

Carta do Gestor – 2º Semestre de 2024

O mercado financeiro em 2024

O mercado em 2024 apresentou desafios e frustrações, que se refletiram nos preços em quase todas as classes de ativos. Ações foram um destaque negativo e o desempenho do 3R Radix FIA foi abaixo da nossa expectativa e do nosso histórico (trataremos desse assunto com mais detalhes na próxima seção).

O tema que predominou no mercado em 2024 foi a situação fiscal brasileira. A aversão a risco pode ser atribuída à negação do governo federal em reconhecer a gravidade da situação. Já faz muitos anos que não produzimos superávit primário e o investidor já está cansando da falta de iniciativa das autoridades brasileiras em enfrentar o assunto. A indisciplina fiscal tem como consequência uma política monetária mais restritiva, o que contribui para que o Brasil tenha um déficit nominal de 10% do PIB. Segundo o jornalista William Waack, apenas “países em guerra apresentam um déficit dessa magnitude”¹. Evidentemente, não contribuiu para atenuar a situação a estratégia de comunicação do presidente, que optou por uma postura de confronto com o mercado financeiro. Historicamente, tanto no Brasil quanto em outros países, esse tipo de comportamento tem se mostrado altamente desfavorável para líderes que o adotam.

O debate sobre a sustentabilidade das contas públicas se arrasta desde 2023, quando o governo aprovou o novo arcabouço fiscal, bastante criticado, pois economistas respeitados projetaram que o resultado primário produzido sob as novas regras seria insuficiente para estabilizar a relação dívida/PIB². Em 2024 outro temor aflorou, a possibilidade de não cumprimento do arcabouço. Assim, entraram em pauta possíveis medidas para a contenção do gasto público. O ministro Haddad parecia solitário na luta contra a instabilidade fiscal e repetidas vezes prometeu que “na semana que vem o projeto de corte de gastos será divulgado”. Apesar de todo o suspense, o anúncio do ajuste não poderia ter sido mais decepcionante. Por meio de um pronunciamento em rede nacional, o ministro da Fazenda revelou uma outra medida não antecipada pelo mercado, de isenção de IR para salários mensais de até R\$ 5 mil. Essa foi entendida como uma promessa vazia, não estava pronta como peça legislativa e foi acompanhada do compromisso que será neutra do ponto de vista fiscal, pois estará atrelada a um aumento de IR para os “super ricos”. A leitura do mercado foi a pior possível, pois ficou a sensação de que o resultado combinado das medidas será uma expansão do gasto público. Enfim, o governo parece não ter dimensão da gravidade da situação.

A desconexão do governo com a realidade impactou amplamente o mercado. A taxa de câmbio sofreu uma acentuada desvalorização. A inflação persistente acima da meta obrigou o Banco Central a subir a taxa Selic a partir de setembro. As taxas de juros mais longas também se elevaram. No final do ano, o BC resolveu intervir no câmbio, vendendo parte das reservas de dólares. Essa medida foi criticada por boa parte dos analistas. As reservas são uma defesa do país contra crises geradas externamente. No entanto, a alta da moeda americana é provocada pelos equívocos domésticos, conforme relatado acima. Assim, não parece que a política da autoridade monetária seja acertada. O outro questionamento está no ritmo de utilização

¹ <https://www.estadao.com.br/politica/william-waack/o-governo-nao-se-adapta-a-condicoes-externas-e-domesticas-em-mudanca/>

² <https://braziljournal.com/despesas-obrigatorias-comprometem-o-arcabouco-fiscal/>

das reservas, que parece muito acelerado. Pesa sobre a questão o fato de muitos questionarem a verdadeira independência do novo presidente do BC, Gabriel Galípolo, que possui fortes laços com o governo.

A intervenção no câmbio trouxe uma consequência não antevista pela autoridade monetária. A cada leilão de dólares, as taxas de juros longas subiam fortemente. Parecia um recado do mercado: “se você colocar o câmbio fora do valor verdadeiro, eu ajusto o preço de outros ativos”.

Nesse contexto, testemunhamos a aversão a risco afetar, de forma intensa, o preço das ações. Algo compreensível, pois se o valor justo de uma empresa é o fluxo de caixa gerado no futuro descontado a valor presente, a elevação das taxas de juros implica na contração do preço dos ativos.

A parte mais crítica dos fatos narrados acima aconteceu em dezembro. Aguardemos 2025 para o desenrolar da “novela”.

O desempenho do 3R Radix FIA em 2024

Em 2024 o 3R Radix FIA obteve um desempenho de -13,55%, enquanto o Ibovespa acumulou -10,36%. Em 11 anos completos como fundo, esse foi o primeiro de desempenho negativo. Apesar de considerarmos o período de 12 meses muito curto para qualquer conclusão (na nossa opinião, 36 meses é o prazo mínimo para avaliar o investimento em ações), essa carta objetiva comentar o ano de 2024, portanto, concentraremos nossa análise aos 12 meses em questão.

As condições de mercados descritas na seção anterior afetaram o preço das empresas do nosso portfólio, o que contribuiu para o resultado abaixo do esperado, e aquém do nosso histórico, em 2024. No entanto, erros cometidos por nós também influenciaram no desempenho do ano.

Houve uma mudança significativa da carteira do fundo ao longo do ano, algo que foge muito das características da nossa gestão. Iniciamos 2024 com boa expectativa em relação ao nosso portfólio, mas no desenrolar do primeiro semestre, à medida que novas informações se tornaram públicas, nos vimos obrigados a rever alguns casos de investimentos. Os dois principais temas que nos levaram a reavaliar nossas posições foram endividamento e governança corporativa.

