

Pacífico AÇÕES

O fundo Pacífico Ações FIQ FIA obteve no quarto trimestre de 2013 uma alta de 0,51%, enquanto o Ibovespa teve queda de 1,59%. A rentabilidade acumulada desde o início é de +30,26%, enquanto o Ibovespa cai 1,56%.

Possuímos participação em 21 empresas, com a maior posição um pouco acima de 10%. As maiores exposições setoriais estão em bancos, educação e consumo. No período aumentamos nosso investimento em Itaú, via ações da Itausa, que assim continuou como nossa maior posição. E iniciamos novos investimentos na Localiza – a ser explicada em mais detalhe posteriormente - e na Ser Educacional.

Vemos o Itaú numa trajetória continuada de recuperação em seus resultados e do seu lugar como o agente mais capaz e dinâmico do setor. Inadimplência em queda, controle de custos, aliados a uma postura menos agressiva dos concorrentes estatais devem fazer com que os lucros do Itaú voltem a ter crescimento de dois dígitos e seus retornos sobre o patrimônio permaneçam acima de 20%. Tal combinação deve ser bem recebida pelos investidores, especialmente frente aos preços modestos de suas ações.

Iniciamos o investimento na Ser Educacional em seu IPO. A empresa combina os aspectos positivos do setor de educação – forte dinâmica de crescimento e melhora na geração de caixa, impulsionada pelos estímulos do governo – a uma privilegiada posição competitiva no Nordeste do Brasil, o mercado menos penetrado e com melhores perspectivas de crescimento. O forte crescimento orgânico pode ser ainda acelerado por novas frentes de negócio, como a entrada recente da empresa no Pronatec e o iminente início das operações de ensino a distância.

Encerramos nosso investimento em Gerdau no trimestre. Foi uma reação à forte alta recente nas suas ações, impulsionada principalmente pela depreciação do Real, que tem um impacto positivo em suas operações tanto no Brasil como nos EUA. Notamos um possível exagero nas expectativas com relação à capacidade da empresa em reajustar seus preços no mercado doméstico enquanto os preços internacionais permanecem relativamente deprimidos. Além disso, a operação norte-americana tem apresentado resultados aquém do que imaginávamos, com perda de mercado para concorrentes e para importações.

Abordaremos neste Relatório Trimestral de Gestão nosso investimento em Localiza. Mais especificamente, faremos uma análise do posicionamento competitivo da companhia, o maior alicerce

de nossa tese de investimento, para em seguida realizar uma breve descrição das características da empresa que consideramos mais relevantes.

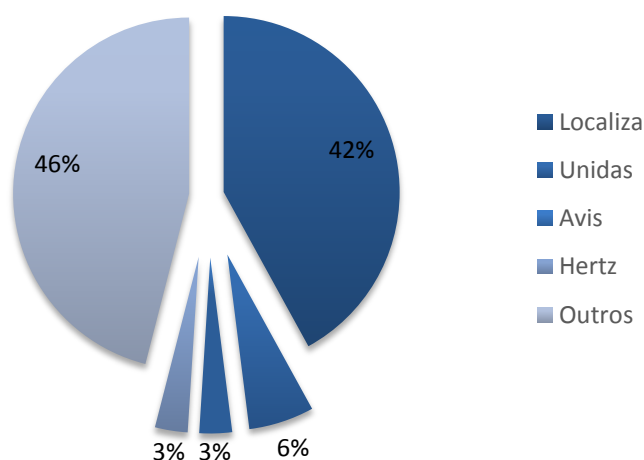
A Localiza foi fundada em 1973, quando contava com uma pequena agência de aluguel de veículos em Belo Horizonte com seis Fuscas usados e financiados. Desde então, a companhia expandiu suas atividades e construiu um sólido modelo de negócios bastante difícil de ser replicado.

A companhia atua nos segmentos de aluguel de veículos, com lojas próprias e franquias, e terceirização de frotas, com a marca "Total Fleet". Hoje, a empresa é líder em ambos os segmentos, com uma frota total de 103 mil carros. Desses, 70 mil estão alocados no segmento de aluguel e 33 mil na terceirização de frotas.

