

Pacifico RENDA VARIÁVEL

O **Pacifico Ações FIQ FIA** teve uma queda de 0,49% no trimestre, com o Ibovespa caindo 3,79%. O fundo encerrou 2015 com uma queda de 10,41%, enquanto o Ibovespa teve queda de 13,31%. Desde o início o fundo tem alta de 20,83% e o Ibovespa queda de 17,15%.

Durante o trimestre encerramos nossa posição da Randon e reduzimos nossa exposição à BB Seguridade, e aumentamos nossas exposições à Equatorial, Cielo e Ambev. A explicação de tais movimentos será detalhada em seguida.

O **Pacifico LB FIQ FIM** teve um rendimento de 0,91% no quarto trimestre de 2015, acumulando -3,83% no ano. Começamos o mês de outubro com 56,9% de exposição líquida e 71,6% de exposição bruta.

Na estratégia de *hedge*, compramos no início de dezembro uma opção de compra de índice future com *strike* 50.000 e vencimento em fevereiro de 2016. Vimos essa opção como uma proteção razoavelmente barata, com volatilidade implícita baixa, para a nossa posição *long-short* em um cenário em que a probabilidade do *impeachment* aumentasse. Na estratégia internacional, mantivemos nosso investimento em Apple em 2,5% do fundo.

Assim, terminamos o trimestre com exposição líquida de 57,5% e 68,8% de exposição bruta.



Neste relatório faremos uma análise dos resultados apresentados por nossa gestão de renda variável no ano. Enumeraremos os nossos erros mais relevantes e explicaremos as motivações que levaram a essas decisões de investimento. E concluiremos com os principais aprendizados e com a nossa perspectiva para a nossa carteira e para o investimento em ações no Brasil.

Ao longo de 2015, a maior parte da carteira estava largamente alocada em posições que julgamos sustentáveis mesmo em um cenário mais difícil, com mais alguns anos sem mudanças no governo, sem reformas relevantes, e conseqüentemente sem recuperação da confiança. Os acertos do ano estiveram nessas posições, muitas foram aumentadas ao longo do ano, e algumas tiveram fortes quedas recentes e nos parecem ainda mais atraentes. São elas:

Equatorial:

A companhia vem conseguindo replicar na Celpa o bem sucedido turnaround que fez na Cemar, transformando-a em uma das mais eficientes e bem geridas distribuidoras do país. A empresa já vem entregando resultados relevantes em tempo inferior ao que conseguiram na Cemar, e ao longo dos anos de 2014 e 2015 apresentaram consistente melhoria nos indicadores de qualidade e nos níveis de roubo de energia. Além disso, existe ainda a possibilidade de adquirir outras distribuidoras, em especial as atuais empresas geridas pela Eletrobras, que se encontram sucateadas e trariam grandes ganhos de sinergia com a atual operação da empresa.

Lojas Americanas:

A empresa possui um excelente histórico de gestão e – assim como no passado – vem conseguindo passar pelo atual momento de crise quase incólume, alavancando-se em suas vantagens competitivas em um momento de fragilidade da concorrência. No início de 2015, iniciou um novo plano de expansão, com objetivo de dobrar de tamanho ao longo de cinco anos. Adicionalmente, associou-se à BradesCard no projeto de lançamento de um cartão de crédito co-branded que tem o potencial de aumentar o faturamento, margens e reduzir as despesas com vendas.

Por fim, diversas iniciativas a fim de aumentar as vendas por metro quadrado começaram a mostrar bons resultados no final do ano, algo que acreditamos que pode impactar de forma relevante a rentabilidade da companhia.

Ultrapar:

A companhia conseguiu manter sua trajetória de crescimento de resultados, mesmo durante este período macroeconômico incerto, devido à capacidade de crescimento da Ipiranga - tanto de sua rede de postos quanto de suas lojas de conveniência, em especial nas regiões Norte, Nordeste e Centro-Oeste.

Além disso, a Oxiten, por ter sua operação precificada em dólar, funcionou como um hedge natural contra a desvalorização do real.

Apesar das principais apostas terem sido em posições mais conservadoras, tivemos posições ao longo do ano que não obtiveram bons resultados. Abaixo, passaremos por algumas delas, refletindo e avaliando os casos de investimento.

Educação – Kroton e Ânima

Iniciamos o ano com uma exposição de 8% ao setor de educação no Pacífico Ações, via posições em Kroton e Ânima. No passado também fomos acionistas da Estácio (Relatório trimestral 2º tri 2012). Desde 2012, mantivemos uma exposição ao setor quase que ininterruptamente, embora mudando nossas preferências entre as empresas ao longo do tempo. Trata-se de um setor que começou a se profissionalizar há relativamente pouco tempo e que tende a continuar se consolidando no longo prazo, apresentando assim ótimas oportunidades para as melhores empresas. Sem dúvida, o fator mais relevante para a forte *performance* das companhias nos últimos anos foi o forte estímulo dado pelos programas governamentais: o ProUni e, principalmente, o FIES (Relatório trimestral 2º tri 2014).

