

Pacifico RENDA VARIÁVEL

O fundo **Pacifico Ações FIQ FIA** teve alta de 10,04% no trimestre, enquanto o Ibovespa teve alta de 15,47%. Desde o início do fundo a alta é de 32,96%, comparada a uma queda de 4,34% no Ibovespa.

O fundo possui atualmente investimentos em 16 empresas, com os setores mais representativos sendo o de energia elétrica e o financeiro.

Entre as novas posições, destacamos o investimento em Fleury, que será abordado mais profundamente neste relatório. Entre as posições encerradas destacamos a Klabin e as Lojas Americanas. No caso da Klabin, reavaliamos nossas expectativas com relação ao preço da celulose e da taxa de câmbio, tornando o investimento menos atraente. Já nossa opinião sobre as Lojas Americanas permanece inalterada, mas suas ações atingiram níveis considerados elevados por nós, deixando um espaço reduzido para ganhos adicionais.

O **Pacifico LB FIQ FIM** teve um rendimento de 9,0% no primeiro trimestre de 2016. Começamos o mês de janeiro com 57,5% de exposição líquida e 68,9% de exposição bruta.

Com os fortes movimentos de preço no mês de janeiro, aproveitamos para aumentar o *long-short* da nossa carteira frente ao índice em meados do mês, reduzindo a exposição líquida de aproximadamente 60% para um pouco menos de 50%.

Após a recuperação ocorrida no final de janeiro, aproveitamos as volatilidades implícitas baixas para comprarmos *calls* de índice para protegermos essa estratégia. Com isso, voltamos a aumentar a exposição líquida gradativamente ao longo do trimestre até atingirmos pouco mais de 63%.

Em março, optamos por trocar a parte *short* em Ibovespa de nosso *long-short*, por uma carteira vendida em empresas específicas com aproximadamente 5% de exposição no total.

Assim, terminamos o trimestre com exposição líquida de 60,2% e 70,7% de exposição bruta.

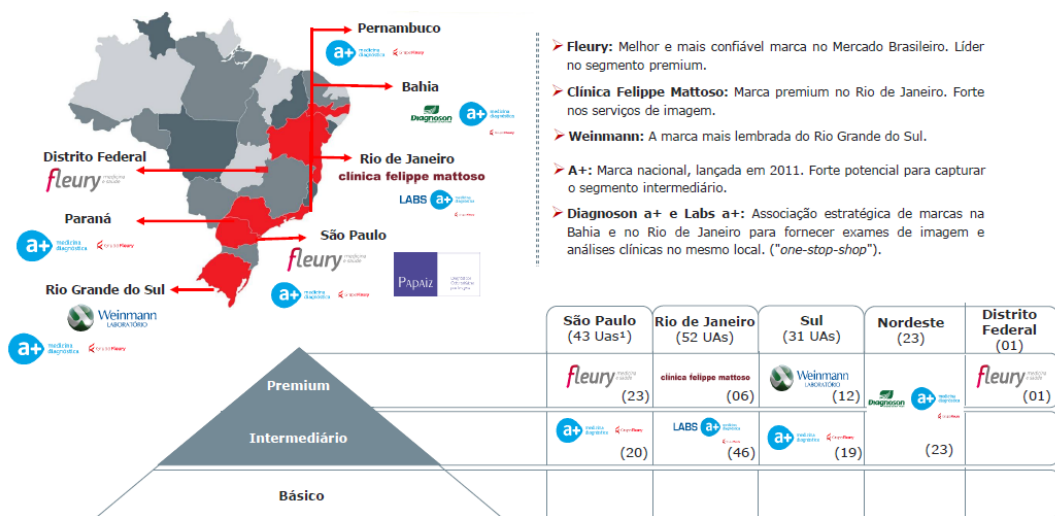
O trimestre caracterizou-se por uma brusca reversão com relação às expectativas para o Brasil, em virtude de uma maior probabilidade de que ocorra o *impeachment* da presidente Dilma Rousseff. Iniciamos o ano com uma carteira concentrada em empresas mais seguras e que se encontravam em preços muito atraentes, em virtude da situação complicada em que o país se encontra. Como colocamos no relatório do trimestre passado, vivemos uma “situação base ruim, desafiadora, mas com chances de fortes melhoras em alguns cenários menos prováveis, mas não remotos”.

