Vista Ações

Quarto trimestre de 2022

VISTA CAPITAL

No quarto trimestre de 2022, a cota do Vista FIA acumulou variação de -8,8% comparada à variação de -0,3% do IBOV no mesmo período.

A cota do Vista Long Biased acumulou variação de -10,0%, comparada à variação de 3,2% do CDI no mesmo período.

Desde o início em 1º de janeiro de 2015, a cota do Vista FIA acumula variação de 188,3%, comparada à variação de 119,4% do IBOV no mesmo período.

A cota do Vista Long Biased, por sua vez, acumula rentabilidade de 37,0% desde 26 de outubro de 2018, comparada à variação de 29,1% do CDI no mesmo período.

* * *

Exploramos nessa carta, com o benefício do olhar em retrospecto, alguns motivos para o resultado aquém do que gostaríamos no ano de 2022.

Um fator comum aos nossos investimentos é ter um *duration* maior que o da média da bolsa brasileira, concentrada em empresas dos setores de *commodities* e financeiro. É um efeito natural do investimento em empresas que crescem, reinvestindo seu caixa. No período de excepcional e acelerada alta de juros que marcou os últimos 18 meses, os preços de ativos de maior *duration* sofreram mais do que ativos de curta *duration*.

O aumento dos juros básicos da economia também eleva as despesas financeiras pressionando o lucro e a geração de caixa das companhias. Em situações como essa, são beneficiadas as empresas com endividamento controlado e geração orgânica de caixa que cobre a necessidade de investimentos. Ativos subavaliados passíveis de monetização também desempenham papel importante nessa equação de riscos.

Do lado dos fundamentos, a alta volatilidade no ambiente global, com guerra e seus impactos na cadeia de suprimentos, além de reverberações nos preços de insumos e confiança do consumidor também contribuíram com impactos exógenos não esperados de curto prazo em algumas de nossas investidas. O ambiente de aversão a risco ao longo de 2022, com alta de juros em período eleitoral levou boa parte dos investidores a buscarem ativos que oferecessem maior previsibilidade em detrimento de empresas que viviam alguma dificuldade operacional, pressionando o preço das ações e, consequentemente, elevando os prêmios de risco.

É natural que o curto prazo seja mais afetado por ruídos e choques exógenos, não estruturais. No entanto, os acontecimentos de curto prazo e as reações dos gestores são fontes importantes de informação para o investidor, ainda que seu horizonte seja mais longo. No conjunto de pequenos períodos, é possível acompanhar a execução dos planos, a capacidade de gestão e o processo de tomada de decisão, quando exposto a percalços.

Sob a ótica de resultados normalizados, que evita se apegar aos melhores ou piores momentos dos ciclos, enxergamos em nossas investidas um histórico bem-sucedido e uma administração capaz e comprometida para restabelecer os melhores desempenhos

financeiros. Os preços depreciados das ações e os elevados prêmios se apresentam como uma oportunidade para o investidor paciente.

Investimento é uma maratona, não uma corrida curta. Constantemente reavaliamos nossas premissas e decisões. Seguimos confiantes que nossas investidas crescerão seus lucros nos próximos anos.

* * *

Em nossa carta do primeiro trimestre de 2022, discorremos sobre geração de valor através do desinvestimento de ativos. Na ocasião, abordamos nosso investimento na **BR Properties** sob a ótica da reciclagem e simplificação do portfólio e, à luz do aumento expressivo nas taxas de juros e do nível de alavancagem da companhia, opinamos:

"[...] *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.*"

Em maio, a companhia acordou a venda de 12 ativos imobiliários desenvolvidos e majoritariamente maduros[1] pelo valor de R$ 5,92 bilhões – desconto sobre o valor de avaliação de 14%. A transação foi concluída em julho com pagamento de 70% do montante acordado – os demais 30% serão atualizados[2] e pagos até julho de 2023.

A transação foi maior do que imaginávamos inicialmente e zerou o endividamento. Além disso, as sucessivas reduções de capital demonstram que não há intenção de buscar novas oportunidades no mercado imobiliário no horizonte visível. O saldo líquido recebido foi de R$11,8 por ação, equivalente a 100% do *enterprise value*[3] da BR no início de 2022.

A primeira parcela de R$ 8,0 por ação foi destinada ao pré-pagamento do endividamento bruto de R$ 6,4 por ação e à redução de capital de R$ 2,4 por ação – cerca de 30% de seu valor de mercado no dia imediatamente anterior –, deixando ainda assim um caixa líquido que, ao final de outubro, era de R$ 0,9 por ação[4].

Em uma segunda etapa da adequação da estrutura de capital, em janeiro de 2023, a empresa convocou assembleia para votar a antecipação parcial da segunda parcela da transação mediante nova redução de capital de R$ 2,75 por ação e a distribuição de seu portfólio de lajes através de fundo valorado em R$ 2,66 por ação.