Em um país que possui os problemas fiscais relatados acima, as taxas de juros são muito altas, o que afeta tremendamente o resultado das empresas. Ainda assim, muitos executivos parecem bastante propensos ao risco, pois recorrem a um nível de dívida além do limite razoável para financiar as operações correntes e os projetos de crescimento. As decisões corporativas são baseadas em projeções sobre o futuro, tanto do desempenho operacional próprio, como do ambiente econômico. Não é um fenômeno raro o *management*, otimista, se equivocar nas estimativas. Quando isso ocorre, as consequências para as empresas endividadas podem ser desastrosas. O cenário mais desafiador pode sufocá-las financeiramente, as deixando sem alternativas.

Como agravante, quando a conjuntura econômica se deteriora, aumentando a aversão à risco, é comum as taxas de juros futuras se elevarem. As empresas alavancadas possuem um valor residual pequeno comparadas àquelas com uma estrutura de capital equilibrada. Do ponto de vista contábil, analisando o lado direito do balanço, o PL dessas companhias é bastante inferior aos valores mais sêniores, que vêm logo acima.

Assim, o efeito da abertura da curva de juros é em muito amplificado nas empresas endividadas. Em outras palavras, o preço dessas ações sofre mais em momentos de restrição financeira.

Consideramos a governança corporativa um quesito amplamente negligenciado pelo mercado ao avaliar uma empresa. Confessamos que até nos depararmos com as dificuldades do nosso portfólio em meados de 2024 também fazíamos parte desse grupo de analistas. É verdade que verificávamos vários pontos da governança, mas os desafios do ano passado nos obrigaram a aprofundar nossa pesquisa e melhorar o processo de investimento, conforme mostraremos adiante. Não é coincidência que o tema da nossa carta do 1S24 tenha sido governança corporativa³.

Provavelmente, o fenômeno mais comum no tema seja a comunicação das empresas listadas com o mercado. O investidor com frequência acessa a companhia para dirimir dúvidas sobre questões operacionais e financeiras, objetivando ajustar suas expectativas. Os executivos e a área de RI das companhias têm a tarefa de fornecer dados corretos, mas respeitando a regulação, pois não podem revelar informações materiais que ainda não sejam públicas, consideradas privilegiadas. Infelizmente, é comum os investidores não serem bem “guiados” pelos executivos, o que leva a surpresas negativas na divulgação de resultado. Nesses casos, o consenso entre os investidores é que a empresa “se comunicou mal com o mercado”. Na verdade, consideramos que ficar com a fama talvez seja o verdadeiro objetivo desse tipo de empresa, pois “se comunicar mal” nada mais é do que um eufemismo para a omissão de informação. Consideramos essa prática contraproducente, visto que cedo ou tarde a real informação vem a público e o efeito é ainda pior do que se a verdade tivesse sido revelada no tempo certo, pois além de ter que justificar o fato negativo, a reputação da companhia fica arranhada.

Sem dúvida, nos penalizamos pelos erros de julgamento, bem como a negligência na avaliação de pontos específicos no ano passado. No entanto, se faz necessário considerar o outro lado da moeda, o efeito prático da nossa acertada decisão de promover uma mudança significativa da carteira ao longo de 2024, que evitou perdas maiores aos cotistas do Radix.

O ajuste no portfólio se iniciou no 2T24 e foi concluído no trimestre seguinte. Para que se tenha uma ideia, se a carteira de 31/12/2023 fosse mantida até o final de 2024, a performance do fundo no ano passado seria de -31%. Da mesma forma, se o portfólio do final de abril fosse mantido, o desempenho no ano seria de -23%. A partir de junho, a parte mais relevante das mudanças já haviam sido implementadas.

As mudanças que evitaram um resultado ainda mais negativo em 2024 focaram na inclusão de empresas com as seguintes características:

1. Menor alavancagem financeira;
2. Capacidade comprovada de compor o capital ao longo do tempo. Muitas das empresas removidas do portfólio tinham como principal característica a dependência de um re-rating de mercado, ou seja, a expectativa de que o preço de suas ações aumentasse significativamente à medida que elementos específicos da tese de investimento fossem reconhecidos pelo mercado;

³ [3R Radix FIA – Carta do Gestor – 1º Semestre de 2024](#)

3. Executivos, conselheiros e controladores com comprovada reputação e histórico de conduta profissional e moral.

Nossa expectativa é que o recente aprendizado contribua para a performance dos próximos anos.

O portfólio do 3R Radix FIA

Todas as menções aos resultados financeiros e operacionais de 2024 dizem respeito aos nove primeiros meses do ano, tendo em vista que ainda não foram divulgados os resultados do 4T24.

3tentos Agroindustrial

Os resultados de 2024 foram muito positivos e a companhia mantém a trajetória de entrega de crescimento, conforme o prometido. Em especial, o 3T24 mostrou forte incremento de receita combinado com expansão de margem.

Nosso primeiro contato com a empresa foi no 1T21, quando a diretoria realizava as primeiras interações com o mercado, com o objetivo de realizar o IPO. Na época, a 3tentos justificava o aumento de capital para fazer frente a um ambicioso plano de crescimento. Apesar de ter mostrado uma notável evolução ao longo de mais de duas décadas de história, as operações da companhia se concentravam no estado natal dos fundadores, o RS. Com os recursos a serem levantados no IPO a 3tentos prometia a expansão para um novo mercado, o MT, com a abertura de oito novas lojas e a construção de uma nova indústria de processamento de soja, que produziria farelo e biodiesel (essa seria a terceira unidade industrial da companhia).

