

Carta do Gestor – 2T2019 – 6º Edição

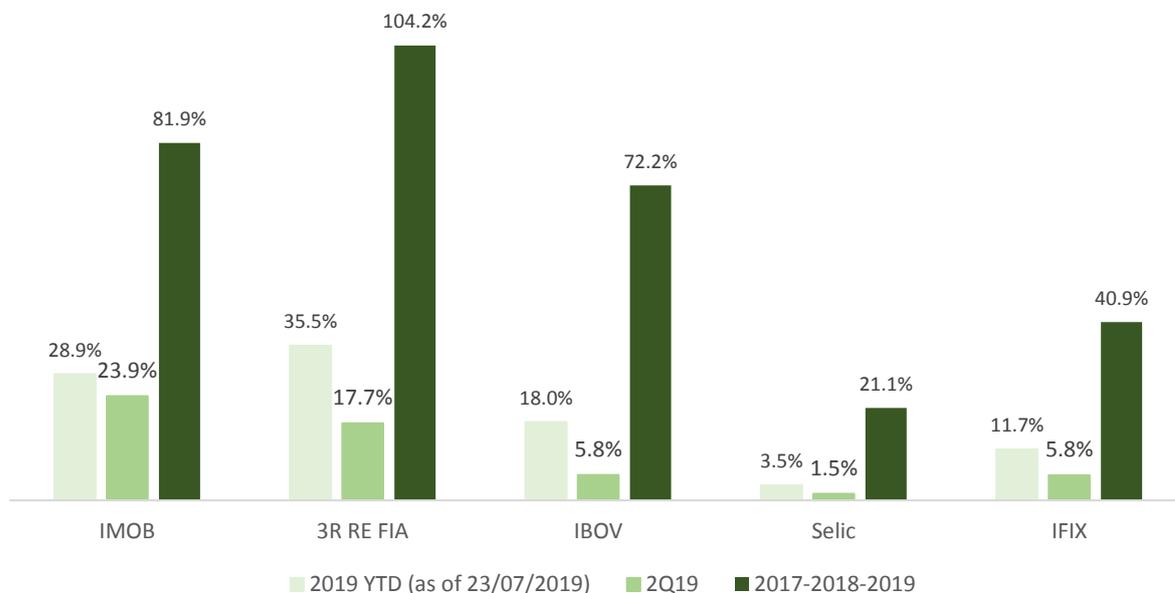
Prezado Investidor,

O 2Q19 foi positivo para o 3R RE FIA, e no mês de Julho, até o momento, esta tendência positiva ficou ainda mais acentuada. No trimestre o fundo teve performance de +18%, comparado à +6% do Ibovespa, +24% do IMOB e +6% do IFIX. No ano de 2019 o fundo acumula +35.5%, o IMOB +29% e o IFIX 12%.

Desde o início de 2017 o fundo teve performance de +104%, contra +72% do Ibovespa, +83% do IMOB, +41% do IFIX e +21% da Selic acumulada.

A aprovação em primeiro turno da reforma da previdência, com economia estimada para o período de 10 anos de aprox. R\$900.0 bi, sem dúvida foi uma ótima notícia, aumentando confiança de uma melhora na atividade econômica no país para frente. Junto a isto, tanto a nível global quanto local a tendência de inflação baixa e atividade econômica em desaceleração se consolida, levando a níveis de juros básicos muito baixos. Os mercados de ações no mundo todo reagiram positivamente a estes fatores, e o setor de construtoras no Brasil ainda mais.

Performance – 3R RE FIA x IBOV x IMOB x IFIX x Selic



A tendência do lado operacional das empresas continua positiva. Os números de performance operacional do 2Q19 que vimos até agora confirmam isto. Tudo o que esperávamos está acontecendo, com queda dos distratos, algum aumento das vendas brutas, e uma consequente melhora na velocidade de vendas.

Apesar do contexto bem positivo, e de uma expectativa de continuidade desta tendência, é importante chamar a atenção que o valor de mercado de algumas das empresas que cobrimos subiu muito e rápido, e no final do dia o que vale é o valor de mercado vis-à-vis a capacidade de lucro e geração de valor das empresas.

