



## Pacífico RENDA VARIÁVEL

O **Pacífico Ações FIQ FIA** apresentou uma alta de 14,92% no terceiro trimestre de 2017, enquanto o Ibovespa subiu 18,11%. Desde o início do fundo, em setembro de 2011, o fundo acumula resultado de 101,48%, contra Ibovespa de apenas 41,99%.

O fundo investe hoje em 23 empresas, e os setores mais relevantes na carteira continuam sendo o bancário, o de serviços financeiros e o de energia elétrica.

Entre as posições iniciadas no trimestre destacam-se a BRF e o Carrefour. A posição na BRF deriva de uma visão otimista sobre o ciclo do frango - de forma resumida, uma expectativa positiva sobre a diferença entre o preço do frango para o consumidor e o preço dos grãos usados como insumo (milho e soja). Esperamos que a melhora do ciclo combinada à retomada da atividade terão fortes efeitos sobre os deprimidos resultados da empresa.

Vemos o Carrefour como a empresa dona da melhor operação de “atacarejo” no país. Esse modelo, focado em preços baixos e sortimento limitado, teve um grande ganho de participação no varejo brasileiro nos últimos anos, ganho potencialmente impulsionado pela crise econômica. Acreditamos que tais ganhos de participação não serão temporários, o que tende a ser muito positivo para o desempenho do Carrefour. Também esperamos que a empresa ainda obtenha significativos benefícios da reestruturação de sua operação de hipermercados.

Encerramos nossa posição na BR Malls em virtude da forte valorização de suas ações, embora nossa visão sobre a empresa não tenha mudado. Reduzimos nossa exposição ao Itaú pelo mesmo motivo, embora esta continue sendo uma de nossas principais posições.



O **Pacífico LB FIQ FIM** teve um rendimento de 12,09% no terceiro trimestre de 2017. Desde o início do fundo, em dezembro de 2012, a rentabilidade acumulada do fundo é de 90,97%, comparada a uma alta do Ibovespa de 21,24%.

Começamos o mês de julho com 65,9% de exposição líquida e 82,0% de exposição bruta.

No início de agosto, alcançamos 71,7% de exposição líquida através de uma redução progressiva da estratégia *long-short*. A partir do meio desse mês, voltamos a aumentar posições nessa estratégia através de *shorts* absolutos e apostas relativas via pares intra-setoriais, fazendo com que a exposição líquida atingisse 50,3% no fim de agosto. Encerramos a posição de índice futuro vendido no início do mês de setembro, o que levou nossa exposição líquida para 64,0%.

Terminamos o mês de setembro com 67,1% de exposição líquida e 78,3% de exposição bruta.

Para esse relatório trimestral, decidimos abordar em maiores detalhes nossa tese de investimento em Porto Seguro S.A. A companhia é uma das maiores seguradoras do país, sendo líder no segmento de automóvel e residência através de três marcas: Porto Seguro, Azul e Itaú – desde o quarto trimestre de 2009, quando foi firmada a parceria entre a Porto e o banco Itaú Unibanco. Ela também atua em outros mercados, aproveitando as oportunidades de vendas cruzadas com seus seguros, com destaque para a emissão de cartões de crédito, financiamentos, consórcios e telefonia celular (em modelo *MVNO*<sup>1</sup>).

Ainda que a Porto seja uma empresa de excelente reputação, tida como de qualidade superior à média das empresas brasileiras, no momento de nosso investimento esse ano havia muitos motivos para, no mínimo, ceticismo em relação à companhia. O nível de rentabilidade da Porto estava – e continua – bastante pressionado pelo aumento na frequência de roubos e furtos de veículos e pela queda na taxa SELIC, comprometendo seu resultado financeiro. Além disso, o mercado de seguros de automóveis apresenta desafios expressivos.

Alguns decorrem de tendências mundiais potencialmente disruptivas para o mercado de veículos e de seus seguros – como veículos autônomos, economia colaborativa e canais de distribuição digitais<sup>2</sup>. Como se não bastasse isso, a forte recessão ocorrida na economia brasileira no passado recente trouxe algumas dificuldades para a Porto e seus concorrentes. A contundente queda na venda de automóveis torna imprescindível ampliar a penetração de seguros entre veículos mais velhos para manter pelo menos estável a frota segurada<sup>3</sup>. Por outro

---

<sup>1</sup> *Mobile virtual network operator* é um prestador de serviço de telefonia móvel que não detém a infraestrutura de rede, contratando no atacado aquela de algum parceiro para vender no varejo (no caso da Porto, a TIM).

