Vista Ações

Segundo trimestre de 2023

VISTA CAPITAL

No segundo trimestre de 2023, a cota do Vista FIA acumulou variação de 21,4% comparada à variação de 15,9% do IBOV no mesmo período.

A cota do Vista Long Biased acumulou variação de 24,6%, comparada à variação de 3,1% do CDI no mesmo período.

Desde o início em 1º de janeiro de 2015, a cota do Vista FIA acumula variação de 206,1%, comparada à variação de 136,1% do IBOV no mesmo período.

A cota do Vista Long Biased, por sua vez, acumula rentabilidade de 54,1% desde 26 de outubro de 2018, comparada à variação de 37,5% do CDI no mesmo período.

* * *

Os destaques positivos foram os investimentos em Hapvida, Lojas Renner e Natura, todas associadas ao ambiente de negócios doméstico. O resultado de Petrobrás também contribuiu positivamente e, diante da valorização das ações, encerramos nossa exposição à tese ao longo do trimestre.

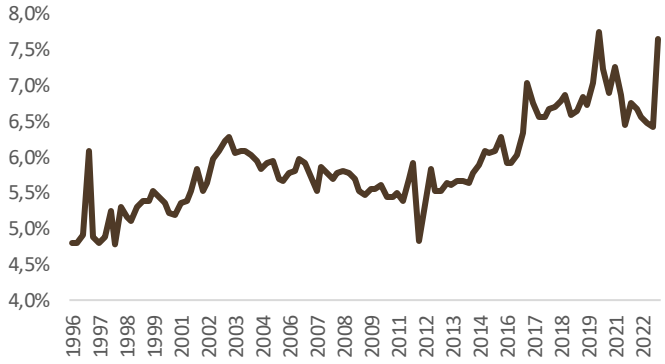
Depois do duro e rápido aperto monetário – 1175 pontos-base de alta na Taxa SELIC em menos de dois anos –, os primeiros sinais de virada no ciclo de política monetária vieram com dados de inflação bem mais benignos no trimestre, encorajando uma redução no prêmio de risco dos ativos listados em bolsa no segundo trimestre de 2023.

Ainda nos dados macroeconômicos, o crescimento anual do PIB de +1,9% no primeiro trimestre de 2023, em comparação ao mesmo trimestre no ano anterior, surpreendeu positivamente. Vale notar, no entanto, a elevada contribuição do agronegócio, que apresentou crescimento de +21,6%. Excetuando o agronegócio, veríamos um crescimento do PIB muito mais próximo da estabilidade.

O evento não se trata de um *one-off*, mas de uma trajetória de longo prazo: o agronegócio foi a locomotiva de um crescimento anêmico do país, tendo continuamente elevado sua representatividade no PIB ao longo da última década.

Figura 1: Agronegócio

% do PIB, trimestral



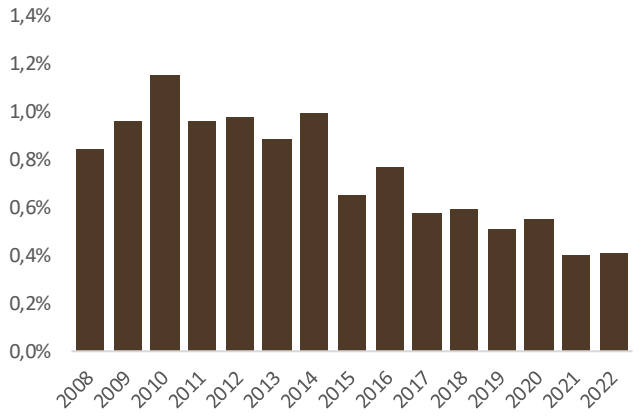
Fonte: Tesouro.

A vocação do Brasil para o agronegócio é evidente: boa disponibilidade de terra, água e clima muito aderente ao desenvolvimento das atividades agrícolas. São vantagens competitivas naturais passíveis de serem potencializadas com investimentos em tecnologia, inovação e infraestrutura logística.

No setor público, temos na Embrapa um raro órgão público que é referência mundial atuando na fronteira de pesquisa do setor, desenvolvendo inovações em grãos e tecnologias de melhoria de produtividade.

Do outro lado, investimentos em infraestrutura logística para solução de gargalos recebem apenas 18% da limitadíssima capacidade orçamentária de investimentos públicos no Brasil[1]. Fica a cargo do setor privado, no volátil ambiente de negócios do país, o investimento de longo prazo para endereçar as lacunas existentes.

Figura 2: Investimentos públicos
% do PIB



Fonte: Tesouro.

