



CARTA DO GESTOR

O setor do agronegócio tem ganho relevância na economia brasileira. Além de ter um perfil defensivo e resiliente, as empresas do setor apresentam importantes vetores de crescimento, baseados no ganho de produtividade e na expansão da área plantada.

COMENTÁRIO DO GESTOR

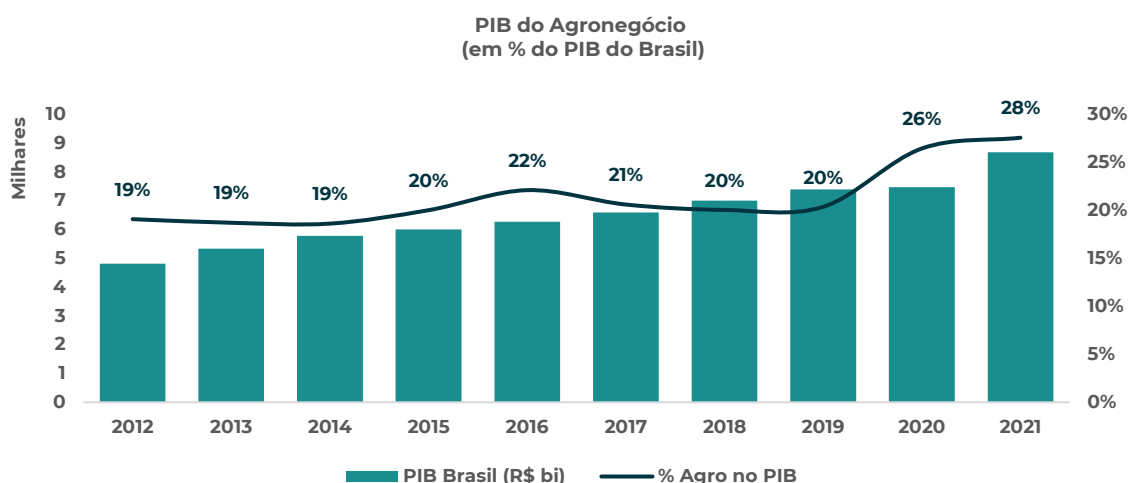
Desde a definição do processo eleitoral brasileiro, no fim de outubro de 2022, temos enfrentado um cenário econômico bastante conturbado e incerto. Apoiados por nossas equipes Macro e de Economia, temos debatido constantemente a respeito da variável econômica que consideramos ser a mais relevante para a performance do mercado acionário: a curva de juros futura. Um famoso *quote* do maior *value investor* que se tem conhecimento, Warren Buffet, vai nessa direção - “*Interest rates are to asset prices what gravity is to the apple. When there are low interest rates, there is a very low gravitational pull-on asset prices.*”

Por hora, tem sido uma tarefa árdua a de criarmos uma opinião estrutural sobre esse tema. Dada a falta de clareza quanto a essa importante variável, temos buscado investimentos em setores e companhias com perfil defensivo, resiliente e permeados por idiosincrasias, que os tornam menos dependentes da evolução do cenário macroeconômico brasileiro.

Nesse contexto, o setor do agronegócio se destaca, não só pelo seu alto crescimento, relevância na economia brasileira e resiliência ao longo dos anos, mas também pela qualidade das companhias listadas no Brasil. Vamos destinar a presente carta para explorarmos com mais detalhes esse tema.

AGRONEGÓCIO: A locomotiva do PIB brasileiro

Em 2022, o agronegócio representou cerca de 25% do PIB brasileiro, apresentando um relevante *superavit* na balança comercial do país da ordem de US\$ 142 bilhões. Ao longo dos últimos anos, o setor vem imprimindo um crescimento bastante expressivo (CAGR de 20 anos de 9,9%), cuja performance positiva chama a atenção em anos de contração econômica. Atualmente, o Brasil é o líder global na exportação de soja e carne bovina, além do 2º maior exportador de milho.



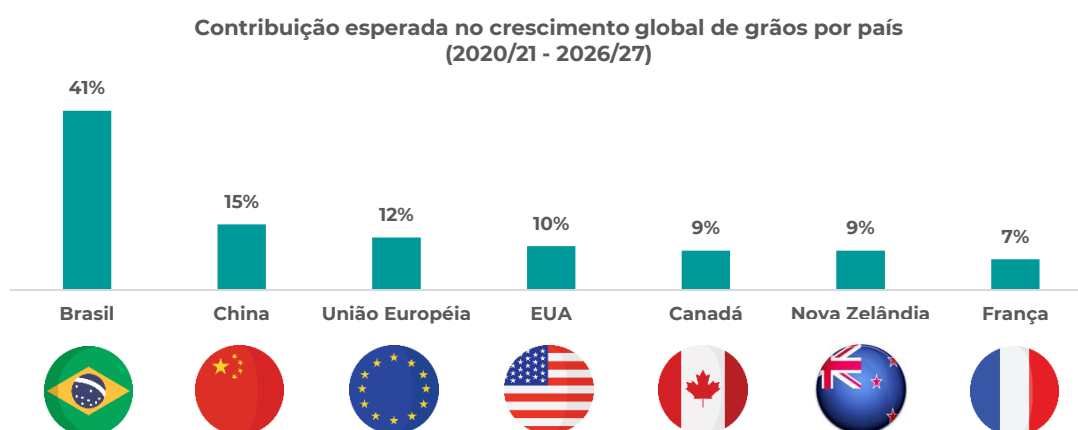
Fonte: Cepea/ESALQ

¹ “As taxas de juros são para os preços dos ativos o que a gravidade é para a maçã. Quando há taxa de juros baixa, há uma atração gravitacional muito baixa nos preços dos ativos.”

