

Em 2021, as cotas do Vista FIA acumulam variação de +9,1%, comparadas à variação de +6,5% do IBOV no mesmo período.

As cotas do Vista Long Biased acumulam variação de +13,4%, comparadas à variação de +1,3% do CDI no mesmo período.

Desde o início em 1º de janeiro de 2015, as cotas do Vista FIA acumulam variação de 338,3%, comparadas à variação de 153,6% do IBOV no mesmo período.

As cotas do Vista Long Biased, por sua vez, acumulam rentabilidade de 93,7% desde 26 de outubro de 2018, comparadas à variação de 11,5% do CDI no mesmo período.

\* \* \*

Os principais investimentos do Vista FIA e do Vista Long Biased, comentados nas cartas anteriores, não foram alterados no mês.

Dessa forma, aproveitaremos essa carta para comentar brevemente o investimento na BR Distribuidora, que passou a ser uma posição intermediária de nosso portfólio.

A empresa foi fundada em 1971 como uma subsidiária da Petrobras para realizar a distribuição e comercialização de petróleo e derivados.

Até o IPO de 2017, quando a estatal reduziu sua participação para 71,25%, a BR era uma subsidiária integral e havia se consolidado como a maior distribuidora de combustíveis do país.

Dois anos depois, seguindo o plano de desinvestimento de ativos *non-core*, a Petrobras deixou de ser controladora da companhia, reduzindo sua participação para 37,5% através de um *follow-on*. A BR passaria a ser uma empresa privada e iniciaria um novo ciclo.

À época, a companhia vivia um período de perda sequencial de *market share*, impactada especialmente pelo acirramento da competição com postos bandeira branca, mas apresentava diversas oportunidades para melhorar a rentabilidade da operação.

Mesmo com a escala a seu favor - fator de importância destacada em negócios de margens apertadas -, a agora ex-estatal convivia com custos elevados quando comparada aos pares privados, uma fruta baixa para a nova administração. Do lado da receita, a gestão de *pricing* e *sourcing* de produtos era ineficiente. Vestígios comuns ao passado dos *quase monopolistas*. Em resumo, apesar de ser líder de mercado e deter a mais robusta infraestrutura de distribuição, a BR Distribuidora apresentava margens e rentabilidade inferiores às concorrentes.

À título de exemplo, a Raízen Combustíveis - *joint venture* da Cosan e da Shell que opera sob a bandeira Shell - e a Ipiranga apresentaram margens EBITDA de R\$ 107 e R\$ 87 por metro cúbico de combustível vendido, respectivamente, em 2018. A mesma métrica na BR era de R\$ 62.

O plano para fechar a lacuna de rentabilidade tinha prazo estimado em três anos e agregava redução de gastos com pessoal, aprimoramento da gestão de custos, com destaque para os logísticos, eficiência na estratégia de *sourcing* e revisão da metodologia de precificação.

A BR surpreendeu positivamente, apesar dos impactos da pandemia. Em menos de dois anos após a privatização, a companhia reduziu o quadro de funcionários em mais de 25% e, com a ajuda de um novo modelo de contratação, enxugou a rede de transportadoras logísticas de 144 para 58. Combinadas, as medidas geraram uma economia de R\$ 1,1 bilhão, quase 30% a mais do que os R\$ 800 milhões inicialmente orçados.

No *sourcing*, a companhia está utilizando a escala e os ativos logísticos para fazer compras eficientes, aumentando a importação de derivados e etanol. Além disso, o novo sistema de precificação já está em fase final de testes e deve entrar em operação completa ao longo de 2021. A BR também concluiu parceria com a Ame – da qual tivemos feedbacks positivos de revendedores – e finalmente anunciou a tão esperada joint venture com as Lojas Americanas para operar as lojas de conveniência BR Mania nos postos e as lojas de proximidade da marca Local.

Mudanças culturais e na estrutura de governança, exemplificadas pela nova proposta de remuneração da administração com um programa de opção de

compra de ações, também são importantes motores para continuar impulsionando a trajetória virtuosa.

O resultado de todas as medidas citadas foi uma margem EBITDA ajustada de R\$ 104 por metro cúbico de combustível vendido em 2020. A empresa fechou a lacuna de margem para seus principais competidores antes do que esperávamos. O volume de vendas também vem se mostrando melhor do que o antecipado quando os *lockdowns* começaram no início do ano, levando a um ganho de *market share* de 2,4% no primeiro trimestre de 2021 em relação ao mesmo trimestre de 2020. Os concorrentes Raízen e Ipiranga perderam 0,6% e 0,3%, respectivamente, no período.

Apesar dos excelentes resultados divulgados e do pagamento de dividendos de R\$ 2,3 bilhões em 2020 (8,9% de *yield*), o preço das ações caiu 23% para um nível 18% abaixo do *follow-on*. Entendemos que, apesar de um risco de execução consideravelmente inferior ao que víamos antes, a indecisão da Petrobras em vender sua participação de 37,5% na companhia se tornava um empecilho para a valorização do papel.

Em 2021, novas e importantes mudanças foram anunciadas. O primeiro marco foi a sucessão da presidência da empresa, com a eleição de Wilson Ferreira Jr. para o cargo de CEO. Acompanhamos de perto seu trabalho na CPFL e na Eletrobras e temos uma visão extremamente positiva sobre sua capacidade como executivo. Três meses depois de

sua nomeação, a Petrobras vendeu todo o restante de suas ações da BR levantando R\$ 11,5 bilhões.

O novo CEO também está sendo mais vocal em endereçar outro receio dos acionistas, a transição energética para fontes mais limpas. Enquanto não temos mais informações sobre a estratégia, o conceito adotado nos parece fazer sentido: incertos sobre a velocidade da transição e a fonte energética vencedora, a companhia alocará capital de forma gradual e balanceada em algumas diferentes frentes de oportunidades.

Em paralelo à preparação para o futuro, o novo plano de negócios inclui medidas adicionais para acelerar a rentabilização do atual negócio de combustíveis fósseis. Cortes de adicionais de custos, nova metodologia de precificação, desenvolvimento das mesas de *trading* de etanol e derivados expansão da rede de conveniência em 1.000 lojas até 2025 em parceria com as Lojas Americanas são as principais iniciativas.

A BR também poderá se beneficiar da privatização da indústria de refino. A empresa não deve entrar no processo de aquisição de refinarias, entendendo que é melhor aproveitar sua escala como compradora, sem se comprometer com o risco da operação. A principal frente de ganhos é a negociação de melhores políticas comerciais. Hoje, a Petrobras vende derivados a um preço único que independe do tamanho da distribuidora. Outra possibilidade é

fazer parcerias relacionadas a investimento ou operação dos ativos logísticos da refinaria.

Administradores experientes, a maior escala, base de clientes destacada – 30 milhões de clientes mensais nos postos e mais de 7 mil clientes B2B – e geração de caixa elevada e resiliente. Uma combinação que faz a BR preparada para se aproveitar das evoluções do setor.

Se somarmos todos esses pontos ao novo limite alavancagem – razão de dívida líquida sobre EBITDA de 12 meses de 2,5 vezes, que no fim do último trimestre estava em 1,2 -, acreditamos que a BR está em boas condições para avançar nas atuais e nas novas avenidas de crescimento, sem prejuízo na distribuição de dividendos expressivos aos acionistas.

Aumentamos nossa exposição ao investimento no *follow on* da Petrobrás e continuamos atentos às transformações da companhia.

Permanecemos à disposição.

**Vista Capital**

## Rentabilidade: Vista FIC FIA

	Vista FIA <sup>1</sup>	IBOV	IBX
2015	3.2%	-13.3%	-12.4%
2016	53.7%	38.9%	36.7%
2017	26.7%	26.9%	27.5%
2018	24.5%	15.0%	15.4%
2019	46.2%	31.6%	33.4%
2020	9.9%	2.9%	3.5%
2021	9.1%	6.5%	8.8%
jan	0.0%	-3.3%	-3.0%
fev	-7.3%	-4.4%	-3.5%
mar	2.2%	6.0%	6.0%
abr	2.3%	1.9%	2.8%
mai	9.9%	6.2%	5.9%
jun	2.4%	0.5%	0.6%
<b>Acumulado</b>	<b>338.3%</b>	<b>153.6%</b>	<b>164.8%</b>

## 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	13.4%	1.3%
jan	1.2%	0.1%
fev	-0.8%	0.1%
mar	-0.1%	0.2%
abr	2.6%	0.2%
mai	5.8%	0.3%
jun	4.2%	0.3%
<b>Acumulado</b>	<b>93.7%</b>	<b>11.5%</b>

<sup>1</sup> O fundo teve seu índice de referência alterado de Índice Brasil - IBX para Ibovespa - IBOV em 11/06/2021