

Em 2021, a cota do Vista FIA acumulou variação de -3,1%, comparada a variação de +2,1% do IBX no mesmo período.

A cota do Vista Long Biased acumulou variação de +2,8%, comparada a variação de +0,7% do CDI no mesmo período.

Desde o início em 1º de janeiro de 2015, a cota do Vista FIA acumula variação de 289,6%, comparada à variação de 148,4% do IBX no mesmo período.

A cota do Vista Long Biased, por sua vez, acumula rentabilidade de 75,7% desde 26 de outubro de 2018, comparada à variação de 10,8% do CDI no mesmo período.

\* \* \*

No mês de abril, as principais contribuições positivas vieram do setor de tecnologia. Destaque para o investimento em Locaweb, que no mês de abril fez a aquisição do Bling, por R\$524 milhões. A aquisição marca a entrada da empresa na vertical de ERP do modelo SaaS e está alinhada à estratégia da companhia de adicionar novas verticais para ampliação do *cross sell* da base de clientes existentes, abordada em nosso [comentário anterior](#).

Dentre os demais setores, destacamos o mês movimentado para o varejo de vestuário. Diversas operações foram ventiladas e/ou executadas no mercado de capitais. O setor vive um momento paradoxal: de um lado a crise de saúde restringindo operações físicas, e acelerando o fim dos participantes de mercado que se encontravam em dificuldades. De outro lado, juros baixos e um mercado de capitais extremamente líquido para empresas bem estruturadas e com capacidade de aproveitar essa liquidez. Essa desigualdade de acesso a capital, somado ao momento único do patamar de juros em nossa história, é condição ideal para a aceleração da consolidação setorial.

Os cinco maiores participantes somados possuem ~15% de mercado, patamar mais próximo do que os líderes *Inditex*, *H&M* e *Fast Retailing* detém em seus respectivos mercados nativos.

Pequenos e médios varejistas sem acesso a capital e pouco digitalizados serão uma fonte de ganho de *share* orgânico para os grandes players estruturados. Adicionalmente, grandes empresas, que estejam passando por maiores (re)estruturações, e que estejam com valor de mercado depreciado, também passam a ser passíveis de consolidação inorgânica.

Em paralelo, novos nomes vão ganhando relevância no ambiente competitivo. Empresas nativas digitais como Dafiti, Amaro, e enjoei tiveram acesso à liquidez de mercado e crescem a altas taxas. São empresas que tendem a seguir ganhando *share* organicamente, mas que são passíveis de consolidação inorgânica.

Há ainda as grandes plataformas generalistas e seus ecossistemas, que enxergam no mercado de vestuário uma categoria de mercado endereçável de R\$140 bilhões, com cerca de 5% de penetração do online (2019). Há poucos mercados endereçáveis com esse nível de fragmentação e penetração do online “disponíveis” para que sigam incrementando a recorrência dos usuários de seus ecossistemas. São peças importantes do tabuleiro setorial futuro, e – com disponibilidade de recursos e alto valor de mercado - tendem a seguir conquistando mercado organicamente ou fazendo movimentos oportunistas inorgânicos.

As plataformas e seus ecossistemas também servem de inspiração: promovem não apenas a venda de produtos, como a prestação de serviços de pagamentos, logísticos, crédito, publicidade, entre outros. A alocação de capital na direção de fortalecer essas competências tem papel

importante. São aceleradores de uma “agenda do futuro” na busca das empresas por redução do custo de aquisição de cliente e/ou melhoria no nível de serviço, crescimento de base de clientes, e aumento do “stickiness” na plataforma como um todo.

Movimentos inorgânicos, de negócios legados de maior escala, que não estejam em seu melhor momento, tendem a ter alto potencial de sinergias. A geração de valor aos minoritários será função do preço pago e da execução da consolidadora no processo de turnaround da adquirida. O principal risco em nossa opinião não está somente na execução do turnaround em si, mas no desvio de foco da “agenda do futuro”.

Já movimentos inorgânicos de nativos digitais tendem a parecer menos sinérgicos em um primeiro momento, sem capturas de sinergias de cortes de custos de estruturas em duplicidade, alto overhead corporativo etc. No entanto podem complementar competências que os consolidadores ainda sejam carentes: tecnologia, capital humano, e até mesmo cultura. Dependendo da absorção das competências pela consolidadora, o valor da “sinergia de velocidade” não deve ser subestimado.

Dentre as opções de movimento inorgânicos, tendemos a preferir aquisições que visem fortalecer competências do futuro. No entanto, compreendemos o mérito de negócios legados de escala, que devem ser analisados caso a caso à luz das competências do consolidador, da adquirida, e o risco de execução e alocação de foco vs retorno potencial do investimento.

Diante de tantas peças em movimento no tabuleiro competitivo do setor, vemos que os protagonistas do segmento de vestuário nas últimas décadas, não necessariamente serão os mesmos dos próximos 10 anos. Alguns ficarão pelo caminho, outros serão alvo de

consolidação, e poucos serão bem-sucedidos em fazer a transformação de seus negócios necessária para manter a condição de protagonista no longo prazo.

\* \* \*

Entendemos que o ambiente competitivo até a Covid, foi dominado pela Lojas Renner, que foi até o presente o maior consolidador orgânico do mercado. Com um CAGR de vendas de 15% nos últimos 15 anos, a Cia tem produtividade de vendas/m<sup>2</sup> de vestuário dois dígitos acima de seus competidores de modelo de loja comparável. Quando “descemos” para o lucro bruto, e gestão de estoques, esse *gap* aumenta ainda mais, chegando a um EBITDA/m<sup>2</sup> cerca de 30% melhor que o 2º melhor competidor direto. Isso tendo apresentado um CAGR de crescimento de SG&A de 12% nos últimos 5 anos, enquanto boa parte dos competidores cortavam ou continham custos após a grande crise de 2015-16.

Discorremos no [comentário de novembro de 2020](#) que a companhia iniciou sua jornada no novo ciclo digital não no ano passado ou retrasado, mas há pelo menos 4 anos, e tem grandes feitos estruturantes já executados.

Outros consolidadores, bem estruturados, e que tem se destacado no setor por possuírem já elevadas proporções das vendas no digital seriam o Grupo Soma e Arezzo. O Grupo Soma encerrou o ano de 2020 com R\$666mn em vendas digitais, ou 45% de suas vendas no ano, enquanto a Arezzo encerrou o ano com mais de R\$500mn em vendas brutas ou quase 30% das vendas do ano de 2020 no digital. Interpretamos o movimento de aumento de capital de Lojas Renner como um acerto do ponto de vista estratégico. Vemos os recursos captados como a “ponte para o futuro” da cia. O ponto de partida é muito bom: a

companhia é líder do setor no Brasil, tem um valor de mercado de R\$40bi, cerca de 4x maior do que o 2º maior *pure player* de moda. Com a captação de recursos recente, a companhia passa a ter flexibilidade de estrutura de capital que não deve em nada às grandes plataformas, não tendo aquisição no setor de moda no Brasil, que seja inviável sob o aspecto de disponibilidade de recursos. O e-commerce da companhia representou pouco mais de 10% das vendas no ano de 2020, bem aquém dos percentuais de Grupo Soma e Arezzo, mas que já representam uma venda bruta acima de R\$1bi, entre 60-90% acima das vendas desses players nos canais digitais. O "GMV total" normalizado passa de R\$10bi, ainda múltiplas vezes o GMV dos novos nativos digitais.

É verdade que apesar da liderança setorial e histórico de execução de crescimento, a companhia não detém – e não precisou – histórico de sucesso em M&As. No entanto o senso de norte estratégico do seu *chairman* ao longo das últimas décadas foi muito preciso. A disciplina na alocação de capital orientada pelo longo prazo, e a execução histórica de suas prioridades, nos dão confiança de que o uso dos recursos será bem feito.

Com o imprevisível Brasil de 2022, a história de previsibilidade micro também dará lugar a uma tese com menos visibilidade, e maior grau de incerteza. Mas a companhia se encontrará em posição privilegiada para acelerar seu crescimento, ao mesmo tempo em que transforma seu negócio.

A aceleração demandará aumento nos investimentos, já amplamente divulgados e quantificados pela companhia. De Capex, a Renner tem a inauguração de seu novo CD em 2022, que possui mais área e tecnologia embarcada do que todo o parque logístico existente da empresa, e viabilizará serviços como *fulfillment* para futuros *sellers*, e parceiros de

sua plataforma. No mais, não há grandes investimentos estruturantes imobilizados, e boa parte da aceleração de investimentos transitará no resultado, pressionando margens e o lucro no curto prazo. Acreditamos que esses investimentos gerarão mais aceleração do crescimento frente ao histórico, permitindo expansão de múltiplos em relação ao histórico.

O aumento de capital vem a somar a essa estratégia de aceleração, trazendo opcionalidades de geração de valor, seja na aquisição de negócios de escala, seja na aquisição de competências "do futuro".

Grupo Soma, Arezzo, Hering, Lojas Renner, C&A são alguns dos nomes envolvidos em Fatos Relevantes no mês. Diante da evolução do mosaico competitivo, decidimos concentrar nossa alocação setorial dentre os consolidadores em Lojas Renner, aumentando nossa exposição na oferta realizada pela empresa.

Rentabilidade: Vista FIC FIA

	Vista FIA	IBX
2015	3.2%	-12.4%
2016	53.7%	36.7%
2017	26.7%	27.5%
2018	24.5%	15.4%
2019	46.2%	33.4%
2020	9.9%	3.5%
2021	-3.1%	2.1%
jan	0.0%	-3.0%
fev	-7.3%	-3.5%
mar	2.2%	6.0%
abr	2.3%	2.8%
Acumulado	289.6%	148.4%

Rentabilidade: Vista Long Biased FIC FIM

	Vista LB	CDI
2018	2.9%	1.1%
2019	36.4%	6.0%
2020	21.8%	2.8%
2021	2.8%	0.7%
jan	1.2%	0.1%
fev	-0.8%	0.1%
mar	-0.1%	0.2%
abr	2.6%	0.2%
Acumulado	75.7%	10.8%