Difícilmente nos tornamos acionistas de uma empresa em IPO, pois há uma grande assimetria de informação, o que nos coloca em uma posição bastante desfavorável. Além disso, como se tratava de uma expansão ambiciosa e em um novo mercado, a prudência nos orientou a não realizar o investimento. No entanto, ficamos muito bem impressionados com as realizações da empresa e a diretoria nos transmitiu segurança e conhecimento do negócio. Assim, passamos a acompanhar de perto a evolução do novo projeto. A expansão foi entregue no prazo e dentro do orçamento, o que levou a 3tentos a apresentar considerável crescimento de receita, EBITDA e geração de caixa.

Em fevereiro/24, considerávamos que a empresa possuía os elementos que buscamos, ou seja, bom fundamento, margem de segurança e uma boa tese de investimento, o que nos permitiu incorporá-la ao portfólio do fundo. Poucas semanas depois, a empresa anunciou um novo projeto de expansão, também no MT, desta vez no Vale do Araguaia. Não apenas a empresa abrirá novas lojas, como entrará em nova linha de negócio, com a construção de uma indústria de etanol de milho. As obras seguem o cronograma e a expectativa é que a nova unidade industrial entre em funcionamento no início de 2026.

Diferentemente do que aconteceu em 2021, no IPO, agora temos muito mais confiança de que a expansão será bem-sucedida e que ocorrerá dentro do prazo e do cronograma.

Riscos: a nova indústria possui características muito distintas em relação aos negócios atuais da 3tentos. A produção de etanol depende da queima de biomassa para a produção de vapor e energia. Portanto, ter

acesso a esse material é fundamental para o funcionamento da fábrica. A 3tentos afirma que possui contratos de fornecimento de biomassa para a nova unidade.

Um subproduto do processo de produção de milho é o DDG (uma espécie de farelo), que pode ser utilizado para alimentação animal. Conseguir vender o DDG contribui para a viabilidade econômica do projeto. A empresa afirma que não terá dificuldade na venda do DDG, mas acompanharemos de perto essa questão.

Frasle

Os resultados entregues em 2024 foram bons, em linha com a nossa expectativa.

As atenções da empresa estão voltadas para a aquisição do Grupo Kuo, do México, que atua na produção e distribuição de materiais de fricção, segmento em que a Frasle possui enorme experiência, e também peças para motores. O Grupo Kuo permitirá a entrada em novo mercado, o incremento da exposição em moeda forte (que será superior a 50% da receita) e o aumento da participação do segmento de reposição de autopeças na receita consolidada, além de estar estrategicamente posicionada para exportação para os EUA.

A compra do Grupo Kuo é o maior da história da Frasle. Além disso, a companhia possui um ótimo histórico de aquisições de outras empresas, cuja bem-sucedida integração e captura de sinergias gerou significativo valor para os acionistas. Assim, nossa expectativa é de resultados bastante positivos para a Frasle nos próximos anos.

A incorporação do Grupo Kuo foi aprovada pelas autoridades mexicanas em janeiro/25.

As demais operações da companhia seguem uma boa trajetória de entrega de resultados e não vislumbramos quaisquer dificuldades nos próximos trimestres.

Riscos: As sinergias provenientes da aquisição da Kuo podem estar superestimadas pela Frasle, podem demorar para serem capturadas ou não se concretizarem. No entanto, dado o bom histórico de aquisições pela companhia e o tempo transcorrido para a análise da aquisição (a diretoria da Frasle manteve conversas com o Grupo Kuo por cerca de 2 anos), consideramos esses riscos baixos.

Sabesp

A Sabesp apresentou resultados positivos em 2024, mas esse não é o foco da nossa tese de investimentos. Nossa atenção está no desenrolar da privatização, ocorrida no ano passado.

A privatização foi acompanhada de uma nova regulação que, entre outras diretrizes, determinou uma nova e mais clara sistemática de cálculo da tarifa. Além disso, o governo do estado de São Paulo estipulou que a universalização do serviço de saneamento será concluída ao final de 2029, antecipando-se em relação ao estabelecido pelo novo marco do saneamento (2032).

O cálculo da tarifa da Sabesp depende da Base de Ativos Regulatórios (*Regulatory Asset Base* em inglês, ou RAB), que corresponde ao valor dos ativos operacionais da companhia. A universalização do saneamento depende da companhia realizar investimentos para ampliar a rede e do aumento da capacidade do tratamento de água e esgoto, o que implicará no crescimento da RAB. Além disso, a tarifa calculada sob a

nova regulação manterá o equilíbrio econômico da concessão, o que nos deixa confiantes de que os investimentos a serem realizados pela Sabesp serão devidamente remunerados.

Nossa tese é que a combinação de crescimento com bom retorno do capital investido gerará um volume muito atraente de valor ao acionista.

Riscos: a capacidade da companhia realizar um grande volume de investimento para viabilizar a universalização em um espaço de tempo relativamente curto (final de 2029). No entanto, tais investimentos não apresentam grande complexidade e acreditamos que a experiência da administração da companhia é mais do que suficiente para cumprir a tarefa.

Eletrobras

Os números apresentados pela Eletrobras em 2024 foram positivos. As atividades desenvolvidas pela companhia, geração e distribuição de energia, são relativamente previsíveis, o que elimina a volatilidade do resultado. Entretanto, as atenções do investidor estiveram voltadas para um possível acordo judicial entre a empresa e o governo federal.

A Eletrobras foi privatizada em junho de 2022, no governo anterior, mas a União manteve uma participação acionária na companhia. Em maio de 2023 o governo federal ajuizou uma Ação Direta de Inconstitucionalidade no STF, pleiteando maior participação na direção da companhia, além de questionar aspectos da governança. Desde então, governo e a Eletrobras negociam um possível acordo que possa acomodar os interesses das partes. A direção da companhia tenta incluir pontos que julga relevantes no acordo, enquanto o governo busca aumentar a participação no conselho de administração. O mercado especula sobre o possível resultado da negociação, o que interfere no preço da ação.