<sup>2</sup> Essa tendência é especialmente relevante na Porto, cujo modelo de negócios é pautado na manutenção de bom relacionamento com sua rede de mais de 33 mil corretores independentes.

<sup>3</sup> A penetração de seguros é decrescente com a idade do veículo segurado.



lado, é imperativo que as seguradoras aumentem seus preços dado o nível comprimido de rentabilidade no setor. Para completar a complexidade da situação, como o valor do seguro em relação ao valor do automóvel tende a aumentar com sua idade e o trabalhador brasileiro incorreu em perda real de renda nos últimos anos, o seguro em questão irá exigir uma fatia maior da renda do brasileiro.

Em suma, não era difícil enxergar a Porto Seguro como um “copo meio vazio”. Ainda assim, acreditamos haver motivos para enxergar o investimento em suas ações como “meio cheio”.

*"It's far better to buy a wonderful company at a fair price than a fair company at a wonderful price."* (Warren Buffett, Carta Anual a Acionistas da Berkshire Hathaway 1989)<sup>4</sup>

No restante deste relatório desenvolveremos mais os seguintes pontos: (i) o potencial de perda permanente ao investir em Porto parecia limitado; (ii) a Porto ainda apresenta oportunidades interessantes de crescimento orgânico em outros seguros e negócios e de crescimento inorgânico em seguros de auto; (iii) uma retomada cíclica em seguros de auto era iminente com a rentabilidade do setor tão pressionada e o nível de venda de veículos novos tão deprimido e (iv) não é apenas a Porto de hoje que enfrentará tantos desafios como também a Porto de amanhã.

Com tantos vetores negativos para a Porto mapeados, torna-se ainda mais importante indagar quanto ao risco de perda permanente no investimento. Nossa avaliação naquele momento foi de um potencial de perda reduzido por alguns motivos. Em primeiro lugar, a companhia apresenta vantagens competitivas importantes como disciplina na subscrição de riscos, escala, portfólio amplo de produtos e serviços e sua parceria com o Itaú. Por isso, a companhia tem conseguido mesmo em um ambiente de negócios tão hostil apresentar taxas de retorno ainda razoáveis<sup>5</sup> e está em posição privilegiada para atravessar a conjuntura corrente.

Ademais, acreditamos que em um cenário ainda mais desafiador com contração mais acentuada do mercado de seguro de auto e/ou dificuldade de subscrever bons riscos, a Porto não teria dificuldade de aumentar sua devolução de capital aos acionistas. Contribuem para isso a alta liquidez de seu balanço – como é típico em seguradoras – e o início de um ciclo menos intenso de investimentos pela empresa. Outro fator que pode contribuir para uma maior distribuição de capital aos acionistas é “monetização” de ativos subavaliados no balanço da empresa, como a

---

<sup>4</sup> Em uma tradução livre: “É muito melhor comprar uma companhia maravilhosa a um preço razoável do que uma companhia razoável a um preço maravilhoso.”

<sup>5</sup> O retorno sobre o patrimônio líquido da Porto ainda está muito próximo do que julgamos ser hoje um nível adequado de custo de capital (14%-15% nominal).



recente venda de ações do IRB e, principalmente, a especulada criação de um fundo imobiliário com imóveis hoje no balanço da empresa.

Outro mitigador de uma perda potencial nas ações da Porto é a possibilidade de o Itaú aumentar sua participação na companhia através do fechamento de seu capital. Ainda que as sinergias de o banco incorporar a Porto possam ser menores do que em outras aquisições<sup>6</sup>, o Itaú está com excesso de capital e sempre se mostrou um alocador de capital atento a oportunidades.

Se um primeiro passo para encontrar um investimento de assimetria atraente é um potencial de perda limitado, é ainda mais importante haver um potencial de ganho adequado. Também enxergamos isso na Porto Seguro na medida em que também há motivos para algum otimismo com as perspectivas da companhia. Começando pelo mercado de seguros de auto, parece razoável assumir que antes de mudanças disruptivas deve ocorrer uma retomada cíclica no setor, o que é corroborado por dados recentes do setor. Se mesmo a Porto – que tem um diferencial expressivo de rentabilidade para seus concorrentes conforme abaixo – precisa recuperar seus retornos, isso é ainda mais urgente para as demais seguradoras. Além disso, as vendas de veículos novos já apresentam sinais promissores após três anos de queda, eliminado um vetor negativo para o mercado de seguros.



