

Relatório de Gestão – Jan/19

Rio Ações FIA

Ações				
FUNDO	% JAN/19	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
RIO AÇÕES FIA	9,77	9,77	28,08	507,57
IBOVESPA	10,82	10,82	14,70	118,96

ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE	% JAN/19	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
Caixa	0,04	0,04	0,41	38,40
Large Caps	4,72	4,72	8,33	176,00
Mid Caps	5,01	5,01	25,59	357,00
Small Caps	0,24	0,24	-2,08	53,88
Custos	-0,23	-0,23	-4,17	-117,71
Total	9,77	9,77	28,08	507,57

início: 26/10/2010 (fundo) 31/12/2006 (clube)

O Rio Ações FIA obteve uma valorização de 9,77% no primeiro mês de 2019, ficando abaixo da alta de 10,82% do Ibovespa.

Após posse do novo Governo e intensificação do *newsflow* positivo para o Mercado, o primeiro mês de 2019 foi de forte alta da Bovespa e dos ativos domésticos. O comparecimento da nova equipe executiva no Fórum de Davos, em que Bolsonaro foi destaque, ajudou a reforçar a necessidade da principal reforma que garantirá a sustentabilidade da bolsa brasileira a médio e longo prazo, a da previdência. A entrevista de Paulo Guedes durante o evento trouxe ainda mais peso para esse tema, além de enfatizar a agenda de privatizações, exaustivamente defendida pelo Ministro da Fazenda. A visita também ajudou a pavimentar a nova relação aberta do Brasil com os mercados internacionais que trará impactos positivos e negativos para o ambiente microeconômico, assunto que precisamos analisar mais diligentemente.

Nas bolsas internacionais, após o *shutdown* do Governo americano e a rejeição do acordo do *Brexit*, o FED confirmou a cautela e manteve a taxa de juros inalterada. A S&P 500, principal bolsa americana, subiu 8% no mês e recuperou parcialmente as perdas ocorridas em dezembro/18.

Após saída de aproximadamente R\$ 11,5 bilhões de recursos estrangeiros em 2018 de nossa bolsa de valores, acreditamos em fluxo positivo para esse ano, com o Brasil equilibrando a situação fiscal e se tornando atrativo em meio a um cenário global mais desafiador. Em janeiro, o fluxo foi positivo em aproximadamente R\$ 1,5 bilhão.

Os mercados globais mais desafiadores a partir de 2018 tendem a manter os patamares de volatilidade em níveis elevados. Para navegar nesse cenário nos próximos meses, vamos continuar posicionados em um portfólio bem equilibrado entre setores ligados à economia interna, com assimetria de retorno por fundamento, além de outros correlacionados ao mercado externo, que se beneficiam tanto de resultados operacionais em moeda forte (dólar) como através do atual ciclo benéfico para *commodities*. Entretanto, após a definição das eleições, com o esvaziamento do risco político binário, optamos por realocar suavemente a carteira, aumentando a exposição à economia interna e reduzindo setores ligados ao mercado internacional. Como comentado, a potencial abertura econômica brasileira pode alterar estruturalmente a dinâmica de comércio exterior, o que deve impactar algumas empresas da nossa carteira, que poderá ser realocada de acordo com o fluxo de notícias nessa esfera.