No início de dezembro, a Eletrobras divulgou um fato relevante em que listava os pontos em discussão com o governo, indicando que a negociação se aproxima de um desfecho. O acordo final deverá ser positivo para a companhia, uma vez que o governo ganhará apenas um assento no conselho de administração e um no conselho fiscal, o que não será suficiente para influenciar significativamente as decisões estratégicas da Eletrobras. Ou seja, a companhia seguirá gerida como uma empresa privatizada. Mais importante, o acordo prevê que a companhia será eximida de investir na conclusão da usina nuclear Angra 3. Isso é positivo, uma vez que esse empreendimento provavelmente gerará retornos negativos.

Do ponto de vista operacional, a Eletrobras segue evoluindo. Ao analisar o balanço energético da companhia, verifica-se um volume ainda considerável de energia descontratada, o que a expõe à volatilidade do preço de energia no mercado livre. Porém, como esse permanece em um patamar atraente, a Eletrobras tem incrementado o número de contratos fechados, o que torna o resultado mais previsível. Além disso, ainda há muita ineficiência herdada da época estatal, que deverá ser cortada ao longo dos próximos trimestres.

Como a negociação com o governo excluiu o adiantamento do pagamento da CDE, abre-se espaço no balanço para o pagamento de dividendos mais robustos, o que pode ocorrer em 2025, sendo, no entanto, mais provável em 2026. Com isso, a Eletrobras deverá se tornar uma pagadora de dividendos de destaque entre as empresas listadas na B3.

O setor elétrico brasileiro é bastante regulado, o que torna seu entendimento complexo. A isso soma-se o imbróglio do acordo entre a empresa e o governo, o que afasta o interesse do investidor, já avesso ao risco pela situação macro brasileira. O acordo judicial pode tirar um obstáculo para se investir na Eletrobras, ainda mais por se tratar da maior empresa de *utilities* no Brasil, uma porta de entrada para quem deseja se expor ao setor.

Consideramos a Eletrobras uma das maiores assimetrias dentre as empresas listadas. Dado o tamanho da empresa, a liquidez das ações e o nível de cobertura por analistas, não faz sentido que ela seja negociada com um retorno potencial tão atraente. Por esse motivo, é uma das nossas maiores posições.

Riscos: ainda existe a possibilidade do acordo com o governo não se concretizar. Nesse caso, imaginamos que a ADI deveria ser julgada pelo STF, cujo resultado é imprevisível. Entretanto, esse risco parece pequeno, tendo em vista a negociação bastante adiantada entre as partes e o interesse de ambas em concluir o processo. Outro risco é a Eletrobras não conseguir entregar a resolução das ineficiências herdadas da época estatal, algo que parece improvável, tendo em vista a baixa complexidade para a resolução dessas questões.

Neoenergia

Os resultados apresentados em 2024 foram sólidos, sem grandes surpresas, característica de uma empresa que opera nos três segmentos do setor elétrico (geração, transmissão e distribuição de energia).

Nos últimos anos a Neoenergia iniciou muitos projetos *greenfield* de geração e transmissão de energia. Para financiá-los, a companhia contratou dívida. As entregas finais dos ativos aconteceram em 2024, o que deveria levar a uma desalavancagem do balanço. No entanto, no leilão de transmissão realizado em meados de 2022, a Neoenergia surpreendeu e arrematou o maior lote, por um preço considerado alto. Isso acabou por atrasar o processo de desalavancagem para o segundo semestre de 2025.

Mesmo que os resultados entregues por essa última linha de transmissão sejam abaixo da expectativa, terão pouco efeito no resultado consolidado. Além disso, mais de 60% do EBITDA consolidado da companhia provém do segmento de distribuição de energia, altamente previsível.

A Neoenergia possui um bom histórico de entrega de resultados em um setor bastante estável. Nossa expectativa é que, a partir de 2026, a companhia se torne uma boa pagadora de dividendos.

Riscos: a Neoenergia poderia participar de forma indisciplinada em leilões de transmissão ou fazer oferta por ativos do setor que vierem a mercado. No entanto, tem se mostrado disciplinada, abstenendo-se de participar dos últimos três leilões de transmissão organizados pela ANEEL, pois avaliou que os retornos eram pouco atrativos. Além disso, não demonstrou interesse nos ativos recentes que foram colocados à venda, como a distribuidora Celg.

Petrobras

Os resultados entregues em 2024 foram positivos, como esperado.

Quando houve a troca de governo, no início de 2023, havia um grande receio de uma piora profunda e rápida na governança da companhia, fazendo com que as decisões de investimentos tivessem motivações políticas, deixando de respeitar a racionalidade econômica. No entanto, apesar de inegável piora da governança, a robusta geração de caixa da empresa foi preservada, o que garante os bons pagamentos de dividendos.

A dívida da Petrobras está em nível saudável e os resultados dos próximos anos parecem previsíveis. A empresa não está envolvida em grandes polêmicas e a expectativa é da continuidade do pagamento de dividendos, ainda mais quando a situação fiscal do Brasil não permite que o Tesouro renuncie à receitas. A verdade é que após os escândalos do passado, o sistema de governança melhorou muito, especialmente com a aprovação da Lei das Estatais. Além disso, a sociedade como um todo passou a acompanhar a empresa de forma muito minuciosa.

Negociada em níveis atraentes e com potencial de dividendos robustos, consideramos a Petrobras um ótimo investimento. A posição da empresa em nosso portfólio tem um peso acima da média.

