, destacamos VIMT13 (NTN-B- 160 bps); ASAB11 (Asa Branca; geração eólica; NTN-B+ 12bps) e NRTB21 (Norte Brasil Transmissora de Energia; transmissão de energia elétrica; NTN-B+ 26bps). A qualidade de crédito da carteira continua relativamente sólida, com dois terços das emissões com rating independente acima de AA-(bra).

Para 2024, temos a expectativa positiva para o mercado primário de emissões incentivadas, num ritmo relativamente forte em continuidade com o 2º semestre de 2023, o qual deve bater recorde de emissões. Acreditamos que o mercado secundário continuará com incremento na liquidez e nos volumes negociados.

Sobre o RBIF11: o fundo possui uma carteira diversificada com mais de 22 emissores em 9 segmentos de infraestrutura e reconhecido como Investimento Sustentável ("IS") pela ANBIMA, com um processo de seleção objetivo de ESG, com lista de exclusão, taxonomia de ativos e avaliação de riscos e adicionalidades socioambientais e além de possuir Isenção de tributação nos rendimentos e no ganho de capital na venda da cota. Alíquota de imposto de renda de 0% apenas para pessoas físicas. Pessoas jurídicas estão sujeitas à alíquota de 15% nos termos do art. 3º § 1º da Lei 12.431/2011.

Para mais detalhes do fundo, acesse:

[www.riobravo.com.br/fundos/rio-bravo-esg-fic-fi-infra/](http://www.riobravo.com.br/fundos/rio-bravo-esg-fic-fi-infra/)



# Investimentos imobiliários

Anita Scal



Por Anita Scal e Abner Melo

## A gestão ativa e transformação de portfólio: um caso real

O **Rio Bravo Renda Varejo (RBVA11)** é um dos maiores fundos imobiliários de varejo do país, com 75 imóveis de rua, presença nos principais pontos do país, como Avenida Paulista, Jardins e Leblon, e inquilinos de renome, como Centauro, Renner e GPA. Mas o fundo nem sempre teve esse perfil. O **RBVA11** nasceu como um fundo de gestão para aquisições de terrenos e construção de imóveis para novas agências bancárias e operações BTL (buy to lease) para a Caixa Econômica Federal, então Agências Caixa (AGCX11), com exposição exclusiva a um único locatário, único segmento, em um ambiente menos multicanal e mais presencial, regionalmente pouco diversificado e com isso concentrava todo o risco do portfólio no direcionamento do banco.

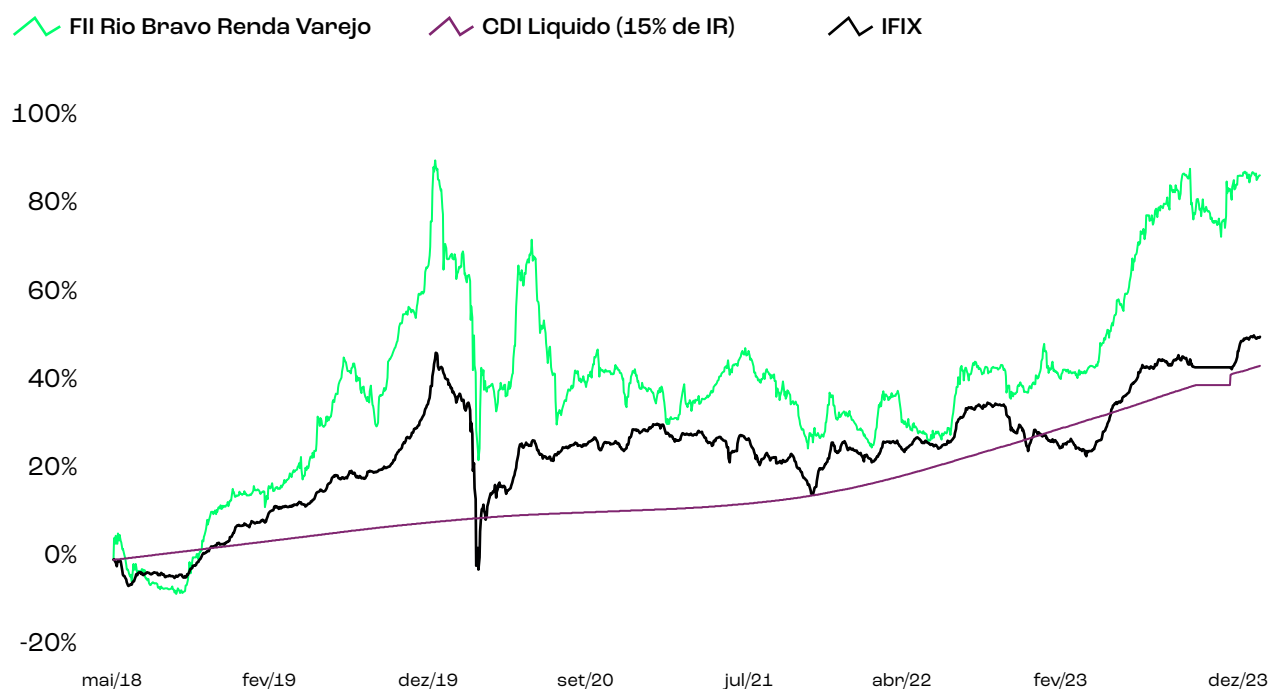
O fundo tomou um rumo diferente quando o time de gestão imobiliária da Rio Bravo observou as mudanças no cenário competitivo do setor de varejo bancário e da relação que as pessoas tinham e teriam com o consumo, a tecnologia e seu contato com as marcas. A partir disso, há cerca de cinco anos, o perfil passou por uma transformação significativa: da gestão passiva à gestão

