Vista Ações

Primeiro trimestre de 2023

VISTA CAPITAL

No primeiro trimestre de 2023, a cota do Vista FIA acumulou variação de -12,54% comparada à variação de -7,16% do IBOV no mesmo período.

A cota do Vista Long Biased acumulou variação de -9,78%, comparada à variação de 3,25% do CDI no mesmo período.

Desde o início em 1º de janeiro de 2015, a cota do Vista FIA acumula variação de 152,15%, comparada à variação de 103,73% do IBOV no mesmo período.

A cota do Vista Long Biased, por sua vez, acumula rentabilidade de 23,61% desde 26 de outubro de 2018, comparada à variação de 33,31% do CDI no mesmo período.

* * *

Assim como nosso último comentário, vamos explorar as principais contribuições para o resultado dos fundos nos primeiros três meses de 2023.

O primeiro trimestre do ano foi marcado por uma escalada do nível de incerteza já elevado no final de 2022. O fluxo de resgate de fundos de ações e multimercados segue muito alto e sem sinal de arrefecimento: só neste ano já saíram R$ 27 bilhões e R$ 45 bilhões de cada um dos tipos, respectivamente. Depois do caso da Americanas, o mercado de crédito foi atingido – com abertura de 130bps de nos *spreads* já excluindo *outliers*.

Com taxas de juros reais significativamente elevadas em todos os horizontes e com incertezas ainda relevantes sobre o novo regime fiscal da economia brasileira, o horizonte do investidor encurtou muito, focando de maneira desproporcional nos resultados de curto prazo. A divulgação dos resultados do quarto trimestre protagonizou as discussões e, em muitos casos, expectativas frustradas implicaram em quedas de "duplo dígito".

A divergência das expectativas *ex-ante* com a entrega provocou discussões profundas, a fim de reavaliarmos, mais uma vez, as premissas que nos fizeram investir anos atrás. O carrego se provou mais árduo do que esperávamos e nos levou a ajustar o tamanho de algumas posições. Todavia, seguimos confiantes no ganho de *market share*, melhorias de rentabilidade e no consequente crescimento de lucro das empresas em nosso portfólio.

* * *

Nossa posição em Hapvida foi a maior responsável pela performance negativa do primeiro trimestre. Desde a conclusão da aquisição do Grupo NotreDame Intermédica, no início de 2022, a margem EBITDA da companhia oscilou em torno de 8%. Até então, a empresa combinada *pro-forma* tinha margem razoavelmente estável em nível que era o dobro do atual.

A recuperação das margens do grupo viria, majoritariamente, dos reajustes de preços dos planos. Em resumo, a cada 1% de aumento de receitas por beneficiário em excesso ao crescimento de custos, haveria uma descompressão da ordem de 60 a 70 pontos base na margem. Apesar dos reajustes de preço ao longo do ano, houve um aumento proporcional no nível dos sinistros – efeito que pôde ser observado

setorialmente. A consequência da decepção na margem foi a desancoragem das expectativas de resultados para 2023 e 2024.

Apesar da empresa não apresentar deslocamento de margem superior à média setorial, a alavancagem resultante da compra do GNDI e um atípico consumo de capital de giro fizeram com que ela queimasse montante relevante de caixa. A falta de clareza sobre o ponto de inflexão das margens não só fez com que o preço das ações caísse, mas que a família controladora buscasse formas de capitalizar a companhia. A antiga liderança do GNDI foi quase integralmente substituída por pessoas de confiança da Hapvida e executivos de mercado em março de 2023, e o capítulo a seguir é um voto de confiança à família e seus executivos.

Nossa interpretação é de que o mercado reagiu de forma desproporcional ao que foi discorrido acima. O preço de hoje não condiz com a expectativa de recuperação de margens, mesmo que a patamares significativamente abaixo do histórico. Seguiremos próximos da empresa e de seus *stakeholders* com o objetivo de aumentar a posição quando for prudente.

