

A partir desse mês, a comunicação do time de gestão dos fundos de ações da Vista Capital – *Vista FIA* e *Vista Long Biased* – será realizada através do presente relatório de gestão.

\*

Em 2020, a cota do Vista FIA acumula variação positiva de 2,9%, comparada a variação negativa de -5,2% do IBX no mesmo período.

Já a cota do Vista Long Biased acumula variação de 16,4%, comparada a 2,6% do CDI no mesmo período.

Desde o início em 1º de janeiro de 2015, a cota do Vista FIA acumula variação de 276,3%, comparada à variação de 122,9% do IBX no mesmo período.

A cota do Vista Long Biased, por sua vez, acumula rentabilidade de 63,4% desde 26 de outubro de 2018, comparada à variação de 9,9% do CDI no mesmo período.

\*

Esse ano, em quatro semanas entre fevereiro e março, os mercados experimentaram a mais rápida queda da história<sup>1</sup>. Quedas de preços abruptas e velozes se deram com pouca, senão nenhuma, distinção entre empresas e setores. Como é típico dessas situações, o abalo foi generalizado.

---

<sup>1</sup> A queda do Ibovespa foi de aproximadamente 47% em 2 meses, o que se compara à queda de 60% em 5 meses verificada em 2008.

<sup>2</sup> Nossos sócios, responsáveis pela gestão dos fundos macro da Vista Capital escreveram na Carta do Gestor Macro em janeiro de

A crise de saúde ainda está em curso, mas os acontecimentos e os sentimentos do primeiro semestre contados hoje já soam muito menos impactantes do que de fato foram quando de sua ocorrência. Águas mais calmas inevitavelmente começam a esfumçar a lembrança do tsunami de origem microscópica que colocou os agentes em completo estado de pânico.

É verdade que percebemos alguns sinais do tremor que se avizinhava<sup>2</sup>, mas não acertamos ao dimensioná-lo. O viés mais protegido dos portfólios do *Vista FIA* e do *Vista Long Biased* no final do mês de fevereiro era predominantemente explicado pela preocupação com uma margem de segurança mais apertada em nossos investimentos após a consolidação do otimismo local – para nós, preocupante – em dezembro e janeiro anteriores.

Durante os primeiros dias de crise, o esforço se concentrou na reavaliação sobre a capacidade de cada companhia do portfólio para atravessar o vale criado pelo toque de recolher.

À época, parte do time também se dedicou a tentar apurar uma visão limitada sobre a duração das restrições impostas por praticamente todos os governos.

*2020: “Apesar disso, alguns pontos chamam nossa atenção e devem ficar no radar nos próximos meses, por isso a postura levemente mais defensiva: (i) não entendemos o suficiente sobre o Corona Vírus, mas a forte reação do governo chinês, construindo hospitais de urgência, colocando regiões inteiras em lockdown, não nos permite ignorar o tema. Fosse uma gripe ‘normal’, não precisávamos construir hospitais de forma urgente e anormal.”*

O estudo para compreender o vírus, sua trajetória, prazos, tratamentos, vacinas e outros aspectos, embora intensos, tiveram assertividade restrita.

A etapa seguinte foi verificar quais companhias sofreriam menos com a nova realidade, bem como aquelas que eventualmente se beneficiariam conjuntural ou estruturalmente das mudanças impostas às sociedades. Procurávamos entender também o tamanho do impacto que já estava refletido em seus valores de mercado.

A correção de preços nas primeiras semanas nos deu a chance de realocar a parcela dos fundos que estava em caixa. A pouca seletividade nas desvalorizações permitiu a nós sermos seletivos, alterando a composição de nosso portfólio em nomes e, em especial, exposições.

Entre acertos e erros – no sempre mais fácil, porém valioso, julgamento *post mortem* – as sementes plantadas no período contribuíram de maneira expressiva para o resultado do ano até aqui.

As quedas generalizadas nos permitiram aumentar ou refazer investimentos em companhias de excelente qualidade, das quais havíamos sido total ou parcialmente *expulsos* pela redução de margens de segurança gerada com a expressiva alta de preço anterior à crise.

A *performance*, mais uma vez fora da curva, desses negócios e seus administradores na hora de navegar o ambiente de obstáculos e mudanças é a grande responsável pelo resultado dos fundos desde então.

Contrariando o que eram as primeiras expectativas, e repetindo o que já haviam feito em oportunidades anteriores, essas empresas minoraram os efeitos negativos do choque e encontraram o caminho para garantir uma rápida recuperação, quando não aceleraram transformações internas que as fariam sair ainda melhores e mais fortes da crise.

