

Em 2021, a cota do Vista FIA acumulou variação de -20,8% comparada à variação de -11,9% do IBOV no mesmo período.

A cota do Vista Long Biased acumulou variação de -14,7%, comparada à variação de +4,4% do CDI no mesmo período.

Desde o início em 1º de janeiro de 2015, a cota do Vista FIA acumula variação de +218,4%, comparada à variação de +109,6% do IBOV no mesmo período.

A cota do Vista Long Biased, por sua vez, acumula rentabilidade de +45,8% desde 26 de outubro de 2018, comparada à variação de +14,9% do CDI no mesmo período.

* * *

O trabalho do investidor começa na diferenciação entre o preço e o valor dos ativos – em nosso caso, das companhias. No processo de estudo que nos leva a essa conclusão é imprescindível separar variáveis que afetam cada um desses atributos.

Preço é naturalmente um atributo exógeno às companhias. Valor pode ser afetado por fatores exógenos e endógenos.

Durante o segundo semestre de 2021, observamos uma alteração expressiva em fatores exógenos às companhias que impactaram o preço de suas ações, em especial daquelas cujas expectativas de crescimento se alongam por mais anos à frente.

¹ O juro real implícito no título de dívida pública brasileira NTN-B com vencimento em 2035 saltou de aproximadamente 3,20% para

O cenário global de pressões inflacionárias foi acompanhado no Brasil por uma intensificação da apreensão com o futuro político do país nas eleições de 2022.

Juntos esses fatores levaram a uma rápida e acentuada alteração na percepção do *risco-país*, evidenciada no aumento expressivo das taxas de juros implícitas nos títulos soberanos¹. A nosso ver, também houve aumento do prêmio de risco para investimentos em ações ou, em outras palavras, um acréscimo no retorno exigido para receber um fluxo de caixa futuro que é naturalmente incerto e impreciso.

Em conjunto, esses parâmetros elevaram o retorno total exigido para investimento em ações e o resultado foi o encolhimento de múltiplos que se observou (processo conhecido como *de-rating*). Um acontecimento evidentemente desconectado da capacidade de gestão de qualquer companhia, mas com repercussão relevante sobre os preços de suas ações.

Essa contração dos *horizontes de investimento* explica grande parte da performance do portfólio, bem como seu comportamento relativo ao índice Bovespa. Apesar da ausência de posições do setor de tecnologia – as mais impactadas pelo movimento – o portfólio é composto por companhias cujo valor é sustentado por uma geração de caixa percebida como duradoura e crescente e, portanto, com um fluxo de perfil mais alongado no tempo. Já para as companhias que representam parte expressiva da composição índice Bovespa não há a mesma percepção e os fluxos que

5,20% entre 1º de janeiro de 2021 e 31 de dezembro de 2021. A taxa média de 2020 foi de 3,67% versus 4,34% em 2021.

sustentam o valor de mercado estão concentrados em prazos mais curtos.

Tal volatilidade de variáveis exógenas não se restringiu àquelas que impactam exclusivamente os preços das ações. Engarrafamento no *supply chain* global, ritos de órgãos antitruste, ruídos políticos sobre regulação, impactos da segunda e terceira onda de COVID foram alguns dos temas vindo de fora de seus perímetros com os quais as companhias precisaram lidar nos últimos meses.

Em que pese tais acontecimentos se desdobrem sobre a geração de caixa e, conseqüentemente, sobre o valor dos negócios investidos, a duração é curta. Vários já foram ultrapassados ou serão em alguns meses ou trimestres. São temas transitórios que não alteraram nossas expectativas sobre o futuro das investidas, tampouco nossa avaliação de valor intrínseco de seus negócios.

Há também fatores endógenos, específicos a cada companhia, que se alteraram no período e com os quais foi preciso lidar. Dificuldades de integração em empresas adquiridas, incertezas sobre o retorno de investimentos em tecnologia, elevação temporária dos custos com a prestação de serviços, entre outros. São ocorrências normais ao dia a dia dos negócios, mas que durante ambientes turbulentos, quando não antecipadas ou inadequadamente comunicadas, frustram expectativas e potencializam as reações negativas dos agentes.

*

Em Natura, o risco macroeconômico do Brasil é restrito apenas a um terço das receitas, enquanto a Avon Brasil, mais expostas à compressão de renda do brasileiro de classes mais baixas, representa menos de 10% da receita consolidada. O principal risco sempre foi endógeno: a execução do *turnaround* de Avon. Naturalmente, o processo é sujeito a falhas na integração de pessoas, processos e sistemas, a alterações em incentivos, *pricing*, produto, marketing, entre outros, e não tem o horizonte de 2021 ou 2022 como a linha de chegada.