ativa de portfólio. Com isso, sai a concentração de inquilino; entra a diversificação de locatários e setores de atuação. Com esse movimento, o **RBVA11** se tornou muito mais diversificado em contratos, localização e risco de crédito.

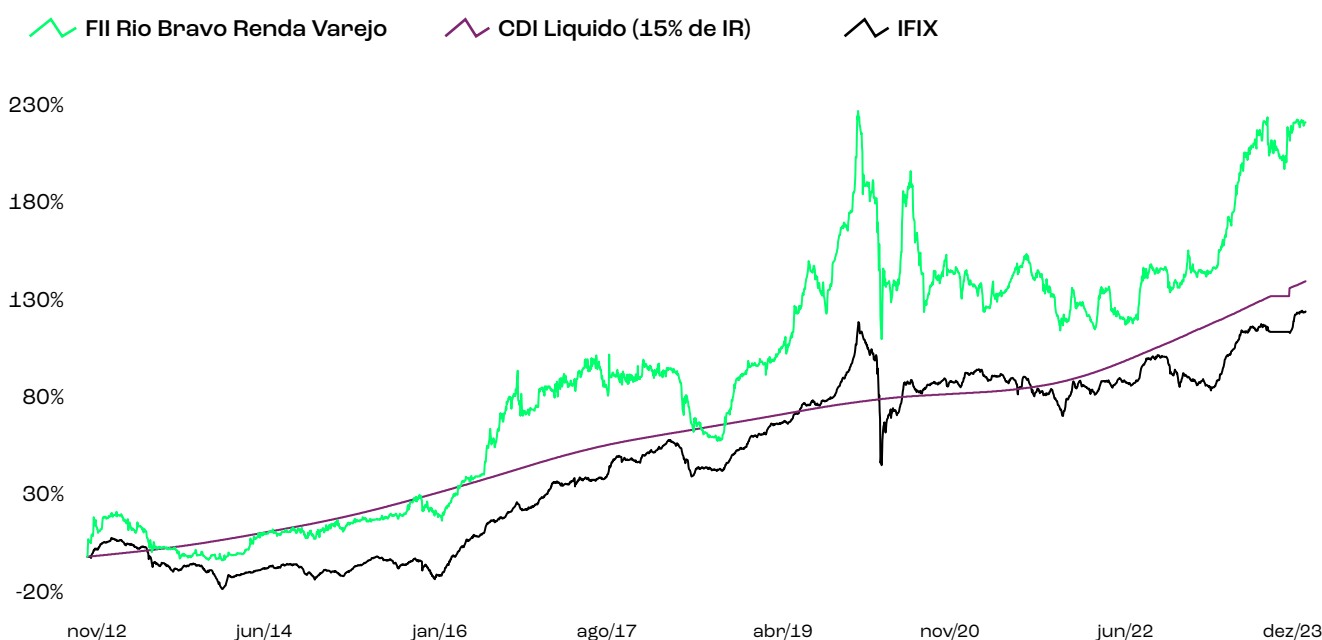
Arelado a isso, o fundo passou a adotar a estratégia de extração ou destravamento de valor com as vendas das agências, ou seja, é a realização da venda oportunística de imóveis com o giro do portfólio. Na prática, é alienar ativos menos estratégicos por valores acima dos preços de aquisição e do “preço justo”. Assim, o fundo pode extrair valor no ciclo imobiliário completo.

