

Relatório de Gestão – Dezembro/2021

Ao longo do último mês de 2021 manteve-se o cenário desafiador no mundo, com pressões inflacionárias e incertezas sobre a nova variante do coronavírus. A *ômicron* demonstra ser extremamente transmissível, mas estudos disponíveis até o momento constataam que esta cepa parece ser menos agressiva, pois os níveis de internações e mortes permanecem baixos mesmo com o expressivo aumento do número de casos. Por outro lado, sua velocidade de contaminação tem forçado os países desenvolvidos a adotar medidas restritivas mais severas.

Estas restrições, como as quarentenas das tripulações nos portos chineses, fechamentos de lojas e plantas industriais, além do cancelamento de voos, seguem impactando as cadeias globais de produção e afetam, desta forma, a recuperação da economia global. A escassez de produtos também gera persistentes pressões inflacionárias, uma vez que as atuais demandas por bens de consumo encontram dificuldades em serem totalmente supridas.

Desta forma, os principais bancos centrais estão revendo suas estratégias. Esses fatores combinados levaram a uma alteração do discurso por parte do Fed. O tom mais *dovish* que vinha sendo adotado foi alterado para uma postura mais *hawkish*, com o Fed já sinalizando que encerrará o *tapering* em março após acelerar o ritmo de redução de incentivos de US\$ 15 bilhões para US\$ 30 bilhões mensais. Além disso, indicou que fará pelo menos três altas de juros neste ano, podendo o primeiro aumento ser realizado ainda neste primeiro trimestre. O Banco Central Europeu (BCE) também pretende encerrar seu programa de estímulos em março enquanto o Banco Central da Inglaterra (BoE) já decidiu subir a taxa básica de juros em 0,15 ponto percentual, de 0,10% para 0,25% em dezembro.

A performance do mercado de ações dos EUA durante o ano de 2021 superou a expectativa da maioria dos analistas. A reabertura da economia, aliada aos fortes estímulos financeiros levaram o S&P 500 a renovar seu recorde de fechamento 70 vezes durante o período. O índice acumulou alta de 27%, sendo o maior ganho anual desde 1999. Já o Dow Jones e a Nasdaq acumularam expressivos ganhos de 19% e 22% respectivamente.

O petróleo também mostrou forte recuperação de preços com o Brent subindo aproximadamente 53% no acumulado de 2021 e o WTI valorizando-se em 85%.

Embora haja temor por parte do mercado com o início do aumento de juros nos EUA, enxergamos este cenário como já relativamente precificado. Esta visão é reforçada pelo comportamento recente das bolsas americanas, que seguem atingindo máximas históricas apesar da aceleração do *tapering* e de um discurso mais *hawkish* por parte do FED. Além disso, quando olhamos os juros para 5 e 10 anos, enxergamos um juro terminal ainda baixo e insuficiente para trazer pressões exageradas no crescimento americano.

Quanto à inflação global, ao longo dos próximos meses esperamos uma melhora gradual, resultado do início de um período de políticas mundiais menos estimulativas. Também existe a expectativa de uma contínua redução dos gargalos na cadeia produtiva mundial durante 2022, embora no curtíssimo prazo a *ômicron* gere um efeito contrário nesta tendência.

No Brasil, o Ibovespa não conseguiu acompanhar a excelente performance das bolsas americanas e teve sua primeira queda em seis anos, acumulando desvalorização de 11,93% durante o ano. O dólar obteve valorização de 7,46% frente ao Real, fechando o período valendo R\$ 5,57.

Os grandes responsáveis pelo descolamento dos ativos locais em 2021 foram os riscos políticos, econômicos e fiscais do país. A alteração do cálculo do teto de gastos e a solução encontrada para o pagamento dos precatórios geraram desconforto no mercado durante o segundo semestre.

As expectativas de inflação bem acima das metas levaram a uma postura dura por parte do Bacen, que elevou a taxa Selic para 9,25% no início de dezembro. A necessária continuidade do ciclo de alta da taxa de juros para conter a inflação, que se espalha pela maioria dos setores da economia, impacta o desempenho da demanda doméstica. As projeções reais para o PIB de 2022 já estão se aproximando de zero.