A seguir, vamos abordar duas delas. Outras atualizações serão feitas nas próximas comunicações.

\*

A Lojas Renner é um dos investimentos do portfólio que exemplificam o processo descrito acima. Já éramos grandes admiradores da empresa anteriormente à crise, mas o valor de mercado no início do ano fazia com que mantivéssemos uma posição reduzida nos fundos. Conforme avançamos na compreensão dos impactos do *lockdown* nas operações da companhia, aproveitamos as oportunidades de preço para elevar nossa posição.

Com a pandemia e o fechamento de até 100% das operações físicas, o modelo de negócios da companhia tem sido colocado *em xeque*. Há receios sobre sua capacidade de prosperar em um *novo normal* dominado pelo *online*, um canal de vendas que ao final do ano de 2019 representava apenas ~5% da receita da companhia.

Entendemos que o *online* vai muito além do que meramente as vendas no *website* da companhia e sua representatividade.

O *online* é apenas uma das engrenagens de um contexto muito mais amplo de ciclo digital, no qual a companhia está inserida e realiza investimentos relevantes há, pelo menos, quatro anos.

Parte relevante desses investimentos possui complexidade de execução muitas vezes superior àquela de uma venda *online per se*. São exemplos: **(i)** a construção de um *data lake*<sup>3</sup> unificado de clientes entre os canais; **(ii)** a digitalização do processo de desenvolvimento de produtos e coleções, com fornecedores integrados ao sistema da companhia de *product life management* (PLM); **(iii)** a alocação de produtos para as lojas sem intervenção humana, utilizando algoritmos de inteligência artificial (17% do total no 3T20); e **(iv)** a implantação de *tecnologia RFID*, permitindo rápida contagem e acuracidade de estoques em tempo real.

No mais, a Renner acelerou os investimentos na sua proposta de valor *omnicanal*<sup>4</sup>. Já a partir de 2021, esperamos uma operação *omni* eficiente e crescente, principalmente após a inauguração do novo centro de distribuição da companhia em São Paulo. Sobre esse ponto, vale mencionar alguns dos resultados já alcançados até o 3T20: **(i)** vendas nos canais digitais com participação de 16% nas vendas (vs. ~5% em 2019); **(ii)** aceleração do canal no 3T20 vs. 2T20, mesmo com a reabertura das lojas ao longo do trimestre; **(iii)** *ship from store* em mais de 180 unidades, com 20% das vendas online já sendo feitas com estoques de loja; e **(iv)**

estoque das lojas e do site disponível em qualquer canal de venda, elevando a disponibilidade de sortimento de itens exponencialmente (*prateleira infinita*); e **(v)** novas iniciativas de venda social e venda por WhatsApp.

Em outras palavras, “*não basta ligar o marketing de performance*” para que a execução de um projeto verdadeiramente digital se torne uma realidade. Diversas realizações importantes hoje transitam pelas demonstrações de resultado da empresa como despesas, pressionando as métricas mais tradicionais e simplificadas de avaliação de empresas, mas certamente trarão retornos elevados no longo prazo.

Além da aceleração do ciclo de digitalização, a Renner fez um grande investimento em seus fornecedores esse ano, dando-lhes suporte ao longo da crise. Desde a manutenção de pedidos feitos e novas compras até a ajuda em obtenção de crédito, a Renner acertadamente sabia que a cadeia de fornecimento não se liga ou desliga com um mero apertado de botão e que seria preciso mantê-la ativa.

Temos visto notícias de falta de insumos, alta do preço do algodão e da cotação do dólar, um ambiente turbulento que a Lojas Renner sabe navegar muito bem.

Essas pressões serão sobre todo o mercado e, diante dos investimentos feitos pela companhia no período de maior dificuldade, esperamos retornos na retomada, seja em custo, priorização de pedidos ou velocidade.

<sup>3</sup> Um sistema ou repositório único que contém todos os dados brutos da companhia, incluindo dados sobre clientes, estoque, fornecedores, entre outros.

<sup>4</sup> Estratégia que visa integrar todos os canais de venda, oferecendo a mesma experiência para o cliente em todos eles.

Acreditamos que a combinação entre a maturação do ciclo digital, a relação fortalecida com fornecedores e o legado das Lojas Renner no varejo brasileiro, uma empresa de cultura única, gerida por pessoas com mais de 20 anos de *track record*, é valiosa.

\*

Nosso investimento em Petrobras, inaugurado em 2016, encontrou neste ano seu maior teste.