Gostamos bastante de algumas características do agronegócio brasileiro, a saber:

- 1) Exposição à importantes mercados internacionais;
- 2) Receitas em moeda forte;
- 3) Produtos com uma demanda crescente e menos elástica e;
- 4) Oferta limitada no mundo.

O Brasil se destaca globalmente por suas vantagens competitivas quase que irreplicáveis no setor, em especial o clima (condições bastante favoráveis de temperatura, vento e umidade, as quais nos possibilitam plantar mais de uma safra por ano numa mesma área) e a geografia (presença de terras planas e abundância de água). Nenhum país do mundo reúne condições tão favoráveis a um expressivo aumento de produção de grãos como o Brasil. Segundo as projeções da USDA, o Brasil isoladamente deverá representar cerca de 40% do aumento da produção global de grãos dos próximos 5 anos.



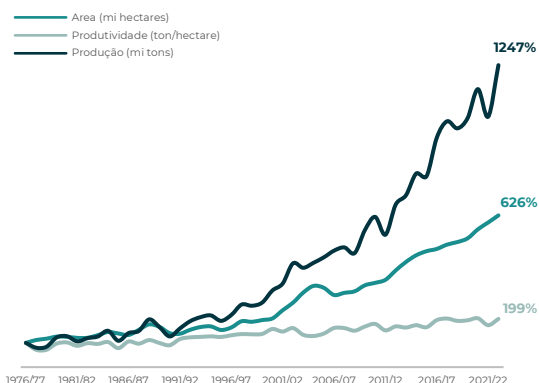
Fonte: USDA

Dois são os *drivers* capazes de explicar esse aumento de produção, tanto olhando para o passado, quanto o futuro:

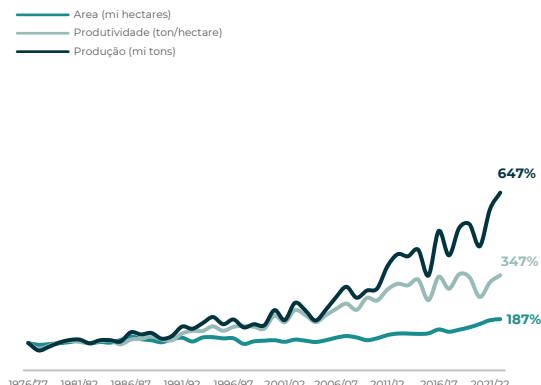
- 1) expansão de área plantada, via migração de área de pastagem, hoje ocupadas principalmente por criadores de gado e;
- 2) aumento da produtividade, especialmente via novas tecnologias em áreas diversas como o desenvolvimento de novos insumos agrícolas (sementes, fertilizantes e defensivos), novas técnicas de plantio e irrigação, maquinários mais modernos, novos sistemas de monitoramento, estudos do solo etc.

Nos gráficos abaixo, relativos ao crescimento histórico da produção brasileira de soja, milho e algodão, podemos observar o *breakdown* entre produtividade e expansão de área.

Soja

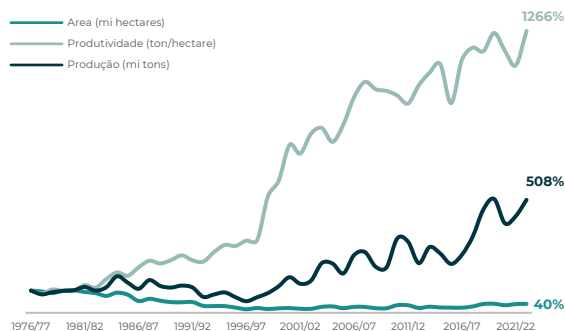


Milho



Fonte: CONAB

Algodão



Fonte: ABRAPA

Atualmente, acreditamos que duas companhias brasileiras e listadas na bolsa de valores encontram-se muito bem-posicionadas para capturar essas alavancas de crescimento do setor no Brasil: a SLC Agrícola e a 3Tentos.

Produtividade Agrícola: A SLC é uma das líderes desse movimento no Brasil

A história da agricultura sugere que tal atividade já existe há mais de 12 mil anos, sendo um dos processos mais importantes para o desenvolvimento da civilização humana. Inicialmente, a agricultura serviu essencialmente como forma de subsistência. A partir do momento em que as técnicas agrícolas evoluíram e passaram a gerar excedentes de produção, iniciaram-se as primeiras trocas comerciais. A agricultura industrial, baseada na produção em grande escala de diferentes culturas, ganhou destaque desde o início do século XX.

A agricultura industrial vem passando por diferentes fases evolutivas, a saber:

- 1) Agricultura 1.0 (1900-1950), na qual a mão de obra era familiar, com força de trabalho manual e tração animal, caracterizada por um baixo rendimento do campo;
- 2) Agricultura 2.0 (1950-1990), na qual vimos uma mecanização da força de trabalho, correção e adubação do solo;
- 3) Agricultura 3.0 (1990-2015), que foi marcada pela evolução da agricultura de precisão, uso de sensores, imagens de satélites e integração de sistemas e;

- 4) Por fim a fase atual, a Agricultura 4.0 (2015 – momento atual), que vem trazendo avanços relevantes nas áreas de biotecnologia e genética, bem como em técnicas de irrigação e monitoramento digital via softwares inteligentes.

No Brasil, uma empresa listada na bolsa há mais de 15 anos vem se destacando no assunto de produtividade no campo: a SLC Agrícola.