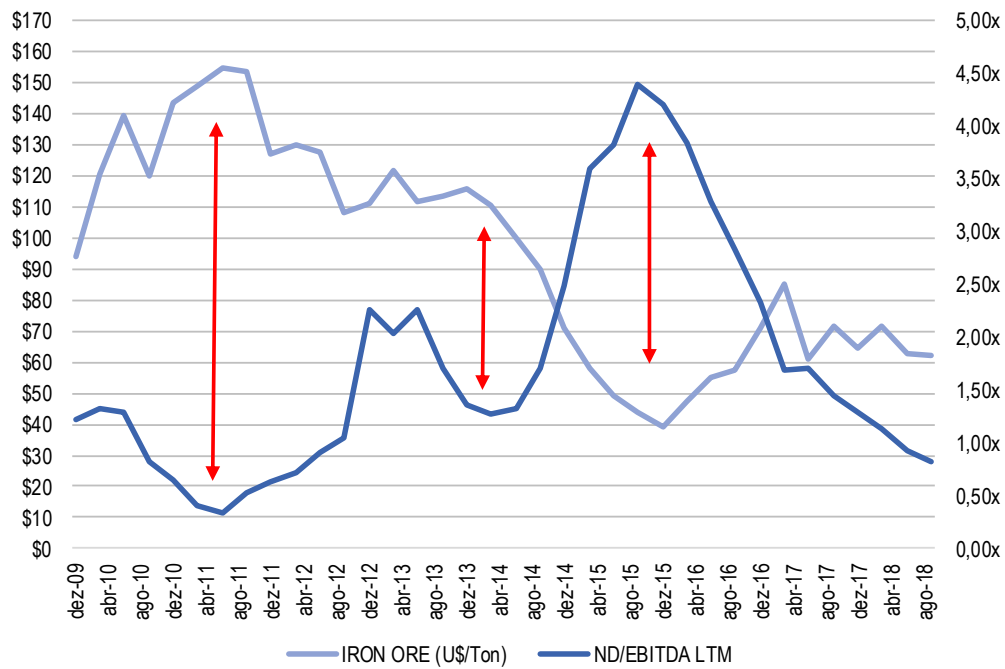
Alguns ativos da carteira performaram muito bem em janeiro. Metade das 18 ações que compõem o portfólio superou a alta de 10,81% do Ibovespa. Já a outra metade, com maior peso, ficou abaixo do índice, o que resultou em cota abaixo do benchmark no mês. Como padrão, destacamos as 5 maiores contribuições: Via Varejo ON (+36,67%), Sanepar Unit (+23,71%), Light ON (+20,85%), Suzano ON (+20,80%) e Bradesco ON (+18,99%). O grande destaque negativo foi Bradespar PN (-9,39%) e acreditamos ser pertinente a abertura do case nessa carta.

Primeiramente, prestamos nossas sinceras condolências às famílias das vítimas do fatídico episódio ocorrido no dia 25 de janeiro de 2019 no Município de Brumadinho, Minas Gerais.

A Bradespar foi criada em 2000 a partir de uma cisão do Banco Bradesco, com a intenção de administrar algumas participações acionárias não-financeiras do grupo na época, entre elas a Vale. Atualmente a Bradespar detém apenas ações da Vale, que totalizam aproximadamente 6% da empresa. Nossa tese inicial era o investimento em Vale, utilizando-se um veículo com desconto excessivo no preço das ações (Bradespar x Vale).

A Vale é a maior produtora mundial de minério de ferro e pelotas e uma das *Top 3* em valor de mercado. Atualmente, aproximadamente 75% da receita é proveniente da venda de minério, enquanto níquel, cobre, carvão e outros representam 25%.

Em um movimento estratégico iniciado em 2009, a empresa investiu aproximadamente US\$ 14 bilhões no maior empreendimento minerador da história da companhia, o Complexo S11D em Carajás-PA. No início dos investimentos, o preço do minério de ferro estava na casa de US\$ 100/ton e o endividamento controlado na faixa de 1,25x. Durante esse período, observamos alta correlação entre o aumento do endividamento da companhia e a queda do preço do minério de ferro, como ilustrado no gráfico abaixo:



Nesse ciclo de investimentos, a empresa se alavancou em níveis recordes e isso impactou o preço das ações:



A redução do crescimento chinês nos mercados imobiliário e de infraestrutura, altamente correlacionados com a demanda global de minério de ferro elevou seus estoques para níveis historicamente altos na maior economia asiática, o que por sua vez, pressionou os preços da *commodity*. Em um segundo momento, com a redução da produção doméstica chinesa tanto de minério quanto de aço, na esteira das novas políticas de combate à poluição e busca por aumento de produtividade no setor, o preço internacional do minério de ferro voltou a subir. Essa alteração estrutural histórica no maior mercado consumidor de minério do mundo, conhecida como “*flight to quality*”, impulsionou a demanda pelo produto de alta qualidade (65% fe), que passou a negociar com maior prêmio sobre o básico (62% fe).

O projeto S11D, comentado anteriormente, já representa algo em torno de 22% da produção de minério da Vale, com o grau de pureza 65% fe. Ou seja, atualmente a empresa se beneficia em duas frentes: (i) prêmio elevado do minério de Carajás e (ii) volume de alta qualidade se tornando *core* no *mix* de produção.

