



Pacifico RENDA VARIÁVEL

O **Pacifico LB FIQ FIM** teve um rendimento de 5,70% no quarto trimestre de 2016, acumulando 18,64% no segundo semestre e 39,60% no ano.

Desde o início do fundo, em dezembro de 2012, a rentabilidade acumulada do fundo é de 59,86%, comparada a uma queda do Ibovespa de -1,71%.

Começamos o mês de outubro com 63,1% de exposição líquida e 86,6% de exposição bruta. No início do trimestre, reduzimos algumas posições short do fundo, fazendo com que a exposição líquida chegasse a 74,5% em meados de outubro. Em função da redução de prêmio em alguns ativos e de algumas mudanças de composição da nossa carteira, reduzimos a nossa exposição líquida a partir de então.

Encerramos o ano com 65,0% de exposição líquida e 75,0% de exposição bruta.

O **Pacifico Ações FIQ FIA** teve alta de 0,62% no trimestre, enquanto o Ibovespa subiu 3,29%. Desde o início do fundo, em setembro de 2011, a rentabilidade acumulada é de 63,18% comparada a uma alta de 15,10% no Ibovespa.

Possuímos posições em 21 empresas, e os setores de maior destaque são o de energia elétrica e bancos.

Explicaremos posteriormente nossa tese de investimento na Hypermarchas, uma das posições iniciadas no trimestre. Também cabe ressaltar que voltamos a ser acionistas das Lojas Americanas, aproveitando a forte queda de suas ações em novembro. Acreditamos que o



desempenho operacional da empresa aquém do usual no 3º trimestre não afeta suas excelentes possibilidades de longo prazo. Não só ainda vemos bastante espaço para expansão de número de lojas e receita, como também esperamos uma contínua expansão de suas margens em virtude de uma série de iniciativas a serem executadas pelo seu ótimo e provado time de gestão, tais como um maior uso de marcas próprias, novos produtos e maior regionalização do mix de vendas.

No trimestre encerramos nosso investimento em Cielo, uma posição que carregamos durante quase quatro anos. Trata-se de um negócio de elevada qualidade, com forte geração de caixa, retorno sobre o capital investido, ótimas perspectivas de crescimento de longo prazo e invejável posição competitiva. Os principais riscos desse investimento eram a regulação, e a desproporção de forças entre a Cielo e os outros membros do “sistema” que goza da posição competitiva privilegiada – bancos e bandeiras. O que nos levou a encerrar a posição é a crença de que houve uma mudança estrutural na postura dos reguladores, que pode atingir de maneira relevante e primária algumas linhas de negócio da Cielo, especialmente a antecipação de recebíveis, e de maneira secundária outras, pois não sabemos como o “sistema” funcionaria numa nova situação.

Hypermarcas

Nessa carta abordaremos o racional para o nosso mais recente investimento, a Hypermarcas. Pouco conhecida por seu nome de holding, a companhia é hoje uma das maiores farmacêuticas do país, com participação em todos os segmentos do setor e um portfólio de produtos de fazer inveja aos concorrentes. Afinal, qual é o brasileiro que não conhece o Doril, Rinosoro, Merthiolate, Apracur, Benegrip, Engov, Biotônico Fontoura e Gelol, dentre outros?

A atuação da companhia vai ainda muito além das marcas mais conhecidas do público. Com a Neo Química, estão em segundo lugar no mercado de genéricos e similares, e com a Farmasa e a Mantecorp ocupam posição de destaque também nos segmentos de medicamentos de prescrição (Rx) e dermocosméticos.

A Hypermarcas atual, focada apenas no mercado farmacêutico, é bastante recente, entretanto. Foi apenas no final de 2015 que a companhia tomou a decisão de direcionar todos os seus esforços para esse setor. Olhando a empresa hoje, uma referência no mercado brasileiro, com valor de mercado de cerca R\$ 17 bilhões, fica difícil imaginar que tudo começou há apenas quinze anos e com um único produto, a palha de aço Assolan. É impossível, portanto, analisar a companhia sem entender sua história e a de seu fundador – e até hoje maior acionista – João Alves de Queiroz Filho, mais conhecido como Júnior.



