

Pacifico RENDA VARIÁVEL

A partir deste trimestre, também incluiremos neste relatório comentários sobre o fundo Pacifico LB.

O **Pacifico Ações FIQ FIA** teve no segundo trimestre de 2014 uma alta de 4,21% e o Ibovespa uma alta de 4,13%. Desde o início a rentabilidade acumulada é de 36,23% enquanto a do Ibovespa é de 1,62%.

O fundo tem posições em 20 empresas, sendo a maior posição da ordem de 15%. As maiores exposições setoriais estão em bancos, educação e serviços financeiros. No período iniciamos novos investimentos nas Lojas Renner e na EZTec.

Acreditamos que a Renner está entre as varejistas de melhor gestão do Brasil. Confiamos na capacidade da companhia de continuar sua trajetória de melhora de margens mesmo numa situação de atividade econômica decepcionante, em virtude da solidez de seu modelo de negócios e de suas iniciativas de melhorias em logística e gestão de estoque. A EZTec também é o caso de uma empresa de grande destaque em seu setor. Seus fracos resultados do 1º trimestre de 2014 geraram uma boa oportunidade de investimento a preços atrativos, e temos confiança na capacidade da empresa de conseguir alguma recuperação nos seus retornos nos próximos trimestres.

Encerramos nosso investimento na Vale durante o trimestre. Apesar de admirarmos o trabalho que a atual diretoria da empresa tem feito, a dificuldade em crescer a sua produção torna a *performance* da empresa excessivamente dependente de melhoras no preço do minério ou na taxa de câmbio.

O **Pacifico LB FIQ FIM** teve um rendimento de 6,0% no segundo trimestre de 2014, acumulando 5,64% no ano.

No início do trimestre, reduzimos a estratégia *long and short*, fazendo com que a nossa exposição bruta se reduzisse de 140% em 31 de março para 103% no final de junho. Essa adequação foi feita, principalmente, pela mudança da composição do índice e pelo aumento da incerteza quanto ao cenário eleitoral.

A exposição líquida do fundo aumentou ao longo do trimestre, alcançando 73% em meados de junho ante 60% no início do trimestre. Tal alteração refletiu a nossa percepção de aumento de prêmio nas ações das empresas investidas. O Pacifico LB encerrou o trimestre com 68% de exposição líquida e 103% de exposição bruta.

O Ensino Superior no Brasil

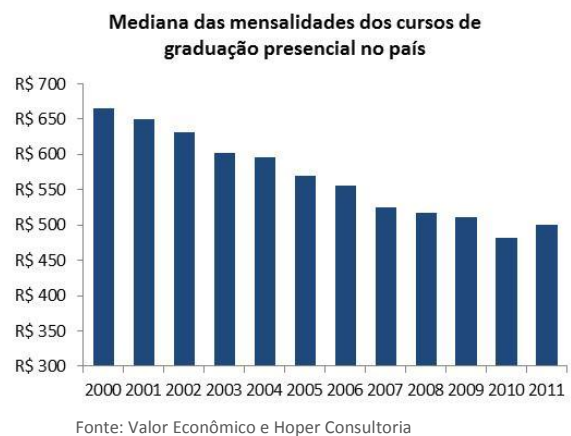
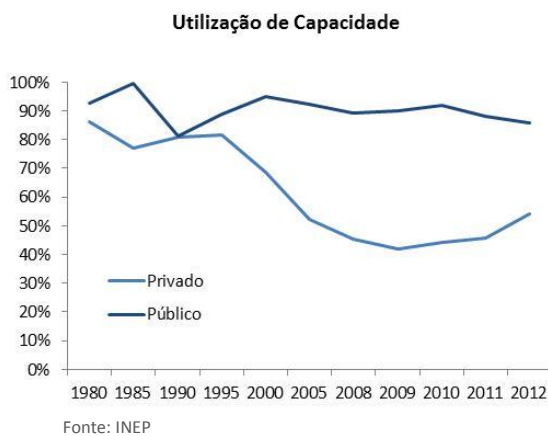
No relatório do terceiro trimestre de 2012 comentamos o investimento que fizemos no início daquele ano na Universidade Estácio de Sá. Investimento esse que ainda mantemos em nosso portfólio, sendo uma das maiores contribuições de nossa *performance* até aqui. Atualmente, mantemos posições relevantes no setor tanto no Pacifico Ações quanto no Pacifico LB. Sendo assim, no relatório atual decidimos descrever com um pouco mais de detalhes o setor de ensino superior no Brasil.

O ensino superior privado brasileiro esteve estagnado durante os anos 80 e a primeira metade dos anos 90. Foi durante a segunda metade dessa década que o cenário que vemos hoje começou a ser desenhado. De duas formas diferentes os governos de FHC e Lula entenderam a mesma mensagem: Para expandir o ensino superior e permitir maior inclusão social no segmento é necessária a participação do setor privado. Estimativas atuais mostram que o custo de um aluno no ensino público é de três a quatro vezes maior que no ensino privado. Devemos levar em conta que a maioria das universidades públicas investe em pesquisa acadêmica, mas nem todo ensino superior deve ser ligado à pesquisa.