Temos algumas dúvidas mais “estruturais” sobre o nível de demanda a médio e longo prazos. O perfil demográfico piorou bastante e muito rapidamente nos últimos 5 anos no Brasil. Vemos muitos analistas/investidores com expectativa de que estamos em um início de ciclo como o de 2005/2006 – 2012. Não nos parece uma boa comparação. O nível de preços dos imóveis na partida agora é muito diferente, e demanda de uma maneira geral, de que estamos partindo hoje é também bem diferente do início do ciclo 2005-2012. Por outro lado, vamos ver o custo do financiamento em níveis mais baixos do que no ciclo anterior.

Neste contexto, nos parece difícil ter segurança sobre a sustentabilidade de níveis altos de velocidade de venda para frente. O mercado passou muito tempo com volume ofertado muito baixo, e no começo da retomada (que na nossa visão é o que aconteceu em 2018 e 2019 até agora) é natural uma maior velocidade. Mas de agora em diante, com todas as empresas voltando a lançar volumes maiores é que vamos ver o quão forte é a demanda e a que nível de preço de imóveis se consegue vender.

Quando lançamos o 3R RE FIA no final de agosto de 2016 nossa expectativa era ter um retorno entre 100% e 200% (dobrar ou triplicar o capital investido) num período de 3 a 5 anos. Como já comentamos antes, a retomada do setor foi mais lenta e difícil do que esperávamos, e o evento de Maio de 2017 (Joesley Day) tiveram um peso negativo muito relevante. Mesmo assim, nos aproximando de 3 anos do início, o fundo caminha para algo próximo do *bottom* de performance esperada. E considerando a perspectiva mais longa, entre 3 e 5 anos, nossa expectativa de retorno continua a mesma, nos parece possível e razoável buscar no mínimo algo próximo ao ponto médio da faixa indicada.

Qual o nosso cenário macro para o médio prazo (2019-2020)?

Desde o começo do ano nossa postura tem sido mais cautelosa, tanto pela preocupação com os desequilíbrios macro econômicos a nível global e à movimentação geopolítica relevante em curso, quanto por uma visão mais negativa em relação à profundidade do buraco em que o Brasil entrou, e consequentemente maior dificuldade de sair do mesmo.

A verdade é que os dados globais de atividade de alguma maneira efetivamente mostraram desaceleração. Mas especificamente nos EUA, apesar de parte dos dados indicar desaceleração, a parcela de dados referentes à emprego e vendas de varejo continuam saudáveis. Na China o

cenário é parecido, tivemos uma leva de dados que mostram desaceleração, mas medidas do governo para dar alguma sustentação à atividade econômica parecem funcionar.

Mesmo assim, o contexto nos parece perigoso, e mais propenso/suscetível a surpresas negativas. Continua valendo uma postura de cautela.

Na frente local, mesmo com a notícia muito positiva da reforma da previdência, continuamos preferindo evitar a empolgação e navegar o ciclo com oportunismo e cautela também, por algumas razões:

1. Não nos parece tão claro que teremos um fluxo tão grande de investimentos pós-reforma. Ainda existe bastante capacidade ociosa. No lado de infraestrutura, as perspectivas parecem bem positivas, existem vários novos projetos que deverão ser oferecidos por governos federal e estaduais. Mas o fluxo de investimento em projetos deste tamanho leva um bom tempo para se concretizar. Os projetos ainda estão sendo preparados para vir a mercado, o que deve levar o fluxo de recursos, contratações e compra de insumos para 2020/2021;
2. Não temos tanta certeza de uma grande melhora do consumo das famílias. Não é tão óbvio para nós o impacto da queda da Selic na demanda por crédito de pessoas físicas por exemplo.
3. Existe uma clara melhora estrutural/qualitativa acontecendo, com redução da presença do estado e maior participação privada. Alguns ativos já foram vendidos, seja venda direta de ativos operacionais ou de participação em empresas. A médio/longo prazo é muito positivo.

A curto prazo o impacto é neutro. Mas pode ser até negativo, como no caso de oferta de crédito, com a menor presença de bancos estatais.