Apesar da vocação natural para a atividade, até o último ciclo de ofertas públicas de abertura de capital (*IPO*), a representatividade do agronegócio na bolsa de valores não refletia a relevância do setor para a economia doméstica, nem mesmo em quantidade de empresas.

Entre 2020 e 2022, uma série de ofertas iniciais permitiu aos investidores do mercado público de ações acessar o capital de empresas que atuam em diferentes partes da cadeia – produtoras de defensivos ou sementes, varejistas de insumos, empresas logísticas etc. –, onde os resultados são menos voláteis e menos dependentes do preço dos grãos e o retorno sobre capital empregado mais adequado.

Nessa carta, comentaremos o investimento em Rumo, empresa na qual investimos há anos e que se tornou ao longo do segundo trimestre a maior posição dos fundos de ações.

* * *

Rumo

Contexto histórico

O setor ferroviário brasileiro passou por processo de privatização entre 1996 e 1998, após décadas de decadência e subinvestimento sob o controle estatal.

Nesse momento a GP Investimentos arrematou a malha ferroviária que cobre o sul do país, dando o primeiro passo para a criação do que seria a *América Latina Logística* (*ALL*). Após fusão com a Brasil Ferrovias e a Novoeste em 2006, o grupo assumiu a concessão dos trechos que são atualmente conhecidos como malhas Paulista, Centro-Oeste e Norte, consolidando grande parte das ferrovias independentes do Brasil.

A ALL adotou uma estratégia focada em corte de custos e de investimentos, que inicialmente multiplicou os lucros contábeis e agradou os agentes de mercado. A GP Investimentos vendeu sua participação na operação em 2008 e o controle da companhia ficou na mão de fundos de pensão, que pouco alteraram a cultura da empresa e estratégia de gestão.

[1] Investimentos em transporte como percentual dos investimentos do Governo Central. Fonte: Tesouro.

Durante os mais de 15 anos após privatização, o subinvestimento em um negócio intensivo em capital fez os gargalos operacionais se acumularem: baixa velocidade de trânsito de trens, constantes paradas não programadas e inúmeros acidentes. A ALL passou a quebrar uma série de contratos com clientes e receber multas e autuações da ANTT por não cumprir acordos de investimento e de manutenção da via, desagradando praticamente todos seus *stakeholders*.

Um desses era a cliente Rumo, subsidiária da Cosan criada em 2008 para atuar na originação e logística de transporte de açúcar em São Paulo. O que era para ser uma parceria acabou se transformando em briga societária e judicial. Para finalizar os processos que colocavam em risco a continuidade de ambas as operações, a solução encontrada pelos sócios da Rumo e da ALL foi a fusão concluída em 2015, que transformou a Cosan em controladora da agora *Rumo ALL*.

O time de executivos que liderou o desafio do *turnaround*, encabeçado por Júlio Fontana, mudou radicalmente a estratégia: a prioridade passou a ser investir na melhoria da malha e na expansão da capacidade de transporte.

A nova gestão renegociou a dívida, chamou capital novo, fechou contratos de longo prazo com os principais clientes para garantir volumes e aprovou o novo plano de negócios junto à ANTT, órgão regulador da concessão.

A reestruturação permitiu que o volume total transportado crescesse 14% ao ano desde 2016. Os investimentos também trouxeram ganhos de eficiência, refletidos na queda de custos por TKU[2] de 30% em termos reais no mesmo período. O EBITDA da Rumo subiu de R$ 1,5 bilhão em 2014, ano anterior à troca de controle, para R$ 4,6 bilhões em 2022. Sob a gestão anterior, a antiga ALL nunca havia investido mais de R$ 1,0 bilhão de reais em um único ano. A nova Rumo mais que dobrou o capital alocado anualmente, tendo investido cerca de R$ 20 bilhões entre 2015 e 2022.

O retorno sobre o capital investido já apresentou melhora substancial – o ROIC[3] marginal dos novos investimentos realizados até aqui foi acima de 12%, comparável ao ROIC de -4% realizado em 2014 – mas acreditamos que será elevado à medida que investimentos recentes, como a aquisição da Malha Central e adição de capacidade nas malhas Norte e Paulista, atinjam a maturidade.

Cenário atual do escoamento de grãos e *pricing power* da companhia

O método de *precificação diferenciada*[4] consiste em cobrar preços diferentes com base na utilidade do serviço prestado a cada cliente. No caso da Rumo, a prática se reflete em tarifas diferentes, de acordo com a região de origem da carga para a qual o cliente deseja transporte. Quão mais distante da ferrovia está a carga a ser transportada, menor precisa ser a tarifa ferroviária

[2] TKU = Tonelada por Quilômetro útil. Métrica de volume por distância percorrida.

[3] ROIC: Return on Invested Capital.