Das reformas que foram feitas no governo FHC destacamos a criação dos Centros Universitários, quebrando o “modelo único” previsto na Constituição de 1988 e a permissão para as Instituições de Ensino Superior (IES) se tornarem entidades com fins lucrativos. Com essas mudanças, nos anos que se seguiram o número de instituições – e principalmente de vagas – no ensino superior brasileiro expandiu vertiginosamente, puxado pelas instituições privadas. Uma grande capacidade foi instalada, mas que não foi acompanhada pela demanda dos estudantes. O número de vagas cresceu mais do que o da população que se formava no ensino médio e tinha capacidade de pagar um curso de ensino superior. O setor se tornou mais competitivo e os preços de mensalidades caíram muito.



No primeiro gráfico vemos a utilização de capacidade medida pelo número de vagas ofertadas e não preenchidas. Enquanto o ensino público se manteve estável, próximo de 90% durante todo o período, o ensino privado foi de 80% pré-liberalização para incríveis 40%. Já no segundo gráfico vemos o resultado desse excesso de oferta sobre as mensalidades. Além disso, os grupos que expandiam eram pouco profissionalizados, resquícios do período onde altas barreiras de entrada insularam os incumbentes de concorrência. Grande parte do setor se tornou insolvente, principalmente os grupos que passaram a ter fins lucrativos e consequentemente tinham que arcar com todos os custos de impostos que isso impunha.



Durante o governo Lula e posteriormente Dilma, a forma de expandir o ensino superior através das IES privadas foi principalmente à base de estímulos financeiros às empresas e aos alunos via isenção de impostos, bolsas e financiamento estudantil.

O PROUNI, criado em 2004, foi uma política de sucesso que buscou trazer maior fôlego financeiro às empresas do setor, ao mesmo tempo em que promoveu a integração de alunos vindos de escolas públicas sem capacidade de pagar faculdades particulares. O governo garantia isenção fiscal para as IES que oferecessem bolsas para alunos egressos do sistema público. Quase 1,5 milhão de alunos já foram beneficiados pelo programa, em troca de uma isenção fiscal de R\$4 bilhões. Com ele muitos grupos começaram a alcançar o equilíbrio financeiro. Com a entrada de grupos de *private equity* foi iniciado um processo de consolidação, ainda que de forma lenta inicialmente. A Anhanguera Educacional crescia vigorosamente nessa época como um dos principais grupos consolidadores, além de ser um dos primeiros a usar técnicas mais modernas de gestão. Os retornos ainda eram baixos, a competição intensa e os preços declinantes.

O segundo grande estímulo ao setor veio através da reorganização do FIES em 2010, o programa federal de financiamento estudantil. Enquanto o PROUNI ajudou principalmente na reorganização financeira do setor, o FIES deslocou em muito a curva de demanda por ensino superior com suas condições extremamente favoráveis aos alunos. Quase 2 milhões de alunos já foram financiados pelo Novo Fies, em desembolsos anuais que devem se aproximar de R\$20 bilhões em 2015.

Com os estímulos ao estudo funcionando, a demanda voltou a crescer mais do que a oferta e de 2009 a 2012 as vagas oferecidas no ensino privado cresceram 0,5% enquanto vagas preenchidas cresceram 30%¹. As salas de aula começaram a ficar mais cheias e preços de mensalidades subiram pela primeira vez em anos. Sendo a sala de aula uma unidade de negócios basicamente de custos fixos, as margens das empresas responderam automaticamente.

Além do efeito de inclusão do FIES, outro grande efeito foi de concentração do setor. Para oferecer vagas, a IES deve estar em dia com seus impostos e ter avaliação positiva nos processos conduzidos pelo MEC. Condições aparentemente simples, mas que não eram presentes em grande parte das IES privadas com fins lucrativos. Além disso, inicialmente havia uma grande incerteza sobre qual seria o prazo de pagamento do governo, se haveria atrasos ou problemas para as IES receberem. Diante deste cenário apenas os grandes grupos se lançaram de cabeça no programa, uma vez que tinham a capacidade financeira de ter seus prazos de recebíveis alongados (os mecanismos de pagamento foram mais bem definidos posteriormente e os dias de recebível se estabilizaram em patamares até menores do que as IES tinham anteriormente em seus balanços, conferindo a estas mais um ganho financeiro). Essas maiores instituições chegaram a crescer matrículas 20% ao ano com setor crescendo 5%. A Kroton foi a primeira empresa que abraçou o programa e é até hoje a com a maior proporção de seus alunos de graduação presencial sendo financiada, com cerca de dois terços do total. O resultado é que em 2003 as 10 maiores empresas do setor tinham 12% do total de alunos no ensino privado brasileiro e hoje detêm por volta de 35% (o setor privado representava 60% das matrículas e hoje representa 75%)².