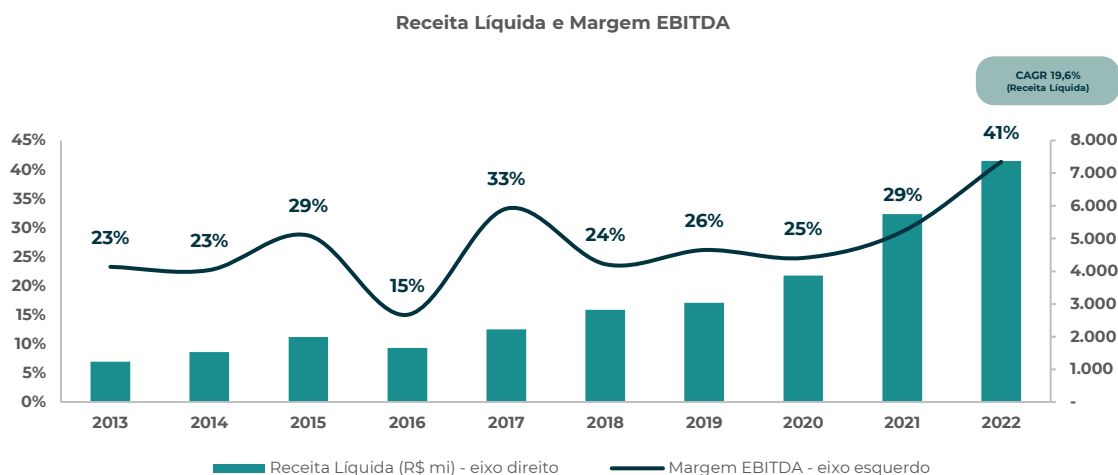
SLC Agrícola

A SLC é uma das maiores empresas de terras agricultáveis do Brasil, detentora de um portfólio de mais de 650 mil hectares. Adicionalmente, a companhia figura entre as maiores produtoras e exportadoras de soja, algodão e milho do país. O modelo de negócios da SLC passa pela aquisição de propriedades rurais de baixa produtividade, nas quais a companhia enxerga um significativo potencial de valorização imobiliária. A partir da implementação de diferentes processos e melhores práticas de gestão, desde a implementação de culturas de maior valor agregado até investimentos em infraestrutura e tecnologia, a companhia objetiva o incremento contínuo de produtividade de suas terras, e consequentemente sua valorização financeira. A empresa obteve um crescimento médio de valorização de suas terras em torno de 13.5% a.a., ao longo dos últimos 15 anos.

Enxergamos a SLC como um *play* imobiliário, somado a um carregamento bastante interessante a partir da produção de diferentes *commodities* agrícolas, um negócio bastante rentável e gerador de caixa. Do ponto de vista estratégico, a companhia tem buscado o crescimento de seu negócio a partir de uma mescla entre aquisição e arrendamento de terras. O arrendamento é uma forma de crescer a área plantada e a produção agrícola sem necessariamente imobilizar o ativo, uma estratégia bastante *asset light*.

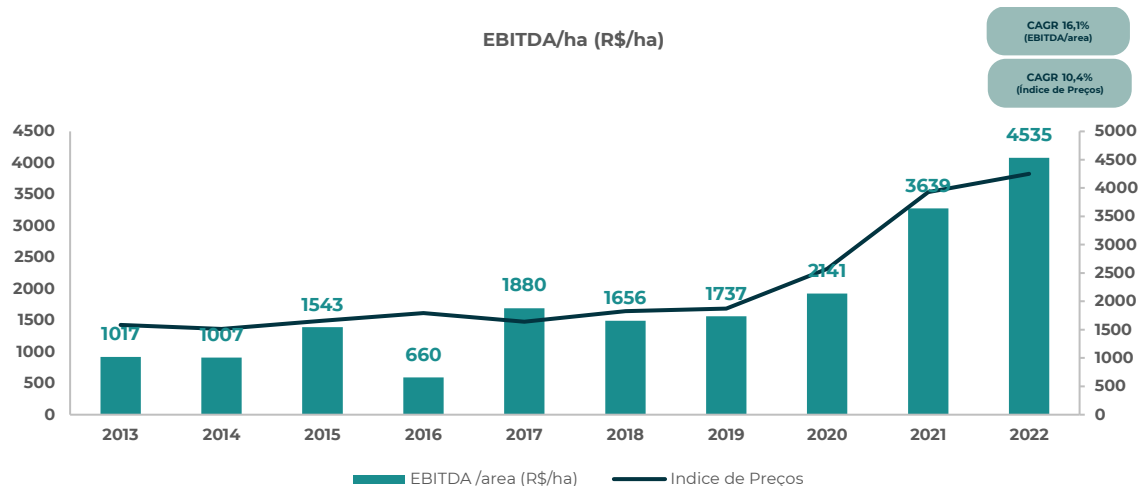
O ano de 2022 foi excepcional para a SLC, tendo a companhia atingido resultados recordes em suas principais métricas financeiras. A companhia entregou uma Receita Líquida da ordem de R\$7 bilhões, um EBITDA da ordem de R\$3 bilhões e uma geração de caixa de 995 MM, tendo distribuído mais de R\$ 500 milhões em dividendos (um *dividend yield* de cerca de 6%).

Abaixo, destacamos o expressivo crescimento de receita líquida (CAGR de 19,6%) e alta rentabilidade da companhia ao longo dos últimos 10 anos.



Fonte: SLC

Adicionalmente, podemos notar que seu EBITDA por hectare (uma métrica que traz a noção da rentabilidade da companhia por unidade de área) tem crescido acima do índice de preços² das principais commodities em que a SLC tem exposição.



Fonte: SLC; Elaboração própria.

Com relação a produtividade, a SLC vem se destacando tanto no Brasil, quanto no relativo a outros países produtores de commodities agrícolas, principalmente em relação a soja, onde a companhia é *benchmark* global. Acreditamos que, dado seu longo *track record* no setor agrícola, os relevantes investimentos que a companhia tem feito em diversas frentes e um time com muita experiência e conhecimento no setor, a SLC tem condições de ampliar essa vantagem competitiva ao longo dos próximos anos.

A tabela abaixo mostra a produtividade da SLC em relação aos maiores produtores globais de Soja, Milho e Algodão nas últimas três safras.