Breve Histórico

O início da história do Júnior como empresário de sucesso remete ao ano de 1969, quando juntamente com seu pai, João Alves de Queiroz, fundou a Arisco. Começando apenas com a venda de uma pasta temperada de sal, alho e cebola, a Arisco se tornou, ao longo das décadas de 70 a 90, uma das maiores empresas de bens de consumo do mercado brasileiro, com faturamento de R\$ 1 bilhão em 1999. No ano 2000, Júnior tomou a decisão de vender a companhia para a Unilever, embolsando cerca de US\$ 500 milhões.

A história do que viria a ser a Hypermarchas começa a partir de então, no ano de 2001, quando Júnior recompra da Unilever, pelo valor de US\$ 30 milhões, a marca Assolan, que fazia parte de seu antigo portfólio. Com uma prática antiga da Arisco, e que ainda seria muito utilizada nos anos seguintes, investiu de forma agressiva em marketing e propaganda de mídia de massa. A Assolan, que tinha uma participação irrisória de mercado, atingiu já em 2002 o segundo lugar, com quase 25% de participação, ficando atrás apenas da líder Bombril.

Desse momento em diante, com a consolidação da marca Assolan no segmento de palha de aço, os investimentos se aceleraram. A marca foi expandida para quatorze produtos, como esponjas e detergentes, com as vendas novamente impulsionadas pela publicidade na TV. Em 2005, quando acabaram as restrições do contrato de venda da Arisco, foi disparada a segunda onda da estratégia de crescimento: aquisições em série nos mais variados setores. Adquiriram a marca Assim, entrando no segmento de sabão em pó; as marcas Etti, Salsaretti e Puro Purê, do setor alimentício; e a marca Éh, iniciando sua participação no segmento de cosméticos.

Mas foi em 2007 que a companhia deu sua primeira grande tacada para firmar presença no rentável setor farmacêutico. Com a maior aquisição de sua história até então, adquiriu por US\$ 650 milhões a farmacêutica Dorsay Monange (DM), dona das marcas Benegrip, Doril, Gelol, Monange, Cenoura & Bronze, etc. A companhia passa a se chamar, finalmente, Hypermarchas.

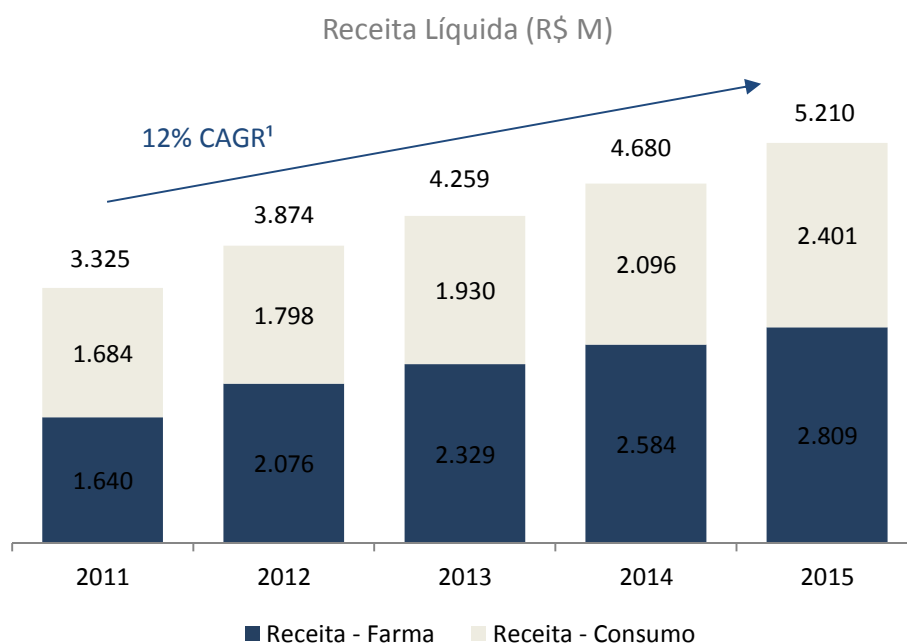
Essa foi a primeira grande aquisição de um ciclo de consolidação que durou cinco anos. Nesse período, a Hypermarchas incorporou a Farmasa (Rinosoro, Tamarine, Lisador), a Ceil (Bozzano, Aquamarine e Juvena), a Niasi (Risqué), a Jontex e a Olla (preservativos), a Mabesa e a Pom (fraldas), a Neo Química (medicamentos genéricos) e a Mantecorp (Cristina D, Polaramine, Celestamine, etc.), dentre diversas outras. Foram 23 aquisições no total. Para financiar a expansão a companhia levantou R\$ 612 milhões com uma oferta pública inicial de ações em 2008, seguida por um *follow-on* de R\$ 800 milhões no ano seguinte. Além disso, se desfez de operações que estavam distantes do seu objetivo estratégico principal, vendendo os ativos de alimentos, higiene e limpeza. Assumidamente inspirado pela história de sucesso de Jorge Paulo Lemann, o “sonho grande” do Júnior era claro: transformar a Hypermarchas na Procter & Gamble brasileira.



