



Pacífico AÇÕES

O fundo Pacífico Ações FIQ FIA apresentou no ano de 2012 uma rentabilidade de 22,57%. No mesmo período, o índice Ibovespa teve uma alta de 7,40%. Desde o seu início, a rentabilidade é de 34,18%, comparada com uma alta de 16,49% do Ibovespa.

O fundo possui hoje 23 ações na carteira, casos de investimento individuais, sendo que a maior exposição é de aproximadamente 7%. Os principais setores nos quais a carteira está investida são consumo, imobiliário e materiais básicos. Algumas das boas oportunidades identificadas por nós recentemente encontram-se nos setores de energia elétrica e imobiliário.

Destacamos entre os investimentos iniciados no trimestre a Aliansce e a Arteris (antiga OHL Brasil). Vemos a Aliansce hoje como o investimento mais promissor no setor de shoppings centers, com unidades localizadas em regiões das classes B e C, e com uma idade média reduzida, com mais de 60% de sua área com menos de 5 anos de operação. Isso significa que a empresa passará em breve por um movimentado ciclo de renovação dos contratos de aluguel com lojistas, e imaginamos que os reajustes aplicados pela empresa podem ser significativos, dado o sucesso recente da maioria dos shoppings. Já a Arteris é a empresa do setor de concessões rodoviárias negociada a preços mais atraentes. A empresa passou por uma mudança recente no seu bloco de controle, com a OHL Espanha vendendo sua participação para a Abertis, que se tornou a maior concessionária rodoviária do mundo. Analisando o histórico da Abertis, passamos a esperar uma postura que nos parece mais adequada para um setor regulado, mesmo que para isso seja necessário um maior nível de investimentos.

Entre as posições que encerramos no trimestre, as mais significativas foram a Duratex, Qualicorp e Cetip. Nos casos de Duratex e Qualicorp não houve mudanças na nossa visão, as ações simplesmente atingiram níveis onde não vemos mais espaço para ganhos significativos. Com relação à Cetip, reavaliamos a grande dependência de suas receitas dos negócios com os grandes bancos. A provável entrada da BM&F Bovespa em algumas de suas linhas de negócio é o desdobramento mais relevante dessa dependência, e as perdas às quais a Cetip possivelmente estaria sujeita em tal cenário nos pareceram muito significativas.



Neste Relatório Trimestral de Gestão, iremos abordar o investimento em Helbor, uma empresa que atua no setor de construção civil e incorporação imobiliária, pertencente à família Borenstein, ex-sócia do Banco BCN, que foi vendido ao Bradesco em 1997.

A Helbor se destacou em um setor que passou por grandes transformações nos últimos anos, impulsionadas principalmente pelo acesso dessas empresas ao mercado de capitais e por uma maior disponibilidade de crédito aos consumidores. Antes de falarmos da Companhia, contaremos um pouco da história recente do setor.

Em meados da década passada, diversas empresas captaram recursos através da emissão de ações e dívidas, fazendo uso desse dinheiro para adquirir terrenos ao redor do Brasil. Nessa época, as empresas eram avaliadas – pela maioria dos investidores – pelo tamanho do seu banco de terrenos, sem muita preocupação com localização e rentabilidade dos projetos. Posteriormente, passou-se a valorizar o volume de lançamentos. Como consequência, houve um crescimento expressivo nos lançamentos, muitos desses em novas regiões ou segmentos, em que as empresas não possuíam experiência ou conhecimento.

O resultado desse movimento foi o descontrole de obras, refletido em custos muito maiores do que os estimados e em atrasos nas entregas desses empreendimentos. Criou-se então um “buraco de caixa” no balanço de grande parte das empresas, sanado com novas rodadas de aumento de capital. Os investidores começaram então a buscar geração de caixa, e essa passou a ser a forma de análise dominante nos últimos dois anos. Consequentemente, houve uma reorganização operacional das companhias, que diminuíram drasticamente seus lançamentos, optando por focar nos seus segmentos e regiões de origem.

Algo que nos motivou a escolher a Helbor como veículo de investimento no setor foi o fato dela ter passado incólume por todos esses modismos, atendo-se à sua estratégia inicial, de quando ainda era uma empresa não listada. Atribuímos valor a isso, pois mostra planejamento e visão de longo prazo, algo extremamente importante em um setor com contabilidade diferenciada e ciclo longo.

Fundada em 1977 pelo Sr. Henrique Borenstein, a Helbor foi criada como veículo de investimentos da família no setor imobiliário. A incorporadora só se tornou foco principal dos controladores em 1997, quando houve a venda do Banco BCN para o Bradesco. Outro fator interessante da venda foi a opção do Sr. Henrique (como é conhecido pelos funcionários da empresa) por converter sua participação em ações do Bradesco. Isso estreitou os laços entre a companhia e o banco o que, como explicaremos adiante, apresenta-se como uma vantagem comparativa para a Helbor.