Na verdade, se espera que um pico nas taxas de juros seja atingido ainda durante o 1º trimestre deste ano, durante as 2 próximas reuniões do Copom. Além da questão logística mundial citada anteriormente, internamente, os dados de inflação mais recentes já mostram certo arrefecimento em algumas cadeias de produção e o ambiente de crescimento econômico em queda e desemprego ainda elevado não devem demandar juros tão mais altos para conter os preços.

O prometido reajuste para os policiais federais citado pelo presidente gerou, como era evidente, pressões vindas de todas as esferas do funcionalismo público por aumentos salariais. Várias categorias de funcionários públicos já trabalham em ritmo mais lento e ameaçam com greves caso seus interesses não sejam atendidos, complicando ainda mais o frágil controle fiscal do país em um ano de eleições. Como bem destacado em nossa carta de novembro, as eleições passarão a ganhar cada vez mais espaço na tomada de decisão dos investidores.

A rápida elevação dos juros de 2% para 9,25% ocorrida em um curto espaço de tempo ajudou a afastar os investidores da Bolsa, que migraram em boa medida para a renda fixa ao longo da 2ª metade do ano. Diante desse cenário, é natural que muitos investidores perguntem: devo vender meus ativos em Bolsa? É uma boa hora para entrar, ou melhor, esperar? Quais as perspectivas para o decorrer de 2022? Na nossa visão, alguns desses questionamentos podem levar o investidor comum a cometer erros na hora de aplicar o dinheiro.

Um deles é passar a vida tentando acertar, com precisão, os momentos de entrada e saída de diferentes ações. Claro que é sempre recomendável analisar o contexto e o momento de cada empresa, mas é um erro crasso achar que há controle sobre estes movimentos. Se nem gestores profissionais, que passam a vida inteira estudando e analisando diferentes cenários, conseguem acertar sempre, não faz sentido o investidor acreditar que ele terá o *timing* perfeito em todas as ocasiões.

No curto prazo, é perfeitamente possível que um novato consiga superar a rentabilidade de grandes gestores. E isso não significa que esta pessoa possa ser considerada competente para gerir o patrimônio de terceiros. Na verdade, só reforça que a Bolsa é um jogo para o longo prazo. Apesar da educação financeira no Brasil ter crescido nos últimos anos, segue como um grande desafio explicar que o investimento em renda variável deve ser encarado como formação de poupança para o longuíssimo prazo.

Infelizmente, ainda observamos muita gente cometendo o mesmo erro básico: comprando na alta e vendendo na baixa. Enquanto isso, outros que não se deixaram levar pelo lado psicológico, aproveitam os momentos de turbulência para montar posições e esperar pela recuperação do mercado. É por isso que, no fim das contas, carteiras de ações visando o longo prazo dão tanta ênfase aos fundamentos das empresas. Se os ruídos e oscilações diárias podem parecer um tanto aleatórios, é num horizonte de tempo mais longo que separamos os pacientes dos impacientes. E neste prazo mais esticado, são os fundamentos e resultados que vão definir a trajetória de determinada ação.

Apesar do ambiente local permanecer volátil, com o mercado ainda bastante preocupado com a questão fiscal e os riscos advindos da possibilidade de novas medidas populistas em ano eleitoral, acreditamos que do ponto de vista de fundamento econômico das empresas, a bolsa brasileira parece já estar excessivamente penalizada, o que tenderá a render bons retornos para seus investidores num horizonte de prazo um pouco mais longo.

Mais uma vez chamamos atenção para os números da Bolsa brasileira: a relação Preço/Lucro do Ibovespa para 2022 está inferior a 7 vezes, nível parecido ao verificado no pré-impeachment da ex-presidente Dilma Rousseff. Isso não parece razoável, considerando que as empresas em 2015/2016 possuíam grande alavancagem financeira e estavam numa situação bem mais delicada do que a atual. Hoje, a alavancagem média das companhias que compõem nosso índice é baixa e muitas destas empresas, inclusive, estão bem capitalizadas. Apesar de dúvidas em relação a novas variantes da covid-19, o cenário externo também é melhor para a bolsa brasileira na comparação entre os períodos, com liquidez atual e commodities em patamares elevados.

Algumas empresas negociam com taxas de retorno bem acima de seus custos de capital. As companhias produtoras de commodities vem obtendo resultados recentes considerados históricos, inclusive gerando retornos através do pagamento de dividendos entre 10% e 20% a.a. Níveis recordes de geração de caixa e lucratividade têm sido atingidos. Em outros setores, observamos um movimento de consolidação de players capitalizados, como na saúde, enquanto o segmento financeiro tem passado por forte disrupção nos últimos anos.