Para nós, a proximidade do *impeachment* representa justamente o aumento da probabilidade de uma forte melhora. Dada a complexidade do evento, ainda não temos apostas contundentes no seu acontecimento, mas adequamos o portfólio para uma situação mais equilibrada, em boa parte através do aumento em posições em empresas nas quais já investíamos, e cujos negócios são ligados ao mercado interno. Itaú, Multiplan e CPFL são alguns exemplos.

Continuamos acreditando que há uma convergência de diagnóstico entre os agentes relevantes sobre o que seria uma política econômica adequada para o momento atual do país, e temos ciência de que sua execução é difícil, pois necessita de uma série de medidas impopulares. Iniciamos o ano esperando que o país começasse a, pelo menos, testar uma agenda mais positiva em 2019 e, até lá, continuaríamos sem tomar quaisquer medidas que se encaixariam nessa agenda. O *impeachment* encurta essa possibilidade para talvez esse ano. Mesmo que este não ocorra, qualquer mudança de governo antes de 2018 representa uma melhora em relação à expectativa anterior, e nosso portfólio reflete isso, mas de maneira prudente.

Fleury S.A.

O Grupo Fleury é um das maiores organizações de medicina e saúde no Brasil. Fundado em 1926, tem a medicina diagnóstica como seu principal segmento de negócio, atuando através de 144 unidades de atendimento com diversas marcas, como: Fleury (SP), Labs a+ (RJ), Clínica Felipe Mattoso (RJ), Weinmann (RS) e Diagnoson (BA). Além disso, entre suas atividades mais relevantes, possui operações de diagnósticos em hospitais e realiza exames de maior complexidade para outros laboratórios.



UAs¹: Unidades de Atendimento
 Fonte: Apresentação Institucional do Grupo Fleury de novembro de 2015.

Há alguns anos acompanhamos o Fleury e sempre admiramos muito sua história e seu posicionamento diferenciado no mercado *premium* de São Paulo – a marca Fleury possui 44% de participação nesse mercado¹. Ademais, temos interesse na análise de oportunidades no mercado de prestadores de atendimento em saúde. Após a forte expansão do mercado de planos de saúde no Brasil nos últimos, parece razoável supor que gradualmente o brasileiro adquira o hábito de usufruir dos serviços ao seu dispor, acarretando um aumento gradual na frequência de uso de serviços médicos e de diagnósticos. No longo prazo, o envelhecimento populacional também é outro vetor relevante no aumento dessa frequência. Por fim, a medicina diagnóstica apresenta como vetor adicional a tendência de maior foco na prevenção do que no tratamento de doenças.

Contudo, decisões infelizes de alocação de capital pela companhia² repercutiram negativamente durante anos em seu desempenho operacional e trouxeram muitos ruídos em sua governança –

¹ Segundo estimativa da própria empresa.
² O Grupo Fleury não foi bem sucedido em sua expansão orgânica e inorgânica – especialmente a aquisição dos laboratórios Labs D’Or no Rio De Janeiro – da marca a+, precisando dispendir muita energia em anos subsequentes na reestruturação da marca com fechamento de unidades, mudanças de pessoal, revisão no relacionamento com fontes pagadoras locais, dentre outras iniciativas.

tanto na composição de sua diretoria quanto em sua estrutura de controle. Acreditamos que isso junto com a baixa liquidez das ações tenha levado muitos investidores a dedicar menos atenção à companhia durante um bom tempo.

Em particular, muitos podem ter formado uma opinião excessivamente negativa sobre o negócio de medicina diagnóstica no Brasil em virtude dos resultados ruins apresentados nos últimos anos pelas duas empresas (Fleury e DASA) representantes do setor na bolsa de valores. Não obstante, três fatores principais nos motivaram a reavaliar a empresa: (1) uma sequência de resultados progressivamente melhores, (2) uma maior estabilidade na diretoria executiva da empresa e (3) a definição da gestora de *private equity* Advent como sócio estratégico do grupo Fleury.