Conhecida como a única incorporadora pura entre as companhias abertas, a Helbor não possui construção própria e depende de parcerias para realização de suas obras. Atualmente possui 19 parceiros, que atuam em 31 cidades gerenciando 55 obras¹. As vantagens desse modelo são

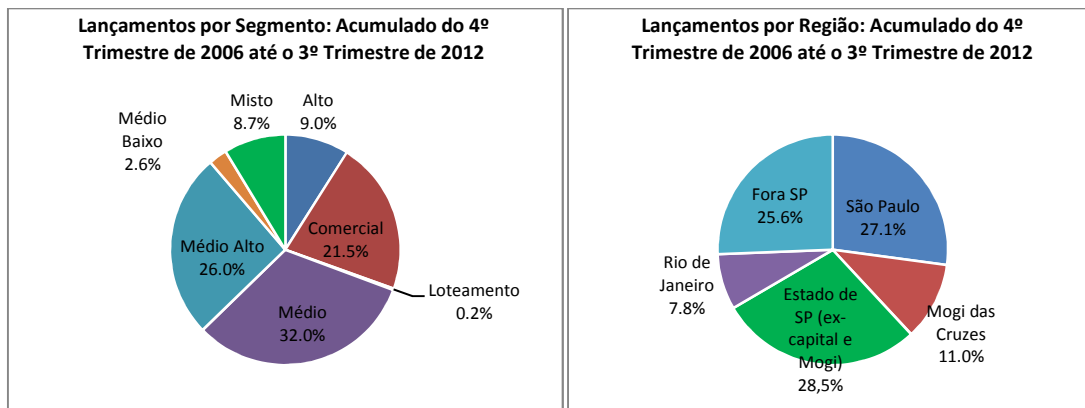
¹ Dados referentes à 29/10/2012.



claras, já que a empresa passa a ter uma estrutura administrativa mais enxuta (menos custos fixos), tem facilidade de expandir geograficamente e consegue utilizar o conhecimento local do parceiro. Por outro lado, a execução dessa estratégia é complicada, como evidenciado por outras empresas do setor que seguiram caminho semelhante. Muitas tiveram problemas de gerenciamento de obras de parceiros e controle de custos.

Para se prevenir desses problemas a empresa desenvolveu uma estrutura de remuneração do parceiro que busca alinhá-lo ao máximo. Além de realizar contratos conhecidos no mercado como de Preço Máximo Garantido², a Helbor exige que os parceiros sejam sócios nos empreendimentos, com participações que em geral variam de 10% a 20%. Isso garante que boa parte de suas remunerações sejam dependentes de uma boa execução do projeto. A empresa preocupa-se também com o número de obras sob gestão de cada parceiro, evitando forçar um crescimento acelerado que poderia colocar em risco sua capacidade construtiva. Em alguns casos a Helbor cobra exclusividade do construtor, e nas parcerias de longo prazo busca ajudá-los em momentos de dificuldade.

Outro ponto importante do modelo de negócios da Helbor é a diversificação geográfica e de segmentos, também possibilitada pelas parcerias. Como Henry Borenstein, Vice Presidente da empresa e filho do fundador, gosta de falar, “a Helbor faz de tudo no mercado imobiliário, só não faz baixa renda”, referindo-se a construções de residências de média a alta renda, hotéis, salas de escritórios e loteamentos. Essa pulverização busca diminuir o risco de vendas em uma mesma região ou segmento.



Nota: Dados retirados dos resultados trimestrais da Companhia. A classificação dos segmentos é definida por ela própria.

Vale destacar a proximidade da Helbor com o Bradesco, que teve início antes da venda do Banco BCN. Além de terem informações bastante atualizadas sobre o mercado de crédito, obtidas em reuniões periódicas com executivos do banco, um bom relacionamento facilita a concessão de financiamentos à construção e cartas fiança necessárias para a compra de terrenos. A companhia tem uma linha de financiamento aberta de R\$2,0 bilhões e disponibilidade para retirar até R\$1,5 bilhão em cartas fiança.

² O parceiro da construção faz um orçamento e qualquer desvio desse orçamento para cima é responsabilidade do parceiro.



Ao estudarmos uma empresa, buscamos sempre identificar quem são os controladores à frente dela e os principais executivos tomando conta do dia-a-dia. No caso da Helbor, pudemos constatar que o DNA da família de ex-banqueiros tem forte influência no modelo de negócios da companhia, refletidos na diligência financeira para fazer investimentos em terrenos, no giro rápido dos ativos e na manutenção de uma estrutura eficiente, que busca evitar desperdícios de capital.

Preocupada em ter agilidade no processo de repasse de clientes³ para os bancos, a companhia tem uma área para cuidar dessa etapa, além de contratar uma assessoria terceirizada exclusiva para auxiliar seus clientes com a documentação necessária. Esse cuidado tem como objetivo acelerar a geração de caixa da companhia.