A rápida compressão da demanda global pelo petróleo *spot* oriunda das medidas restritivas impostas pela pandemia, em conjunto com a quebra no diálogo entre a OPEP e a Rússia perante possíveis cortes de produção para mitigar tal efeito negativo, promoveram desvalorização relevante no preço da *commodity*. Os futuros do tipo *Brent*<sup>5</sup> com vencimentos curtos em dólares apresentaram quedas de até 70% em poucos meses, atingindo patamares nominais inferiores aos atingidos na grande correção de 2014-15.

Adicionalmente, o encolhimento da demanda por derivados e a compressão de margens de refino globalmente desincentivaram a compra de óleo adicional ao mínimo contratual por parte das refinarias independentes, como forma de evitar custos extraordinários de estocagem. Dessa forma, a responsabilidade pelo armazenamento passou às mãos dos produtores, onde a capacidade é muito mais limitada. Como consequência, em adição à correção de

preços, a incapacidade de escoar a produção ocasionou *shut-ins*<sup>6</sup> de produção ao redor do mundo.

Neste cenário nada sereno, a Petrobras privilegiou a liquidez *(i)* acessando linhas de crédito compromissadas, *(ii)* postergando desembolsos de caixa, como investimentos e pagamento de dividendos, *(iii)* hibernando dezenas de plataformas em campos menos produtivos e com *breakevens* altos, entre outras medidas. Em poucos meses, o temor de risco de liquidez e solvência foi aliviado.

Nos meses que seguiram, a empresa seguiu progredindo na execução de sua estratégia. A produção no pré-sal avançou e agora representa 70% do volume de petróleo produzido. Os volumes dos prolíficos campos de Tupi e Búzios, em conjunto, são responsáveis por mais de metade da produção companhia. Com alta vazão por poço e elevada qualidade de óleo, a continuação do desenvolvimento do campo de Búzios – que, apesar de já relevante, ainda está no princípio, com apenas 4 dos 12 módulos esperados nessa década – agregará valor para a companhia, mesmo em cenários em que o preço da *commodity* é inferior ao atual.

O foco no E&P e a concentração nos melhores ativos já trazem resultados importantes para a empresa, que entende a importância de se posicionar no primeiro quartil da curva de custo de produção.

<sup>5</sup> Devido à natureza deste contrato benchmark, que não conta com liquidação física, seus preços não representaram diretamente a restrição de capacidade de estocagem para fazer

frente ao *open interest* dos futuros, como foi o caso no contrato de WTI, que atingiu preços negativos para a entrega em Maio.

<sup>6</sup> Implementação de um limite de produção abaixo da capacidade disponível de um *site*

O custo unitário de extração (*lifting cost*) consolidado da companhia cai sequencialmente há anos, explicado pela surpreendente produtividade do pré-sal, que supera as melhores expectativas e favorece a diluição dos custos fixos de produção, e pela desvalorização do real frente ao dólar, que reduz a relevância das despesas pagas em real (aproximadamente metade do *lifting cost*).

A execução do refino, logística e comercialização foi fundamental para que o resultado se mantivesse positivo em um período tão tempestuoso. Quando o mercado doméstico experimentou redução significativa de demanda por derivados, a companhia provou-se capaz de direcionar um terço de sua produção de petróleo aos mercados internacionais, sem disrupções e com bons preços realizados. Tal demonstração de flexibilidade revela o leque de alternativas de comercialização do produto do *upstream*, uma vez consumado o desinvestimento parcial dos ativos de *downstream*.

Como consequência dos fatores anteriormente comentados, a empresa apresentou geração de caixa operacional<sup>7</sup> de quase US\$ 10 bilhões acumulado nos últimos dois trimestres divulgados, a despeito do desastroso pano de fundo. A companhia, com isso, persevera no objetivo de redução de seu endividamento líquido, que era de US\$ 79 bilhões no início de 2020, e hoje está em US\$ 66 bilhões. O cenário de equilíbrio entre investimento e retorno de capital aos acionistas se

aproxima, conforme a estrutura de capital da companhia converge para sua meta.

Os pilares de nosso investimento continuam trilhando caminhos, em nossa visão, positivos:

(i) A produção está avançando, após muitos anos de frustração. A performance dos módulos adicionados nos últimos dois anos superou nossas expectativas e os principais projetos do horizonte próximo estão em execução ou contratação.

(ii) O avanço descrito tornará o *mix* de produção da companhia mais rentável e resiliente às flutuações de preço e a penetração de um regime fiscal mais favorável impulsiona a rentabilidade. Em resumo, o crescimento de produção agora está condicionado à rentabilidade e à adequação dos riscos e entendemos que eventuais revisões no plano de desenvolvimento devem ser julgadas com essa lente;

(iii) Desinvestimentos, apesar de postergados, reduzem o risco associado ao controle estatal. Nesse campo merece destaque a venda parcial das refinarias, recém autorizada pelo STF. Quando executado responsabilmente, o *business* exige consideráveis esforços operacionais, tem menor retorno sobre o capital empregado e representa apenas uma pequena fração do resultado operacional da companhia.