Fonte: apresentação da Porto Seguro para “Reunião Pública dos Analistas APIMEC 2016”.

Observação: está ilustrado acima o índice de sinistralidade (quociente da divisão de sinistros por prêmios ganhos), logo um indicador de despesas em relação a receitas que, quanto menor, melhor é para a rentabilidade de uma seguradora.

Há ainda outras oportunidades interessantes de crescimento para a Porto. No mercado de seguros de auto, a compra de carteiras de outras seguradoras pode proporcionar bons retornos para a Porto, como foram no passado a compra da Axa Seguros (atual Azul Seguros) e a parceria

<sup>6</sup> Como o fechamento de capital da Rede ou a aquisição da carteira de crédito consignado do BMG.



com o Itaú. Vale destacar também que os reajustes nos preços de seguros podem no mínimo atenuar a dificuldade de expansão da frota segurada.

Ainda mais importante, porém, são as oportunidades para a Porto em outros seguros, novas geografias e negócios. Há bastante tempo a companhia tem apresentado taxas altas e consistentes de crescimento em seguros patrimoniais, de vida e odontológicos. Ainda vemos espaço para a Porto desenvolver ainda mais as vendas cruzadas desses seguros através de seus corretores parceiros e de explorar mais a venda de seguros patrimoniais nas agências do Itaú. A expansão geográfica da Porto Seguro traz novas possibilidades de negócios e maior diversificação de riscos, o que é essencial para uma seguradora. A companhia também apresenta há anos taxas fortes de crescimento em outros negócios, com destaque para sua carteira de cartões de crédito, que já supera dois milhões de cartões emitidos. Tanto em outros seguros quanto em outros negócios o resultado desse crescimento é positivo não só em diversificação de riscos como também pelo potencial de ampliação da rentabilidade da Porto.

Vemos o sucesso da Porto além de seguros de auto como uma evidência bastante forte de sua capacidade de se adaptar a diferentes ambientes econômicos. Embora seguros de automóveis permaneçam como a principal alavanca de resultados da Porto, sua contribuição para o lucro líquido da empresa (em média 44%<sup>7</sup> entre 2012 e 2016) é menos relevante do que aquela para receita (em média 61% entre 2012 e 2016). Além disso, acreditamos já estar avançado o debate na empresa de como lidar com um ambiente de taxa de juros estruturalmente menores e o efeito que isso terá gradualmente na alocação de investimentos. Também vemos como emblemática a ascensão de Roberto Santos na diretoria da Porto – já sendo especulado até como futuro diretor-presidente<sup>8</sup>. Embora tenhamos a admiração pela competência de todos os profissionais da Porto que conhecemos, acreditamos que a escolha de Roberto tem um simbolismo bastante forte – considerando seu histórico de enorme sucesso na marca de baixo custo Azul – contribuindo para um maior pragmatismo futuro da companhia em custos e despesas.

Iniciamos o relatório destacando os muitos desafios para o mercado de seguros de auto que a Porto Seguro enfrenta e deve continuar enfrentando nos próximos anos. Julgamos que há tempo para a companhia se preparar ainda melhor para uma eventual disrupção nesse mercado e, enquanto isso, beneficiar-se de uma retomada cíclica em seguros de automóveis e de um crescimento consistente em seus outros negócios. Ainda assim, estamos atentos pois uma aceleração em algumas das tendências citadas pode ser determinante para nosso retorno potencial em Porto.

---

<sup>7</sup> Expurgando do resultado de 2013 efeitos não recorrentes relacionados a reversão de provisão judicial.

<sup>8</sup> <http://economia.estadao.com.br/blogs/coluna-do-broad/porto-seguro-faz-mudancas-na-alta-cupula-e-promove-futuro-presidente/>



**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 tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela Pacífico Gestão de Recursos, não devendo ser considerado como oferta de venda de cotas de fundos de investimento ou de qualquer título ou valor mobiliário. Fundos de Investimento não contam com a 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 de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos e taxa de saída. Os fundos geridos pela Pacífico Gestão de Recursos utilizam 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, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Alguns dos fundos geridos pela Pacífico Gestão de Recursos estão autorizados a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do regulamento do fundo de investimento ao aplicar os seus recursos. Fundos multimercados e fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. As informações divulgadas neste material possuem caráter meramente informativo e não constituem, em nenhuma hipótese, recomendações ou aconselhamentos sobre investimentos. A Pacífico Gestão de Recursos não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas, nem por decisões de investimento tomadas com base neste material.



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