O processo de compra de terrenos da Helbor privilegia a compra através de permutas, isto é, o vendedor do terreno recebe como forma de pagamento unidades prontas após a conclusão do projeto. Apesar de geralmente ser uma opção mais cara do que a compra em dinheiro (se medirmos como o percentual do Valor Geral de Vendas do empreendimento), existem vantagens claras como o não comprometimento e imobilização de caixa e a flexibilidade de tempo para o lançamento. Além disso, alguns contratos permitem a devolução do terreno caso o projeto seja inviabilizado por motivos mercadológicos ou de aprovação.

Como mencionado antes, sob o olhar próximo dos donos, a Helbor possui uma das estruturas administrativas mais enxutas do setor. A família Borenstein acredita que essa característica privilegia a boa alocação de capital, retirando a pressão para investir em projetos de retorno duvidoso, apenas para remunerar os custos fixos da empresa. Adicionalmente, boa parte da remuneração dos diretores (e donos da companhia) vem através de dividendos, mostrando mais uma vez o alto grau de alinhamento com os minoritários. Para exemplificar, no exercício de 2011, os nove diretores somados (Henrique Borenstein e seu filho Henry Borenstein incluídos) receberam 5 a 7 vezes mais via dividendos do que através de salários e bônus.

Acreditamos que apesar de estar inserida em um setor com poucas barreiras de entrada e altamente competitivo, a Helbor tem condições de manter retornos elevados pelos próximos anos, devido a fatores estruturais de seu modelo de negócios, descritos nesse relatório. Alguns desses fatores podem até ser replicados por outras companhias, mas outros, como a larga experiência dos controladores e a parceria com o Bradesco, parecem ser vantagens comparativas da companhia. Junto a isso, sentimos-nos confortáveis de investir em uma empresa que possua visão de longo prazo e alinhamento com os minoritários.

³ Quando o cliente compra uma unidade na planta, inicialmente ele é financiado pela incorporadora, e posteriormente esse crédito é repassado para um banco. Nos últimos anos, esse tem sido um importante gargalo na geração de caixa das empresas, seja por uma demora no processo por questões burocráticas e processuais dos bancos, ou por uma venda mal feita pela incorporadora, que gera um cliente sem capacidade de ser aprovado pelo banco.



Pacífico GESTÃO DE RECURSOS

GESTOR

PACIFICO GESTÃO DE RECURSOS LTDA
Av. Ataulfo de Paiva, 204 / 2º andar
Leblon – 22440-033 – Rio de Janeiro
www.pagr.com.br
contato@pagr.com.br
Tel: 55 21 3033-3300

ADMINISTRADOR

BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S.A. DTVM
Praia de Botafogo, 501 / 5º andar
Botafogo – 22250-040 – Rio de Janeiro
Tel: 55 21 3262-9682
SAC: 0800 7722 827
Ouvidoria: ouvidoria@btgpactual.com ou 0800 7220 048

Este material é confidencial e pretende atingir somente aos destinatários. Este material não pode ser reproduzido ou distribuído no todo ou em parte para nenhuma outra pessoa. As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo. As informações contidas neste documento não necessariamente foram auditadas. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos–FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da *performance* do fundo é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 meses. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos e taxa de saída. É recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e regulamento do fundo de investimento pelo investidor ao aplicar seus recursos. Não há garantia de que este fundo terá o tratamento tributário para fundos de longo prazo. Apesar de todo o cuidado em sua coleta e manuseio, a Pacífico Gestão de Recursos não se responsabiliza pela publicação acidental de dados incorretos.

Pacífico Ações FIQ FIA: Data de início 30/09/2011. Política de investimentos: Investir em empresas selecionadas com base em análises fundamentalistas. O estudo de companhias e setores alvo possibilita a identificação de ações cujo preço possa apresentar distorção entre seu valor intrínseco e seu valor de mercado, buscando sempre retorno no longo prazo. Através do estudo profundo de setores, empresas e do cenário macroeconômico doméstico e internacional, o objetivo é identificar empresas brasileiras com grande potencial de valorização. Os analistas buscam sempre fontes de análise variadas, que vão desde informações divulgadas pelas próprias empresas até consultorias especializadas e pesquisas com seus clientes e fornecedores. Taxa de administração de 3% a.a., calculada e provisionada diariamente e paga mensalmente. Tendo em vista que o Fundo admite a aplicação em cotas de fundos de investimento, fica instituída a taxa de administração máxima de 3,3% a.a. Taxa de *performance*: não há. Destinado ao público em geral. Aplicações cotizam em D0. Resgates cotizam em D+15 (corridos) ou D+1 (dia útil com taxa de saída de 10%). Liquidação Financeira dos resgates em D+3 (dias úteis) após a cotização do resgate. Taxa de saída: 10% sobre o valor do resgate, revertido ao fundo, para cotização em D+1 e pagamento em D+4. Este fundo de cotas aplica em fundo de investimento que utiliza estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas. Os fundos de renda variável podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Este material não constitui uma oferta e/ou solicitação de aquisição de quotas de fundos de investimento.



A presente instituição aderiu ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento.