

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 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

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.