A venda de ativos operacionais não necessariamente gera investimentos significantes de curto prazo. Às vezes, ao contrário, ajustes nas estruturas operacionais levam a redução de pessoal. A melhora qualitativa, de produtividade, no médio e longo prazo é clara, mas não gera melhora na atividade econômica/emprego no curto prazo.

4. Incertezas globais também podem ser positivas ou afetar negativamente o fluxo de investimentos para Brasil. Muitos preferem concluir que o fato do Brasil estar melhorando sua condição macro (potencial melhora fiscal com a reforma da previdência), num momento de piora global, vai tornar o país um alvo preferencial de fluxo de investimentos. Isto é possível, mas não nos parece certo.

A chave para nós é evitar qualquer euforia, apesar de um otimismo moderado com o momento cíclico e até estrutural em relação ao Brasil. Mas toda atenção é necessária com a economia global, e o Brasil não é uma bolha isolada a isto.

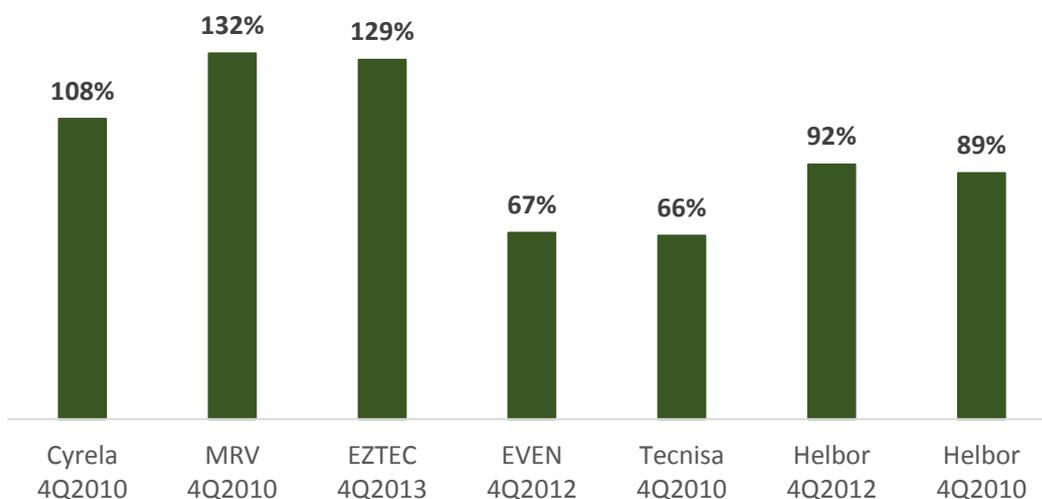
Recuperação do valor das empresas já foi significativo. É razoável acreditar que as ações do setor vão negociar a prêmio do NAV estimado em relação ao ciclo anterior? O mercado vai ser grande o suficiente para que as empresas gerem valor relevante proporcional ao seu valor de mercado?

Nosso universo de cobertura negocia hoje à 119% do NAV (119% se excluirmos a baixa renda – TEND3/MRVE3/DIRR3), comparado à 68% no 1Q18 (61% excluindo os 3 players de baixa renda).

O valor de mercado de várias empresas no nosso universo de cobertura já está próximo ao até acima do pico de *valuation* (medido como valor de mercado em relação ao NAV) do ciclo anterior.

Na carta passada publicamos o gráfico abaixo, que abordava exatamente este tema. Mas não esperávamos que os *valuations* fossem testar níveis próximos ou até acima do pico anterior tão rápido.