Podemos dizer que o fundo se transformou junto com a transformação do varejo, através de uma estratégia que conjuga as novas necessidades desse segmento, a resiliência e previsibilidade dos proventos de um veículo como o fundo imobiliário e o aumento expressivo do retorno através da renda extraordinária no desinvestimento de ativos.

## Rentabilidade Gestão Ativa



## Rentabilidade desde o início do fundo



Fonte: Rio Bravo, Quantum Axis. Rentabilidade considera a cota reajustada a proventos.

### Qual é o futuro do varejo?

Atualmente, o varejo está migrando para uma integração da experiência do consumidor. Em outras palavras, o varejo físico e o online proporcionam soluções complementares e buscam criar a percepção de disponibilidade do serviço 24h/dia ao cliente, colocando a experiência do cliente em primeiro lugar.

A Renner, empresa do segmento de *fast fashion*, destaca que, a cada nova loja aberta em uma região, as vendas no online chegam a crescer 20%. Isso ocorre devido à trajetória de encantamento do cliente proporcionada pela loja física - que apresenta a marca, os serviços e os produtos ao cliente, permanecendo à disposição do consumidor de forma humanizada graças ao contato direto com vendedores e especialistas,



gerando engajamento por meio de campanhas visuais. Desse modo, a Renner está o tempo todo no radar do público, compondo a paisagem da região – tudo isso em linha com a operação digital, sempre disponível, de modo a ampliar os pontos de contato com o cliente.

Todos esses fatores são importantes para o sucesso de uma marca, inclusive no digital. A Decolar, empresa de turismo nascida no mundo digital, abriu suas primeiros oito novas lojas físicas entre outubro e novembro de 2023, reforçando a visão de que o cliente não está mais **ou** no físico **ou** no digital, mas, sim, transitando entre ambos.

As empresas cada vez mais buscam proporcionar aos clientes experiências diferenciadas no varejo físico a fim de capturar a atenção e proporcionar memórias positivas sobre a marca. A Anacapri, empresa do grupo Arezzo, abrirá uma *flagship* na famosa rua Oscar Freire, em um imóvel que terá quatro andares e um subsolo para apoio logístico. Embora não esteja, neste momento, no rol das marcas de luxo que costumam ocupar a rua, ao seguir por esta estratégia, a Anacapri optou por um novo posicionamento, abrindo as suas portas para um público de alta renda buscando expor a solidez da marca. A loja não se limitará à venda de calçados: terá um espaço para café, além de oferecer um andar inteiro apenas para realização de eventos.

### Como o RBVA11 se preparou para essas mudanças

No **RBVA11**, essa tendência já foi percebida desde 2019, quando o fundo adquiriu a sua primeira loja conceito: o imóvel *flagship* da Centauro, localizado na Avenida Paulista. Desde então, o fundo se dedicou a formar

um portfólio de lojas localizadas nas regiões mais valorizadas pelo varejo no intuito de capturar os ganhos desta nova tendência e se blindar da volatilidade em que o setor de varejo se insere. O fundo realizou as aquisições ao longo dos últimos anos de imóveis localizados em pontos *premium*, como na Avenida Paulista, Haddock Lobo, Oscar Freire, Leblon, entre outros, atualmente locados para grandes companhias como a Centauro, Coco Bambu, Renner, Itaú e GPA. Esse portfólio, ao qual demos o nome de *high end*, ainda conta com parte das agências localizadas nessas regiões, de modo que já perfaz aproximadamente 25% dos ativos do fundo.

Esses são imóveis em que as empresas buscam desenvolver suas lojas-conceito, devido à sua localização altamente demandada e única. Por isso, dentro do portfólio do fundo, são ativos que desempenham um papel defensivo, que possuem resiliência dentro dos ciclos econômicos, uma vez que a opção da marca em estar naquele ponto não se deve ao fator estritamente financeiro.

