

Carta do Gestor – 4T2018 – 5º Edição

Prezado Investidor,

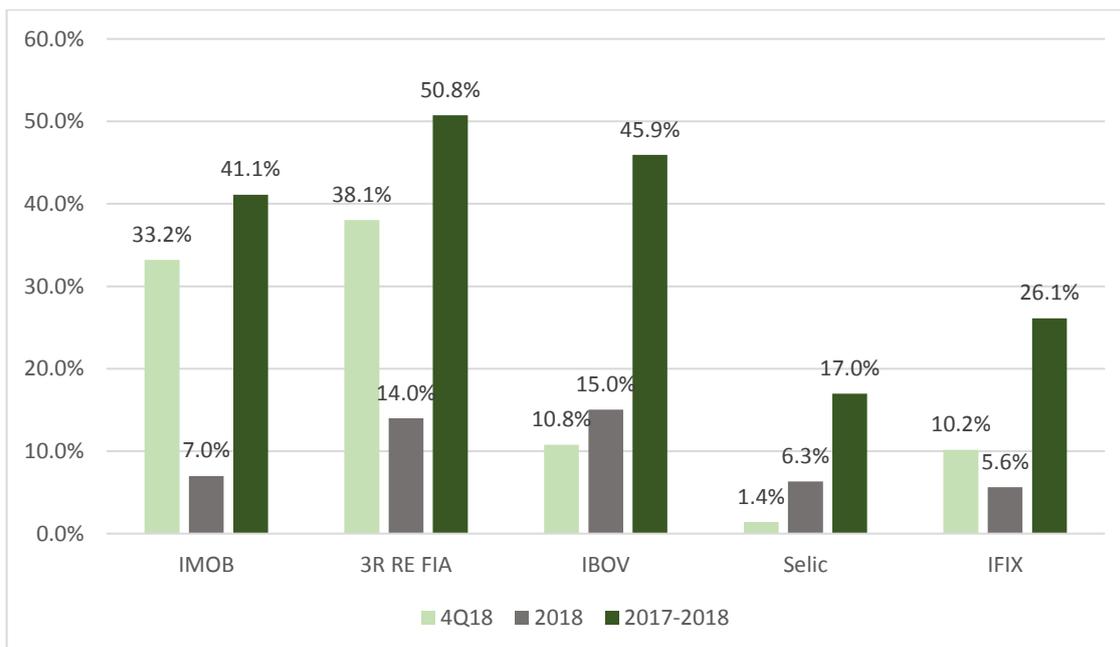
O 4Q18 foi muito positivo para o 3R RE FIA, mais do que revertendo um ano que vinha bem difícil para o preço das ações do setor imobiliário. Passada a eleição, e com uma perspectiva macroeconômica um pouco mais clara, as ações tiveram rápida correção de preços.

Mesmo com as muitas dúvidas ainda existentes em relação à capacidade política do novo governo e quando a efetiva aprovação (e com qual profundidade/conteúdo serão aprovadas) das reformas necessárias, só o fato de não termos a incerteza quanto à direção da política macroeconômica já é suficiente para justificar esta re-precificação na nossa opinião.

Junto a isto, tivemos a surpresa positiva de ver a nova regulamentação dos distratos aprovada no Senado Federal e sancionada nos termos originalmente aprovados na Câmara dos Deputados, em condições que consideramos melhores do que nós esperávamos quando as discussões começaram.

**Desde o início de 2017 o fundo teve performance de +51%, contra +46% do Ibovespa, +41% do IMOB, +26% do IFIX e +17% da Selic acumulada. Considerando este início de 2019 o fundo acumula +60% neste período. Tudo isto num contexto bem difícil para o setor durante a maior parte deste período e números contábeis ainda bem ruins.**

**Performance – 3R RE FIA x IBOV x IMOB x IFIX x Selic (Base 100 – 29/12/2016)**



A grande dependência de variáveis macro (e a incerteza alta em relação à evolução futura destas variáveis que tínhamos até a eleição), a menor liquidez das ações de maneira geral em relação aos anos de 2010-2012, e todos os ajustes específicos operacionais e contábeis por que passaram as empresas exacerbaram a volatilidade das ações do setor nos últimos anos. A performance do fundo trimestre a trimestre acaba refletindo isto. Acreditamos que uma tendência macro um pouco mais clara, junto com a convergência da melhora operacional com melhora contábil das empresas, esta volatilidade deve cair gradualmente ao longo do tempo.