O negócio principal da companhia é o aluguel de veículos, em que grande parte dos clientes são empresas, perfazendo em torno de 80% desse segmento. As pessoas físicas representam os 20% restantes. Esse negócio exige uma estrutura de lojas e a Localiza conta com uma extensa rede de distribuição composta por 539 agências. Desse total, 286 são próprias e 253 franqueadas. Apesar das franquias representarem pouco da receita total da companhia, elas são importantes para a divulgação da sua marca, bem como para aumentar a sua presença geográfica¹. Além disso, por estar presente em regiões em que a competição é menos intensa, a Localiza consegue precificar seu produto com prêmio quando comparado à outras regiões de competição mais acirrada. Por volta de 20% dos pontos de venda da companhia estão em aeroportos.

O mercado de aluguel de veículos é bastante fragmentado no Brasil e a Localiza aumentou a sua participação ao longo dos anos, conforme os gráficos abaixo:

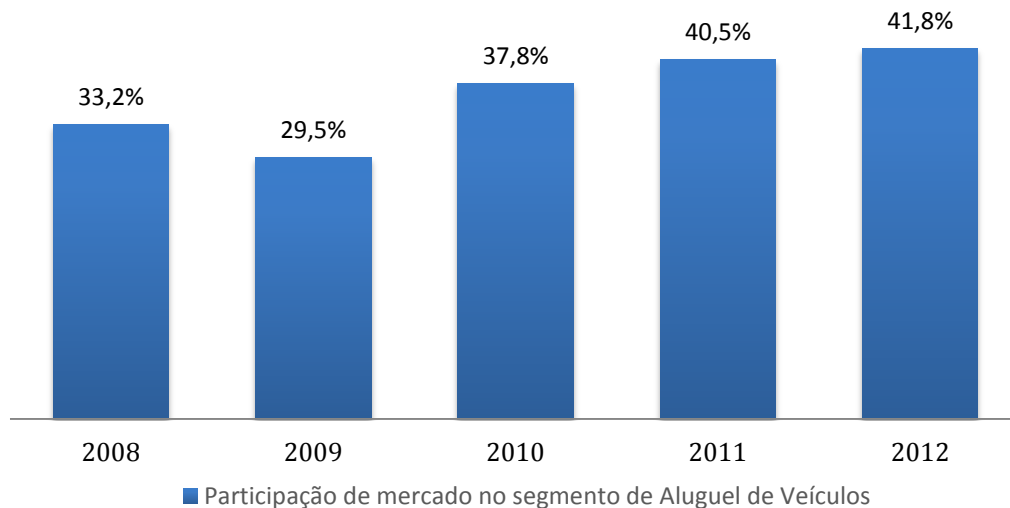
Gráfico 1: Participação de mercado no Aluguel de Veículos em 2012



Fonte: Auto Rental News - 2012

¹ Conforme vimos na Carta Pacífico 2, o sistema de franquias se mostra bastante eficiente para expansão geográfica, caso não seja possível o monitoramento perfeito da unidade distante da sede da empresa

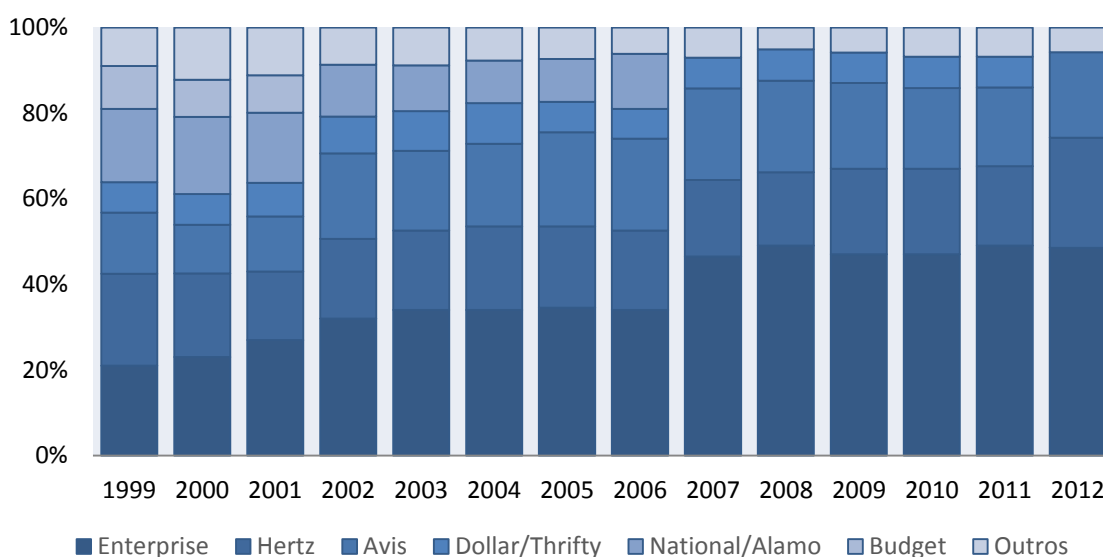
Gráfico 2: Evolução da participação de mercado da Localiza no Aluguel de Veículos