Tal fator representava um risco para a tese de investimento no setor, e provavelmente por isso tais empresas não tenham chegado a ter suas ações negociadas a múltiplos elevados. Com a consciência desse risco, eventualmente reduzimos nossas exposições em vários momentos ao longo do período em que investimos no setor, sendo que a última redução ocorreu no 4º trimestre de 2014, quando encerramos nossa posição na Estácio (Relatório trimestral 4º tri 2014).

Apesar de esperarmos alguma mudança no formato do FIES, fomos surpreendidos tanto pela intensidade dos cortes no programa como pela forma como tais mudanças foram anunciadas no final de 2014 e início de 2015, com escassa comunicação e transparência por parte das autoridades. Optamos por encerrar nossas posições logo no início do ano (Relatório trimestral 1º tri 2015).

Randon

Montamos nossa posição na Randon no 3º trimestre de 2014, e iniciamos 2015 com uma exposição um pouco superior a 2% no Pacífico Ações. As ações da empresa já vinham de um período prolongado de queda, e, apesar das dificuldades evidentes pelas quais a companhia passava, acreditávamos que os preços descontados justificavam o investimento, pois os ganhos poderiam ser desproporcionais no caso de uma eventual retomada da atividade (Relatório trimestral 3º tri 2014).



Trata-se de um negócio com exposição considerável ao ciclo de atividade e intensivo em capital, sendo assim um investimento de risco elevado e por isso a posição nunca foi grande. Porém, mesmo não considerando uma volta da demanda de caminhões observada no passado, com o país em crescimento e o consumo fortemente subsidiado por programas do governo (PSI pelo BNDES), acabamos superestimando qual seria o nível “normalizado” da demanda brasileira por caminhões dada a severidade do quadro econômico. Talvez não seja razoável supor que a situação vigente nesse ano e no próximo ano seja a “normalizada”, mas há casos em que a paciência de aguardar a retomada pode causar danos permanentes, e este se mostrou o caso da Randon.

Decidimos encerrar a posição neste trimestre. O endividamento da empresa, que parecia razoável à época do início do investimento, ainda mais considerando a forte geração de caixa da companhia naquele momento, mostrou-se crescentemente preocupante frente aos resultados fraquíssimos que se seguiram e às condições cada vez mais difíceis de refinanciamento. Além disso, a capacidade de geração de caixa da empresa deteriorou-se consideravelmente, com fortes desembolsos de capital de giro e despesas de reestruturação. Assim, a extensão da situação desafiadora atual tem potencial para comprometer a geração de valor pela empresa de forma permanente.

Petrobras

Compramos ações da Petrobras no 2º trimestre de 2015, pouco depois da publicação de seu balanço auditado e da divulgação de seu novo plano de negócios. A situação delicadíssima da empresa já vem de anos, e após as mudanças de cargos no início do ano ficamos positivamente impressionados com o realismo e algum senso de urgência das autoridades no comando da companhia: direção, conselho e equipe econômica do governo.

Acreditávamos que os cortes de investimentos, combinado a uma política de preços de derivados sensata e um sucesso moderado nas vendas de alguns ativos levariam a empresa a uma trajetória gradual de redução de dívida, sem a necessidade de um aumento de capital. Para isso trabalhávamos com expectativas conservadoras para o preço do petróleo e taxa de câmbio. Mas não conservadoras o suficiente.

Decerto o desempenho da empresa no programa de desinvestimentos foi decepcionante. Por outro lado, a política de preços doméstica tem sido bastante favorável, mas frente a uma situação péssima para a Petrobras: com o preço do petróleo muito baixo, dificultando novas altas a partir de hoje.

A depreciação cambial e a forte queda no preço do petróleo levou a empresa a uma situação ainda mais crítica, que requer medidas drásticas a fim de evitar um novo aumento de capital. Salvo uma recuperação muito robusta nos preços do petróleo, a empresa necessita de um prêmio ainda maior para a gasolina e o diesel no mercado doméstico ou de uma postura

agressiva na venda de ativos, incluindo campos muito promissores. Contar com tais atitudes não nos pareceu razoável e decidimos vender nossa posição.

BB Seguridade

Começamos 2015 com 4% do Pacifico Ações alocado em ações da BB Seguridade, mas nosso investimento na companhia vem de longa data, desde o 2º trimestre de 2013, pouco depois da oferta inicial de suas ações (Relatório trimestral 3º tri 2013).

Durante o ano chegamos a aumentar nossa participação na empresa, chegando a 7% do fundo, em reação à queda no preço de suas ações. Há receio com a desaceleração do crescimento em algumas linhas de seus negócios, notadamente os seguros atrelados ao mercado de crédito. Porém, julgávamos que o impacto nos resultados da empresa não seria tão relevante, em virtude de sua diversificação de receitas, não só entre diferentes produtos de seguro e corretagem de seguro, mas também pelo crescimento de suas receitas financeiras.