Riscos: o principal risco está na queda acentuada no preço do barril de petróleo, o que poderia acontecer em caso de uma forte desaceleração da atividade econômica global. Por outro lado, os países membros da Opec+ poderiam impor corte na produção, objetivando o equilíbrio do preço do petróleo em patamares mais altos.

Além disso, um governo pressionado por queda de popularidade poderia tentar utilizar a companhia para políticas populistas. Porém, os dispositivos previstos na Lei das Estatais, no estatuto social da companhia e a possibilidade de ações judiciais nos EUA são verdadeiros obstáculos a esse tipo de iniciativa.

Multiplan

Os resultados de 2024 foram positivos, dentro do esperado. No entanto, o grande destaque do ano não foi a operação, mas sim uma transação societária envolvendo os controladores da companhia.

Os dois maiores acionistas da Multiplan eram, pela ordem, a família Peres, fundadora da companhia, e a OTTP (fundo de pensão dos professores de Ontário, província do Canadá). Em 2024, a OTTP comunicou à família Peres sua intenção de alienar sua participação na Multiplan. Um acordo de acionista, do qual ambas eram signatárias, dava à família Peres preferência na aquisição das ações a serem vendidas. O desfecho foi favorável para os minoritários: os Peres adquiriram uma parte das ações da OTTP, enquanto a maior parcela foi comprada pela própria companhia. Essa operação criou muito valor para os acionistas da Multiplan, pois as ações foram adquiridas não apenas a um preço abaixo do mercado, mas também abaixo do valor justo. Na prática, foi como se a empresa adquirisse uma participação em todos os shoppings do portfólio com um desconto considerável.

Do ponto de vista operacional, a Multiplan segue entregando bons resultados. As vendas dos lojistas continuam saudáveis e a receita apresenta boa tendência. A companhia desenvolve projetos que agregam valor aos ativos do portfólio, como a expansão do shopping Morumbi, em SP, e o desenvolvimento do empreendimento imobiliário *Golden Lake*, em Porto Alegre.



Riscos: os projetos de expansão e os empreendimentos imobiliários podem gerar retornos inferiores ao histórico da empresa. Entretanto, a trajetória da Multiplan é muito favorável e esperamos que os novos projetos gerem retornos atrativos ao acionista.

A atividade econômica pode arrefecer além do esperado, o que poderia impactar as vendas dos lojistas. Apesar disso, os shoppings da Multiplan possuem uma variedade enorme de lojistas e atualmente mais de 40% da receita provém de serviços, alimentação e entretenimento.

Vivara

Os resultados da Vivara superaram nossa expectativa devido à robusta evolução de receita e à margem EBITDA bastante saudável.

A empresa está implementando um plano de expansão da marca Life, focada na comercialização de joias de prata, cujo valor percebido pelo cliente é desproporcionalmente maior que o custo da matéria-prima. Em outras palavras, a margem bruta da joia de prata é bastante superior à das peças de ouro. Importante ressaltar que o ticket médio Life é significativamente inferior ao da marca Vivara, o que amplia o mercado endereçável e torna as peças “presenteáveis”. Assim, projetamos um de incremento no EBITDA nos próximos trimestres.

É importante lembrar que a Vivara é maior rede de joalheria do Brasil, com 350 pontos de venda, o que lhe confere uma escala incomparável. Essa vantagem competitiva possibilita que a empresa seja a única do setor a possuir uma fábrica no Brasil. Com isso, a Vivara tem maior agilidade na fabricação e consegue lançar um maior número de coleções anuais. O volume muito superior ao da concorrência lhe permite repassar o preço da matéria-prima com menos volatilidade, o que é importante em momentos de apreciação do metal ou desvalorização cambial.

Por outro lado, a governança corporativa apresenta pontos de atenção. Em 2024, o fundador da Vivara, membro do conselho de administração, foi mais atuante e houve duas trocas de CEO. Primeiramente, no início do ano, o antigo CEO renunciou e o próprio fundador assumiu. Poucos dias depois, ciente do impacto negativo da decisão, o fundador recuou e o conselho nomeou o então CFO ao cargo de CEO. No 4T24, ocorreu outra renúncia de CEO e o então COO assumiu a posição. Essa constante troca é algo excepcional. Além disso, o cargo de CFO está vago faz vários meses, o que nos faz indagar o que motiva a dificuldade em preenchê-lo.

Por outro lado, é inegável a capacidade empresarial do fundador da Vivara, que iniciou as atividades com apenas uma loja décadas atrás. Não se pode ignorar que a Vivara entregou resultados robustos em 2024 mesmo em meio a essas trocas de executivos.

A Vivara é uma empresa ímpar, capaz de apresentar crescimento combinado com alto retorno, o que proporciona uma atraente geração de valor ao acionista. Possui um balanço absolutamente saudável, com posição de caixa líquido, algo invejável, e desejável, para uma empresa de varejo.

A tese de investimento é simples, a margem de segurança é bastante sólida e esperamos uma melhor resolução das questões de governança para aumentarmos nossa posição.

Riscos: a governança corporativa continuar a ser um ponto crítico para a companhia, com o não preenchimento do cargo de CFO ou saída de mais algum executivo-chave. Por outro lado, a chegada de um executivo com um robusto histórico profissional para liderar as finanças da Vivara poderá ser muito bem recebida pelo mercado.

Carrefour

Os resultados do Carrefour em 2024 foram abaixo da nossa expectativa.

O Carrefour opera em três segmentos: o atacarejo, com a bandeira Atacadão, líder no Brasil; o varejo, que opera as lojas de hipermercado, supermercado, proximidade e conveniência; bancário, que fornece crédito para os clientes da varejista.