Fonte: Euromonitor

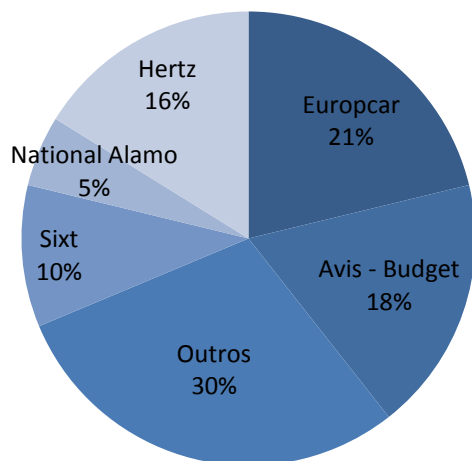
Nos Estados Unidos, por exemplo, as três maiores empresas do setor representam 95% do mercado de aluguel de veículos. Na Europa o mercado não é tão concentrado quanto o americano, mas espera-se que a consolidação continue acontecendo. Acreditamos que vá ocorrer uma concentração desse setor no Brasil e que a Localiza seja um agente protagonista nesse processo.

Gráfico 3: Evolução do mercado no Aluguel de Veículos - EUA



Fonte: Auto Rental News - 2012

Gráfico 4: Participação de mercado no Aluguel de Veículos em 2012 - Europa



Fonte: Auto Rental News – 2012

Outro segmento de atuação da companhia é a terceirização de frotas. As empresas brasileiras ainda utilizam pouco esse serviço quando observamos os números internacionais. Aproximadamente 5% da frota corporativa no Brasil é terceirizada, enquanto que, por exemplo, na Alemanha esse número é de 16% e no Reino Unido, de 47%. Diferentemente do aluguel de veículos, esse segmento apresenta baixos custos fixos, não necessitando de agências e atendimento ao varejo, e com contratos variando de 24 a 36 meses. É uma operação basicamente financeira: a Localiza utiliza seu poder de barganha e seu balanço para carregar e otimizar a utilização dos automóveis em troca de uma taxa de retorno sobre seu investimento.

Também merece destaque o desenvolvimento pela companhia, desde o início da década de 1990, de uma rede própria de revenda de veículos direta ao consumidor utilizando a marca "Seminovos Localiza". Atualmente, essa rede é formada por 74 pontos de venda e representa uma importante vantagem competitiva para empresa, como veremos a seguir.

Ao longo dessas quatro décadas, a Localiza conquistou importantes diferenciais competitivos. Esses são principalmente decorrentes da sua escala, permitindo uma melhor compra e venda dos veículos e menor custo de dívida.

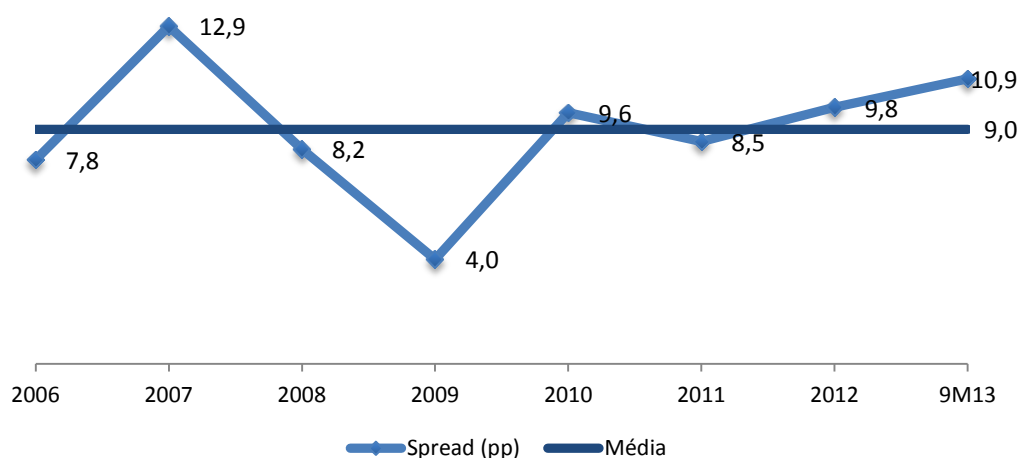
A companhia é a maior compradora de carros no país. Anualmente, em torno de 2% da produção de veículos das cinco principais montadoras do país é vendida à Localiza. Com isso, a empresa possui maior poder de barganha no processo de negociação de compra, conseguindo descontos superiores aos seus concorrentes. Renovando seus veículos com maior frequência, a empresa também consegue ter uma frota em média mais nova do que o restante do mercado, o que não só diminui a depreciação dos seus carros como também melhora a experiência do consumidor. Isso está refletido no alto nível de satisfação dos seus clientes.

Possuir uma grande rede de venda de veículos seminovos permite que a Localiza venda por volta de 70% dos seus veículos ao consumidor final. Isso faz com que o preço de venda seja melhor que o da concorrência, que depende mais de outros revendedores e leilões para renovar sua frota. Além disso, o canal de vendas serve como importante termômetro do mercado de veículos usados, ajudando consideravelmente na estimativa do valor de venda dos seus veículos.

Por fim, a Localiza possui um custo de dívida menor do que a concorrência. Somada à melhor compra e venda, essa vantagem competitiva permite que a companhia defina preços de referência no mercado que geram bons retornos para a empresa e, ao mesmo tempo, dificultam a sobrevivência dos seus concorrentes. A Localiza busca trabalhar com um spread entre o retorno sobre capital investido e o custo da dívida pós-impostos de pelo menos oito pontos percentuais². Isso faz com que os retornos obtidos pelos seus concorrentes sejam muito baixos, quando não negativos.

O gráfico abaixo ilustra a evolução do spread da companhia ao longo dos últimos anos. A média dos valores apresentados é de nove pontos percentuais, superior, portanto, aos oito pontos mínimos exigidos pela empresa.

Gráfico 5: Evolução do spread



Fonte: Relatório de apresentação dos resultados da companhia – 3 trimestre de 2013

Exercício Ilustrativo

Para exemplificar o modelo de negócio e as vantagens competitivas da companhia, vamos apresentar três exemplos do ciclo operacional completo de locação de um veículo, começando com a sua compra, passando pelo aluguel e terminando com a sua venda. Mostraremos o caso da Localiza e de dois

² Esse spread não representa a melhor forma de mensurar o valor econômico gerado pelo investimento, já que considera o custo de dívida e não o de capital. Contudo, permite uma comparação mais objetiva entre a Localiza e seus concorrentes, evitando julgamentos sobre o custo de oportunidade dos acionistas de cada uma.



concorrentes hipotéticos que não contam com todos os diferenciais competitivos que a companhia possui. Assim, utilizaremos para esses premissas piores do que para a Localiza, mas não excessivamente punitivas considerando o que pode ser observado no mercado.

Como o segmento de terceirização de frota apresenta retorno similar à locação de veículos - apesar de ter um ciclo operacional mais longo, pouco ganho de escala e veículos com características diferentes - acreditamos que este exercício reflete de forma adequada o retorno agregado da companhia.

Inicialmente, imaginemos que as três empresas vão comprar o mesmo modelo de carro, que tem um preço de referência de R\$ 36 mil. Por possuir maior poder de barganha junto às montadoras, a Localiza consegue um desconto de 25%, enquanto o Concorrente A obtém 22% e o Concorrente B, 20%. Assim, a Localiza compra o carro aproximadamente por R\$ 27 mil, o Concorrente A por R\$ 28 mil e o Concorrente B por R\$ 29 mil.

De modo a precificar adequadamente a diária do aluguel, a Localiza estima um valor de venda para esse veículo. Historicamente, a companhia se mostrou consistentemente conservadora nas suas estimativas. Em geral, a companhia consegue vender esse veículo a um preço ligeiramente superior ao seu preço de compra.