Ao longo dos últimos seis trimestres, verificamos uma melhora contínua nos resultados apresentados pelo Fleury em diversos aspectos. Depois de um período de baixo crescimento nominal de receita, a companhia tem apresentado um ritmo saudável de evolução em suas diversas marcas. Melhor ainda, isso veio acompanhado de uma melhora de eficiência – maior giro de ativos – permitindo à companhia expandir margens e crescer empregando pouco capital adicional. Pelo contrário, uma redução no capital de giro contribuiu para um nível recorde de geração de caixa pelo Grupo Fleury, mesmo em um ambiente adverso da economia geral.

Algo que pode ter auxiliado nessa melhora é uma maior estabilidade no time de executivos da companhia. Desde sua abertura de capital em 2009, o Grupo Fleury apresentou cinco diretores executivos de finanças, quatro presidentes, cinco presidentes do conselho de administração e cinco vice-presidentes do conselho de administração. A foto atual dos executivos da companhia já é bem melhor: o atual diretor financeiro está na companhia há três anos, o atual presidente está no cargo há mais de um ano e no grupo desde 2005 e os atuais presidente e vice-presidente do conselho devem ficar em seus cargos por dois anos, se cumprirem seus mandatos. Pode ser cedo para comemorar, mas já é um avanço.

O último acontecimento que nos levou a dedicar uma maior atenção ao Grupo Fleury foi a escolha da Advent como sócio estratégico. Isso não só encerrou uma novela societária que quase levou à venda da companhia³ como também representou a agregação de um *stakeholder* que pode ser muito valioso para o Fleury. Em primeiro lugar, acreditamos que a Advent preenche uma lacuna de competências essencial para a companhia: alocação de capital.

Pode haver oportunidades interessantes para adquirir laboratórios de medicina diagnóstica no Brasil. Contudo, após o preço exorbitante que o Grupo Fleury desembolsou para adquirir os laboratórios Labs no Rio de Janeiro, não nos sentiríamos seguros caso Fleury voltasse a considerar aquisições. Com a ajuda da Advent, voltamos a acreditar que uma estratégia de

³ Segundo "Fato Relevante" de 12/03/2014, o veículo de investimento dos médicos-sócios de Fleury (na época, "Core Participações S.A.") havia iniciado negociações exclusivas com a Gávea Investimentos Ltda. "visando à potencial alienação da totalidade de sua participação acionária direta e indireta na Companhia".



crescimento inorgânico pode gerar valor para os acionistas de Fleury. Além disso, como acionista relevante, a Advent pode exercer uma cobrança construtiva junto à diretoria executiva para acelerar iniciativas internas de ganhos de eficiência. Por último, a gestora pode auxiliar na estruturação do Fleury como companhia de capital pulverizado – *corporation* – caso algum dia os demais acionistas controladores⁴ decidam desinvestir de sua participação na empresa.

Nesse contexto que julgamos mais promissor para o Grupo Fleury, decidimos aprofundar nossa investigação do setor, o que nos levou a conversar com outras empresas relevantes em medicina diagnóstica e a buscar entender a estratégia dos controladores para a companhia. Nesse processo, gostamos muito do que aprendemos. Percebemos que há um enorme potencial de melhora operacional para o Grupo Fleury – mais do que imaginávamos originalmente. Além disso, parece-nos remota a possibilidade de que os controladores busquem ganhos de eficiência que comprometam o “longo prazo” do Fleury – algo que nos preocupa considerando o ocorrido com a DASA. Vale ressaltar que a presença dos médicos-sócios no controle também é um mitigador importante desse risco. Dessa forma, nossas grandes dúvidas hoje em nossa tese de investimento em Fleury são o quão longe o Conselho de Administração e a diretoria serão capazes de levar o grupo e em que ritmo.

Ainda assim, temos que estar preparados para eventuais frustrações com o ritmo de maturação de iniciativas de ganhos de produtividade. Devemos também estar atentos a ameaças competitivas à empresa, especialmente a uma retomada na expansão em São Paulo dos Laboratórios Einstein – principal concorrente da marca Fleury. Outro risco relevante de nosso investimento é o poder de barganha das operadoras de planos de saúde, principais clientes do grupo, especialmente em uma conjuntura econômica adversa com um aumento na taxa de desemprego comprometendo a expansão do mercado de planos de saúde.

Ainda assim, acreditamos que o retorno potencial de nosso investimento nos remunera bastante adequadamente por esses riscos. Estamos ansiosos para ver o que o futuro reserva para o Grupo Fleury.

⁴ Médicos-sócios e Bradesco Seguros.

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.