Além do imóvel *flagship* da Centauro na Avenida Paulista, que possui experiências únicas aos clientes (como provadores inteligentes e esteira para corrida dentro da loja), podemos destacar, também, o imóvel Leblon, que recentemente inaugurou o primeiro Investment Center do Itaú no Rio de Janeiro. O imóvel conta com ambiente confortável, que recepciona seus clientes com sofás, um bar com bebidas e petiscos, salas de reuniões acessíveis para um atendimento mais personalizado e uma arquibancada preparada para ser utilizada em grandes eventos, como entrevistas de personalidades no mundo financeiro e empresarial, bem como apresentações.



Imóvel Leblon: operação Investment Center do Itaú

Para contrabalancear a relação de risco/retorno, temos a outra parte do portfólio que perfaz os cerca de 71, o qual chamamos de Renda Urbana. Nesta classificação estão imóveis cujo principal atributo é sua característica de varejo de oportunidade: aqueles considerados essenciais para a operação das varejistas, principalmente em termos de localização e fluxo de clientes, que dão a capilaridade à rede de unidades e lojas das companhias. São imóveis cujo inquilino busca aumentar sua fatia de *market share* em seu setor, melhorando as vendas e a rentabilidade.

Compondo essa classe, o fundo adquiriu nos últimos anos dez imóveis em regiões diversas do país, locados ao varejo alimentar, sendo os inquilinos empresas grandes e capitalizadas, como GPA e Assaí, os quais possuem contratos atípicos e de longo prazo. Além disso, nesta categoria, há também parte das operações bancárias herdadas da origem do fundo. Dentro desta estratégia, o **RBVA**, pela escala que possui, pode comprar um pacote de ativos diretamente de alguma empresa varejista, e depois vender esses imóveis para investidores individuais, aproveitando-se de uma arbitragem de preço entre atacado e varejo e trazendo um ganho de capital e rendimento não recorrente ao investidor. Neste momento, já foram vendidos aproximadamente R\$ 134 milhões em imóveis de Renda Urbana, sendo todos eles do segmento bancário, com TIR média de 16% a.a. e quase R\$ 30 milhões de ganho de capital.

Por último, o **RBVA** também começou a construir um Book de Shoppings Centers dentro do seu portfólio, através de participações indiretas em FIIs e podendo realizar aquisições de participações diretas também no futuro. O segmento está em franca expansão no país e possui resiliência comprovada no pós-pandemia, trazendo aos investidores do **RBVA** possibilidade de diversificação e rentabilização dos empreendimentos no longo prazo. Atualmente, o Book de Shoppings já representa 4% do fundo e possui participação indireta em Shoppings como Pátio Higienópolis, Catarina Outlet e Cidade Jardim.

Assim, o fundo possui um portfólio com uma boa relação de risco e retorno, diversificado regionalmente e em setores de atuação no varejo, com inquilinos listados em bolsa e capitalizados e com *track record* em relação às novas tendências do varejo físico.

Dessa forma, o **RBVA11** foi capaz de executar uma estratégia de gestão de portfólio que entregasse a resiliência de receita através do posicionamento em ativos estratégicos para o varejo clássico e suas novas tendências, além de trabalhar os ativos do portfólio a fim de capturar ganhos extraordinários, consolidando, assim, resultados robustos.

# Renda Variável

Evandro Buccini

Por Evandro Buccini e Francesco Lupo Pasino

## Vittia

A Vittia é uma empresa de biotecnologia focada no desenvolvimento de fertilizantes especiais (foliares e biológicos) e pesticidas biológicos, dedicando-se ao setor de agronegócios para nutrição e proteção vegetal. A empresa lidera sua área de atuação, com estimativa de participação de mercado brasileiro de 5% em fertilizantes especiais e 8% em pesticidas biológicos.

A companhia iniciou suas atividades em 1971, concentrando-se inicialmente na produção de inoculantes. Por meio de crescimento orgânico e fusões e aquisições (M&As), a Vittia construiu um portfólio completo de produtos biológicos, setor tradicionalmente dominado por soluções químicas. Nos últimos anos, além de consolidar a liderança de mercado, a empresa implementou um modelo de negócios verticalizado, abrangendo pesquisa e desenvolvimento, produção industrial, marketing e suporte às vendas (diretas e indiretas), ganhando escala e maior capilaridade.