---

<sup>7</sup> Recursos gerados pelas atividades operacionais menos juros e *leasing*.

Ainda mais importante, é nessa linha de negócio que potenciais interferências de governo são realizadas com a intenção de oferecer subsídios de preço para gasolina e diesel. Sua venda é aguardada e fará muito bem à companhia.

(iv) A atratividade da tese de investimento não está subordinada à necessidade de valorização do petróleo, embora o *payoff* potencial seja inquestionavelmente impactado.

Agradecemos aos nossos cotistas pela confiança e seguimos à disposição para qualquer esclarecimento.

**Vista Capital**

### Rentabilidade: Vista FIC FIA

		jan	fev	mar	abr	mai	jun	jul	ago	set	out	nov	dez	Ano	Acum.
2015	Vista FIA	-1,0%	3,8%	0,0%	4,8%	-3,2%	0,1%	0,3%	-3,9%	2,1%	1,0%	1,3%	-1,9%	3,2%	3,2%
	IBX	-5,9%	9,3%	-0,5%	9,1%	-5,5%	0,8%	-3,4%	-8,3%	-3,1%	1,4%	-1,7%	-3,8%	-12,4%	-12,4%
2016	Vista FIA	-2,7%	3,6%	17,1%	8,3%	-7,0%	9,5%	12,2%	1,6%	-0,2%	10,9%	-8,1%	1,8%	53,7%	58,5%
	IBX	-6,3%	5,3%	15,4%	7,1%	-9,4%	6,5%	11,3%	1,1%	0,6%	10,8%	-5,0%	-2,6%	36,7%	19,7%
2017	Vista FIA	7,9%	3,9%	-2,8%	0,7%	-0,8%	-0,8%	3,8%	5,9%	7,4%	-0,2%	-4,4%	4,2%	26,7%	101,0%
	IBX	7,2%	3,3%	-2,4%	0,9%	-3,7%	0,3%	4,9%	7,3%	4,7%	-0,1%	-3,4%	6,3%	27,5%	52,7%
2018	Vista FIA	8,7%	0,7%	-3,0%	-1,5%	-7,5%	-1,3%	4,9%	-2,7%	0,3%	22,7%	3,5%	0,4%	24,5%	150,2%
	IBX	10,7%	0,4%	0,1%	0,8%	-10,9%	-5,2%	8,8%	-3,1%	3,2%	10,4%	2,7%	-1,3%	15,4%	76,3%
2019	Vista FIA	10,9%	-1,0%	1,6%	0,5%	0,9%	5,6%	3,9%	2,8%	2,4%	3,3%	0,9%	7,4%	46,2%	265,7%
	IBX	10,7%	-1,8%	-0,1%	1,1%	1,1%	4,1%	1,2%	-0,2%	3,2%	2,2%	1,0%	7,3%	33,4%	135,1%
2020	Vista FIA	-1,4%	-5,9%	-28,5%	12,8%	9,2%	9,8%	7,4%	-0,4%	-4,1%	-3,7%	16,1%		2,9%	276,3%
	IBX	-1,3%	-8,2%	-30,1%	10,3%	8,5%	9,0%	8,4%	-3,4%	-4,6%	-0,5%	15,5%		-5,2%	122,9%

### Rentabilidade: Vista Long Biased FIC FIM

		jan	fev	mar	abr	mai	jun	jul	ago	set	out	nov	dez	Ano	Acum.
2018	Vista LB	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,5%	-0,4%	2,9%	2,9%
	CDI	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,5%	0,5%	1,1%	1,1%
	% CDI	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	97%	-	273%	273%
2019	Vista LB	8,7%	1,4%	0,6%	0,1%	0,3%	4,4%	2,6%	2,8%	1,9%	4,1%	1,6%	3,3%	36,4%	40,3%
	CDI	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,4%	0,4%	6,0%	7,1%
	% CDI	1609%	278%	120%	12%	46%	944%	460%	558%	418%	856%	425%	877%	609%	570%
2020	Vista LB	-2,9%	5,1%	-17,0%	9,4%	5,2%	8,2%	3,5%	-0,4%	-3,8%	-2,9%	14,6%		16,4%	63,4%
	CDI	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%		2,6%	9,9%
	% CDI	-	1728%	-	3312%	2208%	3869%	1795%	-	-	-	9807%		632%	642%