* * *

No caso da Alpargatas, segunda maior detratora de resultados do trimestre, houve decepção tanto na receita quanto na rentabilidade e conversão de caixa da companhia. Todas essas explicadas pela expressiva queda de volumes no Brasil.

A Alpargatas realiza 70% de suas vendas no Brasil através de intermediários, distribuidores e atacadistas, que por sua vez revendem os produtos aos pequenos varejistas. O *sell-in* é a venda da companhia para seus clientes, o *sell-out* é a venda para o consumidor final.

Após um 1º semestre promissor no *sell-out* e ânimo dos clientes para o 2º semestre, intermediários entraram estocados para o final de ano. A partir do mês de setembro, com vendas mais fracas fruto do clima, eleição e Copa do Mundo - e juros altos como custo de oportunidade para a estocagem - houve uma reversão dessa tendência.

O *sell-out* caiu 4% no quarto trimestre de 2022, no comparativo anual, alinhado às nossas expectativas. No entanto, a inesperada mudança de patamar de estoque dos clientes, gerou queda de duplo dígito de volume no *sell-in* que, por sua vez, tem efeitos adversos de desalavancagem operacional, de aumento dos estoques da companhia e consequente perda de margem bruta.

Após uma alta de custos de mais de 40% entre o segundo semestre de 2021 e de 2022 e consequente repasse de preço, vimos uma tendência de baixa dos custos já na 2ª metade de 2022. No entanto, os estoques precisam 'girar' para que os novos custos e preços emerjam no resultado, e a queda de volumes retarda essa recuperação.

Descasamentos grandes de *sell-in* e *sell-out* são insustentáveis, e fortes movimentos de desestocagem como o do quarto trimestre de 2022 e de início de 2023 tendem a levar no máximo dois ou três trimestres historicamente. O ano de 2023 será de foco em eficiência e produtividade de despesas e capital de giro. Para a execução desse foco, a companhia trouxe dois novos executivos, André Natal como CFO, e Gabriel Aver de diretor industrial.

* * *

Por último, cabe um comentário sobre a BR Properties – maior posição dos nossos fundos de ações desde 2019. No início de abril, a empresa foi alvo de aquisição em bolsa por meio de uma oferta pública, onde a GP Investments adquiriu cerca de 90% do capital da Companhia. Antes do leilão de fechamento de capital, a companhia tornou efetiva a redução de capital anunciada em janeiro desse ano, distribuindo parte relevante do seu valor de mercado em dinheiro e do FII BRPR Corporate Offices: dos R$ 242 por ação no momento do *bid*, R$ 174 (72%) foram pagos em dinheiro, e os demais em cotas do FII.

A transação fez com que nossa exposição à empresa fosse reduzida, saindo de pouco menos de 20% para cerca de 5%. A posição atual ocorre através das cotas do fundo imobiliário gerido pelo mesmo time e com os mesmos ativos da companhia que fomos investidores durante todo esse tempo. Hoje, esse portfólio se concentra no Passeio Corporate, edifício corporativo *triple A* no centro do Rio de Janeiro, quase integralmente locado a preços alinhados à média de mercado, com contratos longos, multas altas e locatários de alto padrão. Esse ativo negocia com *yield* real[1] superior a 13%, com pagamentos de dividendos mensais a partir de do meio deste ano.

Permanecemos à disposição.

Vista Capital

[1] O valor dos dividendos estimados para o ano dividido pelo valor de mercado das cotas do fundo, adicionado de premissa de correção por inflação do valor da propriedade – assim como do valor dos aluguéis cobrados.

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%
2023	-12,5%	-7,2%
jan	4,3%	3,4%
fev	-7,6%	-7,5%
mar	-9,2%	-2,9%
Acum.	**152,1%**	**103,7%**

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%
2023	-9,8%	3,3%
jan	5,5%	1,1%
fev	-7,5%	0,9%
mar	-7,5%	1,2%
Acum.	**23,6%**	**33,3%**

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