Se olhamos a performance do fundo em 2 anos, conseguimos ver de maneira mais clara a proposta de valor do 3R RE FIA, sua atratividade quando comparada a Ibovespa e ativos do setor (IMOB e IFIX), mesmo num contexto que foi claramente pior do que o que esperávamos.

**Apesar da alta recente, as ações na nossa visão continuam muito atraentes e descontadas em relação ao valor dos ativos líquidos. E as perspectivas para 2019 são excelentes.**

**Como comentamos anteriormente, estamos nos estágios iniciais de um ciclo de criação de valor, fator que nos parece bem fora do radar dos investidores de maneira geral. Repetindo o que escrevemos na carta anterior, 2T18 já marcou uma importante inflexão (que está em linha com nossas expectativas). Foi o primeiro trimestre desde o 4T14 em que verificamos uma “criação de valor” considerando o agregado das empresas que acompanhamos. E mesmo só considerando as empresas focadas em produtos de média e alta renda, a variação no trimestre foi positiva. Esperamos que esta inflexão se confirme nos próximos trimestres também.**

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

Como comentamos algumas vezes, achamos sim bem relevante uma boa leitura do cenário macro local e global para tomar as decisões de alocação. Ainda mais considerando a influência do componente macroeconômico no setor imobiliário.

De maneira geral, continuamos com visão muito cautelosa com o que acontece globalmente, acreditando sim numa desaceleração relevante da atividade econômica. O lado positivo é que o custo do dinheiro não deve subir de maneira significativa, e a inflação deve continuar baixa, com viés deflacionário.

No campo local nosso cenário é positivo, mas claramente mais animado com melhoras microeconômicas relacionadas à desregulamentação, privatizações e novas concessões ao setor privado, e uma certa dúvida sobre a capacidade e a vontade política de aprovar reformar ditas “impopulares”.

Mesmo com algum ceticismo no lado político e de reformas, a economia vai melhorar. Juros continuarão muito baixos, e o ambiente já permite antever uma maior oferta de crédito, à custos mais baixos.

### ***Algo novo do lado operacional das empresas e do setor?***

De maneira geral, as notícias ao longo do trimestre continuaram positivas. Na parte macro que influencia mais diretamente o setor:

- i) Queda nas projeções de juros para 2019, dada a baixa inflação. E olhando o cenário global, preços de petróleo e etc, as probabilidades nos parecem mais para surpresas positivas do que negativas neste *front*;
- ii) Aprovação da regulamentação dos distratos;
- iii) poupança continua a captar recursos, e como consequência a disposição dos bancos para emprestar continua a crescer.

Já em relação a aspectos específicos do setor:

1. Tivemos as primeiras emissões de LIGs realizadas pelo Banco Santander, Banco Itaú e Banco Inter. Os montantes foram ainda baixos como era de se esperar, para testar o instrumento e a demanda dos investidores. Se o país for capaz de manter taxas de juros em níveis baixos no médio e longo prazos estes instrumentos vão ganhar cada vez mais relevância e representarão nova fonte de recursos para o negócio, o que é bem positivo;
2. As regras para a aplicação de recursos do MCMV foram ajustadas, limitando a quantidade de unidades do faixa 1,5 por empreendimento, a renda do tomador e ajustando subsídio em casos específicos. De maneira geral, o ajuste dá a sensação de criar mais sustentabilidade a longo prazo, e não foi muito fora do que o mercado esperava.

Em termos de desempenho de vendas deve ser um trimestre de razoável para bom. As eleições em outubro atrapalharam o 3Q e o começo do 4Q, mas passado isto o ambiente melhorou e ajudou vendas principalmente de lançamentos.