Aprovadas as novas reduções, a companhia remanescente valeria em bolsa apenas R$ 300 milhões, incluindo o caixa líquido e um portfólio de 224 mil m² de galpões em São Paulo. Interpretamos como excessiva a atual subvalorização, natural em transformações como a que a empresa passa, e ainda julgamos o investimento como assimétrico e descorrelacionado. O baixo valor de

[1] As exceções relevantes são os prédios no Parque da Cidade, adquiridos absolutamente vagos em 2020, e o Edifício Ventura, com vacâncias acima da média do portfólio
[2] Ajustado pelo IPCA até dez/2022 e CDI a partir de 2023
[3] Valor da transação líquido de impostos = $5.498 milhões
Market cap + dívida líquida em 01/01/22 = $5.529 milhões
[4] Conforme *release* de resultados do 3º trimestre de 2022

mercado, uma estrutura sem endividamento e a recorrência de fluxo de caixa também parecem atrativos para uma eventual oferta pelo capital residual.

O investimento em BR Properties foi a maior exposição e a principal contribuição positiva de nossos fundos ao longo de 2022. Essa exposição vem sendo passivamente diminuída ao longo dos eventos de distribuição do capital.

Os investimentos associados ao setor de consumo doméstico foram os maiores detratores de performance no ano. Nossas investidas tiveram um ano de ganho de participação de mercado dentro de seus segmentos, com crescimento de receita satisfatório, mas lidaram com importantes declínios de margem.

Para a **Alpargatas,** a pressão de margem se deu pelos fatores exógenos anteriormente mencionados que aumentaram custos de uma maneira geral, da matéria prima (*commodities*) a custos logísticos. Repasses de preços foram executados ao longo do ano, porém esses transitam pelo resultado da companhia com atrasos temporais de alguns trimestres. Como exemplo, no Brasil, a margem bruta de Havaianas no primeiro trimestre de 2022 foi de 36,3%, uma pressão de 6% de margem *versus* o primeiro trimestre do ano anterior. No último trimestre de 2022, entendemos que a companhia já apresentará boa expansão de margem bruta *versus* o mesmo período do ano anterior, iniciando 2023 com outro patamar de rentabilidade.

Houve falhas endógenas no ano, principalmente no atendimento do mercado internacional. A operação nos Estados Unidos (3% da receita Havaianas em 2022) lidou com problemas pontuais maiores e mais demorados do que o esperado com seu principal cliente (Amazon), além de trocas dos gestores da operação. Por outro lado, a companhia fez o maior investimento de sua história em 2022, que deve começar a gerar resultados em 2023, de melhoria no nível de serviço ao mercado internacional a ganhos de produtividade em custo.

Novamente revisitando nossa carta sobre desinvestimentos, discorremos sobre a agenda de desinvestimentos da Alpargatas de 2018 a 2022, bem como o reinvestimento do capital liberado. No caso da aquisição de 49% do capital da *Rothy's*, a empresa parece ter pago um valor elevado, em momento de virada de ciclo, estabelecendo um desafio para obter um bom retorno. Para executar a aquisição, a empresa fez um aumento de capital, de forma a não se alavancar diante do cenário mais adverso, mantendo sua estrutura de capital com endividamento líquido próximo de zero. A diluição correspondente à aquisição foi de aproximadamente 13%. Assumindo que o ativo valha zero, seria essa a perda permanente de capital (ainda nos parece cedo para conclusões mais assertivas quanto ao valor justo da *Rothy's*).

Adiante, a geração de caixa orgânico da Alpargatas permite investir em seus negócios e retomar a trajetória de ganho de participação de mercado alinhada a melhorias de retorno sobre o capital. Ao longo do ano, aumentamos nossa exposição às ações da companhia, que era uma posição pequena no início de 2022, e encerrou o ano dentre as principais exposições do fundo.

Ainda em consumo, o investimento em **Natura** foi por mais um ano, um grande detrator. No entanto, as

decepções não estiveram atreladas ao ambiente doméstico como no ano de 2021, e sim às operações internacionais da companhia. A guerra na Rússia e Ucrânia atingiu diretamente países que representam aproximadamente 20% das vendas da Avon Internacional. Os efeitos indiretos nos preços das *commodities*, inflação, e confiança do consumidor, por sua vez, tiveram forte impacto nas vendas nos vizinhos europeus, como Reino Unido, que representa metade das vendas da marca The Body Shop (TBS).