Preço/NAV no momento de pico de preço da ação

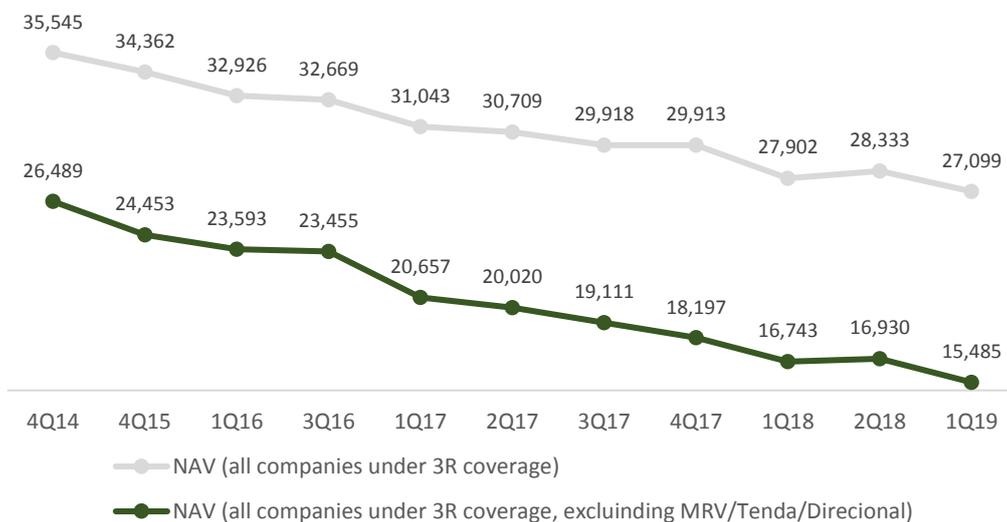


Fonte: 3R Investimentos e Bloomberg.

É razoável esperar que as empresas gerem valor daqui para frente. Mas aí surgem duas dúvidas:

1. Vão gerar valor relevante frente ao atual NAV e que compense o NAV realizado a cada trimestre?

NAV Evolution – R\$ mn



Fonte: 3R Investimentos e demonstrações financeiras das empresas.

A criação de NAV adicional, apesar de ser algo que deveria se esperar numa retomada de ciclo de crescimento, não é algo “automático” e dado como certo. Depende do volume de lançamentos e vendas sendo realizados no trimestre corrente, vis-à-vis o que está sendo realizado de NAV no trimestre.

2. Vão gerar NAV relevante quando comparado ao atual valor de mercado?

Não temos uma resposta definitiva, mas considerando os dados que temos e com o conhecimento histórico do setor, a assimetria agora não é tão claramente positiva, exige cuidado na alocação intra-setorial e no *stock picking*.

Talvez se acreditássemos que o menor custo de capital não fosse contrabalanceado por menor crescimento, poderíamos apostar com maior convicção em *valuations* bem acima do pico histórico recente.

No curto prazo o mercado parece “preferir” precificar o menor custo oportunidade (custo de capital) histórico, e de alguma maneira não considerar menor crescimento a médio/longo prazo. Mas isto pode/deve mudar em algum momento, por isto também toda a atenção é necessária.

Fizemos ajustes no portfólio desde nossa última carta

Fizemos vários ajustes nas carteiras, dado o movimento muito acentuado das ações de cada empresa no trimestre. **Concentramos nossas posições um pouco mais em apostas específicas que no nosso modo de olhar valor no setor ainda apresentam assimetria relevante de valuation, zeramos algumas posições e reduzimos outras.**

Não alteramos significativamente o balanço entre baixa e média/alta renda. Já tínhamos reduzido o peso de baixa renda há alguns meses, e agora fizemos um ajuste marginal na mesma direção (reduzindo baixa renda). No entanto, alguns players de média-alta renda já estão com prêmio razoável para o NAV, o que limita na nossa visão as opções que temos para alocar no fundo. Nosso portfólio, ponderado pelo peso de cada papel, está hoje à 0.86x do NAV.

Atenciosamente,

Equipe 3R Investimentos



As informações contidas nesse material são de caráter exclusivamente informativo. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos - FGC. É recomendada a leitura cuidadosa do regulamento e do prospecto do fundo de investimento pelo investidor ao aplicar seus recursos. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos e de eventual taxa de saída. Os investidores devem estar preparados para aceitar os riscos inerentes aos diversos mercados em que os fundos atuam e, conseqüentemente, possíveis variações no patrimônio investido. Este fundo utiliza estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas. Para avaliação da performance de qualquer fundo de investimento, é recomendável uma análise de período de, no mínimo, 12 (doze) meses. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura.