

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 história¹. 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.

¹ 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.

² 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 avizinhava², 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*³ 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*⁴. 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.

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

⁴ 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*⁵ 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*⁶ 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.

⁵ 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.

⁶ 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 operacional⁷ 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.

⁷ 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%

A Vista Capital Gestora de Recursos Ltda. ("VISTACAPITAL") é uma sociedade autorizada pela CVM como administradora de carteiras de valores mobiliários, na categoria "gestora de recursos". A VISTA CAPITAL não se responsabiliza por erros, omissões ou imprecisões das informações divulgadas, nem por decisões de investimento tomadas com base neste material. O conteúdo aqui veiculado possui caráter exclusivamente informativo e não constitui aconselhamento ou recomendação de investimentos, notadamente, atividade de análise e consultoria de valores mobiliários, nem uma oferta de valores mobiliários pela VISTA CAPITAL. Para a avaliação do desempenho do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Os recursos aplicados em fundos de investimento não contam com garantia do administrador, do gestor, do custodiante, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos - FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade apresentada dos fundos de investimento não é líquida de impostos. Caso o índice comparativo de rentabilidade aqui veiculado não seja o benchmark descrito no regulamento do fundo, considere tal índice meramente como referência econômica. Aos investidores é recomendada, antes do investimento, a análise detalhada dos documentos regulatórios dos fundos de investimento, notadamente a seção de fatores de risco. Este material e as informações aqui veiculadas são de propriedade da VISTA CAPITAL. É vedada a circulação e reprodução, no todo ou em parte, sem a devida autorização expressa prévia.