[4] Differential pricing.

para competir com as demais alternativas logísticas, ao mesmo tempo em que maximiza o valor cobrado.

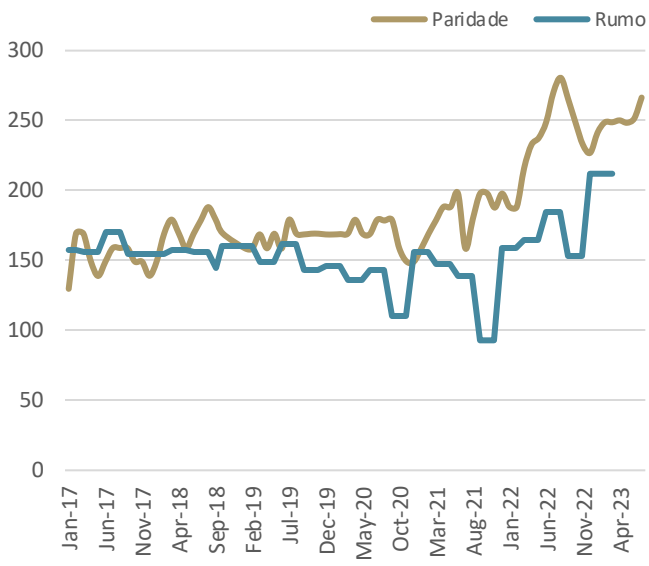
É notório que o Brasil é um país de logística predominantemente rodoviária, sobretudo no Mato Grosso onde a Rumo detém a única ferrovia existente. No interior do estado a Rumo concorre principalmente com o *Corredor Norte*, cujo escoamento depende de uma conjugação do modal rodoviário e hidroviário. Dessa forma, a Rumo se beneficia de cenários inflacionários de frete rodoviários, como o que estamos vivenciando atualmente no agronegócio brasileiro.

A demanda de logística aquecida – crescimento de 23% da safra de grãos nos últimos dois anos – associada à inflação sem precedentes no custo de aquisição de caminhões – dados da tabela FIPE mostram um aumento médio de 100% no preço de um caminhão novo nos últimos três anos – impulsionou os fretes rodoviários. No importante corredor de exportação entre a cidade de Sorriso e o porto de Santos, o frete rodoviário subiu de R$ 311 por tonelada transportada em julho de 2021 para R$ 506 em julho de 2023.

Uma estratégia de precificação bem executada possibilitou que Rumo capturasse parte desse diferencial de competitividade em relação aos caminhões através de reajustes reais de tarifa (cerca de 30% no primeiro trimestre de 2023).

Apesar da alta recente, acreditamos ainda haver espaço para novos reajustes. Atualmente, vemos a empresa com cerca de 25% de desconto à paridade do competidor marginal (Figura 3).

Figura 3: Preço de paridade X Tarifa Rumo
Em reais por tonelada



Fonte: IBGE e Vista Capital.

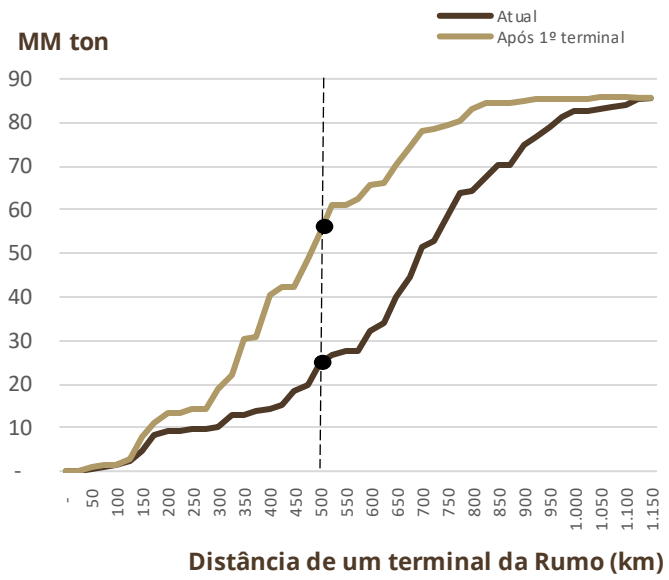
Extensão da ferrovia no Mato Grosso

O *Projeto Lucas do Rio Verde* – aprovado em 2021 – expandirá a área de influência da ferrovia no Mato Grosso, passando a alcançar o norte do estado. O primeiro terminal adicional será localizado em Campo Verde, a 210 quilômetros de distância de Rondonópolis, onde atualmente está o principal terminal da Rumo. Essa fase deve ser concluída até dezembro de 2025 e o investimento esperado é de R$ 4 a 4,5 bilhões.