Apesar do desempenho operacional satisfatório da BB Seguridade, suas ações continuaram em queda ao longo do ano, provavelmente em razão da contínua piora do cenário econômico e também pela piora, justificada, da percepção do mercado em relação à política econômica. Mesmo tendo até aqui um ótimo histórico de governança corporativa e a participação relevante de sócios privados, trata-se no fim das contas de uma empresa estatal (Relatório trimestral 2º tri de 2015).

Também reduzimos nossa exposição em virtude do maior risco percebido, tendo hoje pouco menos de 4% do fundo em ações da BB Seguridade.



Reflexões e Aprendizados

A origem de nossos investimentos sempre é a análise de uma empresa específica. Naturalmente é preciso levar em conta o contexto macroeconômico, especialmente em locais mais instáveis como o Brasil. Porém, evitamos ter como ponto de partida de nossas posições quaisquer julgamentos sobre variáveis macroeconômicas.

É inevitável notar que o traço mais comum entre os casos expostos acima é o fato de serem empresas com maior exposição ao ciclo econômico. Trabalhávamos com premissas que julgávamos serem conservadoras, mas que se mostraram largamente otimistas. Imaginávamos a possibilidade de alguma normalização da atividade, sem tentar prever o momento em que ocorreria e, portanto, sem depender de tal retomada num prazo mais curto. Não só tal retomada não ocorreu como houve uma recessão mais aguda e prolongada do que esperávamos.

Acreditamos que nossa análise foi afetada por uma visão positiva sobre as primeiras medidas tomadas pelo novo governo, no sentido de alguma austeridade com a nomeação de Joaquim Levy. Porém, o ganho de confiança com tais medidas não ocorreu, em virtude do pouco respaldo obtido pela equipe econômica e pelo desarranjo político. Pelo contrário, houve uma deterioração marcante da confiança de todos os agentes à medida que a equipe econômica perdia força e o quadro fiscal piorava.

Cabe ressaltar que, salvo o caso da Petrobras, não nos decepcionamos com o desempenho operacional ou a gestão de nenhuma das empresas mencionadas, dadas as circunstâncias. Não se trata de um atenuante, mas sim apenas um esforço em identificar a razão dos erros.

Também é notório que, à exceção da BB Seguridade e do setor de educação, nenhuma dessas posições chegou a integrar parte relevante do portfólio. Mas juntas elas foram. Em alguns momentos o total investido em ações que considerávamos mais expostas ao ciclo chegou a 10%.

Cabe uma reflexão sobre a adequação de tais posições menores. A dimensão do investimento é uma função do ganho esperado e do risco percebido. A conjunção de elevado ganho esperado com baixo risco percebido não é usual, e em geral o fator risco tem sido mais influente no tamanho de nossas posições, dado o ambiente desafiador. As posições menores ofereciam ganhos potenciais desproporcionais a nosso ver, mas com elevado risco de perda.

Se não há convicção para que uma posição seja relevante, vale a pena tê-la mesmo assim? É uma resposta difícil, com várias gradações. Uma visão extremada rumo à alta convicção pode levar a uma concentração excessiva em poucos casos, sempre sujeitos a riscos específicos, pois convicção não é sinônimo de acerto. Por outro lado, uma atitude mais leniente nesse aspecto pode levar a um excesso de posições montadas em empresas com dispersão de resultados excessiva.



Também há o efeito do ambiente de investimento. Em situações mais positivas, de mercados em alta, o investimento em empresas mais arriscadas tende a agregar bem mais retorno, pois casos de sucesso ficam mais comuns. Em situações negativas ocorre o inverso, como foi o último ano, e a maior parte dos dois anteriores.

Perspectivas e portfólio

Apesar de os preços das empresas estarem ainda mais baixos, é evidente a piora das perspectivas para o país com a piora de qualidade da política econômica e as menores perspectivas para uma mudança de governo. Porém, é um cenário instável, e há alguma convergência de diagnóstico entre os agentes relevantes sobre os caminhos adequados para a política econômica, mesmo que a execução seja bastante difícil. Ou seja, uma situação base ruim, desafiadora, mas com chances de fortes melhoras em alguns cenários menos prováveis, mas não remotos.

A forte queda recente deixou os preços de empresas de ótima gestão e em ótimos negócios a preços realmente atraentes. É nesse tipo de investimento que nossa carteira se encontra hoje ainda mais concentrada. O pessimismo do mercado é justificado, mas vemos exagero em vários preços produzidos por tal pessimismo.

Por outro lado, a situação para empresas mais cíclicas e endividadas nos parece ainda mais delicada. Por mais que a valorização das ações possa ser desproporcional caso haja uma retomada da confiança, os preços atrativos em investimentos mais seguros nos leva a crer não ser necessário correr riscos dessa natureza na conjuntura atual para obter ótimos retornos.

Assim, nossa carteira começa o ano mais concentrada nas empresas com menos volatilidade de resultados, sendo o número de investimentos do portfólio um dos mais baixos que já tivemos.

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 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.