Depois dessa longa fase de consolidação veio a segunda e mais complexa etapa, a reestruturação operacional da companhia. Através da unificação e otimização das operações (fábricas, distribuição, vendas, marketing e inovação), os ganhos com sinergias foram bastante significativos. O processo de reestruturação era segregado em três etapas: (i) ganhos rápidos com *low hanging fruits*, através da redução de despesas administrativas e do aumento de produtividade na planta fabril; (ii) ajustes operacionais, com a reestruturação das fábricas e a redução dos custos de matéria-prima, empacotamento e logística; e (iii) estratégias de mercado dos produtos, com investimentos em marketing, lançamentos de novos produtos, extensão de marca e ampliação da distribuição.

Como exemplos dos resultados obtidos após esse esforço de reestruturação, destacam-se a otimização da força de vendas – que passou de 12 equipes em 2010 para apenas 2 em 2015 – e a otimização das unidades fabris e centros de distribuição – que em 2010 eram 23 unidades espalhadas por diversos estados, e que se reduziram para apenas 4 em 2015. As novas fábricas e centros de distribuição foram estrategicamente posicionadas no estado de Goiás, onde além do favorecimento logístico por se situarem em uma região central, contam com benefício fiscal concedido pelo Estado.

Nas estratégias de produtos, a receita foi a mesma que trouxe tanto sucesso desde a época da Arisco e da Assolan: investimento agressivo em publicidade de mídia de massa, relançamentos de marcas “adormecidas”, lançamentos de novos produtos, extensões de marca e gestão do ponto de venda. O resultado de todas essas iniciativas foi um crescimento orgânico de receita de 12% ao ano de 2011 a 2015, com uma margem EBITDA que passou de 16% no início do processo de reestruturação para 20% ao final de 2015.



Fonte: Pacífico Gestão de Recursos e relatórios da empresa



Foco no Segmento Farma

Foi ao longo desse período que ficou cada vez mais claro para os sócios e executivos da companhia que era o segmento farma aquele com as perspectivas mais promissoras. Enquanto o segmento de consumo, naturalmente mais discricionário, sofria com flutuações na demanda e dificuldade de repassar custos por conta da desvalorização cambial, o segmento farma seguia com crescimento acelerado e margens mais elevadas. Para fins de comparação, enquanto a margem EBITDA consolidada da companhia, contemplando os dois segmentos, foi de “apenas” 20% em 2015, a margem da divisão de farma ficou próxima de 32%.

Mas a decisão estratégica de direcionar os esforços para o segmento farmacêutico foi muito além dos resultados de curto prazo. Com uma dinâmica bastante favorável, os potenciais de crescimento desse mercado são diversos: população em processo de envelhecimento, gastos médios per capita em níveis ainda baixos e segmento resiliente aos ciclos econômicos. Além disso, a companhia possui vantagens competitivas que devem permitir que alcance posição de destaque nesse mercado, como profundo entendimento da regulação, bom canal de distribuição, baixo custo de fabricação e marcas extremamente fortes.