### Vantagens competitivas

**1. Portfólio de Produtos:** Como mencionado anteriormente, a empresa concentra-se na produção de fertilizantes foliares e biológicos, conhecidos como fertilizantes especiais de origem natural, além de pesticidas biológicos. Tais produtos se dividem em micro-organismos, como fungos e bactérias, e macro-organismos, como insetos que combatem pragas. Atualmente, observamos uma crescente aceitação desses insumos no setor, especialmente os defensivos biológicos, substituindo e complementando os produtos químicos. Os principais motivos para essa substituição são a maior eficácia dos insumos biológicos em comparação com os químicos e o

aumento das pragas resistentes aos defensivos químicos nos últimos anos.

### 2. Líder em um mercado em rápida expansão:

O mercado de fertilizantes especiais no Brasil cresceu em média 24% ao ano entre 2014 e 2022, atingindo R\$ 22,2 bilhões. Quanto aos pesticidas químicos, o mercado brasileiro foi estimado em cerca de R\$ 81 bilhões, com crescimento anual de 7% entre 2017 e 2020. Em comparação, o mercado de pesticidas biológicos foi estimado em R\$ 1,8 bilhão na safra 2021/22, apresentando taxa anual de crescimento composta de 53% de 2017 a 2021, com expectativas de crescimento médio de 12% a/a para fertilizantes especiais e 40% a/a para pesticidas biológicos nos próximos anos.

**3. Diversificação de culturas:** As vendas da Vittia não se limitam aos produtores de grãos, alcançando, também, culturas como algodão, café, frutas cítricas, feijão e cana-de-açúcar. Culturas não relacionadas a grãos representam ~50% da receita da empresa, destacando-se pelo amplo portfólio de produtos (~1.100).

**4. Pesquisa e desenvolvimento:** Ao longo de 50 anos, a Vittia investiu em inovação e infraestrutura, dispondo de um banco com cerca de 2.000 variedades de fungos e bactérias, além de cepas de micro-organismos exclusivas. A empresa mantém parcerias estratégicas com mais de 120 instituições de pesquisa, universidades e institutos.



**5. Capilaridade:** A Vittia tem presença nacional com vendas diretas (~40% da receita bruta em 2021), atendendo mais de 1.800 produtores, e vendas indiretas, através de 50 cooperativas (~9% da receita) e mais de 450 revendedores de insumos agrícolas (~51% da receita). Com uma equipe de aproximadamente 240 vendedores tecnicamente treinados, a empresa acompanha clientes no campo ao longo do ciclo de plantio. Além disso, possui quatro centros de distribuição em Sorriso (Mato Grosso), Luís Eduardo Magalhães (Bahia), Primavera do Leste (Mato Grosso) e Ijuí (Rio Grande do Sul), o que possibilita atender rapidamente às urgências dos produtores rurais, especialmente para pesticidas.

**6. ESG:** Outro aspecto importante da empresa é a fabricação de produtos com impacto socioambiental positivo. O uso de alguns insumos da Vittia contribui para a diminuição das emissões de gases de efeito estufa, uma vez que, na produção de alguns fertilizantes químicos, emitir esses gases é uma prática comum na cadeia petroquímica. Além disso, esses produtos são mais saudáveis em comparação com os produtos químicos (chamados também de químicos tóxicos), tanto para a saúde humana quanto animal.

## Resultados

A Vittia registrou um crescimento robusto nos últimos anos, impulsionado não apenas pela alta nos preços das commodities, mas, também, pela expansão operacional da empresa. A receita líquida cresceu em média 17,7% ao ano de 2017 a 2022. Isso foi possível devido aos ganhos de escala e preços mais elevados alcançados, resultando no aumento médio anual de 1,7 ponto percentual tanto nas margens operacionais quanto nas margens líquidas. Em 2022, a empresa alcançou margem EBITDA de 23% e uma margem líquida de 17%.

Apesar da expansão, a Vittia conseguiu manter uma gestão financeira sólida, utilizando a geração de caixa operacional para manter uma dívida controlada, que ficou em R\$ 140 milhões. Além disso, a alavancagem financeira em 2022 foi saudável, com uma relação dívida líquida sobre EBITDA de 0,7 vezes.

## Conclusão

Nos últimos trimestres, a Vittia enfrentou desafios na comercialização de insumos, refletindo-se nos resultados e no preço das ações (-34% em um ano). Fatores como dificuldades na comercialização da safra e cenário desfavorável de preços para os produtores impactaram a demanda por insumos. Para 2024, espera-se um ano desafiador no setor agrícola devido a quebras de safra e incertezas nos preços das commodities. Apesar desse cenário, permanecemos otimistas sobre as perspectivas de longo prazo da empresa, que possui experiência em ciclos do setor agrícola e estratégias robustas de alocação de capital e mitigação de riscos. Com a queda das ações no último ano, a Vittia está sendo negociada a 6,4x P/E, múltiplo que consideramos atrativo se comparado com a média dos últimos anos de 9,2x.