Produtividade SLC¹								
Soja			Algodão			Milho		
Produtor		Produtividade	Produtor		Produtividade	Produtor		Produtividade
Melhor Fazenda SLC	4778	Kg/ha	Melhor Fazenda SLC	1989	Kg/ha	Estados Unidos	10782	Kg/ha
SLC	3872	Kg/ha	China	1807	Kg/ha	Melhor fazenda da SLC	9342	Kg/ha
Brasil	3415	Kg/ha	SLC	1739	Kg/ha	União Européia	7498	Kg/ha
Estados Unidos	3340	Kg/ha	Brasil	1721	Kg/ha	SLC	6756	Kg/ha
Argentina	3019	Kg/ha	Estados Unidos	950	Kg/ha	China	6247	Kg/ha
China	1994	Kg/ha	Paquistão	572	Kg/ha	Brasil	5219	Kg/ha

Fonte: Formulário de Referência – SLC de 2022

O destaque de produtividade visto acima é fruto de muitos anos de aprimoramento de diversos processos de gestão, além de decisões estratégicas que tem se provado bastante acertadas. A SLC, cuja origem se deu no Rio Grande do Sul, decidiu migrar suas operações para o Centro-Oeste e o Nordeste, e atualmente tem operações em sete estados brasileiros. Essa diversificação geográfica acaba por trazer uma importante diversificação climática para a companhia, aspecto fundamental no sentido de criar um ambiente de menor volatilidade e mais previsibilidade em relação aos resultados da empresa.

² Índice de Preços = (50% x Preço do Algodão + 40% Preço da Soja + 10% Preço do Milho) em reais

Ao longo dos últimos anos, a companhia tem investido muito em pesquisa de solo e controle de pragas juntamente a seus fornecedores, universidades e órgãos de pesquisa agrícola. Adicionalmente, a SLC goza de uma total conectividade das 22 fazendas do grupo, garantindo acesso remoto e monitoramento real time da operação via imagem de satélites, além da captura de uma enorme quantidade de dados do campo. Essas e outras iniciativas têm sido capazes de trazer expressivos benefícios de produtividade e redução de custos à empresa, garantindo uma maior assertividade na aplicação dos insumos agrícolas.

Outro importante vetor ligado a tecnologia passa pelo SLC Ventures, o braço de inovação da companhia. Desde sua criação, a SLC já fez dois investimentos:

- 1) Pink Farms, startup de sistemas hidropônicos em fazendas verticais e;
- 2) Aegro, uma startup gaúcha com foco no desenvolvimento de software de gestão de fazendas e serviços financeiros.

Adicionalmente a seu *core business*, a SLC tem feito outros movimentos estratégicos bastante interessantes na cadeia agrícola, pavimentando novas avenidas de crescimento. A companhia entrou em 2018 no negócio de sementes, que vem ganhando relevância de forma acelerada e em 2022 entregou um EBITDA da ordem de R\$ 100 milhões e rentabilidade de 22,5%. Outro movimento mais incipiente diz respeito ao negócio de criação de gado, já tendo atingido um faturamento da ordem de R\$ 111 milhões em 2022, em que a companhia busca reduzir a ociosidade de suas terras e otimizar o retorno de seu ativo.

Acreditamos que, assim como essas duas avenidas citadas, existem diversas outras oportunidades de crescimento no ecossistema agrícola que a SLC possa explorar ao longo dos próximos anos. Temos um grande apreço pelo *management* da companhia, tanto por sua capacidade de identificar essas novas oportunidades, alocando capital de forma bastante eficiente, quanto por sua capacidade de execução.

Acreditamos que o investimento na SLC Agrícola tem um potencial de geração de retorno bastante atraente, na medida que traz exposição a um dos melhores e mais eficientes produtores de *commodities* agrícolas do país, com um time de primeira linha e um *valuation* bastante atrativo. Enxergamos a companhia negociando a múltiplos P/E^3 de 9x e P/NAV^4 de 0,8x para 2024, e uma TIR⁵ real implícita pelo DCF de 13% ao ano.

EXPANSÃO DA ÁREA PLANTADA: A 3Tentos está se posicionando para capturar esse movimento

A migração das áreas de pastagem/pecuária para agricultura é um outro vetor fundamental para o aumento da produção agrícola no Brasil. Atualmente, a área destinada à pastagem é quase 3 vezes maior do que a área destinada a agricultura, o que contrasta com os dados da CNA (Confederação da Agricultura e Pecuária do Brasil) de 2019, em que cerca de 68% da contribuição do agronegócio no PIB é oriunda da agricultura, enquanto apenas 32% vêm da pecuária.

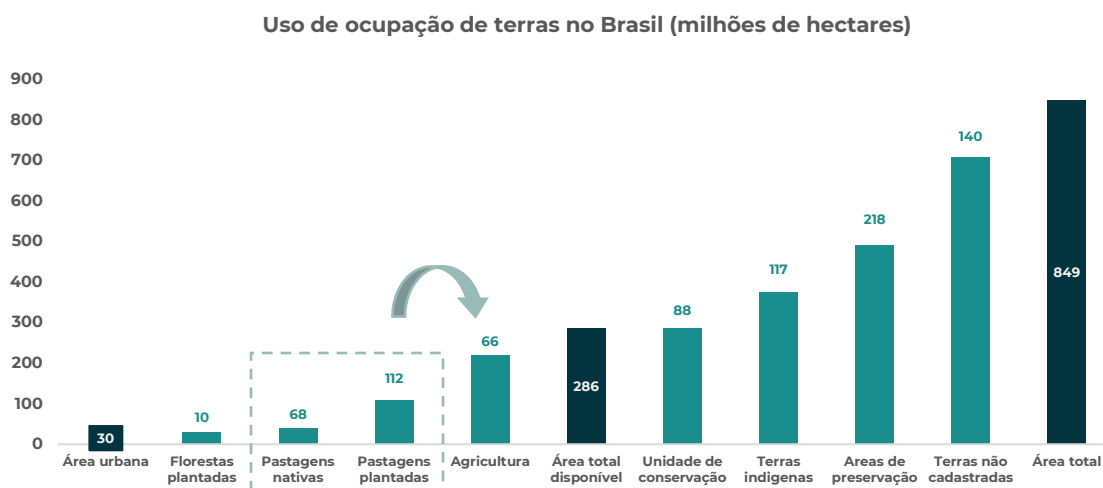
Dos diferentes usos da terra, cerca de 66% do território brasileiro é coberto por vegetação nativa (incluindo unidades de conservação, terras indígenas, áreas de preservação e terras devolutas e não cadastradas), 21% são pastagens nativas e