A frustração de vendas na TBS foi amplificada pelo aumento de despesas ocorridos nos anos anteriores, executados pela empresa como investimentos para um crescimento futuro que não aconteceu. A companhia terminou por consumir muito caixa no primeiro semestre do ano, aumentando sua alavancagem, que ultrapassou a barreira de três vezes seu já comprimido EBITDA.

Com crescimento de vendas relativamente baixo esperado para o futuro, o caso de Natura seria pouco exposto ao tema juros, dado o *duration* do seu fluxo de caixa. Porém, com o aumento da alavancagem, o ascendente custo da dívida termina por sufocar o lucro e geração de caixa da companhia.

A troca de presidente da companhia em junho, altera o senso de urgência, e as prioridades são realinhadas: fluxo de caixa e margem. Na sequência, massivos cortes de custos são executados no nível corporativo, e nas divisões de negócio Natura, Avon e The Body Shop. Mais importante do que o corte em si, é ter uma empresa mais enxuta, menos burocrática, e com divisões de negócios autônomas.

A empresa anunciou no quarto trimestre a intenção de vender uma participação da marca Aesop. Vemos com bons olhos a monetização desse ativo, que viabilizaria uma drástica redução de sua alavancagem. Vale notar que essa eventualidade não seria o "*destino*" ou motivo de nosso investimento, que tem como fundamento a criação de um líder regional com a integração de Natura e Avon na América Latina, que gerará R$2 bilhões de caixa anualmente após a normalização de margens. Aesop sempre foi um ativo de destaque no portfólio da companhia, mas não o ponto central da geração de valor futuro. Com posicionamento no mercado de luxo global, em mercados desenvolvidos, entendemos que há liquidez para o ativo, mesmo em condições adversas de mercado como a atual.

Um outro caso que vale a pena mencionar nessa carta é o de **XP**. No início de 2022, já tínhamos um investimento de tamanho mediano na empresa, mas no final do primeiro semestre tornamos ela um de nossos principais investimentos. Víamos a empresa a um *valuation* muito descontado e, por mais que o momento vivido fosse duro do ponto de vista de resultados, entendíamos que ela ainda era a grande vencedora no ambiente de investimentos para o varejo. O ambiente competitivo era pior do que havia sido no passado, mas atribuímos a desaceleração de seu crescimento muito mais aos fatores macroeconômicos que favoreciam os grandes bancos, do que à erosão real de suas vantagens competitivas.

Um risco pontuado seria a manutenção por tempo mais prolongado do ambiente macroeconômico negativo. Diferentemente de muitos casos em nossa carteira, a

trajetória dos juros aqui importa mais, pois "*alimenta*" os concorrentes da companhia, dando-lhes tempo para que reconstruam suas franquias de investimento. E atrapalha a XP à medida que gera insatisfação de seus sócios, funcionários e de seu canal de distribuição, com consequências muitas vezes imprevisíveis à medida que a empresa luta por reequilíbrio.

Vemos a empresa tomando importantes medidas como a adequação de sua estrutura de custos à realidade, mas optamos por diminuir a relevância do investimento no portfólio, tornando-a novamente uma posição intermediária em nossos fundos.

Permanecemos à disposição.

Vista Capital

Histórico de rentabilidade Vista FIC FIA

Ano	Vista FIA	IBOV
2015	3.2%	-13.3%
2016	53.7%	38.9%
2017	26.7%	26.9%
2018	24.5%	15.0%
2019	46.2%	31.6%
2020	9.9%	2.9%
2021	-20.8%	-11.9%
2022	-9.5%	4.7%
jan	3.7%	7.0%
fev	-1.0%	0.9%
mar	6.7%	6.1%
abr	-12.9%	-10.1%
mai	1.4%	3.2%
jun	-9.2%	-11.5%
jul	7.3%	4.7%
ago	3.8%	6.2%
set	1.5%	0.5%
out	8.7%	5.5%
nov	-12.7%	-3.1%
dez	-3.8%	-2.4%
Acum.	**188.3%**	**119.4%**

Histórico de rentabilidade Vista Long Biased FIC FIM

Ano	Vista LB	CDI
2018	2.9%	1.1%
2019	36.4%	6.0%
2020	21.8%	2.8%
2021	-14.7%	4.4%
2022	-6.0%	12.4%
jan	6.9%	0.7%
fev	-1.1%	0.7%
mar	5.0%	0.9%
abr	-12.1%	0.8%
mai	0.8%	1.0%
jun	-6.8%	1.0%
jul	9.1%	1.0%
ago	3.2%	1.2%
set	1.1%	1.1%
out	7.9%	1.0%
nov	-12.3%	1.0%
dez	-4.8%	1.1%
Acum.	**37.0%**	**29.1%**

A Vista Capital Gestora de Recursos Ltda. ("VISTA CAPITAL") 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.

Autorregulação ANBIMA
Gestão de Recursos