Também nos pareceu bem interessante dois movimentos de empresas anunciados durante o trimestre:

1. A Tecnisa anuncio parceria a gestora de *private equity* HIG para desenvolvimento em conjunto de projetos residenciais;
2. A Helbor anuncio parceria com o WeWork para aproveitamento de espaços comerciais ainda vagos;

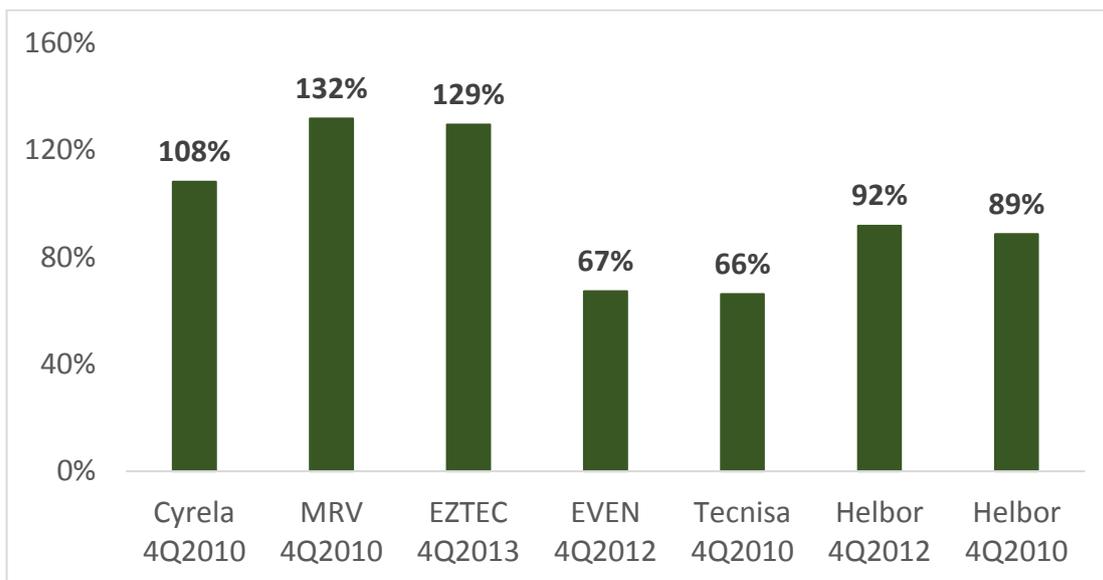
Os dois movimentos mostram o setor buscando se adaptar aos novos tempos em relação à demanda (por comerciais no caso da Helbor) e buscando suplantar limitações de capital para voltar a crescer e tentar entregar melhor rentabilidade (no caso da Tecnisa). Não marcam nenhuma grande virada ou mudança, mas uma proatividade e ajuste a um novo contexto para conseguir gerar mais negócios e serem mais rentáveis.

### ***É razoável acreditar que as ações do setor vão refletir o NAV estimado?***

Procuramos sempre fazer um exercício de autocrítica e de questionamento de nossas próprias teorias e ideias. Um dos pontos que pensamos recentemente é se seria razoável de esperar que os investidores de maneira geral, o tal mercado, precificaria as incorporadoras/construtoras em *valuation* próximo do NAV que estimamos.

A maneira que encontramos para tentar responder a esta dúvida foi olhar para o passado, e ver se em algum momento isto aconteceu. Escolhemos o período de pico de valor das ações de cada uma das empresas da amostra, calculamos o NAV naquele momento seguindo a mesma metodologia que usamos para estimar o NAV hoje, e fizemos a comparação com o valor de mercado naquele momento.

**Preço/NAV no momento de pico de preço da ação**



Fonte: 3R Investimentos e Bloomberg

Como podemos observar, algumas das incorporadoras negociaram até com prêmio sobre o NAV, o que nos parece normal para momentos em que se vislumbra criação de valor no futuro. A Helbor negociou muito próximo do NAV. EVEN e Tecnisa negociaram no pico perto de 70%.