# Performance

	Renda Fixa	Renda Variável		Multimercado		Índices				
	Rio Bravo Crédito Privado FIRF	Rio Bravo Fundamental FIA	Rio Bravo Templeton Climate Change IE FIA	Rio Bravo Sistemático FIC FIM	Rio Bravo Valor Imobiliário FIC FIM	CDI	IBOV	IMA-B	IFIX	MSCI ACWI
janeiro 24	1,35	-3,30	-1,86	0,92	1,00	0,97	-4,79	-0,45	0,67	2,86
dezembro 23	0,64	3,40	7,36	0,81	3,41	0,90	5,38	2,75	4,25	2,70
novembro 23	0,91	8,99	5,59	-0,48	0,07	0,92	12,54	2,62	0,66	6,44
outubro 23	0,70	-4,93	-7,48	0,90	-1,40	1,00	-2,94	-0,66	-1,97	-2,10
setembro 23	0,64	1,39	-2,09	1,95	1,53	0,97	0,71	-0,95	0,20	-2,61
agosto 23	0,16	-4,77	-0,14	0,74	0,14	1,14	-5,09	-0,38	0,49	0,73
julho 23	1,37	4,28	1,73	-0,84	2,75	1,07	3,27	0,81	1,33	1,88
junho 23	0,81	8,68	-3,14	2,92	4,78	1,07	9,00	2,39	4,71	-0,09
maio 23	0,80	5,90	3,58	-0,99	5,38	1,12	3,74	2,53	5,43	0,56
abril 23	0,55	3,91	-3,98	-0,72	4,76	0,92	2,50	2,02	3,52	-0,32
março 23	0,78	-1,93	-2,89	0,47	-0,59	1,17	-2,91	2,66	-1,69	0,30
fevereiro 23	0,15	-8,08	1,91	-0,97	0,16	0,92	-7,49	1,28	-0,45	-0,92
janeiro 23	1,07	3,37	6,46	1,25	-2,05	1,12	3,37	-0,00	-1,60	4,67
dezembro 22	1,20	-4,41	-4,80	0,70	0,07	1,12	-2,45	-0,19	-0,00	-5,43
Ano	1,35	-3,30	-1,86	0,92	1,00	0,97	-4,79	-0,45	0,67	2,86
12 meses	9,39	12,44	-2,26	4,02	24,50	13,04	11,89	15,45	18,65	9,59
24 meses	24,53	0,16	-	11,29	-	27,46	14,79	23,92	20,22	-4,95
36 meses	32,09	-6,55	-	19,03	-	33,73	9,69	23,60	16,49	0,90
48 meses	32,15	-6,65	-	22,38	-	37,23	6,88	28,90	6,80	50,93
Desde o início	298,98	761,47	9,23	85,37	29,34					
PL Atual (R\$Mil)	134.825.855,93	2.216.930,31	17.533.301,45	4.897.436,10	7.186.700,08					
Data de início	14/08/2008	08/09/2004	27/01/2022	17/08/2015	19/05/2022					
Taxa de Administração (a.a.)	0,39%	0,50%	0,30%	1,50%	0,55%					
Taxa de Performance (a.a.)	-	20% do que exceder o ibovespa	-	20% do que exceder CDI	15% do que exceder IFIX					



# RIO BRAVO

**Paulo Bilyk**

Chief Executive Officer  
Chief Investment Officer  
[paulo.bilyk@riobravo.com.br](mailto:paulo.bilyk@riobravo.com.br)

**Gustavo Franco**

Senior Advisor  
[gustavo.franco@riobravo.com.br](mailto:gustavo.franco@riobravo.com.br)

**Evandro Buccini**

Diretor de Renda Fixa e Multimercado  
[evandro.buccini@riobravo.com.br](mailto:evandro.buccini@riobravo.com.br)

**Anita Scal**

Diretora de Investimentos Imobiliários  
[anita.spichler@riobravo.com.br](mailto:anita.spichler@riobravo.com.br)

**Vanessa Faleiros**

Chief Operating Officer  
Diretora Jurídico e Compliance  
[vanessa.faleiros@riobravo.com.br](mailto:vanessa.faleiros@riobravo.com.br)