A respeito do mais grave acidente de trabalho na história brasileira, o rompimento da barragem de rejeitos da mina de Feijão, em Brumadinho-MG, deixou 157 mortos e 182 desaparecidos enquanto escrevamos essa carta. Embora em menores proporções em termos de volume de rejeitos vazado em relação ao acidente de Mariana ocorrido em dezembro de 2015, foi muito superior em termos de vidas humanas perdidas, o que representa um risco de imagem maior para a companhia. Os 160% de crescimento no investimento em gestão de barragens entre 2015 e 2018 não foram suficientes para impedir a recorrência do desastre e a consequência óbvia são autoridades e sociedade inflamadas, reivindicando punições para a Vale.

Nosso melhor cenário antes do episódio projetava *dividend yield* de até 10% para 2019, se tratando de um *case* de alto potencial de geração de caixa mal precificado pelo mercado. Outro dos principais pontos da nossa tese tinha sido a ida de Fabio Schvartsman para a presidência, executivo com *track record* sólido no setor de *commodities* e um dos grandes responsáveis pela assertividade da estratégia operacional da Vale nos últimos dois anos. Acreditamos que ele seja o líder certo para lidar com as consequências do acidente, que ainda são intangíveis no momento e dificultam a análise do balanço de riscos para o *case*.

Em resposta ao ocorrido, a empresa anunciou o encerramento da operação de dois grandes complexos para acelerar o processo de descomissionamento (espécie de drenagem dos rejeitos e devolução para a natureza) iniciado em 2015. Mariana e Brumadinho eram duas barragens construídas no modelo de alteamento a montante, um método mais antigo. Apenas 10 das 157 barragens da Vale no país são dessa categoria e todas elas serão descomissionadas até 2021, de acordo com a empresa. O impacto total na produção é a redução de 50 milhões de toneladas anuais de minério, equivalente a 13% da produção total da companhia e 3% da oferta global de minério. Cabe destacar que a tendência do setor de mineração é evoluir para processos mais modernos que não dependem de barragem de rejeitos,

como o beneficiamento de minério a seco, processo em que a Vale está bem avançada e inclusive adquiriu a New Steel (empresa especializada nessa tecnologia) no final de 2018.

No primeiro pregão após o acidente, a Vale perdeu aproximadamente R\$ 71 bilhões, ou 25% de valor de mercado, registrando o maior volume de negociação intradiário da história da Bovespa. Essa queda pressionou o *valuation* para 4x EV/EBITDA 19 e elevou o desconto para aproximadamente 33% em relação aos dois *peers* internacionais (BHP e Rio Tinto).

A política de dividendos para 2019 foi suspensa e, com isso, esta premissa foi descartada para o curto prazo. Isso vai deixar o balanço mais sólido para absorver os passivos judiciais que ainda são uma incerteza - trabalhamos com o cenário conservador de R\$ 14 bilhões (vs. aproximadamente R\$ 6 bilhões no caso da Samarco, que é uma JV em que a Vale detém 50% de participação). A diretoria anunciou um programa de indenização de R\$ 100 mil para as famílias das vítimas, independentemente de qualquer decisão judicial.

Após a conclusão do ciclo de investimentos no S11D comentado, nossas projeções consideravam baixo investimento (CAPEX) para os próximos anos com alta distribuição de lucro para os acionistas (dividendos /JCP). Após a tragédia, o exercício de projetar o novo CAPEX de manutenção da companhia se torna intangível, o que representa mais um risco para o case.

O impacto negativo na produção comentado está elevando os preços de minério no curto prazo, o que é um vetor a favor da Vale, mas que deve beneficiar as empresas internacionais em um primeiro momento, elevando ainda mais o prêmio em relação à companhia.

Enxergamos alto potencial de geração de caixa na Vale para o médio/longo prazo, mas no momento, devido a difícil interpretação dos riscos comentados acima, principalmente para o curtíssimo prazo, optamos por reduzir metade de nossa exposição neste investimento (via Bradespar). Continuamos a monitorar o case e conforme ocorra melhor definição dos passivos citados, poderemos voltar a aumentar nossa posição no setor de mineração.

Atenciosamente,

Equipe Rio Gestão de Recursos.