

No primeiro trimestre de 2022, a cota do Vista FIA acumulou variação de 9,6% comparada à variação de 14,5% do IBOV no mesmo período.

A cota do Vista Long Biased acumulou variação de 11,0%, comparada à variação de 2,4% do CDI no mesmo período.

Desde o início em 1º de janeiro de 2015, a cota do Vista FIA acumula variação de 248,8%, comparada à variação de 140,0% do IBOV no mesmo período.

A cota do Vista Long Biased, por sua vez, acumula rentabilidade de 61,9% desde 26 de outubro de 2018, comparada à variação de 17,7% do CDI no mesmo período.

* * *

Nessa carta, fugiremos dos comuns relatos sobre como empresas geraram valor para seus acionistas através da alocação de mais recursos e abordaremos três histórias de “desinvestidores” e a forma como suas decisões moldaram retornos passados e potencialmente futuros.

A Alpargatas vendeu ativos e renovou o escopo corporativo, estabelecendo o foco dos recursos financeiros e humanos no principal negócio - a marca *Havaianas* - e novas grandes marcas com potencial global. A Petrobras estabeleceu um plano de desinvestimentos como pilar do *turnaround* iniciado em 2016, o que permitiu reduzir sua alavancagem e destinar recursos livres ao desenvolvimento dos principais campos do pré-sal. Por último, comentamos as operações da BR Properties, empresa cuja atividade é investir e desinvestir ativos imobiliários.

*

A gestão de recursos consiste essencialmente na procura por investimentos que proporcionem ao capital rentabilidade superior à *média do mercado*.

Investimentos em ativos negociados em mercados organizados, como é o caso das ações negociadas em bolsa, costumam ter sua rentabilidade aferida pela comparação entre o preço pago pelo ativo e o preço *a mercado*, em determinado momento.

Especialmente em períodos curtos, a *marcação a mercado* expõe a rentabilidade dos investimentos a uma série de imprevisibilidades extrínsecas aos fundamentos particulares do ativo investido. Em prazos mais longos, as variações de preço, e consequentemente a rentabilidade do investimento, tendem a equivaler aos movimentos do valor intrínseco dos ativos investidos.

Em se tratando de empresas, o valor está diretamente associado ao volume e ao retorno obtido com os recursos alocados na operação. É indispensável ao investidor a avaliação da capacidade de determinada empresa de acessar capital financeiro e humano e das oportunidades disponíveis para sua alocação a retornos superiores à *média do mercado* de maneira contínua.

Como qualquer recurso finito, vale para o capital financeiro e humano a dinâmica de que *quanto mais se quer, menos há disponibilidade*. Boas oportunidades de alocação costumam aparecer em momentos de restrição de acesso aos mercados de capitais e juros altos, quando a escassez de financiamento atinge o ápice dentro dos ciclos econômicos, ou em momentos

de elevado crescimento de mercado, quando talentos são disputados pelas empresas. Nesses momentos a capacidade de *desbloqueio de recursos internos* eventualmente se apresenta como uma competência necessária.

Qual é a forma sustentável de fornecer a gestores excepcionais capital financeiro e humano para a construção de valor?

Em analogia comum na academia financeira, o crescimento de organizações é comparado ao de organismos vivos. A regra de Cope¹ postula que as linhagens populacionais tendem a aumentar em tamanho corporal ao longo do tempo evolutivo. O tamanho corporal maior está associado ao aumento da aptidão por várias razões, embora também existam algumas desvantagens tanto em nível individual quanto em nível coletivo.

Já Geoffrey West, físico teórico norte-americano recentemente invocado em artigo de Michael Mauboussin², elucida o motivo pelo qual as espécies não crescem indefinidamente: a energia que entra nos sistemas é alocada entre o crescimento de novas células e a manutenção e reparo das já existentes. No princípio,

a energia pode ser amplamente direcionada para o crescimento, mas, atingido certo tamanho, a energia precisa ser integralmente direcionada para manutenção e reparo e o organismo para de crescer. Organizações passam pelo mesmo processo: com o crescimento, tornam-se mais complexas e de difícil monitoramento³.

*

Capital financeiro é notadamente fungível⁴ e há ampla concorrência pelos usos. Já o capital humano pode ser mais ou menos fungível. Executivos experientes, com capacidade de motivação e coordenação são úteis a diversos negócios. Especialistas e técnicos são menos fungíveis, pois a especialização em um novo conjunto de tarefas exige um período de treinamento. Em qualquer caso, são todos recursos sem escalabilidade⁵.

Marcas, por outro lado, possuem livre escalabilidade, mas não são fungíveis, dado que não podem ser utilizadas para qualquer produto. Pense, por exemplo, em uma das marcas brasileiras mais reconhecidas internacionalmente, as *Havaianas*: não há limite físico para quão amplamente esta marca pode ser utilizada, mas o consumidor provavelmente não gostaria de

¹ Homenagem ao paleontólogo americano Edward Cope.

² *"Underestimating the Red Queen: Measuring Growth and Maintenance Investments"*, 27 de Janeiro de 2022.

³ Um exemplo são os conglomerados que surgiram nos Estados Unidos na década de 1960, na onda de fusões e aquisições. Naquele período, por conta do aperto de leis de antitruste nos Estados Unidos (Celler- Kefauver Act de 1950), as empresas passaram a ter dificuldades significativas para adquirir seus competidores ou fornecedores, o que impulsionou um *boom* de aquisições fora do círculo de competência natural de seus negócios. O ambiente de juros baixos e prêmios de *valuation* pagos pelo mercado em negócios diversificados também influenciaram esse movimento. Não demorou até que as empresas começassem a mostrar dificuldades de gerenciar múltiplos negócios em setores

diferentes. O aumento de juros no final da década de 70 e uma decepção com as sinergias prometidas engatilhou uma onda de desinvestimentos. O fracasso da expansão horizontal de escopo transformou prêmios em descontos e levou a uma série de alienações. Ravenscraft e Scherer (1991) estimam que mais de 30% das aquisições foram alienadas nos anos seguintes, com destaque para os casos em que as expansões de escopo incluíram aquisições em indústrias não relacionadas.

⁴ Conforme Levinthal e Wu (2010), fungibilidade refere-se "à gama de atividades sobre as quais um recurso ou capacidade pode ser aplicado". Se algo é altamente fungível, é amplamente útil.

⁵ Recursos sem escalabilidade (tradução livre de *non-scale-free resources*) - também Levinthal e Wu (2010).

comprar um refrigerante, alugar um carro ou encomendar uma aeronave da marca Havaianas. As marcas simplesmente não reforçam atributos comuns às demandas de todos os mercados⁶.

Desinvestimentos são oportunidades para as empresas liberarem recursos sem escalabilidade, reciclando o capital maduro e majoritariamente fungível em novas oportunidades mais recompensadoras.

O capital financeiro demanda taxas de retorno elevadas durante períodos de investimento em comparação à taxa exigida em períodos de coleta dos lucros. Como exemplo, leilões por ativos minerais prospectivos e ativos já desenvolvidos receberiam ofertas de valores muito distintos, em função de seus diferentes perfis de risco. O desinvestimento permite ao vendedor reciclar o capital financeiro investido, capturando o diferencial de retornos requeridos na forma de um maior valor presente do ativo⁷. Esse capital livre poderá servir à outra finalidade que traga maior valor à organização.

As naturais restrições de tempo e atenção dos administradores, independentemente de sua eficiência, também impõem um limite ao crescimento da organização. O escopo de atuação é determinante para a manutenção do foco dos principais talentos nos principais negócios, originando e executando projetos

⁶ Com exceção talvez da Apple?

⁷ Em um cálculo de desconto de fluxos de caixa, a redução da taxa de retorno requerida aumenta o valor presente dos fluxos.

⁸ Geram resultados perceptíveis mesmo com grande escala da corporação consolidada.

⁹ *Out with the old, in the new: the impact of divestitures on firm performance*, 27/12/2014, publicado por Elena Vidal em conjunto com Will Mitchell. A Professora Elena Vidal do Baruch College, NY, em um de seus *papers* sobre desinvestimentos analisa a indústria farmacêutica entre 1977 e 2012 e conclui que as empresas mais ativas em desinvestimentos apresentam maior reinvestimento nas

que movem os ponteiros da companhia⁸. A revisão desse escopo pode ser gerada por meio de desinvestimentos⁹.

Por último, a redução do escopo pode diminuir as assimetrias de informação entre a organização e os *stakeholders* originadas pela própria diversificação, uma vez que a complexidade financeira e operacional dificulta o acesso a informações relevantes dos negócios individualmente. A simplificação tende a melhorar o alinhamento dos incentivos gerenciais e tornar as governanças internas e externas mais eficazes¹⁰.

*

Além dos movimentos de mobilização e desmobilização de recursos, o time de investimentos em empresas da Vista Capital estuda o portfólio de ativos e negócios das empresas. Os negócios passíveis de desinvestimento, em nossa visão, devem ser avaliados em três dimensões:

- i. **Fit estratégico:** Manter o ativo é essencial para promover o crescimento rentável da empresa? O ativo agrega competências que reforçam as vantagens competitivas do negócio principal? Vale notar que a condição de *fit* não é estática, ela varia

suas atividades remanescentes, reforçando assim sua base de ativos para continuar crescendo. A Pfizer, maior farmacêutica do mundo em termos de receita, é um exemplo dessa constante busca por reciclagem de portfólio. Desde 2020, a companhia fez três grandes desinvestimentos. No *press release* de anúncio da conclusão do *spin off* da Upjohn Business, divisão de genéricos e medicamentos maduros, o Chairman e CEO comentou que a “nova Pfizer” tinha um pipeline ainda mais forte para continuar desenvolvendo tratamentos e medicamentos inovadores.

¹⁰Bergh, Johnson e Dewitt (2008)

de acordo com as evoluções estratégicas, tecnológicas e competitivas.

- ii. **Perspectiva de *performance*:** Qual é a perspectiva da evolução do retorno sobre o capital investido no segmento? O negócio, se gerador de retornos em excesso, tem espaço para alocação de mais recursos ou, se gerador de retornos insuficientes, tem necessidade de aportes adicionais?
- iii. **Custo de oportunidade:** Há escassez de capital, financeiro ou humano, para outro uso que gere maior retorno aos acionistas ou adequa o perfil de risco da companhia? O capital empregado pode ser vendido por seu valor justo?

Os melhores desinvestimentos naturalmente acontecem em negócios de baixo *fit* estratégico, mas com boa perspectiva de *performance*, especialmente em ativos em que o comprador pode extrair mais valor do que o vendedor.

Ocorre que, muitas vezes, executivos e acionistas são levados a desinvestir não quando é melhor para a empresa, mas como uma reação ao momento negativo do ciclo dos negócios. Há relutância em vender ativos quando as condições econômicas são boas e os preços de venda estão altos, e, na falta de opções, o foco em desinvestimentos aumenta justamente quando a economia desacelera, os valores caem e os compradores desaparecem.

Os melhores “*desinvestidores*” abordam os desinvestimentos com o mesmo nível de planejamento e rigor que suas contrapartes trazem para as aquisições,

constantemente examinando o portfólio e seu ciclo de negócios em busca de candidatos à reciclagem.

É também comum que companhias precisem vender ativos para equacionar seu endividamento, quando o nível de alavancagem atinge níveis desconfortáveis à operação e o valor economizado no pagamento de juros supera os retornos esperados pelo investimento no negócio.

Há também desinvestimentos seguidos de devolução do capital aos acionistas, sinalizando que não há oportunidade para alocação acima do custo de capital.

* * *

Em novembro de 2021, a **Alpargatas** encerrou um importante ciclo de desinvestimentos de ativos periféricos ao seu negócio principal, a *Havaianas*.

Com mais de 100 anos como empresa listada, nos falta contexto histórico para comentar alocações de capital de décadas atrás. Até mesmo porque a marca *Havaianas* teve início incomum e, em 1962, poucos poderiam imaginar que a Alpargatas estaria criando um dos produtos mais icônicos do país. Nossos comentários serão atinentes à alocação de capital da gestão iniciada em 2017 com a entrada dos atuais controladores, as *holdings* Itaúsa e Cambuhy.

Ao assumir a Alpargatas, o novo time passou a comandar não só a gestão da marca *Havaianas*, como também a marca *Osklen*, o licenciamento de *Mizuno* no Brasil, negócios na Argentina que iam de uma indústria têxtil à *Topper*, entre outros. Essas operações eram suportadas por diversos ativos: alguns operacionais e mais atualizados atendendo à *Havaianas*, como a fábrica

de Montes Claros recém-inaugurada; outros dedicados à negócios periféricos argentinos; e por fim, diversos ativos não operacionais acumulados ao longo de décadas de sucessivas gestões¹¹.

A racionalização desses ativos era parte importante da tese. Do ponto de vista estratégico, a visão da nova diretoria é ser uma “*powerhouse de marcas desejáveis e hiper conectadas*”. Um conceito subjetivo, que abre margem a diferentes interpretações. Em nossa opinião, a melhor definição desse conceito seria a de uma marca que “*não precisa pegar o cliente pelas mãos para entrar em sua loja*”.

Escala potencial também passa a ser um quesito importante. Não basta ser um *small giant*¹². A marca tem que ter potencial de escala global para fazer frente ao custo de oportunidade de recursos e tempo de se investir em *Havaianas*.

Diante disso, compartilhamos nossas interpretações sobre os desinvestimentos e as alocações de capital efetivadas desde a troca de controle.

Desinvestimentos	Segmento	Geografia	Valor (R\$ m)
Topper Argentina	Calçados Esportivos	Argentina	220
Alpargatas Argentina	Indústria Têxtil	Argentina	57
Licença Mizuno	Calçados Esportivos	Brasil	200
Sete Léguas	Botas profissionais	Brasil	5
Osklen (60%)	Moda / Vestuário	Brasil	240
Venda imóveis não op.	-	-	28
Total			750

¹¹ Um exemplo da falta de foco na gestão do portfólio é o caso emblemático de um apartamento ganho em disputa judicial, que não era utilizado pela cia e incorria em custos de IPTU.

i. Argentina

Do ponto de vista estratégico, as operações argentinas já não serviam a qualquer propósito para o grupo. Com relevância apenas no mercado argentino, a marca *Topper* e outro negócio industrial têxtil comoditizado não ofereciam sinergias com *Havaianas* ou escala potencial relevante. Além disso, o mercado argentino enfrenta grandes desafios macroeconômicos, que dificultam o ambiente de negócios.