Com a visão estratégica de longo prazo já definida, a companhia agiu rápido. O segmento de consumo, que representava mais da metade do faturamento da Hypermarchas em 2015, passou a zero já no final de 2016. O primeiro e mais relevante desinvestimento foi anunciado em novembro de 2015, quando a empresa divulgou a venda de toda sua divisão de cuidados pessoais (Risqué, Monange, Bozzano, Cenoura&Bronze, etc.) para a Coty por R\$ 3,8 bilhões. Logo em seguida, em janeiro de 2016, foi anunciada a venda da divisão de preservativos (Jontex, Olla e Lovetex) para a britânica Reckitt Benckiser, por R\$ 675 milhões. Concluindo o ciclo de desinvestimentos, foi anunciada em dezembro de 2016 a venda da divisão de fraldas para belga Ontex por R\$ 1 bilhão.

Além do claro benefício de uma empresa mais enxuta permitir que todos os esforços dos executivos estejam direcionados para os negócios chave, as vendas trouxeram ainda outro efeito bastante positivo, a redução dos níveis de alavancagem. Em virtude dos benefícios fiscais acumulados nas diversas aquisições ao longo dos anos, a companhia não pagou qualquer imposto sobre as alienações, que se converteram inteiramente em caixa. O endividamento líquido, que era de R\$ 3,4 bilhões em Set/15, passará para cerca de R\$ 1,7 bilhões em caixa líquido no primeiro trimestre de 2017. Vale ressaltar ainda que os benefícios fiscais acumulados, mesmo depois das vendas, ainda são relevantes, e a empresa não deve pagar impostos por pelo menos mais dois anos.

¹ CAGR (*Compound Annual Growth Rate*): Taxa Composta Anual de Crescimento. Este índice representa a taxa de retorno de um investimento em um determinado período de tempo.



Com a estrutura agora totalmente organizada e um balanço bastante confortável, o objetivo da Hypermarcas é acelerar o desenvolvimento de todas as principais avenidas de crescimento mapeadas. Para isso, a companhia foi segmentada em três grandes “Unidades Estratégicas de Negócio”. Todas elas terão o suporte de uma única divisão de inovação, que funcionará como um comitê para priorizar as melhores iniciativas e canalizar melhor a alocação de capital.

As três unidades de negócio são as seguintes: (i) “*Consumer Health*”, que corresponde aos medicamentos OTC (*over the counter*)²; (ii) “*Branded Generics*”, que inclui os medicamentos genéricos e similares³; e (iii) “*Branded Prescription*”, que são os medicamentos que necessitam de prescrição médica para serem adquiridos. Cada uma delas possui características bastante distintas, com diferentes fatores de sucesso.

Para o primeiro grupo, de *Consumer Health*, os componentes chave são a gestão do portfólio de marcas, a capacidade de merchandising e a compra de mídia de massa. Esses elementos, que fazem parte do DNA da companhia desde sua origem na Arisco e na Assolan, se refletem no impressionante posicionamento da empresa nesse mercado, se colocando em primeiro lugar com 14% de *market share*. As principais alavancas de crescimento desse segmento estão no lançamento de novos produtos via extensão de linha e no aprimoramento do varejo. Até hoje a maior parte das farmácias ainda organiza os medicamentos em suas prateleiras por ordem alfabética, ao invés de organizá-los por doença a ser tratada, o que traz um incremento relevante de vendas.

No segmento de genéricos e similares, no qual o poder da marca perde relevância, os fatores de sucesso são outros. Uma vez que são praticamente commodities, é preciso tornar atrativa para a rede farmacêutica a negociação com a companhia. Para isso, é fundamental um portfólio com ampla cobertura de produtos, uma boa rede de distribuição, uma política comercial flexível e rapidez no lançamento de novos produtos após o término de patentes. A companhia tem se mostrado bastante bem-sucedida nessa estratégia, ficando em 2º lugar no mercado, com uma participação de 14,4%.