Gestão do portfólio (Multimercados)

Durante o mês em análise, o Rio Arbitragem FIM obteve ganho de 0,52%, resultando em uma valorização acumulada de +1,86% ao longo dos últimos 12 meses (42,0% do CDI). Já o Rio Absoluto FIM apresentou alta de 0,42% no período, equivalendo a um retorno de +0,85% (19,1% do CDI) em sua janela móvel anual.

Diante da perda acentuada de valor das ações brasileiras durante o último semestre de 2021, alcançando níveis de atratividade não vistos há mais de 10 anos, aumentamos no mês a exposição *net long* dos fundos Rio Arbitragem e Rio Absoluto FIM de 15% para 17% e de 30% para 34%, respectivamente. Esperamos que o preço das ações volte a convergir para o resultado esperado pelas empresas ainda durante 2022.

Trading				
FUNDO	% DEZ/21	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
RIO ARBITRAGEM FIM	0,52	1,86	1,86	348,31
<i>VS. CDI</i>	<i>67,29</i>	<i>42,01</i>	<i>42,01</i>	<i>112,99</i>
ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE				
	% DEZ/21	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
Caixa	0,77	4,57	4,57	329,03
Trading	0,29	0,20	0,20	68,70
Long/Short	0,04	0,25	0,25	3,22
Stock Picking (best ideas)	-0,40	-0,77	-0,77	42,85
Custos	-0,19	-2,39	-2,39	-95,49
Total	0,52	1,86	1,86	348,31

início: 24/05/2006

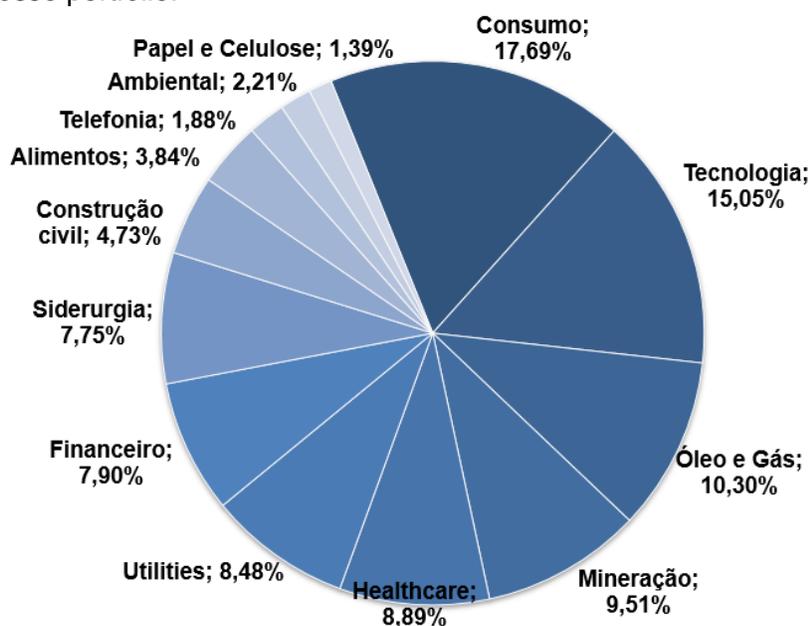
Trading				
FUNDO	% DEZ/21	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
RIO ABSOLUTO FIM	0,42	0,85	0,85	101,32
<i>VS. CDI</i>	<i>54,10</i>	<i>19,13</i>	<i>19,13</i>	<i>140,99</i>
ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE				
	% DEZ/21	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
Caixa	0,78	4,55	4,55	76,53
Trading	0,59	0,40	0,40	28,24
Long/Short	0,07	0,50	0,50	2,53
Stock Picking (best ideas)	-0,81	-1,54	-1,54	29,02
Custos	-0,21	-3,06	-3,06	-35,00
Total	0,42	0,85	0,85	101,32

início: 30/12/2014

Gestão do portfólio (Rio Ações)

Em dezembro/21, o Rio Ações FIA desvalorizou-se em -0,37% contra uma alta de 2,85% do Ibovespa. Em 12 meses, o fundo apresenta uma perda acumulada de -15,50% em comparação a uma desvalorização de -11,93% do índice de bolsa.