A segmento de atacarejo é o que mais cresce, não apenas no Carrefour, mas no Brasil. Apresentou bom desempenho e o único ponto que requer atenção é a evolução da margem das lojas abertas nos anos mais recentes. O banco entrega resultados consistentes, apesar de cíclicos, algo inerente à atividade. O varejo é o destaque negativo da companhia, apresenta margem comprimida e contração de receita.

O varejo enfrenta dificuldades em todo o Brasil, afetando quase todas as redes, já que esse formato perdeu força e sofre com a concorrência do atacarejo. O Carrefour experimenta o mesmo fenômeno, mas adotou iniciativas objetivando uma melhora no resultado do segmento, como a conversão de lojas para as bandeiras Atacadão ou Sam's Clube, ou fechamento de unidades menos eficientes, além de minucioso trabalho de gerenciamento de despesa. Com essas ações, a margem EBITDA do segmento começou a mostrar sinais de recuperação e esperamos que essa tendência continue em 2025.

O Carrefour possui uma proporção maior de lojas funcionando em imóveis próprios quando comparado a outras redes de varejo alimentício. Assim, a intenção da companhia é vender uma parte desses ativos, o que contribuirá para redução da dívida.

No entanto, o *valuation* pelo qual o Carrefour é negociado no mercado reflete uma exagerada dose de pessimismo. Para ilustrar, fizemos um exercício bastante simples e conservador para determinar o valor do atacarejo, afinal esse segmento representa cerca de 70% do EBITDA consolidado da companhia nos 9M24. Partimos do pressuposto de que o valor de mercado (preço do Carrefour na B3) seria equivalente ao valor justo. Somamos a dívida e as contingências e, em seguida, subtraímos os ativos. Para os imóveis utilizamos o valor informado pela empresa. Para o banco utilizamos o *book value*. Por fim, estipulamos valor zero ao segmento de varejo. O resultado obtido foi dividido pelo número de lojas do atacarejo e, surpreendentemente, o número encontrado é inferior ao custo de reposição. Ou seja, o mercado atribuiu ao segmento de atacarejo um valor inferior ao gasto para construir as lojas, o que é ilógico, dado que essas possuem estoque, geram receita e EBITDA.

Na nossa tese esperamos que o Carrefour entregue gradativas melhoras nos resultados trimestrais, impulsionados pelas iniciativas implementadas no varejo, maturação das novas lojas de atacarejo e, possivelmente, uma maior inflação de alimentos contribuindo para a margem.



3R Radix FIA

Riscos: persistência na ineficiência do segmento do varejo e uma maturação mais lenta das lojas de atacarejo. Não tem sido essa a tendência apresentada nos trimestres mais recentes.

EcoRodovias

Os resultados de 2024 foram muito positivos, sustentados por um tráfego muito robusto nas rodovias operadas pela EcoRodovias, com crescimento de 15,4% em relação ao ano anterior. No entanto, o que impactou o preço da ação, especialmente no final do ano, foi a atuação da empresa nos leilões de novas operações rodoviárias.

No 4T24, o governo federal e governos estaduais deram início a leilões de concessão de rodovias. A Eco, seguindo o que já havia manifestado publicamente, inscreveu-se nos certames que julgou atrativos. No segundo leilão mais relevante, o da Nova Raposo Tavares, a Eco sagrou-se vencedora. O que causou receio nos investidores foi maneira como se deu essa vitória: o lance da companhia, de R\$ 2,19 bilhões, foi R\$ 791 milhões superior ao da CCR, empresa que também é listada na B3, que operava o ativo anteriormente.

Em função dessa nova concessão e dos projetos em andamento, projetamos que a EcoRodovias atingirá o pico de endividamento em 2028, atingindo cerca de 4,5x o EBITDA. Esse valor, apesar de ser relativamente alto, é aceitável para a atividade desenvolvida pela Eco, que possui receita previsível e reajustada pela inflação e um grande volume de ativo no balanço. Contudo, a combinação da expectativa de aumento do endividamento, da vitória peculiar no leilão da Nova Raposo e da deterioração do cenário macroeconômico, que intensificou a aversão ao risco, resultou em uma significativa correção no preço da ação no final de 2024.

Por outro lado, a empresa manifestou que poderia fazer uma reciclagem de ativos, ou seja, venda de participação minoritária em concessões mais maduras, o que reduziria a alavancagem futura. Nossa tese de investimento não contempla essas vendas.

A EcoRodovias é uma ótima operadora de concessão rodoviária, possuindo um retrospecto altamente favorável. A margem de segurança é a maior do nosso portfólio e temos confiança no crescimento de EBITDA nos próximos anos.

Riscos: as premissas das novas concessões podem estar superestimadas, o que implicaria em retornos menores do que o projetado. No entanto, o histórico operacional da companhia reforça nossa confiança na futura geração de valor ao acionista.

Itaú Unibanco

Maior banco privado do Brasil, o Itaú dispensa maiores apresentações. Os resultados de 2024 foram muito sólidos, sua característica recorrente.

