

O Vista Multiestratégia registrou rentabilidade de negativa de -4,4% no mês e acumula ganhos de 13,6% no ano.

As muitas mudanças de cenário ocorridas ao longo do mês – entre elas a desistência da forte candidatura de Joaquim Barbosa e o cancelamento do acordo entre EUA e Irã – exigiram atenção adicional e explicam parte do atraso de nossa carta esse mês. Os ambientes doméstico e externo mais incertos refletiram em nosso portfolio e utilização de risco.

## **Doméstico**

Reduzimos grande parte de nossa posição comprada em ações brasileiras. O investimento em shoppings, que sofreu bastante em 2018, foi protegido com opções de índice e a posição comprada em Petrobras foi substituída por opções de compra com perdas limitadas. A baixa volatilidade implícita possibilita um *hedge eleitoral* razoavelmente barato.

Em renda fixa, carregamos pequenas posições tomadas na curva de juros e zeramos a posição de NTN-B. Embora o quadro macroeconômico doméstico ainda pareça virtuoso, o foco exclusivo do banco central na inflação, a demanda por *hedge* mais barato no dólar e a recente piora de emergentes são riscos que não podem ser ignorados.

## **Externo**

A visão que compartilhamos em nossa última carta sobre o aumento das incertezas com os EUA se mostrou parcialmente incorreta. Ao menos até agora.

Nossa preocupação sobre os efeitos dos riscos políticos, inflacionários e comerciais foi restrita ao se limitar aos ativos americanos. Os efeitos foram globais e houve desalavancagem em todos os mercados, não apenas nos EUA. Continuamos preocupado com o processo, porém decidimos encerrar a venda do dólar e da bolsa americana.

Ao longo do mês também carregamos uma posição vendida em Argentina, agora já bastante reduzida. Depois da desastrada mudança de meta de inflação em dezembro/17, o banco central argentino seguiu a cartilha latino-americana de intervenção no câmbio e juros, o resultado não poderia ser diferente. A perda de credibilidade para um país com déficits duplos e grande necessidade de financiamento externo pode ter consequências mais duradouras.

## **Petrobras**

O investimento em Petrobras segue como a principal posição do fundo e nossa expectativa positiva é resultado de uma soma de vetores possivelmente positivos:

## Valuation

A estrutura verticalizada, que dificulta a visualização dos diferentes segmento de negócio, somadas ao descuido

com a alocação de capital, sempre fez ser uma tarefa complexa a precificação da empresa.

No método mais comum, a Petrobras negocia a um múltiplo de EV/EBITDA 20% inferior ao das *majors*. Levando em consideração os respectivos crescimentos de produção, o desconto seria ainda mais relevante, chegando a 40% em 2020<sup>1</sup>.

Recentemente, o foco estabelecido e divulgado na atividade de E&P e a venda parcial de seus negócios tornam viável uma avaliação alternativa por soma das partes a partir do valor das últimas transações (Roncador, Carcará, NTS, BR Distribuidora, p.ex.). O que se identifica é que o valor de mercado da companhia subestima de forma ainda mais expressiva o valor justo dos ativos, especialmente dos campos ainda inexplorados do pré-sal.

#### Pré-sal

Apresentado como a *jóia da coroa brasileira*, os campos do pré-sal perderam destaque e o assunto ficou submerso no noticiário criminal que envolveu a companhia. As descobertas dos últimos anos, contudo, não são nada ignoráveis, e o valor recebido na venda de Carcará indica o potencial econômico.

Libra, Tupi, Búzios e Carcará, por exemplo, estão entre as maiores descobertas recentes do mundo e surpreendem pela vazão verificada nos poços. Enquanto nos campos do pós-sal a vazão atingida gira em torno de 10 mil barris por poço (um poço de *shale oil* produz cerca de 700 barris), nos campos do pré-sal esse

número chega a 40 mil. Trata-se da maior vazão do mundo, superior até mesmo dos poços na Arábia Saudita. Esse ganho de escala se transforma em menor custo de produção por barril.

A qualidade dos campos brasileiros pôde ser observada nos últimos leilões, nos quais o grande apetite das *majors* levou o ágio a superar 600%. A venda do campo de Sapinhoá para o consórcio formado por Petrobras, Repsol, Sinopec e Shell é sintomática. O montante de óleo oferecido ao governo foi de 80% *versus* um limite mínimo de 10%. Em outras palavras, mesmo cobrando-se 80% de imposto a exploração ainda é lucrativa.

#### Petróleo

Há 6 meses, havia certo ceticismo no mercado com o equilíbrio de estoques de petróleo. O corte de produção da OPEC levaria à alta dos preços e traria uma enxurrada de produção do *shale* americano.

Hoje observamos a produção americana acima do cenário outrora mais otimista e o mercado está cada vez mais apertado. O forte crescimento da demanda somado ao *compliance* maior do que esperado da OPEC compensaram o crescimento da produção americana. À frente, o cenário fica ainda mais complicado.

Dois grandes produtores vão enfrentar dificuldades e possíveis intervenções dos EUA. A Venezuela já perdeu mais da metade de sua capacidade de produção e algumas estimativas indicam um cenário ainda pior para o final do ano. O Irã, como repetimos seguidamente nas nossas cartas, é foco número 1 da

---

<sup>1</sup> Considerando o preço de petróleo atual e a curva de produção divulgada pela Petrobras.

geopolítica internacional. A coalização informal entre Árabia Saudita, Israel e EUA aperta o cerco em quase todas as frentes – Síria, Iêmen e Líbano – e Trump recentemente anunciou a saída do acordo com Irã.

Em paralelo, o crescimento da produção de *shale*, mais especificamente na bacia de Permian, no Texas, foi tão surpreendente que a capacidade de escoamento alcançou o limite. O aumento do desconto do petróleo dessa região para o petróleo de Cushing, que fica a apenas 800 km de distância, chegou a 12 dólares, denotando as limitações do *shale* americano enquanto os novos pipelines, previstos para 2019, não entram em operação.

Em resumo, hoje observamos o equilíbrio de oferta e demanda bastante apertado com riscos de choque de oferta.

### Eleição

Nada disso interessa se o petróleo não for retirado dos campos por má execução ou se o resultado positivo for consumido por investimentos ruins e não chegar ao acionista. Não há como negar que as Eleições 2018 são uma peça importante dessa equação e não se pode desmerecer o potencial destrutivo de alguns candidatos.

Sendo a privatização indiscutivelmente improvável, o mais importante é um candidato que não altere a independência da empresa e preferencialmente mantenha Pedro Parente à frente da gestão. Em função do recente trauma com a interferências na empresa e sua desconexão com a atividade econômica, existe um valor esperado maior que em outros setores, nos quais é bem mais relevante a diferença entre o PIB crescer 6% ou 0% ao longo dos próximos anos.

Em outras palavras, a diferença entre a eleição de Alckmin e Bolsonaro pode ser menor para a Petrobras que para outras empresas com menor prêmio eleitoral implícito.

Outros vetores, como solução para a cessão onerosa, aumento da produção, ganhos de eficiência da gestão Parente, desalavancagem e seus efeitos no valor do equity foram abordados na carta do Vista FIA de Junho de 2017 e também contribuem para o cenário otimista.

Permanecemos à disposição.

### **Vista Capital**

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.