As maiores contribuições para a carteira no mês vieram das ações de Petrobras PN (+1,18%), Bradespar PN (0,92%), Gerdau Met. PN (0,50%), Sabesp ON (0,41%) e Vale ON (0,34%). As maiores detratoras de resultado foram Banco Inter Units/ ON/PN (-2,11%), Itaú PN (-0,37%), Rede Dor ON (-0,37%) e Neoenergia ON (-0,36%). Abaixo, temos a alocação setorial de nosso portfólio.



Ações				
FUNDO	% DEZ/21	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
RIO AÇÕES FIA	-0,37	-15,50	-15,50	727,29
IBOVESPA	2,85	-11,93	-11,93	135,66
ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE				
	% DEZ/21	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
Caixa	0,01	0,09	0,09	42,06
Large Caps	-1,30	-1,86	-1,86	214,01
Mid Caps	0,83	-8,25	-8,25	629,86
Small Caps	0,29	-1,78	-1,78	74,80
Custos	-0,20	-3,70	-3,70	-233,45
Total	-0,37	-15,50	-15,50	727,29

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



A seguir, teceremos comentários de algumas das teses de investimento que integram a carteira de nosso fundo de ações. Nesta carta, o foco será em empresas e setores que vem passando por forte movimento de consolidação, o que tem como consequência o rápido crescimento de market-share de diversas companhias atualmente listadas em bolsa.

Grupo Mateus

O Grupo Mateus foi incorporado recentemente ao nosso portfólio dado o *valuation* atrativo e por acreditarmos que a empresa se beneficiará do aumento do Auxílio Brasil, que passará a ser de R\$ 400,00/mês por família. Aproximadamente 65% da população que receberá este benefício se localiza nas regiões Norte e Nordeste do país, onde o Grupo Mateus ao longo dos seus 34 anos de história se consolidou.

O Grupo Mateus é a quarta maior empresa de varejo alimentar do país, com operações nos segmentos de supermercados, atacarejo, atacado, móveis e eletrodomésticos, e-commerce e indústria de panificação. Praticamente 70% da receita vem das áreas de atacado e atacarejo, onde o foco está menos na experiência de compra e mais nas vantagens em termos de custo. No atual cenário de inflação elevada e perda de renda e poder de compra da população, entendemos que grande parte do auxílio dado pelo governo será utilizado em compras de alimentos com preços mais acessíveis. Desta forma, o Grupo Mateus deverá obter bons resultados durante os próximos trimestres. Em nossa visão, a empresa continuará sendo a grande consolidadora do seu mercado de atuação nas regiões Norte e Nordeste do país.

Setor de *Healthcare*

O ano de 2021 foi muito relevante sob a ótica de consolidação no setor de saúde brasileiro: só neste período, as companhias de capital aberto movimentaram aproximadamente R\$ 15 bilhões em aquisições, o que representa um aumento de mais de 40% em relação ao ano anterior. Além disso, foram realizados 6 IPOs no ano, dos quais destaca-se a listagem de Mater Dei, Viveo, Oncoclínicas e Kora Saúde, que juntas levantaram R\$ 6 bilhões, além do Re-IPO de DASA que captou mais de R\$ 3,3 bilhões. Dada a recente importância que tem recebido, explicamos a seguir o motivo de estarmos otimistas para os próximos anos com as empresas brasileiras de *healthcare*.

Na vertente macroeconômica, (i) a população brasileira está envelhecendo em um ritmo muito acelerado. No ano de 2000 os idosos representavam 5,9% de 170 milhões de brasileiros, enquanto em 2020 eles já somavam 9,8% de 212 milhões (idosos têm ticket médio 2,6x maior do que jovens e uma frequência de entradas em hospitais 2,5x superior); (ii) o mercado de saúde é sub penetrado em termos de leitos hospitalares. A densidade de leitos no Brasil ao final de 2020 representava cerca de 2 leitos para cada mil habitantes, valor inferior ao recomendado pela OMS (Organização Mundial da Saúde) de 3 a 5 leitos

por mil habitantes; e (iii) existe uma grande quantidade de hospitais e operadoras de pequeno porte não lucrativos. Entre os hospitais, aproximadamente 70% deles tem menos de 50 leitos e, entre as operadoras, 89% são pequenas e médias, o que dificulta a diluição de seus custos fixos e o crescimento de sua base.