³ Preço/Lucro

⁴ Preço/Valor Patrimonial Líquido por ação. Valor Patrimonial = Valor das Terras + Maquinários + Capital de Giro – Dívida Líquida

⁵ Taxa Interna de Retorno

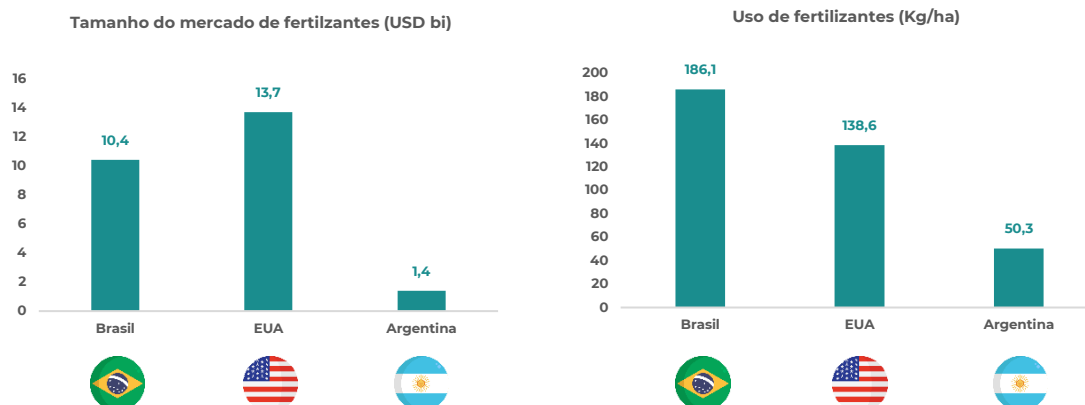
plantadas, 8% correspondem à agricultura e os 5% restantes são áreas de uso urbano e florestas plantadas. Nota-se a possibilidade de um crescimento bastante expressivo da área destinada à agricultura a partir da conversão de parte das áreas de pastagem.



Fonte: ABAGRP, SFB, Embrapa, IBGE, MMA, FUNAI, DNIT, ANA, MPOG

Uma terra de plantio recém-aberta a partir da conversão de uma área de pastagem leva, em média, 5 anos para atingir a sua maturidade produtiva. No caso das culturas do milho e algodão, por serem mais exigentes em termos de fertilidade, são necessários de cinco a oito safras para que se atinja o melhor nível produtivo, a depender das condições climáticas da região de implantação. Esse é o tempo necessário para que a terra atinja um nível satisfatório de fertilidade, obtido pela correção do solo a partir da aplicação de uma quantidade relevante de insumos agrícolas.

A demanda nacional por insumos historicamente tem sido bastante robusta e estável, com tendência de crescimento em linha com a expansão da agricultura no país. Em 2020, o Brasil consumiu mais de 40 milhões de toneladas de fertilizantes, segundo dados da Associação Nacional para Difusão de Adubos (Anda), ocupando um patamar de destaque no globo.



Fonte: Cepea, USDA, IBGE e CONAB

Os produtos de proteção de cultivo são substâncias aplicadas com o intuito de controlar pragas, doenças e plantas invasoras, que competem por luz e nutrientes. Os defensivos agrícolas permitem ao agricultor produzir mais de uma safra por ano no Brasil, o que seria improvável sem a utilização dessas substâncias. O país é o maior consumidor de defensivos agrícolas do mundo, por conta não só da sua liderança na produção agrícola global, mas também de seu clima tropical, uma vez que regiões quentes e úmidas são ideais para o desenvolvimento de pragas e doenças que podem afetar as plantações.



Fonte: Cepea, USDA, IBGE e CONAB

Somos entusiastas do crescimento de área plantada no país, o que deve impulsionar de forma significativa o mercado de insumos agrícolas ao longo dos próximos anos. Entendemos que a 3Tentos, uma das líderes na revenda de insumos do Brasil, vem se posicionando de forma bastante interessante para capturar esse movimento.

3Tentos

Fundada no Rio Grande do Sul há 28 anos atrás, a 3Tentos opera um ecossistema verticalizado e integrado do agronegócio brasileiro, o qual tem 3 pilares principais:

- 1) Rede de revenda insumos agrícolas (a partir de 57 lojas em 2 estados);
- 2) Indústrias de óleo de soja, biodiesel e farelo de soja e;
- 3) Comercialização de grãos.

Esse é o que a companhia denomina de ecossistema 3Tentos: o varejo origina os grãos através de uma operação chamada *barter*, na qual a companhia vende os insumos e recebe como pagamento parte da produção do agricultor. A comercializadora, através de sua estrutura de armazenamento, recebe os grãos para limpeza e secagem, e posteriormente realiza sua venda para as grandes *tradings*. A indústria, através do esmagamento da soja, produz e distribui os produtos citados acima.