A nossa tese projeta que o Itaú mantenha o atual ritmo de crescimento, já que não existe um novo projeto a ser entregue nem uma ambiciosa expansão em curso. Nos últimos anos, seus principais concorrentes (nos referimos especialmente aos bancos de rede, com atuação no crédito para PF e empresarial) enfrentaram dificuldades e apresentaram resultados frustrantes. Reputamos essa enorme diferença à cultura corporativa



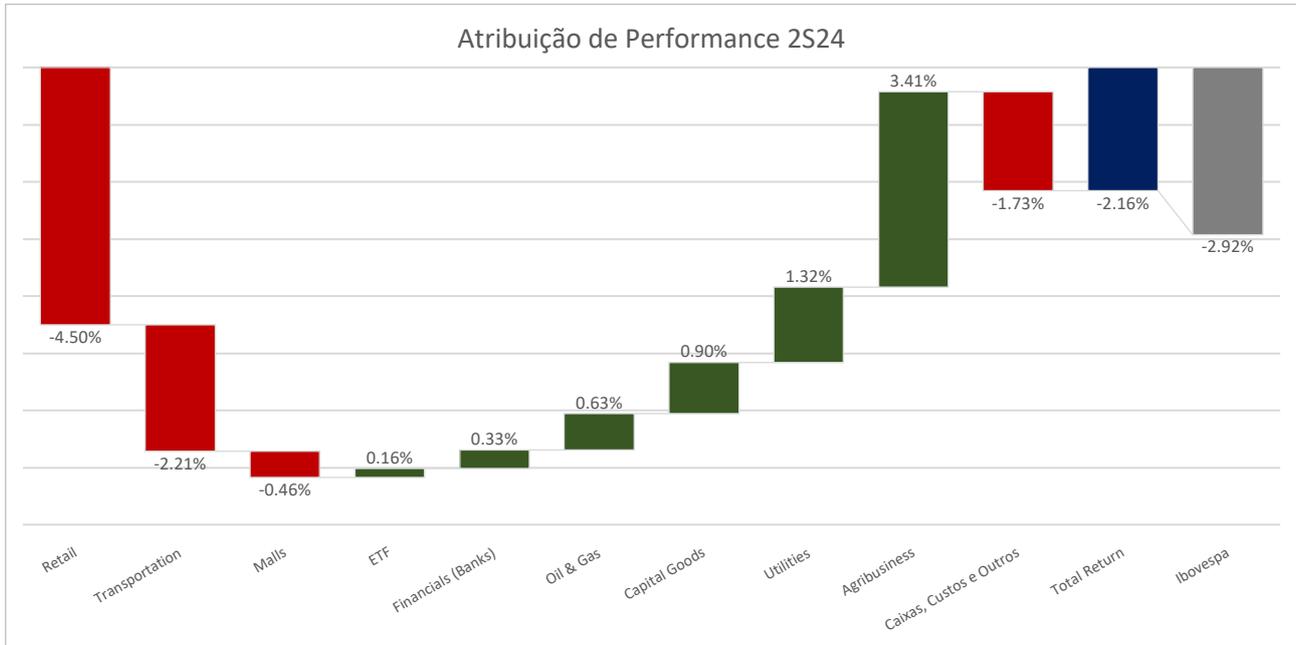
3R Radix FIA

muito superior do Itaú, que se destaca por controles bem mais eficazes e incentivos focados no crescimento que gere valor. Como consequência, o banco apresentou maior crescimento da carteira de crédito, melhores resultados de tesouraria, apurando um retorno sobre o patrimônio líquido muito superior ao da concorrência.

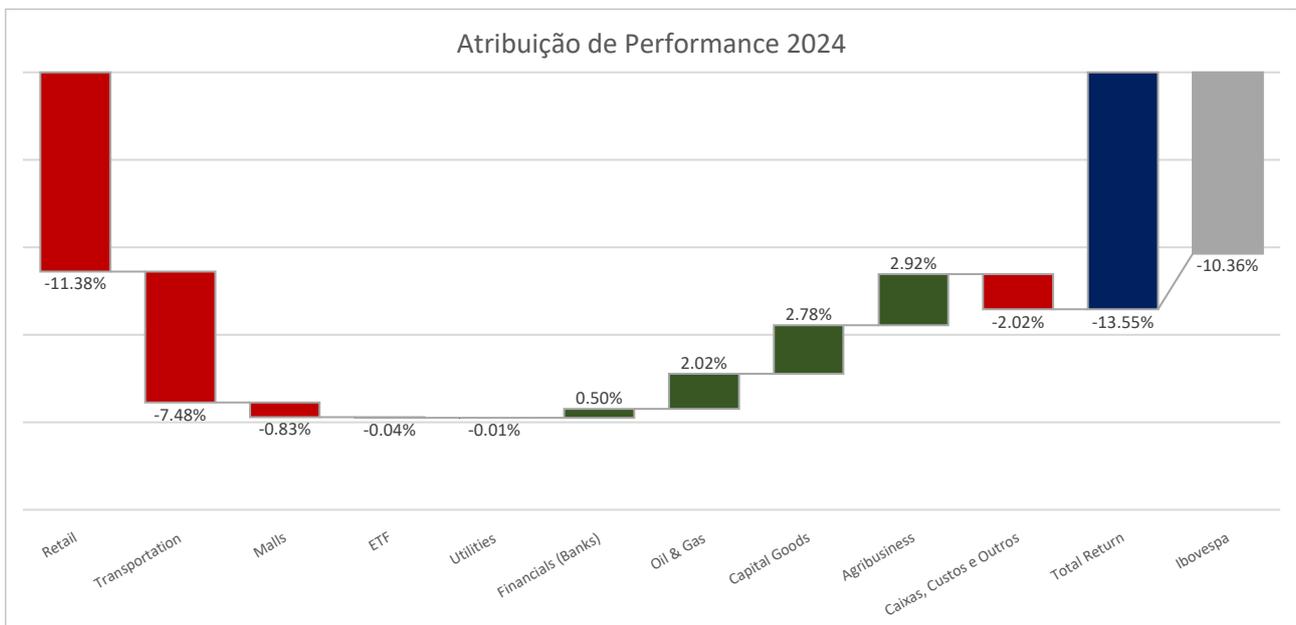
Apesar de não possuir o *valuation* mais atrativo do nosso portfólio, o longo e bem-sucedido histórico do banco mostra que subestimar a capacidade desse em compor o capital no tempo é uma aposta bastante arriscada.