Dado o panorama brasileiro, temos posição atualmente em companhias que julgamos bem geridas do ponto de vista de eficiência operacional, relação saudável com fornecedores e situação financeira favorável, geralmente bem capitalizadas, fatores que entendemos como determinantes para a continuidade de suas estratégias de expansão, seja de forma orgânica ou inorgânica. Cabe ressaltar ainda que essas qualidades se tornam ainda mais relevantes em momentos de dificuldade financeira (período pós e durante a pandemia da COVID-19, por exemplo), quando pequenos e médios players, que diversas vezes têm ótima qualidade operacional, tendem a ser mais prejudicados por não possuírem economias de escala e acesso a crédito barato. Por consequência, cria-se um estímulo à consolidação do setor em âmbitos regional e nacional e tem-se como principais agentes as empresas com as qualidades descritas anteriormente, que acabam acelerando rapidamente sua expansão através da constante aquisição de operações menores a preços convidativos. Entre essas companhias, destacam-se:

- Rede D'Or, maior rede hospitalar do país, com aproximadamente 4% de market share em número de leitos e reconhecida por sua excelência de atendimento, com NPS de sua rede geral superior à média brasileira e de sua rede premium equiparável a hospitais renomados, como Albert Einstein e Samaritano;
- Grupo Notre Dame Intermédica, segunda maior operadora de saúde do país e que atualmente se encontra em processo de fusão com a Hapvida (maior operadora) para a consolidação do segmento de planos de saúde. Cabe ressaltar ainda que são operadoras verticalizadas, ou seja, contam com hospitais, clínicas e laboratórios próprios para a utilização de seus beneficiários, garantindo maiores ganhos de escala e participação ativa em todas as etapas da experiência de consumo de seus clientes;
- DASA, que tem atividade tanto no segmento de laboratórios (aproximadamente 60% de sua receita) quanto no hospitalar (cerca de 40% de sua receita), além de atuação por meio de sua plataforma digital NAV e em negócios ainda embrionários no Brasil, como de genoma; e
- Viveo, que atua na distribuição de insumos médicos, como materiais e medicamentos para hospitais e laboratórios brasileiros, além de atividades que complementem seu *core business*, como serviços de soluções logísticas para a cadeia de saúde e distribuidora de vacinas.

Petz

O mercado de petshop no Brasil foi um dos setores de consumo que mais se beneficiaram com a crise trazida pelo COVID, que causou um aumento na adoção de *pets* e de cuidados por seus tutores. A combinação desses elementos elevou o crescimento do setor de 5%

em 2019 para 22% em 2021, segundo o Instituto PetBrasil. O mercado de *pets* apresenta características muito interessantes como: (i) segmento que mais cresce dentre os demais do varejo no país, (ii) historicamente é um dos mais resilientes do setor, e (iii) é altamente fragmentado, com inúmeros pequenos players locais e ausência de um player dominante em toda a extensão nacional.

Acreditamos que a companhia Petz, recentemente listada em bolsa e capitalizada, continuará numa dinâmica de crescimento acelerado que deverá durar ainda por muitos anos, assumindo o protagonismo como a principal consolidadora do ramo, onde hoje é líder com somente 7% de *market share*.

Enxergamos a Petz se consolidando como o player dominante no médio prazo em função de suas diversas vantagens competitivas, muito fortes em várias frentes. Neste contexto, a companhia vem constantemente ganhando fatia de mercado, expandindo sua rede de lojas com uma estratégia que se apoia em um modelo de *megastores* altamente integradas com os canais digitais, tornando a empresa uma grande referência de varejista *omnichannel*. Outro fator de diferenciação da empresa é sua força de negociação com os fornecedores, que permite a aquisição de produtos com descontos maiores que os concorrentes. Além disso, a logística para entrega no *e-commerce* de sua principal categoria (alimentação), é bastante custosa e isso acaba se tornando uma barreira de entrada para os grandes *marketplaces* ou *players* puramente *online*, que não possuem lojas para servirem de *hubs* de entrega. Desde seu IPO, a empresa também fez aquisições estratégicas, que fortaleceram ainda mais seu ecossistema e a tornaram ainda mais preparada para crescer no varejo *online*.

Atenciosamente,
Equipe Rio Gestão de Recursos