Mas é no segmento de medicamentos de prescrição que se encontram as principais oportunidades de crescimento. Com um tamanho de mercado de R\$ 27 bilhões em 2015, é maior do que os outros dois somados, que tiveram volume de R\$ 6 bilhões e R\$ 11 bilhões, respectivamente. Além disso, a companhia se situa apenas no 5º lugar de *market share*, com participação de 4,6%. É na redução desse gap de mercado que se vislumbra a principal avenida de crescimento. Para serem bem-sucedidos nessa estratégia é preciso levar em conta alguns

² Medicamentos OTC (*over the counter*) são aqueles que podem ser vendidos fora do balcão, sem a necessidade de receita médica. Ex: Benegrip, Doril, Engov, Merthiolate, Gelol, etc.

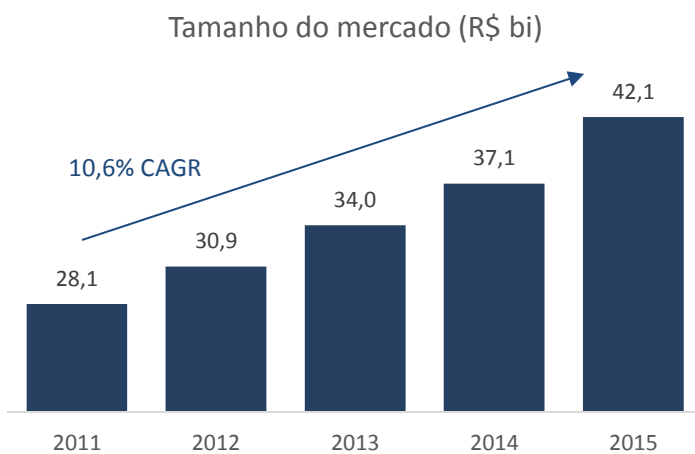
³ Genéricos e similares são equivalentes aos medicamentos de referência em sua fórmula química, com a diferença que o similar possui uma “marca” própria, enquanto o genérico exhibe apenas o princípio ativo. Ex: Celestamine (prescrição), Alergidex (similar) e Maleato de dexclorfeniramina + betametasona (genérico), todos equivalentes químicos do mesmo princípio ativo.



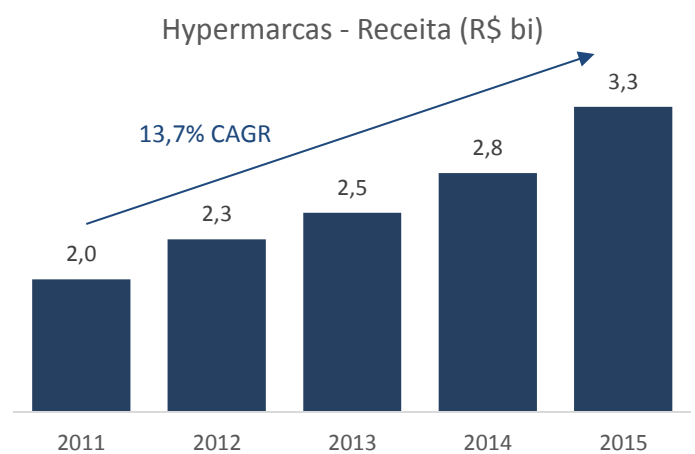
fatores chave, como a produtividade da força de visitação e o lançamento de novos produtos, preenchendo as lacunas do portfólio.

Com uma equipe que mistura executivos com excelente capacidade de gestão operacional – comprovada pelas aquisições e integrações extremamente bem-sucedidas – com um corpo técnico de grande experiência na indústria – vindos de empresas com décadas de atuação no mercado⁴ – os bons resultados já vêm aparecendo de forma consistente ao longo dos últimos anos.