Com os incentivos governamentais o setor descolou do resto da economia, ganhando dinâmica própria. Foram anos de grande expansão de resultados e rentabilidade, em um período onde a economia como um todo patinava. Por ter se tornado um setor muito dependente do governo, um risco regulatório alto sempre esteve ligado às empresas abertas, o que sempre fez com que elas negociassem a múltiplos não tão altos como o seu desempenho micro econômico justificaria em um setor desregulado. Isso contribuiu para a Pacifico se manter investida no setor ao longo dos últimos anos, já que acreditávamos que a relação risco retorno era bastante interessante.

^{1,2} Dados do INEP – Censo do Ensino Superior 2004 e 2012

A grande questão é como o setor se comportará para frente e para isso é necessário entender os próximos passos do governo.

Talvez o mais correto seja direcionar o foco dos investimentos para o ensino básico e médio, que foram deixados de lado nos últimos mandatos presidenciais. Enquanto na média dos países da OCDE o gasto por aluno de ensino superior supera o gasto por aluno de ensino primário e médio em 1,6x, no Brasil gastamos 5x mais. Mesmo a média de Argentina, México e Chile fica em 2,3x³. Essa diferença toda talvez seja muito mais por um grande déficit no ensino primário e médio do que por um gasto excessivo com ensino superior. Mas ainda assim, levando em consideração nossa situação fiscal, isso poderia implicar em uma redução dos gastos com ensino superior.

Contudo, o governo dá sinais de que pretende manter os estímulos ao ensino superior. Enquanto ainda é difícil dizer se o Prouni sofrerá alguma alteração em 2015, parece bastante claro que o programa será renovado. Além disso, como vimos recentemente na aprovação do Plano Nacional de Educação 2011/2020 (PNE), tivemos a inclusão dos programas de repasse à iniciativa privada FIES, Prouni e Pronatec na meta de gasto de 10% do PIB com educação. Vale lembrar que a média dos países da OCDE é 6,3% e hoje o Brasil já gasta 5,7%. No mesmo PNE temos a meta de atingir 34% da população de 18 a 24 anos matriculada ou graduada no ensino superior, objetivo que não será atingido sem a ajuda do Governo.

Além dos subsídios governamentais, algumas outras regulações podem impactar bastante o setor. O governo pretende criar o INSAES (Instituto Nacional de Supervisão e Avaliação da Educação Superior), órgão que servirá para melhor supervisionar o setor e que poderia ser chave em uma aceleração da aprovação de novas vagas de Ensino à Distância - EAD. Uma aceleração do crescimento dessa modalidade de ensino pode aumentar a competição nesse segmento de ensino, ainda mais concentrado do que o resto do setor, especialmente após a aprovação da fusão de Kroton e Anhanguera. Outra medida que futuramente pode acelerar a expansão do EAD é a extensão do FIES, hoje apenas permitido para alunos de cursos presenciais.

Dito isso, entendemos que o mais provável seja – ao menos – a manutenção dos atuais estímulos do governo federal às IES. Partindo dessa premissa, acreditamos que o setor de educação – principalmente o ligado ao ensino superior – continuará com desempenho robusto, justificando assim continuarmos investidos.

³ OECD (2012), Education at a Glance 2012: OECD Indicators, OECD Publishing

GESTOR

PACIFICO GESTÃO DE RECURSOS LTDA
Av. Borges de Medeiros, 633 / sala 601
Leblon – 22430-041 – Rio de Janeiro
www.pagr.com.br
ri@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 Hedge FIQ FIM: Data de início 30/09/2011. Política de investimentos: buscar oportunidades de ganho de longo prazo em todas as classes de ativos, dada a conjuntura econômica. A estratégia do fundo possui estilo macro, onde todas as posições têm em comum o cenário macroeconômico traçado pela equipe de gestão. Para a estratégia de renda variável soma-se o estudo profundo de setores e empresas, com o objetivo de identificar empresa com grande potencial de valorização. Taxa de administração de 2% 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 2,3% a.a. Taxa de performance: 20% sobre o que exceder o CDI, provisionada por dia útil. Destinado ao público em geral. Aplicações cotizam em D0. Resgates cotizam em D+30 (corridos) ou D+3 (dias úteis com taxa de saída de 10%). Liquidação Financeira dos resgates em D+1 (dia útil) após a cotização do resgate. Taxa de saída: 10% sobre o valor do resgate, revertido ao fundo, para cotização em D+3 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. Este fundo de cotas aplica em fundo de investimento (Fundo Master) que pode manter ativos financeiros negociados no exterior em sua carteira. Os fundos multimercados com 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.