



Pacifico AÇÕES

O fundo Pacifico Ações FIQ FIA apresentou durante o primeiro trimestre do ano de 2013 um retorno negativo de 0,49%, enquanto o Ibovespa no mesmo período teve uma queda de 7,55%. Desde o seu início, a rentabilidade é de +33,52%, comparada a uma alta de 7,70% do Ibovespa.

O fundo possui participação em 22 empresas, sendo que a maior delas é pouco superior a 7% da carteira. As maiores exposições estão nos setores de consumo, imobiliário e serviços financeiros. Alguns de nossos novos investimentos encontram-se no setor de transportes e saúde.

Entre os investimentos que tiveram sua participação aumentada no trimestre destacamos a Vivo e a Cielo. Já éramos acionistas da Vivo desde o 2º semestre de 2012, momento de receio do mercado com relação à situação de sua controladora, a Telefónica España. Apesar de o setor ter características incômodas, como a concorrência acirrada e as intervenções do governo e do regulador, acreditamos que a Vivo está em posição relativamente mais sólida, e seus preços atraentes justificam o investimento. Vemos a sua gestão como a melhor do setor, e sua forte geração de caixa serve como um fator relevante para a manutenção de sua estratégia de oferecer o produto de melhor qualidade. Na margem, as contínuas dificuldades de seus principais concorrentes e a postura menos agressiva das autoridades viabilizaram um aumento na exposição.

Voltamos a ser acionistas da Cielo pela sua combinação de considerável crescimento no curto, médio e longo prazo, elevada geração de caixa, forte posição competitiva com escala e efeitos de rede, proteção contra inflação, e tudo isso a preços atrativos. Os riscos de competição, regulação e estratégia (o governo participa do controle via Banco do Brasil) são sérios, mas vemos uma possibilidade de retornos satisfatórios mesmo supondo uma queda de margem significativa.

Entre as posições que encerramos no trimestre estão a Lojas Americanas e a Estácio. Nossa visão sobre as Lojas Americanas permanece relativamente inalterada. Vemos o negócio e a



gestão de maneira muito positiva, e essa visão parece compartilhada com o resto do mercado, de maneira que não vemos suas ações negociadas a preços atraentes. A saída do investimento em Estácio teve motivação semelhante, intensificada pelo ambiente algo eufórico que toma conta do setor e a elevada incidência de vendas de participação por parte dos controladores.

Durante o segundo semestre de 2012, um caso que nos chamou atenção foi o da Embraer. A empresa é um interessante caso onde a política industrial nacional conseguiu criar uma empresa verdadeiramente competitiva em uma indústria global (Para os que se interessam, abordamos o tema de Política Industrial na [Carta Pacífico 4](#)). Criada no final da década de 60, como uma companhia de capital misto, foi parte da política de expansão industrial do governo militar. Ao longo das décadas seguintes, parcerias com empresas estrangeiras permitiram à Embraer incorporar o conhecimento e a tecnologia que a tornaram competitiva, enquanto que incentivos fiscais e a garantia de demanda por parte do governo brasileiro deram o suporte necessário durante os longos ciclos de desenvolvimento de projetos. Foi privatizada em 1994, durante o mesmo período que tentava sua entrada com mais força no mercado de aviação comercial. No entanto, sempre manteve o estreito relacionamento com o governo brasileiro que ainda detém uma *Golden Share* na empresa para deliberar sobre assuntos relacionados à defesa nacional.

A Embraer de hoje é composta principalmente por três áreas de negócios. Aviação comercial, seu carro chefe, responde por 60% das vendas. Defesa, a área de maior crescimento da empresa, está muito próximo de atingir 20% das vendas. O restante vem da Aviação Executiva. As três áreas tem dinâmicas de negócios bastante diferentes, com as barreiras de entrada mais relevantes se concentrando nos mercados de aviação comercial e defesa. Enquanto que em Aviação Comercial a empresa se encontra em uma posição forte e consolidada, no de Aviação Executiva ela é praticamente uma nova entrante. Já na área de Defesa, grande parte da solidez do negócio vem do estreito relacionamento com o governo brasileiro.

O mercado de fabricação de aviões comerciais foi consolidado ao longo das últimas décadas, restando alguns poucos sobreviventes. É um mercado quase que inteiramente dominado pelas gigantes Airbus e Boeing. Esse domínio, no entanto, se dá no segmento de aeronaves de maior porte, enquanto que o mercado de aviação regional, abaixo de 120 assentos, fica dividido principalmente entre a Embraer e a canadense Bombardier.

Para entender uma fabricante de aviões, precisamos primeiramente entender quem compra e voa o produto. Como Warren Buffett uma vez disse a respeito do mercado de aviação civil¹, o pior tipo de negócio é aquele que cresce rapidamente, necessita de muito capital para o seu crescimento e ganha pouco ou nenhum dinheiro. Destaca também o fato de que este é um mercado onde ninguém conseguiu desenvolver uma vantagem competitiva duradoura. Inclusive sugere que se um astuto capitalista estivesse presente em *Kitty Hawk* durante o início do século XX, deveria ter eliminado Orville Wright.

¹ 2007 Letter To the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc.



Logo percebemos a primeira dificuldade da Embraer: seu cliente invariavelmente está no fio da navalha financeiro. Roda uma operação de altos custos fixos (esteja vazio ou cheio, o custo de voar o avião é essencialmente o mesmo), sujeita à volatilidade do custo do combustível e a reajustes no custo de mão-de-obra sob pressão de fortes sindicatos.

Tendo em vista o grande impacto do custo do combustível nas empresas aéreas, o produto deve ser o mais eficiente o possível. Além disso, frequentemente as empresas aéreas têm de vender seus aviões, seja por renovação da frota ou por redimensionamento – tornando-as dependentes de mercado secundário líquido para as aeronaves. Entra aí uma importante barreira de entrada do negócio. Quanto mais líquido o mercado secundário, menos garantias o produtor precisa dar para seu cliente. Quando a Embraer quis entrar nesse mercado em 1994 com seus ERJs, teve que dar garantias aos seus clientes, muitas vezes utilizando seu próprio balanço e tomando um alto risco. A estratégia foi bem sucedida, mas não pode ser feita por qualquer um.

Durante a década de 90, o preço do combustível subiu muito, o que fez com que a Embraer desenvolvesse uma nova família de aviões, seus E-Jets, saltando do tamanho 37-50 assentos para a categoria 70-118. Anunciada em 1999, com a fabricação iniciada em 2002, a nova família deu à Embraer um grande salto no segmento. Sua principal concorrente, a Bombardier, tinha também um projeto *clean sheet*², mas o arquivou, optando por alongar sua família de jatos regionais, os CRJs. Seus aviões, não originalmente projetados para esse tamanho, ficaram menos eficientes do que os E-Jets, fazendo a Embraer ganhar muito mercado no segmento.

Da antiga família ERJ surgiu um novo segmento na empresa, o de aviação executiva. O E-135 foi adaptado para transformar-se no Legacy 600/650, um executivo de médio-grande porte, porém sem competir com os aviões de luxo e longo alcance. Posteriormente, a empresa criou o *clean sheet* Phenom, um jato executivo de menor porte considerado *entry level*. Atualmente, estão desenvolvendo um novo modelo da família Legacy, os modernos 450/500, cujos primeiros voos foram feitos no final de 2012.

A terceira área, o segmento de Defesa, é a mais desconectada das três, respondendo principalmente às demandas das Forças Armadas Brasileiras. Dependendo do projeto, a empresa também o comercializa para outros países, contando com ajuda do governo brasileiro em um processo que em geral caminha por meio da diplomacia bilateral. Além da venda de aviões como os Super Tucanos, a empresa tem trabalhado em diversos projetos de monitoramento do território nacional, assim como de modernização da frota da aeronáutica.

Um dos passos mais ousados será dado nos próximos anos com o projeto do KC-390, um avião de transporte militar de grande porte. O projeto foi anunciado pela primeira vez em 2007 e formalizado em 2009. Tudo ocorrendo como planejado, o avião, que tem sua primeira entrega

² *Clean Sheet* é a denominação na indústria para um projeto desenvolvido do zero, não derivado de um modelo anterior.



prevista para 2015, será um concorrente direto do veterano Hercules da Lockheed, em um mercado estimado em mais de 50 bilhões de dólares nos próximos 15 anos.

Recentemente a empresa ganhou uma disputa por uma ordem do governo americano no programa Light AirSupport (LAS). Foram comprados 20 aviões Super Tucanos para serem utilizados no Afeganistão. Mais importante do que a ordem em si, entendemos que a vitória nessa disputa contra uma empresa americana, a Beechcraft, representa um grande marco. É o aval de um país cujo orçamento militar representa metade de todo o gasto com defesa do planeta. Será essencial para capitanear futuras vendas de equipamento militar a países membros da OTAN.

Vamos ao cenário que encontramos quando começamos a nos interessar pela empresa. O segmento de aviação executiva, por mais promissores que os novos modelos se mostrassem, ainda demorava a acelerar, estando em um patamar bastante inferior ao pré-crise. A área de defesa onde o mercado depositava grande entusiasmo, que nós consideramos justificado, ainda não era relevante o suficiente para os resultados da Embraer. O segmento que vinha trazendo bastante volatilidade aos papéis da companhia era o de aviação comercial. Assim como o de aviação executiva, sua recuperação no pós-crise se mostrava bastante lenta. Grande parte das empresas aéreas não vivia seus melhores dias e assim muitas ordens foram adiadas. O *backlog* de pedidos da Embraer vinha diminuindo, deixando muitos investidores apreensivos.

O mercado americano, que no passado havia sido um solo fértil para a família ERJ, tinha uma das frotas mais antigas e, portanto, ineficientes do mundo. Suas empresas necessitavam renovar seu parque, ao mesmo tempo em que muitas emergiam da concordata após uma longa reorganização. Desenhava-se um novo grande ciclo de ordens.

Quando a Delta anunciou que faria uma grande compra de aviões regionais, muita expectativa se criou em torno de uma ordem que reverteria a queda de *backlog* da Embraer. A frota da Delta era em sua maior parte composta por aviões Bombardier que poderiam ser entregues de volta à empresa que vendesse os aviões, numa prática conhecida como *trade-in*, onde claramente os canadenses tinham vantagens em receber as aeronaves. Optamos por ficar de fora durante esse processo. A oferta da Bombardier foi bastante agressiva e levou a totalidade da ordem. Os papéis da Embraer sofreram uma forte queda, o que entendemos como uma oportunidade para montar uma posição, uma vez que ainda acreditávamos que o mercado era bastante promissor.

Felizmente, a posição deu resultados mais rápidos do que antecipávamos. Uma grande ordem, desta vez da Republic, para operar regionalmente para a American Airlines, foi feita à Embraer. Pouco tempo depois a Companhia foi anunciada como vencedora do programa LAS do governo americano. Com parte de nosso cenário já precificado, e com uma margem de segurança reduzida, optamos por reduzir a posição, retendo, no entanto, alguma exposição à empresa, que acreditamos ainda apresentar-se como um caso interessante de investimento.

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 Pacifico Gestão de Recursos não se responsabiliza pela publicação acidental de dados incorretos.

Pacifico 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.