A alocação de tempo na divisão era desproporcional à sua representatividade de 8% das vendas consolidadas em 2017 e, ainda assim, os resultados eram declinantes e o capital empregado não gerava retorno satisfatório.

Por essas razões, o desinvestimento das operações na Argentina era uma prioridade da nova administração, que as vendeu entre 2018 e 2019. O senso de urgência maximizou o valor das vendas. A última negociação foi fechada poucas semanas antes das eleições presidenciais que marcaram a volta dos Kirchner ao poder e levaram a desvalorização expressiva dos ativos argentinos.

ii. Mizuno

No caso *Mizuno*, a Alpargatas não era detentora da marca, mas apenas licenciadora no Brasil.

Esse modelo não se enquadra no novo desenho estratégico, que requer a propriedade da marca para trabalhá-la no longo prazo. Além disso, o segmento de

¹² Referência ao livro *Small Giants*, de Bo Burlingham, sobre empresas que rejeitaram a pressão por crescimento para se concentrar em metas de negócios mais satisfatórias para seus funcionários, clientes e comunidades.

calçados esportivos, altamente competitivo e com protagonismo global de Nike e Adidas, se mostrava pouco atrativo quando comparado ao negócio de *Havaianas*.

A representatividade de pouco mais de 10% nas vendas totais da Alpargatas não se refletia em geração de caixa, em função das margens comprimidas e da maior demanda de capital de giro. O desinvestimento foi mais um passo na agenda de simplificação e priorização.

iii. Osklen

A *Osklen* era uma marca própria do grupo, com elevada margem bruta e potencial para apresentar bons retornos sobre o capital investido. No entanto, a marca acumulou prejuízos de R\$ 38 milhões entre 2013 e 2018, após a aquisição em 2012.

A nova administração da Alpargatas trouxe melhorias à gestão da *Osklen* e retomou a lucratividade em 2019. A trajetória de recuperação foi interrompida pela crise provocada pela COVID, que impôs novos desafios de execução para um modelo de negócios com alto emprego de capital em lojas e não sinérgico com o negócio principal de *Havaianas*.

Nossa percepção é que a administração concluiu que a marca não tinha potencial global – não atendia o requisito de escala potencial.

Os resultados da *Osklen* poderiam até melhorar com o tempo, eventualmente elevando o valor de venda. No entanto, o contexto de dezembro de 2021, com alta de juros e forte deterioração macroeconômica, aumentava ainda mais o desafio operacional e a necessidade de alocação de tempo do time de gestão da *Alpargatas*. A

venda por um preço inferior ao pago em 2012 nos parece mais um erro na compra do ativo do que na venda.

iv. Falta de foco no negócio principal

Quando se investe tempo e recursos em negócios periféricos, o maior detrator de valor pode não ser a eventual destruição de valor nesses ativos em si, mas o subinvestimento no negócio principal. Nos cinco anos anteriores à troca de controle da Alpargatas, a empresa investiu em média R\$ 112 milhões por ano, sendo que após o investimento na nova fábrica de Montes Claros, este número retraiu para menos de R\$100 milhões ao ano, muito próximo da depreciação contábil dos ativos.

O que mais chama a atenção é o fato dos montantes realizados terem ficado consistentemente abaixo do orçamento aprovado pelos acionistas. Entre 2014 e 2018, a Alpargatas realizou em média menos de 70% dos investimentos propostos.

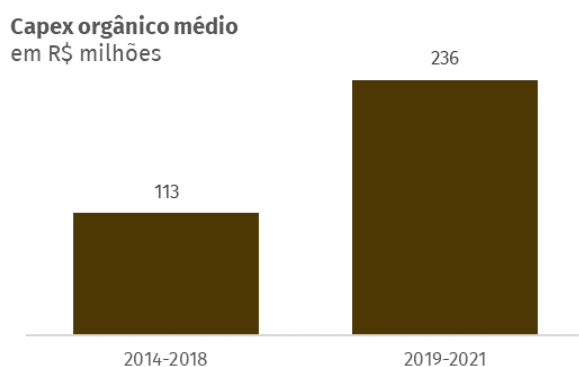
Capex Realizado vs. Orçado (R\$ milhões)	2014	2015	2016	2017	2018
Adição intangível	10	10	14	13	14
Adições imobilizado	131	117	95	92	67
Capex orgânico	141	127	109	105	81
Proposta de orçamento de capital	201	155	142	169	154
Realizado como % do orçado	70%	82%	77%	62%	53%

Não sabemos precisar os motivos, mas observamos que (i) no período entre 2015 e 2016, a *Osklen* acumulou prejuízo por conta da crise econômica no Brasil, e (ii) desde 2015, a contínua deterioração da operação argentina levou a altos custos de reestruturação. Seja para preservar o caixa após decepções nos negócios periféricos ou por incapacidade de execução dos projetos, que pode ser associada à alocação de tempo

dos executivos, investimentos com retorno elevado e que beneficiariam a *Havaianas* foram deixados de lado.

v. Foco no negócio principal

A nova liderança mais que dobrou o investimento orgânico na marca *Havaianas*. A Alpargatas acelerou a digitalização (ex. nova plataforma de e-commerce), a modernização das fábricas e a inovação dos produtos principais. Os projetos com *fit* estratégico passaram a ser aprovados e executados pela companhia e estimamos um retorno médio de aproximadamente 25%.



Apesar do aumento substancial no patamar de investimentos, o retorno sobre capital investido pela empresa já subiu desde a troca de controladores até 2021.

Retornos marginais antes de impostos	
CAGR Vendas Consolidadas '18-21	0,4%
CAGR Vendas Havaianas '18-21	13,1%
Δ EBITDA recorrente '18-21	168
Capex orgânico '19-21	707
Retorno marginal antes de impostos	24%

vi. 2022 em diante

Com o balanço de fechamento de 2021, conseguimos ver o capital desinvestido e liberado de ativos periféricos. Foram destravados aproximadamente R\$830 milhões entre recursos imobilizados e capital de giro.

Desinvestimentos	Receíveis	Estoques	Fornecedores	Ativo Fixo
Osklen	59	65	18	304
Mizuno	168	70	0	3
ASAIC	171	81	117	48
Total	397	216	135	354
Capital de Giro		479		
Ativo Fixo		354		
Capital desinvestido		833		

Para o ano de 2022, a empresa anunciou a maior proposta de orçamento de sua história. Coincidentemente são R\$ 830 milhões, sendo R\$ 630 milhões dedicados a um *masterplan* para a expansão da *Havaianas*. A proposta é de magnitude similar ao investimento orgânico total acumulado entre 2018 e 2021, que por sua vez já foi uma aceleração de 100% se comparado ao patamar da gestão anterior. Entre os ganhos estão um aumento de capacidade produtiva de sandálias e slides *Havaianas*, novas tecnologias voltadas para a expansão da linha de *sneakers* da marca *Havaianas*, e adição de capacidade logística voltada para aumentar nível de serviço para os clientes.

vii. Inorgânico

*"Tudo que entra em melhorar nossos 'capabilities' nesses 4 vetores – global, digital, inovador e sustentável – é para ser avaliado."*¹³ (Roberto Funari, CEO da Alpargatas)

¹³ 1h0min de teleconferência com a XP em junho/2020. https://www.youtube.com/watch?v=oiyPcv_aSkce

Dentro da visão de ser uma plataforma de marcas icônicas, a administração já deixava claro que a *Havaianas* não seria a única marca do grupo e que a agenda de fusões e aquisições faria parte da estratégia, observados os quatro atributos acima.

No final de 2021, a empresa anunciou a aquisição de 49% da *Rothy's*, marca de calçados nascida em São Francisco (EUA), por R\$ 2 bilhões. A marca preenche todos os atributos desejados pela Alpargatas e está alinhada à estratégia.

Do ponto de vista de alocação de tempo dos administradores e do risco que a aquisição poderia representar para a execução dos planos em *Havaianas*, o desenho também foi moldado pensando na independência das operações, com os executivos que tocaram a *Rothy's* até aqui mantendo seu protagonismo e autonomia. O envolvimento dos executivos da

Alpargatas se restringirá ao nível do conselho de administração, com indicação de 4 dos 9 membros, além da criação de três comitês de gestão.

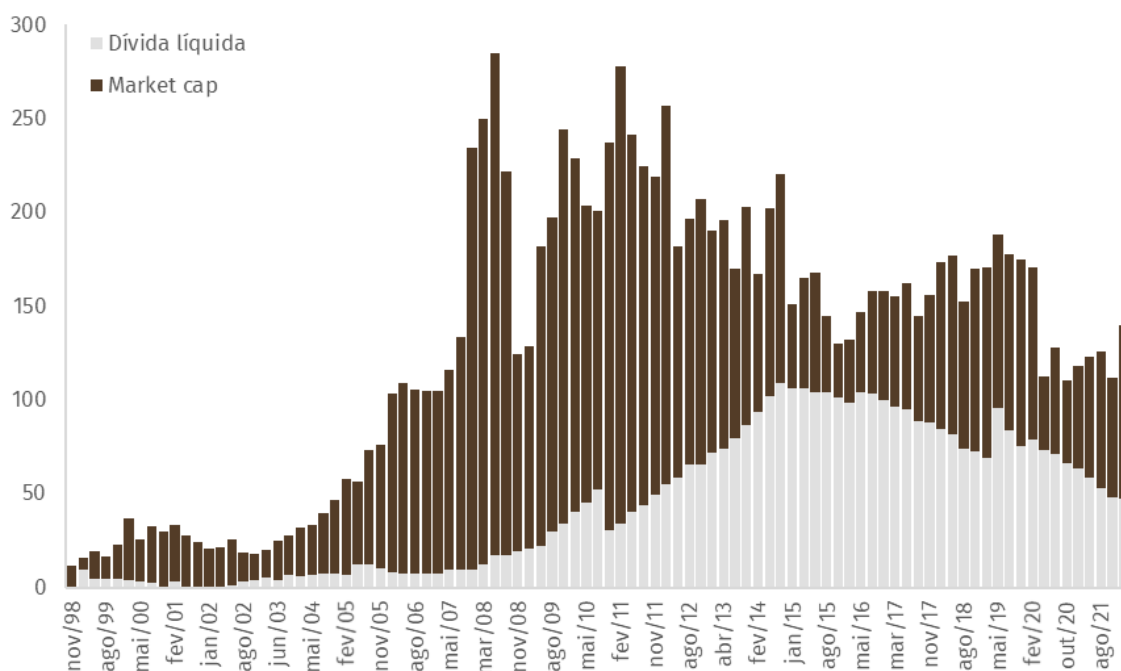
Com isso entendemos que o investimento em *Rothy's* em nada se assemelha às empresas desinvestidas nos últimos anos sob a ótica do desalinhamento estratégico ou demanda por alocação de tempo.

