

Pacifico AÇÕES

O fundo Pacifico Ações FIQ FIA teve no primeiro trimestre de 2014 uma rentabilidade negativa de 1,03%, enquanto o Ibovespa teve uma rentabilidade negativa de 2,12%. O retorno acumulado desde o início é de +28,92%, enquanto o Ibovespa cai 3,65%.

O fundo hoje investe em 19 empresas, sendo a maior posição de aproximadamente 14%. Os setores mais representativos na carteira são bancos, serviços financeiros e educação. No período aumentamos nossa posição em Itaúsa, a maior do fundo, em Multiplan e na Ultrapar, que será detalhada mais a frente.

Desdobramentos recentes reforçaram nossa visão positiva com relação às perspectivas para o Itaú. Esperamos uma continuidade dos bons resultados do banco, e também uma melhora das condições de crédito, reforçada pela retração dos bancos estatais. Sobre a Multiplan, continuamos com uma opinião muito positiva sobre os ativos e a gestão da empresa. Consideramos correta a postura da companhia de não hesitar em aperfeiçoar seus shoppings e de aproveitar momentos de turbulência para investir em expansão.

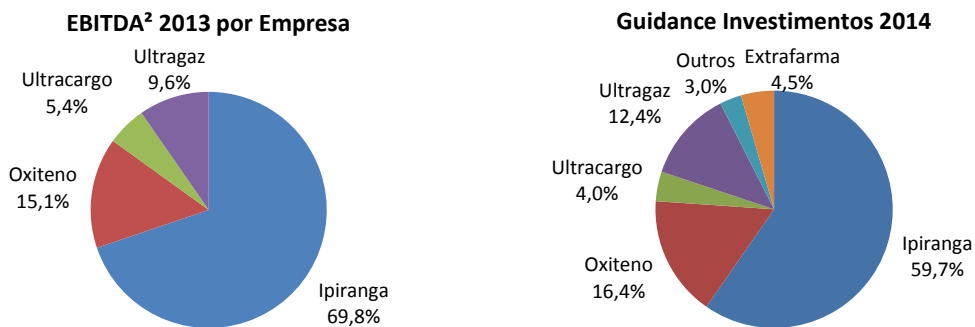
No trimestre reduzimos nossa exposição ao setor elétrico, pois acreditamos que um possível racionamento do consumo de energia seria um evento mais sério do que uma mera perda de volume por parte das empresas do setor. E encerramos nossa posição na Qualicorp, pois acreditamos que a inflação médica continuará elevada e crescendo acima da renda da população, o que levará a uma redução do mercado potencial da empresa.

Neste Relatório Trimestral de Gestão, abordaremos o investimento em Ultrapar, um grupo com mais de 75 anos de história que tem atuação em diversos negócios. Escolhemos essa empresa como tema desse relatório pois, além de ter se tornado uma posição relevante em nossa carteira nesse trimestre, consegue reunir diversas qualidades que buscamos em um investimento.

Ao citarmos as principais características da Ultrapar, merecem destaque as boas práticas de governança corporativa, a disciplina na alocação de capital e o excelente método de gestão com forte alinhamento de executivos. Ao longo desse relatório descreveremos o que

chamamos na Pacífico de “cartilha Ultra”, contando um pouco da história do investimento na Ipiranga –negócio mais relevante da Companhia – além de mostrar por que acreditamos que a Ultrapar continuará encontrando oportunidades de investimento com retornos atrativos.

Fundada pelo empresário austríaco Ernesto Igel em 1937, a Ultrapar¹ foi pioneira no uso de gás liquefeito de petróleo (GLP) como gás de cozinha no Brasil, através da Empresa Brasileira de Gás a Domicílio, hoje Ultragaz. Atualmente, a Companhia está presente nos negócios de distribuição de combustíveis, com a Ipiranga e Ultragaz; produção e comercialização de especialidades químicas, por meio da Oxiteno; armazenamento de granéis líquidos, com a Ultracargo; e mais recentemente no varejo de farmácias no Norte e Nordeste do Brasil, com a aquisição da Extrafarma.



A Ultrapar abriu capital em 1999, levantando US\$200 milhões em uma oferta primária, quando lançou ações preferenciais na Bovespa e na NYSE. Entretanto, as boas práticas de governança corporativa e alinhamento de executivos são anteriores a esse evento. Ainda na década de 80, o então dono da empresa e filho do fundador, Pery Igel transferiu o controle da empresa para os administradores, em seu plano de sucessão.

Em março de 2000, os acionistas da Ultra S.A., companhia controladora da Ultrapar, assinaram um acordo de acionistas oferecendo tratamento igualitário para todos os acionistas no caso de mudança de controle (em inglês, *tag along*). Em 2011, a Companhia atingiu o nível máximo de governança corporativa no Brasil, ingressando no Novo Mercado, passando a ter apenas ações ordinárias com direitos iguais entre controladores e minoritários.

