

## Relatório de Gestão – Mar/18

### Fundos Multimercados – Trading

Trading				
FUNDO	% MAR/18	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
RIO ARBITRAGEM FIM	-0,46	0,45	6,55	259,78
VS. CDI	-	28,46	74,88	107,01

ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE	% MAR/18	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
Caixa	0,54	1,59	8,63	257,43
Trading	-0,16	0,05	0,56	48,23
Long/Short	-0,23	-0,24	-0,35	0,00
Stock Picking (best ideas)	-0,45	-0,47	-0,21	11,07
Custos	-0,16	-0,48	-2,07	-56,96
<b>Total</b>	<b>-0,46</b>	<b>0,45</b>	<b>6,55</b>	<b>259,78</b>

início: 24/05/2006

Trading				
FUNDO	% MAR/18	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
RIO ABSOLUTO FIM	-1,33	-0,30	5,87	47,36
VS. CDI	-	-	69,15	106,95

ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE	% MAR/18	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
Caixa	0,54	1,58	8,60	45,58
Trading	-0,30	0,10	0,89	10,89
Long/Short	-0,46	-0,47	-0,69	-0,22
Stock Picking (best ideas)	-0,90	-0,96	-0,50	2,34
Custos	-0,20	-0,56	-2,43	-11,23
<b>Total</b>	<b>-1,33</b>	<b>-0,30</b>	<b>5,87</b>	<b>47,36</b>

início: 30/12/2014

No mês de março/18, o Rio Arbitragem FIM obteve rentabilidade de -0,46%. Já o fundo Rio Absoluto FIM (mesma estratégia do Rio Arbitragem FIM com 2 vezes as exposições) obteve retorno de -1,33%.

A estratégia **Trading** apresentou retorno negativo com a posição compradas no índice Ibovespa, BRF e opções de Petrobras.

As duas maiores operações da estratégia **Long x Short** apresentaram resultado negativo no período:

Compra de Bradespar PN x Venda de Vale ON – desconto atual entre o valor de mercado da holding e da operadora muito acima do justo, principalmente após a transformação ocorrida no controle acionário da Vale, que recentemente passou a deter somente ações ordinárias.

Compra de Lojas Americanas ON x Venda de Lojas Americanas PN - desconto atual entre as duas classes de ações da companhia não se justifica apenas por questões de liquidez;

Ambas operações apresentaram perda durante o mês de março, assim como ocorrido em outro Long x Short com exposição relativa bem pequena nos fundos (Compra de Brasil Foods ON e Venda de Ambev ON).

Liquidamos o par de Brasil Foods contra Ambev e estamos mantendo as demais estratégias em carteira dada a grande assimetria positiva de retorno que enxergamos ao longo do ano de 2018.

A estratégia **Stock Picking** foi a maior contribuição negativa para os fundos com destaque para posições compradas em Profarma. A estratégia é composta por uma cesta de ações que apresentava exposição de 4% do PL no Rio Arbitragem FIM e 7,9% do PL no Rio Absoluto FIM, no fechamento do mês. Nesse mês incluímos nossa tese de investimento em Profarma e os motivos que nos mantém resilientes com as perspectivas da empresa.

Player mais diversificado do setor de saúde do Brasil, com atuação em distribuição, especialidades e varejo, a Profarma iniciou suas atividades em 1961, atuando apenas na distribuição de produtos farmacêuticos. Em 2013, entrou no varejo, com a aquisição das marcas Drogasmil, Farmalife e Drogarias Tamoio. Em 2016, adquiriu a Rede Rosário, líder do varejo no Centro-Oeste do país. Atualmente atua em 15 estados com 10 centros de distribuição e 4 centros de atendimento. Em 2014, consolidou sua Unidade de Especialidades, através da criação da joint venture Profarma Specialty com a AmerisourceBergen Corporation (companhia americana com US\$ 19 Bilhões de valor de mercado).

O setor de farmácias no Brasil possui duas características bastante atrativas:

- 1) Demografia - Envelhecimento de nossa população (tendência demográfica secular), impactando positivamente a receita do setor por muitos anos;
- 2) Maior flexibilidade e velocidade no retorno financeiro de projetos de expansão - período curto para se construir uma farmácia (inferior a 1 ano) e investimento baixo, geram maior margem de segurança para as empresas reverterem expansão de projetos, caso haja qualquer deterioração no setor. Além disso, a maturação do investimento realizado tende a ser rápida.

Após o anúncio de capitalização ao final de 2017, aprofundamos a nossa análise dos fundamentos da empresa e progressivamente aumentamos nossa exposição ao “case”. A companhia vem passando desde 2013 por um movimento de transformação em sua estratégia de negócios, deixando de atuar apenas na distribuição, que possui margens de lucro bem baixas, e passando a focar seu crescimento no segmento de consumo e varejo (redes de farmácias). A lucratividade deste negócio é bastante alta, devido principalmente às características anteriormente citadas. O referido movimento coincidiu exatamente com a crise econômica do país, o que levou a companhia a se endividar acima do justo para realizar os investimentos necessários à mudança de foco e ainda sem a contrapartida em seus resultados operacionais. Parte relevante de suas aquisições foram feitas no Estado do Rio de Janeiro, ainda mais penalizado economicamente no período considerado. Além disso, a aquisição da Rosário gerou novo aumento de gastos não-recorrentes, principalmente com o fechamento de lojas deficitárias.

Sendo assim, o resultado obtido pela companhia ao final do ano de 2017 foi fortemente impactado por todas estas provisões e pelo aumento do custo de seu endividamento. Suas ações em bolsa seguiram pressionadas durante o mês de março/2018, período em que seu balanço consolidado do exercício passado foi divulgado. É importante ressaltar que estes números recentemente anunciados não contemplam a capitalização ocorrida neste trimestre (1T18), próxima de R\$ 330 milhões e que resolve grande parte do problema de seu endividamento. Além da entrada de recursos tornar sua dívida bem menor, a mesma está sendo alongada para um prazo maior, retirando de seu balanço o risco advindo de passivos de curto prazo. A capitalização em questão foi realizada em grande parte pela AmerisourceBergen, que aumentou significativamente sua participação relativa na composição acionária de Profarma, passando a ser sua maior acionista. O fato de uma gigante internacional assumir o controle societário muda completamente o risco de crédito e rating da nova companhia nacional, o que irá gerar outras revisões positivas em seus custos financeiros, com taxas mais competitivas. Outro ponto positivo é a robustez do novo controlador para que seu ciclo de transformação ao varejo ocorra sem riscos de falência, situação que poderia ocorrer caso a família Birmarcker permanecesse como majoritária. Importante salientar que a família continua no *management* do negócio, contribuindo com sua experiência adquirida no setor ao longo dos anos.

Estamos confiantes no “turn-around” econômico da empresa a partir do ano de 2018. Entre os principais pontos de melhora esperados para seus resultados, podemos citar como destaques:

- A recuperação das margens do segmento de distribuição após o recente aumento no preço dos medicamentos efetuado pela Anvisa, a fim de repor as perdas com inflação do ano passado;
- A consolidação do resultado do segmento de varejo em relação ao resultado total do grupo. A finalização do processo de fechamento de lojas não rentáveis e de baixas contábeis irá acelerar este processo;
- A maturação das lojas reformuladas contribuindo de forma positiva no crescimento das receitas e, ao mesmo tempo, demandando menores investimentos;
- Os ganhos de eficiência logística devido a inauguração de seu novo centro de distribuição no Rio de Janeiro;
- Por fim, a recuperação econômica do país esperada para os próximos anos, com novo ciclo de juros em patamares nunca antes atingidos. Esta situação é exatamente inversa à vivenciada pela Profarma entre os anos de 2013 a 2016, quando foi iniciado seu processo de transição;

Desta forma, a tese do investimento em Profarma tem como principal premissa o investimento em uma companhia excessivamente descontada em bolsa, que ainda precifica um endividamento financeiro não mais existente nos patamares do último trimestre de 2018. A mesma, agora capitalizada, entrará num momento de virada econômica ao longo dos próximos anos. Esperamos um processo bem gradual na melhora de seus resultados a cada novo trimestre. O esperado crescimento de lucros abrirá espaço para a boa valorização das ações, que entendemos ser um investimento de médio prazo, mas por outro lado com grande assimetria de retorno no tempo.

**Atenciosamente,**

**Equipe Rio Gestão de Recursos.**