**comercial**

[comercial@riobravo.com.br](mailto:comercial@riobravo.com.br)

**Vanessa Valente**

Gerente Comercial  
11 3509-6615  
[vanessa.valente@riobravo.com.br](mailto:vanessa.valente@riobravo.com.br)

**Keite Bianconi**

Gerente Comercial  
11 3509-6603  
[keite.bianconi@riobravo.com.br](mailto:keite.bianconi@riobravo.com.br)

**Lígia Pereira**

Analista Comercial  
11 3509-6687  
[ligia.pereira@riobravo.com.br](mailto:ligia.pereira@riobravo.com.br)

**relação com investidores**

**Isabela Perez**

11 3509-6657  
[ri@riobravo.com.br](mailto:ri@riobravo.com.br)

**ouvidoria**

0800 722 9910  
[ouvidoria@riobravo.com.br](mailto:ouvidoria@riobravo.com.br)



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](http://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

A Rio Bravo é pioneira em Fundos de Investimento Imobiliário no Brasil e um dos principais players, atuando em estruturação, administração e gestão deste produto.

### Escritórios

#### **RCRB11 – Rio Bravo Renda Corporativa**

Fundo imobiliário de lajes corporativas de localização premium com presença nos principais eixos corporativos de São Paulo.

### Educacional

#### **RBED11 – Rio Bravo Renda Educacional**

Investimento em imóveis com operações educacionais, contratos atípicos com instituições de ensino de bom risco de crédito.

### Varejo

#### **RBVA11 – Rio Bravo Renda Varejo**

O primeiro fundo imobiliário do país com foco em varejo de rua. Mais de 70 imóveis, diversificação e locatários de bom risco de crédito.

### Fundo de Fundos

#### **RBFF11 – Rio Bravo Fundo de Fundos**

Fundo de fundos imobiliários com DNA fundamentalista focado em geração de renda.

### Logístico

#### **TRBL11 – Tellus Rio Bravo Renda Logística**

Fundo imobiliário logístico com presença nas principais regiões metropolitanas do país e estratégia last mile com localizações de até 30 km das capitais.

### Residencial

#### **RBRS11 – Rio Bravo Renda Residencial**

Investimentos para renda em ativos residenciais de excelente localização.

### Multimercado Imobiliário

#### **Rio Bravo Valor Imobiliário FIM**

Fundo que busca oportunidades de alocação no mercado imobiliário com o objetivo de obter ganho de capital. Retornos consistentes acima do IFIX.

## solutions

Desenvolvemos produtos com as mais diversas estruturas e estratégias, exposição a variados ativos e fatores de risco por meio de uma abordagem multidisciplinar com uso intensivo de dados, e um time de gestores experientes com atuação transversal.

## crédito

A área de Crédito da Rio Bravo atua desde 2007 e é formada por profissionais com experiência em gestão de fundos de renda fixa e atuação no mercado de capitais.

#### **Rio Bravo Crédito Privado FI RF**

Investimentos em ativos de renda fixa de baixo risco de crédito.

### Fundos de crédito imobiliário

#### **RBHY11 - Rio Bravo Crédito Imobiliário High Yield**

Portfólio de CRIs com foco em papéis high-yield (de maior risco de crédito). Fonte: Prologis Research

#### **RBHG11 - Rio Bravo Crédito Imobiliário High Grade**

Portfólio de CRIs com foco em papéis high-grade (de menor risco de crédito).

### Infraestrutura

#### **RBIF11 - Rio Bravo ESG IS Fi-Infra**

Fundo de renda fixa listado que investe em uma carteira diversificada de debêntures incentivadas e selecionadas a partir de um processo ESG, com isenção de IR para pessoas físicas.



**11,0**<sub>bi</sub>  
imobiliário

crédito,  
multimercado e  
renda variável

**0,8**<sub>mm</sub>

solutions

**1,5**<sub>bi</sub>

**R\$13,3**<sub>bi</sub>

Total Sob Gestão e Administração

**RIO  
BRAVO**

Rio Bravo Investimentos  
Av. Chedid Jafet, 222, Bloco B, 3º andar - Conj. 32  
04551-065 São Paulo SP Brasil  
Tel. +55 11 3509-6500



**Seu  
investimento  
tem poder.**

[riobravo.com.br](http://riobravo.com.br)