Outro ponto importante na governança corporativa da Ultrapar é a busca por uma remuneração que alinhe os executivos no longo prazo. Como mencionado anteriormente, no processo de profissionalização da Companhia, os executivos passaram a ser sócios da Ultrapar através da outorga de ações, vinculando-os a uma permanência de 20 anos. O principal

¹ A fundação da Ultrapar na verdade é datada em 1953, mas consideramos a fundação da Empresa Brasileira de Gás a Domicílio como o início da história do Grupo.

² EBITDA = Resultado antes de Juros Depreciação e Amortização (em inglês Earnings Before Interest Depretiation and Amortization). Esse indicador mede o resultado operacional tirando os custos contábeis de depreciação e amortização. Muitos analistas utilizam esse número como uma boa estimativa da geração bruta de caixa operacional para uma empresa.

objetivo da família Igel nesse movimento foi perpetuar o negócio, criando uma cultura de “dono” dentro do grupo.

Atualmente a Ultrapar adota um modelo de remuneração com metas bem definidas, tanto de curto quanto de médio e longo prazo. No curto prazo, o foco é principalmente em geração de valor para o acionista, medido pelo EVA³, e em metas individuais anuais estabelecidas com base no planejamento estratégico da companhia, atreladas a fatores operacionais.

Para privilegiar alinhamento de interesse entre executivos e acionistas, a Ultrapar se baseia em dois componentes de remuneração de longo prazo. O primeiro é uma parcela de bonificação anual atrelada à variação do preço das ações da Ultrapar em um período de cinco anos. O segundo componente é o plano de outorga de ações para os principais executivos da Ultrapar, aumentando a quantidade de “donos” da empresa. Algo interessante do plano é que o executivo tem os direitos de um acionista comum, mas suas ações são mantidas na tesouraria da Companhia até serem transferidas para o funcionário cinco a dez anos depois de emitidas.

Acreditamos que um bom alinhamento entre acionistas e executivos é necessário para que uma empresa possa alocar melhor recursos, entregando crescimento de forma sustentável e sadia. No caso da Ultra, essa dinâmica é facilmente observada, já que a Companhia atingiu a marca de trinta trimestres consecutivos com resultado operacional crescente. Algo que vem ajudando muito nessa consistência são as oportunidades no seu principal negócio, a Ipiranga.

Em abril de 2007, Ultrapar, Braskem e Petrobras dividiram os ativos do Grupo Ipiranga, ficando a primeira com a distribuição de combustível de bandeira Ipiranga só no Sul e Sudeste, a segunda com 60% dos ativos de petroquímicos, e a última com os 40% restantes dos ativos petroquímicos e a distribuição de combustível no Norte, Nordeste e Centro-Oeste. A Ultrapar pagou aproximadamente R\$2,4 bilhões pelos ativos passando a ter 15% de participação no mercado de distribuição de combustíveis, com uma rede de 3.276 postos.

A Companhia seguiu investindo no negócio, adquirindo em agosto de 2008 a operação da Texaco por R\$1,3 bilhão, e em 2010 uma rede com 110 postos no Norte, conhecida como DNP por R\$73 milhões. Com essas duas últimas aquisições, a Ultrapar solidificou bastante sua presença no Norte, Nordeste e Centro-Oeste, atingindo no fim de 2010 uma rede nacional com 5.500 postos.

Para justificar a entrada nesse novo negócio, a Ultrapar citou algumas características similares à distribuição de GLP, como “uma grande marca, eficiência na logística e eficiência na gestão de vendas”. Além disso, na época da compra, projetavam forte crescimento no consumo de combustíveis no Brasil e acreditavam no potencial de consolidação do setor. Em 2006, os postos de Bandeira Branca representavam 29% do volume vendido de combustível (etanol, gasolina e diesel). Outro ponto importante para a aquisição, a ser abordado a seguir, é o

³ EVA = *Economic Added Value* (Valor Econômico Adicionado) que mede a diferença do retorno sobre capital investido para o custo de capital da empresa.



potencial de utilização da rede de postos como canal de distribuição para outros produtos e serviços.

Podemos dizer que a Ultrapar foi precisa nas suas previsões, já que a participação dos postos de bandeira branca na venda de combustíveis caiu para 25% em 2012, após um amplo processo de formalização. Analisando a participação nas vendas de etanol (combustível com maior sonegação de impostos), esses postos tiveram sua participação reduzida de 56% em 2006 para 34% em 2013. A crise que o setor de etanol atravessa por conta dos controles de preço praticados pelo governo na gasolina vem fazendo com que esse combustível perca competitividade, ajudando as grandes distribuidoras. Além disso, uma menor tolerância da Petrobras para desvios de pedidos criou incentivos financeiros fortes para que os distribuidores investissem em capacidade de armazenagem⁴. Isso acentuou vantagens competitivas dos grandes grupos mais capitalizados, tanto para absorver mais capital de giro, quanto para aumentar o número de bases de armazenamento.

Olhando para o consumo de etanol e gasolina, este teve crescimento de 8,1% ao ano de 2006 a 2013, impulsionado pela ampliação da frota brasileira de veículos. Mesmo com uma desaceleração nas vendas de veículos, imaginamos que a frota brasileira continuará crescendo nos próximos anos a níveis saudáveis.