Imaginemos, então, que a Localiza venda esse carro por R\$ 28 mil, o Concorrente A por R\$ 27 mil e o Concorrente B por R\$ 26 mil. Além disso, suponhamos que as despesas de venda desse veículo representem 10% do seu valor de venda para a Localiza, 12% para o Concorrente A e 15% para o Concorrente B.

Ambas as suposições parecem razoáveis, já que a companhia renova sua frota em menos tempo (14 meses para este segmento) que a concorrência e vende grande parte dela através do seu canal próprio. Outros revendedores, por exemplo, costumam exigir descontos entre 15 e 20%, enquanto em leilões esse valor pode chegar a 30%.

Por ter melhor classificação de risco de crédito, a Localiza possui um custo de dívida de CDI + 1%. Vamos atribuir um custo médio de CDI + 2% ao Concorrente A e de CDI + 3% ao Concorrente B.

A Localiza precifica a diária do aluguel utilizando como premissas o preço de compra, preço estimado de venda, o custo da dívida e o spread citado anteriormente no mínimo de oito pontos percentuais. Assim, neste nosso exemplo, a empresa praticaria a diária em R\$ 84. Imaginemos que a concorrência observe o preço praticado pela Localiza como referência de mercado e aplique um desconto nesse valor - o Concorrente A adotaria a diária de R\$ 80 e o Concorrente B, de R\$ 76. Vale ressaltar que a companhia consegue trabalhar com um preço superior pela percepção de melhor qualidade tanto de atendimento quanto de seus veículos.

Estamos trabalhando com algumas suposições conservadoras. Apesar de ser um negócio que tem ganhos de escala, em que a Localiza deveria possuir uma margem operacional superior aos seus concorrentes, vamos neste exemplo trabalhar com margens de aluguel iguais para as três empresas. Além disso, a Localiza tem maior eficiência operacional do que a média do mercado, conseguindo otimizar a utilização da sua frota, qualidade que também não estamos considerando no exercício.

Com essas premissas, temos que o spread da Localiza seria de oito pontos percentuais, enquanto que o do Concorrente A seria zero e o Concorrente B apresentaria spread de oito pontos percentuais negativos.

A tabela abaixo resume as nossas premissas e os spreads gerados por elas.

Tabela 1: Premissas e spreads do exercício ilustrativo.

	Localiza	Concorrente A	Concorrente B
Preço de tabela do veículo	R\$ 36 mil	R\$ 36 mil	R\$ 36 mil
Desconto na compra	25%	22%	20%
Preço de compra	R\$ 27 mil	R\$ 28 mil	R\$ 29 mil
Preço de venda	R\$ 28 mil	R\$ 27 mil	R\$ 26 mil
Despesas de venda	10%	12%	15%
Valor da diária	R\$ 84	R\$ 80	R\$ 76
Custo da dívida	CDI + 1%	CDI + 2%	CDI + 3%
Spread	8pp	0pp	-8pp

Fonte: Pacífico Gestão de Recursos

Em suma, a Localiza apresenta fortes vantagens competitivas que são difíceis de serem replicadas. O ganho de escala e capilaridade conquistados ao longo de quatro décadas são diferenciais importantes para que a companhia continue promovendo a concentração do mercado.

Um dos riscos que a empresa enfrenta é uma possível queda na demanda por atividade econômica e investimentos fracos, já que grande parte dos seus clientes são empresas. Além disso, o aumento da participação de mercado da companhia pode ser mais difícil agora que seus concorrentes estão mais capitalizados.

Porém, acreditamos que, mesmo com uma desaceleração da atividade, a companhia manterá a mesma disciplina de capital que historicamente apresentou. Como exemplo, a Localiza aumentou a distribuição de dividendos em 2013 frente a uma geração de caixa superior à sua necessidade de investimento em um cenário de crescimento mais moderado. Tal disciplina adotada pela excelente equipe da companhia deve continuar fazendo com que o ambiente competitivo seja difícil para seus concorrentes, em especial no segmento de aluguel de veículos, e que o bom retorno para a companhia, gerado pelo spread mínimo exigido, se mantenha.

Portanto, aos preços atuais, enxergamos uma boa relação de risco-retorno para o investimento na Localiza.

GESTOR

PACIFICO GESTÃO DE RECURSOS LTDA
Av. Borges de Medeiros, 633 – sala 601
Leblon – 22430-041 – 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. 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.