*

A **Petrobras** protagonizou outro exemplo de geração de valor através de desinvestimentos, após um longo período de expressivos investimentos.

No início de 2006, a empresa apresentou um plano quinquenal ambicioso, após triplicar sua produção na década anterior. O período fora marcado pela transição da produção em terra e águas rasas para as águas

Decomposição do valor da firma
em US\$ bilhões



profundas, que passaram a representar dois terços da produção total.

O otimismo era evidente e a companhia esperava que a produção crescesse de 1,7 para a marca de 2,3 milhões de barris equivalentes por dia com os campos de Albacora, Albacora Leste, Frade e Marlim – todos localizados na Bacia de Campos e nomes comuns aos que acompanham a atual corrida pelos desinvestimentos da estatal. O plano previa um investimento anual superior a US\$ 11 bilhões, comparado ao patamar de US\$ 5 bilhões anuais na realizados até a virada do milênio.

Poucos meses depois do *roadshow* em que as projeções foram apresentadas, a Petrobras encontrou petróleo no poço RJS-628A, hoje campo de Tupi. Era o início de uma nova fase na companhia, a exploração e desenvolvimento dos campos do pré-sal.

Os planos mudaram e com eles o orçamento de investimentos. De 2007 a 2014, a empresa empregou US\$ 280 bilhões, ou US\$ 35 bilhões anuais, o triplo da média anual prevista no plano de negócios anterior e, como referência, o dobro do atual *enterprise value* da empresa.

Mesmo com a média do preço do barril de petróleo em US\$ 93 no período, os investimentos consistentemente superaram a geração de caixa operacional. A empresa, que em 2007 tinha valor de mercado de US\$ 100 bilhões e dívida líquida de US\$ 8 bilhões, precisou se capitalizar

com mais US\$ 32 bilhões de capital próprio e US\$ 107 bilhões de dívida.

Os investimentos não renderam os frutos desejados e o crescimento de produção projetado nunca foi alcançado, por conta da não-entrega de sistemas de produção e alta depleção da produção dos ativos *legado*. As refinarias construídas para atender ao crescimento da produção e da demanda doméstica de derivados custaram múltiplas vezes o orçado e entregaram uma pequena fração da capacidade prometida¹⁴. Adicionalmente, a empresa renunciou a R\$ 180 bilhões¹⁵ ao subsidiar o preço dos combustíveis no mercado doméstico.

As operações internacionais chegaram a 24 países, com produção de petróleo e refinarias espalhadas pelos continentes. As empreitadas não se restringiram ao

US\$ bilhões	2006	2013	2021
Imobilizado, intangível e investimentos			
E&P	34	141	102
RTC	11	69	19
G&E	7	22	6
Outros	10	19	8
I+I+I	64	252	138
EBITDA			
E&P	21	37	39
RTC	5	(10)	9
G&E	(0)	2	0
Outros	(2)	0	(4)
Arrendamentos no fluxo de caixa			(6)
EBITDA	23	29	38
Brent médio	66	109	71

¹⁴ Em estudo publicado pelo IBRE, o custo da RNEST por unidade de barril por dia de óleo refinado é da ordem de 5 a 6 vezes o padrão da indústria. Não é possível estabelecer a mesma comparação para o Comperj visto que não entrou em operação, apesar do investimento estimado entre US\$ 12 e 18 bilhões.

¹⁵ Cifra apresentada pelo então CEO Roberto Castello Branco para o período 2008-2018, em audiência pública na CME da Câmara dos Deputados, no dia 11/06/2019.

setor de óleo e gás, se estendendo a energias renováveis, biocombustíveis, petroquímicos, fertilizantes e outros segmentos.

Com inúmeras frentes abertas, os sistemas de gestão e governança foram insuficientes para resguardar a companhia das más decisões e das oportunidades de corrupção. A empresa teve 4 diretores presos, além de dezenas de gestores processados.

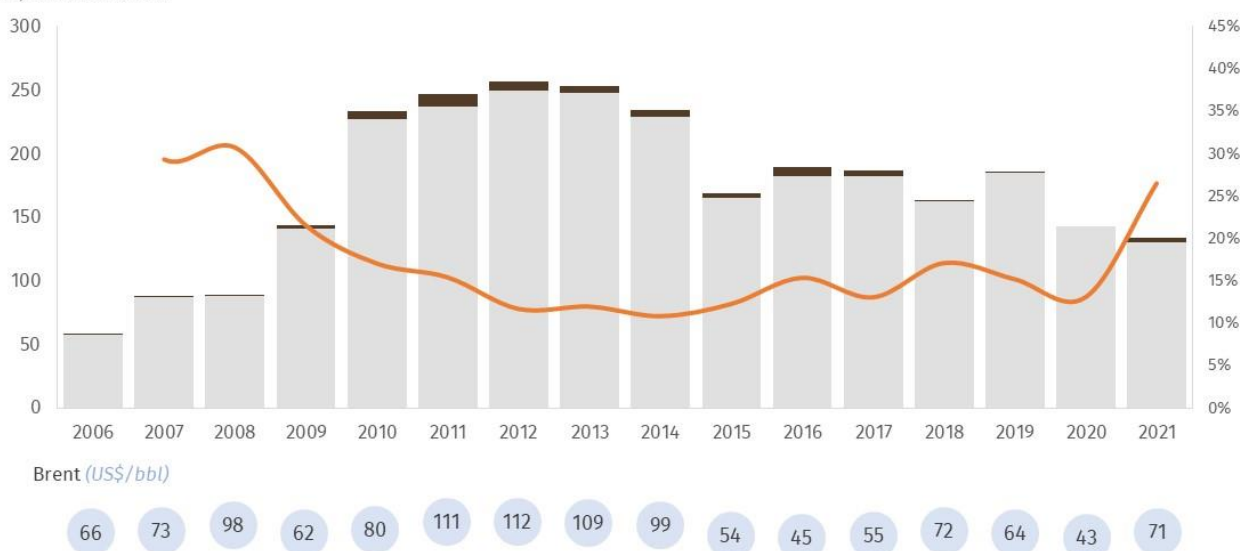
Ao fim desse processo de descontrole, a alavancagem líquida da companhia superava a marca de 5 vezes o seu lucro operacional, fazendo com que seu custo de dívida subisse expressivamente¹⁶. Em dezembro de 2015, o valor atribuível aos acionistas dentro da Petrobras representava apenas 20% do valor da firma¹⁷. Os 80%

restantes eram equivalentes à dívida com credores. Um destino improvável para quem havia encontrado a mais prolífica fronteira de produção no mar da história recente.

Em 2016, a companhia iniciou uma guinada de recuperação, alicerçada no redesenho da alocação de seu capital. A redução massiva no patamar de investimento – para menos de um quarto do observado no pico – e a realização de dezenas de desinvestimentos – que totalizaram cerca de US\$ 40 bilhões – permitiram a companhia equalizar seu endividamento e restabelecer o foco nos seus ativos mais rentáveis de exploração no pré-sal.

O capital empregado, que chegou a quadruplicar no período de investimentos que antecedeu 2016, foi

Proxy de capital empregado e retorno em \$ bilhões e em %



¹⁶ O CDS de 5 anos da companhia superou 1.200 pontos base. Como referência, durante a pandemia de Covid-19 que jogou o preço do barril de petróleo para patamares extremamente baixos, o preço desse seguro não superou a marca de 600 pontos base.

¹⁷ Valor da Firma (Enterprise Value) refere-se a quanto vale uma empresa de forma abrangente, visto que leva consideração tanto o valor de mercado do capital próprio (equity), como também os passivos líquidos da organização. Quanto maior é a parcela da dívida líquida dentro do valor da firma, menor é a do equity – dada sua subordinação.

reduzido quase à metade do pico de 2013, através de vendas, depreciação e expressivos *impairments*¹⁸. A rentabilidade dos ativos remanescentes, por sua vez, atingiu em 2021 o ponto mais alto da série histórica e deve superar este patamar novamente esse ano, ajudado pela apreciação do petróleo.

A Petrobras deixou e ainda pretende deixar diversos segmentos, como exploração e produção em terra e águas rasas, distribuição de combustíveis líquidos, distribuição de gás, transporte de gás, petroquímicos, biocombustíveis, açúcar e etanol, fertilizantes, além das operações internacionais, como refino no Japão e EUA, exploração e produção na África e nos EUA, e as operações na América Latina (Argentina, Chile e Uruguai). O número de funcionários do grupo caiu de 86 mil em 2013 para menos 46 mil ao final de 2021 e as operações no exterior estão concentradas em apenas 3 escritórios.