Riscos: a piora do cenário econômico pode não estar bem orçada pelo banco, o que poderia implicar em piora na inadimplência e resultado de tesouraria abaixo do esperado. Entretanto, a diretoria do Itaú tem a capacidade de enfrentar cenários mais desafiadores e o longo histórico do banco corrobora com nossa expectativa.

Atribuição de Performance e Informações de Desempenho Histórico



Fonte: 3R Investimentos e Bloomberg



Fonte: 3R Investimentos e Bloomberg



INVESTIMENTOS

3R Radix FIA



Fonte: 3R Investimentos e Bloomberg

	jan	fev	março	abril	maio	junho	julho	ago	set	out	nov	dez	Ano
2013										0.51%	-0.91%	-0.50%	-0.90%
3R Radix FIA										3.25%	-3.27%	-1.86%	-1.98%
Ibovespa													
2014	-6.16%	1.25%	7.35%	0.86%	0.49%	1.74%	2.42%	2.82%	-3.45%	-1.52%	1.54%	-2.63%	4.13%
3R Radix FIA	-7.51%	-1.14%	7.05%	2.40%	-0.75%	3.76%	5.01%	9.78%	-11.70%	0.95%	0.17%	-8.62%	-2.91%
Ibovespa													
2015	-1.19%	3.79%	1.04%	3.24%	-2.88%	2.21%	-2.32%	-5.56%	-2.58%	5.23%	0.29%	0.09%	0.81%
3R Radix FIA	-6.20%	9.97%	-0.84%	9.93%	-6.17%	0.61%	-4.17%	-8.33%	-3.36%	1.80%	-1.63%	-3.92%	-13.31%
Ibovespa													
2016	-1.56%	-0.28%	6.13%	5.12%	-8.69%	3.52%	14.69%	1.18%	1.35%	13.55%	-1.77%	-2.88%	31.88%
3R Radix FIA	-6.79%	5.91%	16.97%	7.70%	-10.09%	6.30%	11.22%	1.03%	0.80%	11.23%	-4.65%	-2.71%	38.93%
Ibovespa													
2017	4.97%	8.30%	-2.54%	2.33%	-4.19%	0.20%	8.56%	8.03%	8.77%	-2.04%	-5.68%	6.68%	36.85%
3R Radix FIA	7.38%	3.08%	-2.52%	0.65%	-4.12%	0.30%	4.80%	7.46%	4.88%	0.02%	-3.15%	6.16%	26.86%
Ibovespa													
2018	9.42%	0.16%	1.78%	-2.68%	-10.83%	-6.15%	7.88%	-4.92%	0.17%	15.26%	1.74%	1.33%	10.92%
3R Radix FIA	11.14%	0.52%	0.01%	0.88%	-10.87%	-5.20%	8.88%	-3.21%	3.48%	10.19%	2.38%	-1.81%	15.03%
Ibovespa													
2019	14.75%	-2.41%	-0.75%	1.27%	2.05%	4.51%	2.21%	-0.22%	1.27%	1.02%	-0.56%	8.45%	35.07%
3R Radix FIA	10.82%	-1.86%	-0.18%	0.98%	0.70%	4.06%	0.84%	-0.67%	3.57%	2.36%	0.95%	6.85%	31.58%
Ibovespa													
2020	1.24%	-7.66%	-37.09%	16.13%	11.51%	14.42%	9.38%	1.84%	-7.47%	-0.69%	13.57%	7.34%	8.74%
3R Radix FIA	-1.63%	-8.43%	-29.90%	10.25%	8.57%	8.76%	8.27%	-3.44%	-4.80%	-0.69%	15.90%	9.30%	2.92%
Ibovespa													
2021	-1.99%	-1.73%	7.62%	3.13%	7.63%	1.18%	-3.02%	-2.26%	-4.45%	-8.16%	0.03%	3.45%	0.19%
3R Radix FIA	-3.32%	-4.37%	6.00%	1.94%	6.16%	0.46%	-3.94%	-2.48%	-6.57%	-6.74%	-1.53%	2.85%	-11.93%
Ibovespa													
2022	7.11%	-3.83%	9.87%	-4.48%	1.40%	-10.19%	7.34%	11.14%	0.03%	5.12%	-5.11%	0.35%	17.59%
3R Radix FIA	6.98%	0.89%	6.06%	-10.10%	3.22%	-11.50%	4.69%	6.16%	0.47%	5.45%	-3.06%	-2.45%	4.69%
Ibovespa													
2023	0.19%	-7.99%	-1.38%	4.63%	9.06%	8.08%	3.73%	-2.26%	0.43%	-6.65%	8.18%	2.38%	18.02%
3R Radix FIA	3.37%	-7.49%	-2.91%	2.50%	3.74%	9.00%	3.27%	-5.09%	0.71%	-2.94%	12.54%	5.38%	22.28%
Ibovespa													
2024	-7.32%	3.88%	3.01%	-5.69%	-4.78%	-0.78%	4.19%	4.92%	-2.72%	-1.28%	-2.61%	-4.30%	-13.55%
3R Radix FIA	-4.79%	0.99%	-0.71%	-1.70%	-3.04%	1.48%	3.02%	6.54%	-3.08%	-1.60%	-3.12%	-4.28%	-10.36%
Ibovespa													

O fundo foi transferido para 3R Investimentos em 22/6/2021, mantendo a política de investimento e filosofia de gestão

Fonte: 3R Investimentos e Bloomberg

Desde Início

3R Radix FIA	269.52%
Ibovespa	129.93%



Gestão de Recursos

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 da lâmina de informações essenciais, se houver, e o regulamento antes do investidor 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, consequentemente, 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.