Aliado a ventos favoráveis descritos anteriormente, podemos dizer que a Ultra também teve muito sucesso em aumentar a rentabilidade da operação, executando uma expansão de margem EBITDA de 2,2% em 2007 para 3,8% em 2013. É importante frisar que num setor com margens extremamente apertadas, qualquer pequena variação representa volumes financeiros substanciais. O EBITDA da Ipiranga cresceu de R\$418 milhões em 2007 para R\$2 bilhões em 2013, o que representa crescimento anual composto de 30,1%.

Além de um excelente controle de custos e ganhos de escala, a estratégia *“one-stop-shop”* praticada pela Ipiranga ajuda a explicar o crescimento robusto dos últimos anos. Para entendermos bem essa estratégia, vale mencionar a propaganda de televisão da distribuidora, em que um caminhoneiro chega numa cidade do interior e pede uma série de informações para um morador, sendo todas elas respondidas com a seguinte frase: *“lá no posto Ipiranga”*. A ideia é que o consumidor ao ir ao posto Ipiranga encontre caixa eletrônico, lanchonete, padaria; troque o óleo e lubrificante de seu carro; acumule pontos no programa Km de Vantagens⁵, dentre outros serviços oferecidos nos pontos de venda. Fazendo isso, a Ultrapar acredita que consiga se apropriar de melhores margens na venda de combustível, além de fidelizar o dono do posto e recolher receitas com royalties pela venda dos produtos.

⁴ Na compra de combustíveis, os distribuidores fazem uma previsão de pedido por base para os próximos quatro meses. A compra efetiva é realizada um mês antes. Qualquer desvio acima de uma banda de tolerância é passível de multa. O que aconteceu nos últimos anos foi um estreitamento desta banda e uma elevação das multas.

⁵ No Km de Vantagens o cliente abastece e acumula pontos que podem ser utilizados para comprar produtos, incluindo passagens aéreas.



Acreditamos que a Companhia continuará crescendo suas receitas com lojas de conveniência, expandindo a penetração desse tipo de loja nos postos de gasolina. Além disso, o crescimento focado no Nordeste, onde a participação de postos bandeira branca é maior, deve render bons frutos para os acionistas, permitindo um crescimento de volume no mesmo patamar que a empresa apresentou nos últimos anos. Outro fator que nos deixa otimistas é enxergarmos a rede de postos de gasolina da Ipiranga como um excelente canal de distribuição, com fluxo constante de pessoas. A ideia de gerar receitas adicionais sem aumentar proporcionalmente os custos variáveis já foi testada e aprovada em outras ocasiões. Difícil é reconhecer as circunstâncias específicas nas quais essa estratégia funcione. O histórico da Ultrapar nos sugere que eles serão competentes em reconhecer essas oportunidades. A recente aquisição no setor de farmácias reforça nossa percepção.

Como mencionamos no início do relatório, o último investimento relevante da Ultrapar foi a aquisição da rede de drogarias Extrafarma, pagando R\$1 bilhão em ações. Além de trazer mais uma oportunidade de *cross-selling* no posto, acreditamos que o setor de drogarias tem boas perspectivas de crescimento com o envelhecimento da população, aumento de renda, crescimento de venda de genéricos e formalização. Para nós, a Ultrapar possui características para ser um dos vencedores nesse setor altamente fragmentado (29% do faturamento pelas cinco maiores redes, contra 78% no Chile e 75% no México).

Ao estudarmos o setor de farmácias, vemos dois grandes gargalos para os planos de expansão das empresas: (i) dificuldade de encontrar pontos de vendas nos grandes centros e (ii) falta de mão-de-obra qualificada. Para solucionar o primeiro desafio, vemos a rede de postos de combustível Ipiranga e revendedores Ultragas como diferenciais. A Ultrapar disse já ter mapeado 1.000 pontos de vendas (de um total de 10.000) entre postos Ipiranga e revendedores Ultragas que poderiam inaugurar uma drogaria. Em relação ao segundo gargalo, acreditamos que os bons métodos de gestão de pessoas da Ultrapar farão com que a companhia consiga criar planos de carreira que atraiam gente de qualidade.

Outro ponto positivo da aquisição foi o seu financiamento pela emissão de ações. Vemos isso com bons olhos, pois os antigos donos da Extrafarma só poderão se desfazer da totalidade de suas ações em no mínimo cinco anos, mantendo-se próximos do dia-a-dia da operação e trazendo todo seu conhecimento de mais de 50 anos de atuação no setor.

Acreditamos, assim, que além de ter uma boa governança corporativa, a Companhia possui um grande potencial de crescimento de lucro nos próximos anos, por estar bem posicionada no setor de distribuição de combustíveis. A disciplina de alocação de capital nos leva a crer que a diretoria tomará boas decisões ao longo do tempo. Quando iniciamos nosso investimento na Ultrapar, não tínhamos em mente a entrada no negócio de drogarias e fomos surpreendidos positivamente. Não descartamos que no longo prazo a empresa possa investir em outros setores, já que estão sempre buscando oportunidades para gerar valor para seus acionistas.

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.