A rentabilidade da operação, que melhorou sequencialmente nos últimos anos, deve se manter em patamar estruturalmente mais alto, controlando as comparações intertemporais pelo preço do barril.

Bom nível de retorno, desinvestimentos que expõem o real valor dos ativos e o equilíbrio da estrutura de capital estão elevando o valor da empresa e reduzindo o nível de desconto sobre o capital investido verificado durante o período de alocações ineficientes de recursos e as expectativas negativas com a governança.

*

Vemos dinâmica semelhante em nosso investimento em BR Properties, gestora ativa de portfólio de propriedades comerciais. Desde a mudança do grupo controlador, no início de 2016, a gestão trabalhou para reciclar o capital e simplificar o portfólio.

O portfólio avaliado em cerca de R\$ 7 bilhões antes de impostos era composto por 31 ativos, incluindo 20 ativos de baixo padrão. Foram recebidos R\$ 2,4 bilhões pelo desinvestimento desses imóveis, sendo 212 mil m² de escritórios no Rio de Janeiro, Porto Alegre e áreas secundárias de São Paulo. Esses ativos, que em outro momento do ciclo dificilmente teriam liquidez, deram lugar a capital que pôde ser reinvestido em melhores oportunidades.

Ao longo de 2019, as expectativas sobre o ciclo imobiliário trouxeram otimismo ao setor: os fundamentos do mercado melhoravam sequencialmente, os juros baixos tornaram os financiamentos menos onerosos e a liquidez aumentou de forma expressiva com a capitalização dos *players*. Os descontos dos valores das ações para os valores dos portfólios sugeridos nos balanços das companhias se tornaram prêmios em poucos meses. Os recursos das vendas da BR Properties foram realocados em projetos e aquisições oportunísticas: R\$ 3,9 bilhões de investimentos em novas propriedades para o portfólio, parcialmente financiadas com emissão de mais *equity*. O portfólio foi concentrado em 14 complexos

¹⁸ Redução do valor contábil do ativo quando teste econômico-financeiro indica que o valor recuperável é inferior ao apresentado nos demonstrativos financeiros.

corporativos e 5 logísticos, com 80% do valor em 6 dos ativos corporativos - uma carteira notoriamente mais líquida e menos vulnerável.

A companhia não contava com a pandemia de Covid-19, que junto com uma forte correção da curva de juros, interrompeu a recuperação cíclica recém iniciada. As grandes empresas, por mais que não devolvessem áreas de forma expressiva, deixaram de absorver a vacância como anteriormente e os juros da dívida passaram a corroer as receitas das locações. Os prêmios de *valuation* retrocederam novamente a descontos e, com o benefício da visão retrospectiva, diversos investimentos não deveriam ter sido feitos - o que não invalida a importância da qualificação do portfólio executada.

Por mais que a recuperação tenha sido postergada, a ciclicidade do setor não foi eliminada. Reflexo disso são os quase 370 mil m² em ativos de alto padrão adquiridos em São Paulo e no Rio de Janeiro desde o início da pandemia, sendo 84 mil m² apenas no segundo semestre de 2021¹⁹. Os preços de compra, talvez contraintuitivamente, não são baixos - como por exemplo a aquisição recente da Torre Almirante (RJ), com vacância de 64%, pelo BC Fund por R\$15,3 mil/m². Compradores capitalizados e com prazos longos estão alocando recursos e se preparando para uma recuperação nos próximos anos.

A empresa valora hoje seu portfólio em R\$ 8,2 bilhões após impostos, 4 vezes o valor de sua dívida líquida. O endividamento da companhia não é alarmante, mas

cada real da dívida líquida custa 3 vezes mais do que o rendimento de um real investido no portfólio de propriedades comerciais, à luz das atuais taxas de juros.

Portanto, o caminho até o topo do ciclo pode ser trilhado de forma menos onerosa se ativos performados forem desinvestidos para reduzir o endividamento. Enxergamos na gestão da companhia uma interpretação alinhada à nossa, e julgamos que desta forma a empresa estará mais bem preparada para capturar novas oportunidades.

Permanecemos à disposição.

Vista Capital

¹⁹ Dados retirados da SiiLA, solução de dados do mercado imobiliário.

	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%
2022	9.6%	14.5%	14.9%
jan	3.7%	7.0%	6.9%
fev	-1.0%	0.9%	1.5%
mar	6.7%	6.1%	6.0%
Acumulado	248.8%	140.0%	148.3%

	Vista LB	CDI
2018	2.9%	1.1%
2019	36.4%	6.0%
2020	21.8%	2.8%
2021	-14.7%	4.4%
2022	11.0%	2.4%
jan	6.9%	0.7%
fev	-1.1%	0.7%
mar	5.0%	0.9%
Acumulado	61.9%	17.7%

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