O histórico de resultados financeiros da 3Tentos é bastante impressionante. Desde 2012, a companhia entregou CAGR de Receita Líquida, *EBITDA* e Lucro Líquido da ordem de 30%, 32% e 46% a.a respectivamente, com um retorno sob o capital investido médio do período na casa dos 20%. Em 2022, a empresa chegou a uma Receita Líquida e um *EBITDA* de R\$6,9 bilhões e R\$ 620 milhões respectivamente.

A 3Tentos realizou o seu IPO na B3 em julho de 2021. Após quase 30 anos operando exclusivamente no estado do Rio Grande do Sul, a companhia iniciou o seu processo de expansão para o Mato Grosso. Em um primeiro momento, foram abertas 5 lojas de insumos, uma unidade industrial para a produção de farelo de soja e biodiesel, além

de uma estrutura para escoamento e comercialização dos grãos. O estado do Mato Grosso é uma região bastante estratégica para a 3Tentos, não só pelo fato de ser a maior fronteira agrícola do mundo, mas também por ser a região com o maior potencial de expansão de área plantada do país. Dado o longo *track record* da empresa operando o negócio de insumos agrícolas de forma bastante rentável e eficiente, além de um profundo conhecimento prévio da região (a família fundadora também é produtora de grãos no estado há mais de 20 anos), acreditamos que essa avenida de crescimento tem um expressivo potencial de geração de valor para a companhia. O *ramp up* dessa operação tem sido bastante acelerado. Em 2022, com menos de 2 anos operando no estado, cerca de 15% da receita líquida total do varejo de insumos já veio do Mato Grosso, ao passo que, para 2023, a meta é de atingir a marca dos 20%. Importante notar que tal marca tem a expectativa de ser atingida com apenas 8 lojas no estado, frente as 57 lojas do Rio Grande do Sul.

A companhia teve um ano de 2022 desafiador. O Rio Grande do Sul enfrentou sua maior quebra de safra das últimas décadas (cerca de 58% da produção total), o que afetou de forma bastante relevante a margem da indústria da 3Tentos. Apesar da volatilidade climática do estado ser um fato conhecido, uma quebra de safra dessa magnitude é um evento raro. Mesmo nesse contexto, a empresa conseguiu entregar resultados bastante consistentes, com um crescimento ano contra ano de 30% e 26% de EBITDA e Lucro Líquido respectivamente, em parte ajudados por uma alta no preço das commodities agrícolas, mas também mostrando a resiliência do modelo de negócios verticalizado e integrado da companhia. Apesar de resultados financeiros aquém do esperado, do ponto de vista estratégico 2022 foi um ano bastante importante para a 3Tentos. A companhia expandiu a capacidade produtiva da planta de esmagamento de soja em Cruz Alta (RS), também tendo avançado na construção da nova planta industrial de Vera (MS), que deve começar a operar já no primeiro semestre de 2023. Adicionalmente, a companhia acelerou de forma significativa o seu plano de abertura de lojas, especialmente no Mato Grosso, antecipando a conclusão do plano de aberturas de 2025 para 2023.

Além das oportunidades estritamente micro da 3Tentos, recentemente o Conselho Nacional de Política Energética (CNPE) aprovou uma resolução que estabelece em 12% o teor de mistura obrigatória do biodiesel no óleo diesel fóssil a partir de abril de 2023 (frente aos 10% atuais), além do aumento para 15% de forma progressiva até 2026. Vemos esse evento como bastante positivo para os produtores de biodiesel, na medida que deva acelerar a demanda e criar um ambiente de preços bastante favorável ao produto.

Entendemos que a 3Tentos é atualmente uma oportunidade de investimentos bastante interessante dentro da bolsa brasileira e do setor do agronegócio, na medida que une elementos que nos atraem: uma empresa de dono, tocada por um time de gestão bastante qualificado, com um modelo de negócios de altos crescimento e retorno sob o capital investido e negociando a um *valuation* bastante descontado (8x P/E 2024 e taxa interna de retorno⁶ de 3 anos da ordem de 24%).

⁶ Taxa Interna de Retorno – saindo a 10x Lucro do ano seguinte em 2026

CENÁRIO ECONÔMICO

O mês de março foi repleto de eventos, com importantes implicações para os preços dos ativos e para nossa visão de cenário para 2023.

Nos EUA, a aceleração da atividade observada no começo do ano ganhou novos capítulos no início de março, com mais dados de consumo acelerado, mercado de trabalho aquecido e pouca desinflação em serviços. No seu testemunho no Congresso do começo do mês, o presidente do FED fez um discurso mais duro, que sinalizava uma aceleração do ajuste da taxa de juros, de volta para os 50 bps. Apenas dois dias depois desse discurso, a notícia de corrida bancária a um banco da Califórnia provocou uma grande reviravolta na perspectiva de juros por lá. Sobre esse evento bancário, há que destacar a agilidade de articulação entre Tesouro e FED, que já no final de semana do evento disponibilizou uma linha de empréstimos para bancos, injetando liquidez no sistema. Na última reunião do FOMC, o FED confirmou a alta de 25 bps, sem alterar a perspectiva da taxa terminal, mas sinalizando uma expectativa menos otimista para o crescimento do PIB. A agilidade e profundidade da ação das autoridades parece ter estancado o que poderia gerar uma ruptura no sistema.

Daqui para frente, esperamos que a economia americana passe por uma contração de crédito mais severa, com bancos regionais perdendo depósitos para a rentabilidade dos fundos de *money markets* ou para a segurança dos bancos grandes. Se considerarmos um ambiente sem grandes rupturas, o mais provável é que o mercado de trabalho siga apertado, o que deve fazer com o FED siga na sua trajetória de aperto de condições financeiras. No entanto, o evento bancário deve colocar peso no argumento de que será preciso agir com maior cautela, enquanto se aguarda a completude do efeito defasado da política monetária. Esperamos uma alta adicional de 25 bps na próxima reunião, seguida de um período de estabilidade. A recessão deve vir, mas por ora, os sinais são de que ela será moderada e, nesse sentido, não haverá espaço para rápida reversão da política monetária.