O terminal de Campo Verde será mais próximo das principais regiões produtoras de grãos do estado (Figura 4), aumentando a competitividade da ferrovia frente a outras opções logísticas no interior.

O grão viajará uma distância menor de caminhão até chegar à ferrovia, o que permitirá à Rumo capturar parte do custo rodoviário *evitado* com incremento na tarifa ferroviária. Explica-se: considerando a malha ferroviária atual, há cerca de 25 milhões de toneladas de grãos produzidos a uma distância de até 500 quilômetros do terminal de embarque mais próximo (*área de influência*). Com o novo terminal em Campo Verde, esse número pulará para 55 milhões de toneladas de produção na mesma área de influência.

Figura 4: Curva de oferta de grãos no Mato Grosso 2022

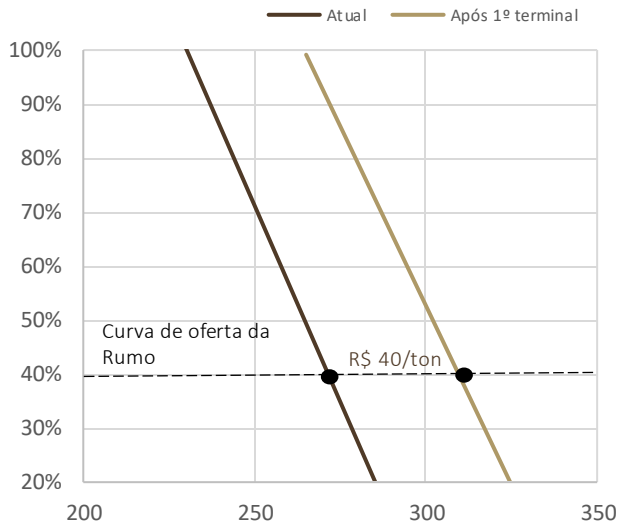


Fonte: IBGE e Vista Capital.

Atualmente, o principal concorrente da Rumo pelos grãos produzidos no Mato Grosso é o *Corredor Norte*. Nessa alternativa logística, as cargas atravessam de caminhão a conturbada rodovia BR-163, são transbordadas para barcaças em Miritiba e seguem pelo Rio Tapajós até os terminais portuários localizados no Estado do Pará, onde embarcam em navios de exportação.

Utilizando referências de mercado para o custo de frete rodoviário e hidroviário conseguimos traçar a curva de demanda teórica da Rumo com a malha atual e após a entrada em operação do novo terminal de Campo Verde.

Figura 5: Produção do estado (%) x Tarifa de paridade média (R$/ton)



Fonte: IBGE e Vista Capital.

Vemos que a curva de demanda se desloca para a direita – uma tarifa mais elevada para um mesmo patamar de volume acessado – refletindo melhora de competitividade, como resultado da menor distância percorrida por caminhão. Estimamos um aumento potencial de tarifa média de R$ 35 a 40 por tonelada, ou 15% em relação à tarifa média atual da empresa.

Em novembro de 2022, a Rumo apresentou revisão para cima do valor total de investimento esperado para o *Projeto de Lucas do Rio Verde*, refletindo custos maiores que o esperado inicialmente. Essa não foi a primeira vez que a empresa elevou os investimentos esperados de projetos, o que naturalmente comprime sua rentabilidade, tudo mais constante.

No entanto, nunca vimos a empresa tão bem posicionada como a escoadora marginal de grãos do Mato Grosso, com capacidade de repasse de preço, caso se faça necessário por eventuais pressões adicionais.

A força do agronegócio brasileiro nos conforta que ainda há um grande mercado a ser explorado pelo lado da demanda. A produção do Mato Grosso deve continuar crescendo 6% a.a. nos próximos 10 anos[5] e o *share* da Rumo nas exportações, 45% em 2022, está aquém do seu potencial máximo. Nesse ambiente, entendemos que novas oportunidades de alocação de capital podem se apresentar para que a iniciativa privada continue desempenhando seu papel de protagonista em endereçar os gargalos do lado da oferta.

Permanecemos à disposição.

Vista Capital

[5] IMEA outlook 2032.

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	6,2%	7,6%
jan	4,3%	3,4%
fev	-7,6%	-7,5%
mar	-9,2%	-2,9%
abr	-1,1%	2,5%
mai	13,1%	3,7%
jun	8,6%	9,0%
Acum.	**206,1%**	**136,1%**

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	12,4%	6,5%
jan	5,5%	1,1%
fev	-7,5%	0,9%
mar	-7,5%	1,2%
abr	-1,0%	0,9%
mai	14,1%	1,1%
jun	10,3%	1,1%
Acum.	**54,1%**	**37,5%**

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