Não encontramos uma explicação definitiva, mas algumas indicações do que influenciaria o quanto a ação negocia a preço próximo, prêmio ou desconto ao seu NAV. A rentabilidade da empresa naquele momento parece ser fator bem relevante. E a credibilidade da empresa/management, a percepção do investidor quanto à qualidade da empresa e suas perspectivas, também parece ser fator relevante.

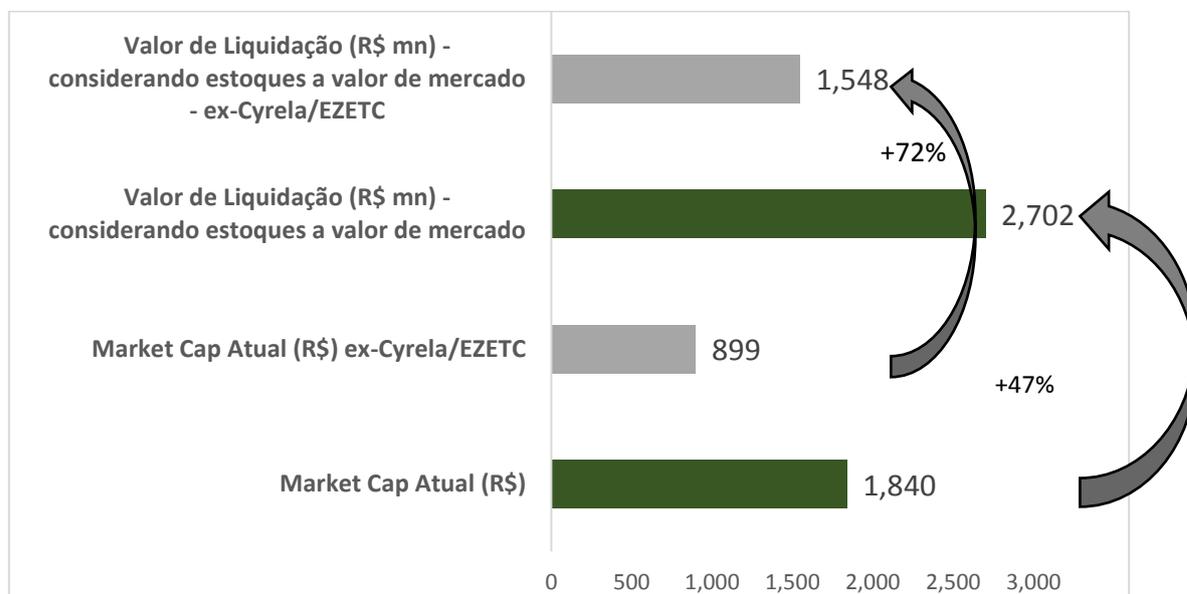
***Não fizemos grandes ajustes no portfólio desde nossa última carta***

O perfil da carteira do fundo mudou pouco desde a nossa última carta. **A posição de caixa está bem baixa, pouco menos de 5% e nossa exposição em empresas focadas na baixa renda foi reduzida, em favor das empresas focadas na média e alta renda que estão mais alavancadas, seja operacionalmente e/ou financeiramente.**

A assimetria de risco do negócio de baixa renda entre as incorporadoras/construtoras e a Caixa Econômica Federal (CEF) chama muito a atenção, e pode ser “ajustada” pela nova equipe econômica em algum momento nos próximos anos, em favor da CEF e de alguma maneira cobrando um “pedágio” das incorporadoras.

Analisando nossa carteira atual, a diferença entre o último NAV (dados contábeis do 3Q18 – não é possível ainda incorporar o 4Q18 que deve ter sido positivo, com nova criação de valor), segundo nossos cálculos, e o valor de mercado das empresas de nosso portfólio, continua indicando um potencial de valorização ainda muito alto. Nosso portfólio, ponderado pelo peso de cada papel, está hoje à 0.68x do NAV. Continuamos a acreditar que ao final deste ciclo que se inicia para as empresas vamos entregar uma performance bem atraente para os cotistas.

**Desconto para NAV**





## 3R Real Estate FIA

Comentário do Gestor

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.