Na Europa, em meio a natural apreensão envolvendo as negociações da compra do Credit Suisse, o ECB manteve seu “plano de voo”, entregando mais uma alta de 50 bps, levando a taxa de juros para 3,0%. A atividade da Zona do Euro segue surpreendendo positivamente, com os PMI's indicando importante aceleração da economia de serviços, no próximo trimestre. A inflação está em queda, com núcleos mostrando taxas resilientes. Em uma região onde a política monetária começou a ser ajustada mais tardiamente, a perspectiva de desaceleração está mais distante, por isso, prevemos novos ajustes de 25 bps, nas próximas duas reuniões do ECB.

A China segue em reabertura e os números para a economia de Serviços estão melhores que o esperado. Os sinais também são de retomada mais intensa do setor imobiliário. Os economistas seguiram elevando suas projeções de crescimento em 2023, aproximando-se da nossa visão inicial de expansão na casa dos 6%. Dito isso, o contágio para outras regiões, até mesmo na própria Ásia segue bem modesto.

No Brasil, o mês foi de expectativa em torno do anúncio do novo arcabouço fiscal. De maneira geral, a nova regra não é tão rígida como o antigo Teto de Gastos, mas reduz as caudas, ao limitar o crescimento do gasto a um intervalo. Nossos exercícios sugerem que a relação dívida/PIB seguirá crescendo até meados da próxima década. A lógica de vincular o crescimento da despesa a uma razão do avanço da receita não deixa de ser uma variação das metas de superávit primário, com a vantagem de reprimir o crescimento do gasto como proporção do PIB. O compromisso com déficit primário zero já em 2024 é bastante ambicioso e só será possível com aumento de carga tributária. Portanto, a viabilidade da trajetória do resultado primário dependerá do plano de aumento de receitas, a serem anunciados nas próximas semanas.

Para a trajetória de juros, o tema da meta de inflação ainda é relevante, e deve ser assunto na reunião do CMN de junho. Nossa hipótese é que a meta para 2024 será elevada para 4,0%. Dados o nível de restrição da política monetária e a rolagem do horizonte relevante, antecipamos início da flexibilização para a reunião de agosto.

ESTRATÉGIA MACRO

Nos mercados, o fundo se beneficiou do grande fechamento de taxas de juros que tivemos durante o mês com posições aplicadas nos EUA e Canadá. Mantivemos também posições defensivas comprados na moeda japonesa e vendidos em bolsa americana.

No mercado de juros globais, continuamos com viés aplicador de taxas americanas, entendendo que o ciclo de aperto do FED está próximo do fim e vislumbrando um aperto mais forte do crédito na economia. A Europa nos parece mais resiliente ao choque advindo da crise bancária e trabalhamos com viés tomador de taxas principalmente na parte curta da curva.

No mercado de moedas, o fundo está operando vendido em USD contra EUR e JPY. Somos bastante céticos quanto ao forte *rally* que tivemos nas bolsas americanas no mês de março, por isso mantivemos nossas posições vendidas através de estruturas de opções no índice S&P500.

No Brasil, o fundo também se beneficiou de posições aplicadas nos juros locais e de posições de aumento de inclinação da curva de DI. Acreditamos que a janela para corte de juros está se abrindo e seguimos com o viés doador de juros. A moeda brasileira tem performado muito bem e nos parece haver espaço para que esse movimento se mantenha, principalmente se o ambiente externo de desvalorização da moeda americana se mantiver e o tema de reabertura chinesa conseguir efetivamente contagiar outros ativos globalmente.

ESTRATÉGIA DE RENDA VARIÁVEL

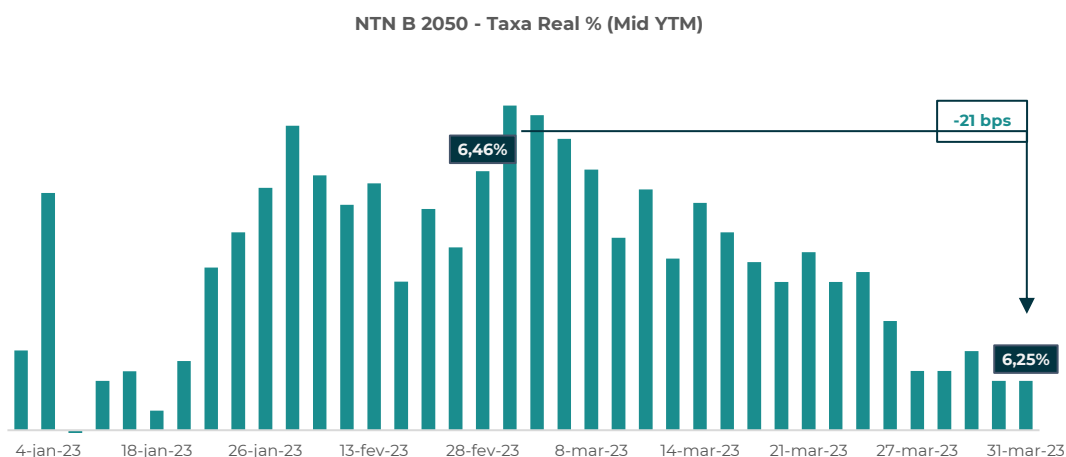
Março foi mais um mês de performance negativa para o Ibovespa. Conforme citamos no nosso último boletim mensal, dois temas foram preponderantes na performance das ações durante o mês: a alavancagem das companhias, bem como a sua capacidade de refinanciamento e a dinâmica operacional e de resultados de curto prazo, bastante evidente nesse mês, dada a divulgação dos resultados das companhias referentes ao ano de 2022.

Ao analisarmos a performance do Ibovespa, percebemos alguns movimentos setoriais importantes. O setor de *commodities* foi o destaque negativo do mês, resultado de uma preocupação dos investidores em relação a um potencial cenário de recessão global, potencializada pela crise dos bancos regionais americanos. Adicionalmente, a significativa *underperformance* das *junior oil companies* teve uma relação direta com o imposto sobre a exportação de óleo cru implementado pelo governo federal.

Do lado das companhias ligadas à economia doméstica, observamos que sua performance tem sido bastante impactada por resultados de curto prazo, com destaque para o desempenho negativo das ações das companhias de saúde, principalmente Hapvida, que apresentou uma queda de 42% no mês.

Setor	Performance mensal média %	Peso no Ibovespa %
Concessões	21,4%	0,8%
Exportadores	14,5%	3,8%
Utilities	2,3%	11,3%
Telecom	0,8%	1,5%
Shoppings	0,4%	0,9%
Bancos	-1,1%	18,9%
Domésticos	-2,0%	25,0%
Commodities	-4,8%	37,8%
Ibovespa	-2,91%	

Por outro lado, setores mais sensíveis à juros, como concessões (CCR e Ecorodovias), *utilities* e shoppings, foram destaques positivos, aliando uma maior previsibilidade de receitas, característica desses modelos de negócio, e uma sensibilidade positiva à queda dos juros reais, especialmente por conta da proposta de arcabouço fiscal apresentada pelo Governo Federal.



O Tenax Ações apresentou uma queda de 5,13% em março, performance inferior à do Ibovespa no mês. Os destaques positivos de performance no mês ficaram por conta das posições compradas em empresas dos setores de *utilities*, distribuição de combustíveis e pelo nosso investimento no Grupo GPS, empresa de terceirização de serviços que compõe o nosso portfólio desde o início do fundo. Já os principais detratores de performance vieram das posições compradas nos setores de Saúde, *commodities* e varejo. Ao longo do mês, reduzimos nossas exposições nos grupos de setores cíclicos globais, em especial no setor de petróleo e gás e mineração, movimento parcialmente compensado pelo aumento na exposição ao setor de *agribusiness*. Adicionalmente, aumentamos marginalmente a exposição do fundo ao setor de varejo, em companhias que julgamos ter uma execução diferenciada e vantagens competitivas claras em seus segmentos de atuação.

Já o Tenax Total Return apresentou queda de 2,73%, com as principais contribuições positivas vindo das posições aplicada em juros Brasil e vendida em ações da Petrobras. Os destaques negativos vieram das posições compradas nos setores de saúde e varejo. Aumentamos marginalmente nossa exposição líquida, principalmente através de posições no grupo de cíclicos domésticos, principalmente no setor de varejo.

NOSSOS FUNDOS

Fundo	Cota	Mês	Ano	Desde Início**	PL do Fundo	PL da estratégia*
Tenax Macro FIC FIM	1,1268501	2,05%	4,29%	12,69%	160,7	717,3
Tenax Total Return FIC FIM	1,0131553	-2,90%	-6,02%	1,32%	55,1	71,9
Tenax Ações FIC FIA	0,920770	-5,29%	-8,42%	-7,92%	26,3	232,9
Tenax Icatu Macro Prev	1,0166703	-	-	-	1,3	1,3

PL Total da Gestora

1023,4

ÍNDICES E BENCHMARKS

CDI	1,17%	3,25%	14,33%
IBOVESPA	-2,91%	-7,16%	-9,95%
IPCA + YIELD IMA-B	1,41%	3,64%	13,88%

* Patrimônio da estratégia em R\$ milhões; considera respectivos fundos master.

** Início dos fundos: 25/02/2022.



Av. Juscelino Kubitschek, 1600 – cj 82 – Itaim Bibi
São Paulo • SP • CEP 04543-000 • +55 11 2823-2850 • www.tenax.capital



AVISOS LEGAIS

Este material é de uso exclusivo da TENAX Capital Ltda. ("TENAX"). Na hipótese de sua entrega a terceiros, é fornecida, exclusivamente, a título informativo, e não constitui oferta ou qualquer sugestão ou recomendação de investimento, em particular ou em geral. Este documento não deve ser reproduzido ou redistribuído a qualquer outra pessoa, total ou parcialmente, sem o prévio consentimento da TENAX. Não há neste documento qualquer declaração ou garantia, explícita ou implícita, acerca de promessa de rentabilidades futuras quanto ao produto ou serviço financeiro identificado. Este documento não leva em conta objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer pessoa física ou jurídica individualmente considerada.

As informações presentes neste material técnico são baseadas em simulações e os resultados reais poderão ser significativamente diferentes e são de caráter meramente e exclusivamente informativo, não se tratando de qualquer recomendação de compra ou venda de qualquer ativo negociado nos mercados financeiro e de capitais. Leia a lâmina de informações essenciais, se houver, e o regulamento antes de investir. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos e taxa de saída. O investimento em Fundo não é garantido pelo Fundo Garantidor de Crédito. Para avaliação da performance do fundo de investimentos, é recomendável uma análise de período de, no mínimo, 12 (doze) meses. Não há carência de resgate e prazo de operação.

A TENAX não se responsabiliza pelas decisões de investimento tomadas com base nas informações contidas neste material. A TENAX não comercializa nem distribui quotas de fundos de investimentos ou qualquer outro ativo financeiro. É fundamental a leitura do regulamento dos fundos antes de qualquer decisão de investimento. Todos os fundos de investimento geridos pela TENAX utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de suas políticas de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas. Este material não deverá ser reproduzido, distribuído ou publicado sob qualquer propósito sem autorização da TENAX. Para mais informações, acesse www.tenax.capital.