O *milestone* de alteração dos incentivos de remuneração dos representantes Avon iniciados em 2021 vinham evoluindo acima do esperado até o segundo trimestre de 2021, consolidando nossa confiança na execução. Não antevimos os erros da administração refletido apenas nos resultados do terceiro trimestre de 2021. Do lado positivo, boa parte dos equívocos já parecem ter sido corrigidos, demandando agora alguns trimestres para recuperação. Em conjunto com as pressões inflacionárias acima do esperado, os erros geraram forte revisão das estimativas de lucro de curto prazo e uma postergação do direcionamento de EBITDA de médio prazo da companhia em um ano.

Após mais de quinze trimestres consistentes de resultados, não contávamos com tamanha “desancoragem” nas estimativas para os anos após 2022. Além disso, enxergamos hoje uma desconexão entre o múltiplo alto projetado para o ano corrente (2022) e os fluxos de caixa da companhia nos próximos anos. A velocidade e a intensidade da recuperação serão de difícil precisão, mas a execução do plano de

negócios, que inclui a consolidação das companhias sob os mesmos sistemas, integração da produção e da distribuição e força de vendas corretamente incentivada com portfólio de produtos complementar, mais do que compensará o efeito negativo de eventos exógenos de curto prazo.

*

No final de 2021 e início de 2022, o órgão de defesa da concorrência aprovou fusões entre os dois maiores e principais competidores no setor de saúde e no de locadoras de veículos. No caso da saúde, com surpreendente celeridade e sem imposição de qualquer remédio. Os benefícios econômicos das transações são expressivos e serão capturados ao longo dos próximos cinco anos. A velocidade e a intensidade não estarão blindadas da turbulência macroeconômica que teimam em persistir no Brasil, mas esse processo depende majoritariamente dos times de gestão que têm experiência e capacidade para executá-lo. As companhias resultantes das fusões, Intermédica-Hapvida e Localiza-Unidas, consolidam ainda mais seu posicionamento competitivo diferenciado e continuam partes importantes de nosso portfólio.

*

Nos últimos meses, adequamos as exposições do portfólio ao risco retorno relativo. Recompusemos os investimentos afetados pelo *de-rating* mencionado e reduzimos exposição a companhias que obtiveram uma performance relativa destacada.

*

O horizonte de tempo é uma das importantes diferenciações presentes no mundo de investimento. Entre 2000 e 2021, o investidor em ações no Brasil assistiu a cinco quedas acentuadas: primeira eleição do Lula, crise do *subprime* americano, crise fiscal da Dilma, pandemia do Covid e a crise atual. Quatro delas se provaram como ótimas oportunidades de investir em companhias de qualidade e gerar retornos extraordinários. Acreditamos estar diante de mais um desses eventos.

Como consequência da forte correção de preços, observamos boas oportunidades de investimento, por vezes camufladas atrás de *valuations* de curto prazo aparentemente demandantes. Nossas expectativas de crescimento revelam nos próximos trimestres patamares de precificação comparáveis aos de momentos de maior estresse macroeconômico do país.

O portfólio segue investido em negócios com bons retornos sobre o capital investido, posicionamento competitivo dominante e gestores competentes, nos quais o transcorrer do tempo estará sempre jogando a nosso favor.

*

Aproveitamos a oportunidade para comunicar que as futuras *Carta do Gestor: Vista Ações* adotarão periodicidade trimestral.

	Vista FIA ¹	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	-20,8%	-11,9%	-11,2%
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%
jul	-5,7%	-3,9%	-4,0%
ago	-2,9%	-2,5%	-3,3%
set	-5,2%	-6,6%	-7,0%
out	-11,4%	-6,7%	-6,8%
nov	-4,4%	-1,5%	-1,7%
dez	-1,3%	2,9%	3,1%
Acumulado	218,4%	109,6%	116,2%

	Vista LB	CDI
2018	2,9%	1,1%
2019	36,4%	6,0%
2020	21,8%	2,8%
2021	-14,7%	4,4%
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%
jul	-1,6%	0,4%
ago	0,2%	0,4%
set	-5,8%	0,4%
out	-14,0%	0,5%
nov	-4,5%	0,6%
dez	-1,5%	0,8%
Acumulado	45,8%	14,9%

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