Fatores como uma melhor gestão dos produtos e marcas, uma maior produtividade da força de vendas e o custo de produção inferior ao dos concorrentes (eficiência fabril, de logística e incentivos fiscais) permitiram que a companhia apresentasse crescimento significativamente superior ao mercado. De 2011 a 2015 o crescimento acumulado da Hipermercados no segmento farma foi de 13,7% ao ano, enquanto o mercado farmacêutico teve evolução de 10,6%. O market share consolidado da companhia saiu de 7,5% ao final de 2010 para 10,4% em 2015.



Fonte: IMS Health – PMB–PPP (Outubro 2016)

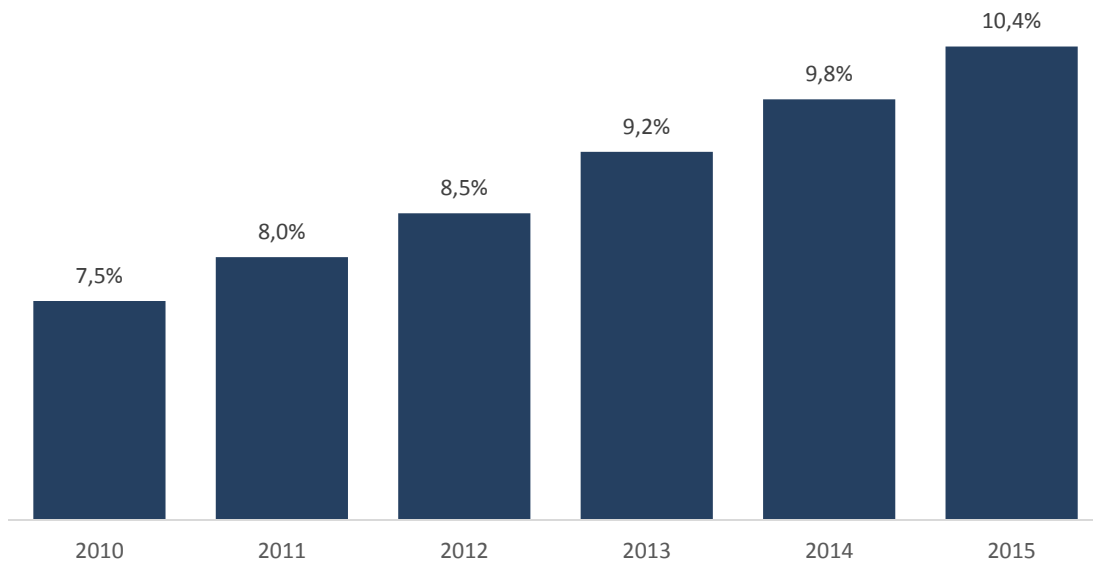


Fonte: Pacífico Gestão de Recursos e relatórios da empresa

⁴ Mantecorp, fundada em 1970; Farmasa, em 1953; Neo Química, em 1959; e DM, na década de 70.



Market Share



Fonte: Pacífico Gestão de Recursos e relatórios da empresa

Conclusão

Com os ventos da mudança demográfica soprando a favor do setor farmacêutico, as perspectivas da companhia para os próximos anos seguem bastante promissoras. O objetivo da Diretoria é, aproveitando-se dos diversos diferenciais competitivos, manter a Hypermarcas com crescimento de 2 a 3 pontos percentuais acima do mercado. Não é tarefa fácil, mas considerando o histórico de sucesso, merecem o voto de confiança.

Aliado a tudo isso, vemos as ações da companhia negociando a níveis bastante atrativos, e acreditamos que se a Hypermarcas entregar mesmo que apenas parte do que acreditamos ser possível, já teremos um excelente retorno sobre o nosso investimento.



Pacífico GESTÃO DE RECURSOS

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

BNY MELLON SERVIÇOS FINANCEIROS S.A. DTVM
Av. Presidente Wilson, nº 231, 11º andar
Centro – Rio de Janeiro

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 Pacífico Gestão de Recursos não se responsabiliza pela publicação acidental de dados incorretos.



A presente instituição aderiu ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento.