

Pacifico RENDA VARIÁVEL

O **Pacifico LB** teve um rendimento de 9,37% no primeiro trimestre de 2018. Desde o início do fundo, em dezembro de 2012, a rentabilidade acumulada do fundo é de 111,49%, comparada a uma alta do Ibovespa de 39,31%.

Começamos o ano com 73,9% de exposição líquida e 77,0% de exposição bruta.

Ao longo do trimestre, com a alta dos preços dos ativos, fomos gradativamente reduzindo a exposição líquida do fundo, especialmente em fevereiro e em meados de março, quando atingimos 46.8% de exposição líquida. Tal movimento se deu tanto por redução da nossa carteira comprada, quanto pelo aumento da estratégia *long-short*.

Terminamos o mês de março com 55,7% de exposição líquida e 80,0% de exposição bruta.

O **Pacifico Ações** teve alta de 8,59% no trimestre, com o Ibovespa subindo 11,73%. Desde o início o fundo tem rentabilidade de 120,12% enquanto o Ibovespa tem alta de 63,15%.

Atualmente, possuímos posições em 21 empresas com as maiores concentrações no setor financeiro e de energia elétrica. Durante o trimestre aumentamos nossa exposição à Energisa, investimento que possuímos desde o seu “re-IPO” em julho de 2016. Apesar da alta das ações, ainda vemos estas como muito atrativas, especialmente depois de eventos recentes que aumentaram o valor da companhia, como o aumento de sua participação na EMT - uma de suas principais concessões – a um preço extremamente vantajoso. Além disso, duas concessões da empresa, a própria EMT e a EMS, passaram por revisões tarifárias recentes que se deram em termos bastante favoráveis para a empresa.



Após mais de três anos, encerramos nossa posição nas Lojas Renner. Vemos ainda a empresa como a de melhor gestão no varejo brasileiro e com um futuro muito positivo, mas já amplamente refletido nas cotações atuais. Também encerramos nossa posição em Fleury, por motivos semelhantes. Tínhamos posição na empresa desde o início de 2016.

Nesse relatório trimestral abordaremos o racional para nosso investimento na Guararapes / Riachuelo.

Guararapes / Riachuelo

Breve Histórico

A história da Guararapes começa em 1947, quando os irmãos Nevaldo e Newton Rocha abriram sua primeira loja de roupas em Natal/RN. A primeira fábrica foi inaugurada em 1956, com a fundação da Guararapes Confecções. Em 1970 o capital da empresa foi aberto, e os recursos foram utilizados na ampliação de seu parque fabril e na criação de uma cadeia de lojas de roupas e tecidos.

A expansão da atuação do grupo para o varejo têxtil começou em 1979, quando adquiriram a cadeia de lojas Riachuelo. Mas foi apenas a partir de 1993 que a companhia começou a tomar a forma que possui hoje, com uma reestruturação estratégica na direção da venda de roupas prontas com foco na moda.

Desde então, os esforços para posicionar a companhia como uma verdadeira varejista de moda se intensificaram, com a inauguração de centros de distribuição, expansão do número de lojas, criação de uma financeira para dar suporte às vendas do varejo e a migração de 100% da produção da confecção Guararapes para as Lojas Riachuelo.

Hoje a companhia conta com 6 unidades fabris (localizadas no Ceará e no Rio Grande do Norte), 3 centros de distribuição (Natal/RN, Manaus/AM e Guarulhos/SP) e 302 lojas, distribuídas por todos os estados do país. O grupo conta ainda com a Midway Financeira, atualmente a 2ª maior operadora de cartões *private label* do país; o Midway Mall, shopping com área bruta locável de mais de 65.000 m² localizado em Natal/RN e a Transportadora Casa Verde, responsável por parte da logística do grupo.

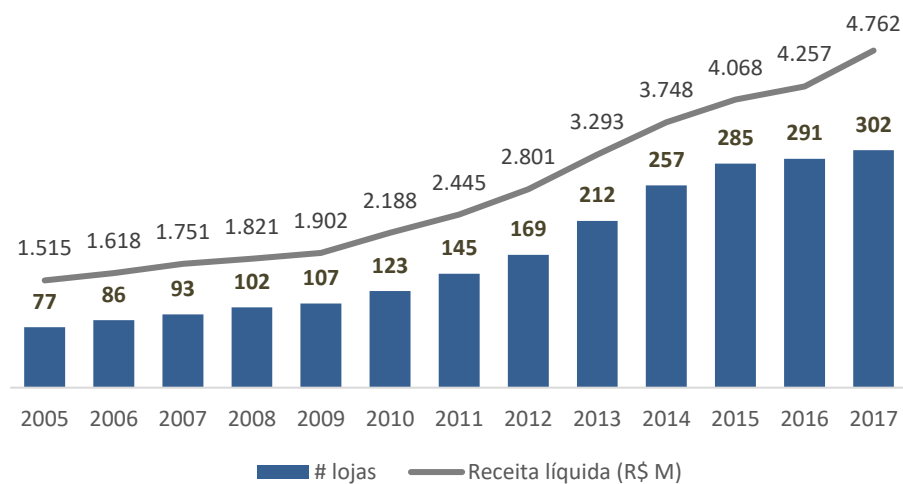
Do Boom à Recessão

Durante o início do século XXI o Brasil passou por um momento bastante favorável para o setor de varejo, em especial durante a década encerrada em 2014. Houve uma significativa expansão

de renda que impulsionou o consumo, permitindo que as principais varejistas prosperassem significativamente. A rentabilidade das companhias melhorou e as aberturas de lojas aceleraram, com os faturamentos crescendo de forma ainda mais rápida.

Na Riachuelo, o número de lojas saiu de 77 em 2005 para 257 em 2014. A média foi de 20 novas lojas por ano, com uma taxa de aberturas ainda mais acentuada nos últimos anos, chegando a 43 em 2013 e 45 em 2014. A margem bruta saltou 10 p.p., de 45% para 55%.

No entanto, no ano de 2014 já começaram a ficar aparentes sinais de que o modelo de crescimento econômico vigente estava esgotado. A inflação elevada, aliada a uma população já bastante endividada, reduzia os recursos disponíveis pelas famílias para a compra de bens discricionários. Adicionalmente, a percepção da população em relação às perspectivas da economia mostrava pessimismo.



Fonte: Demonstrativos Financeiros Guararapes

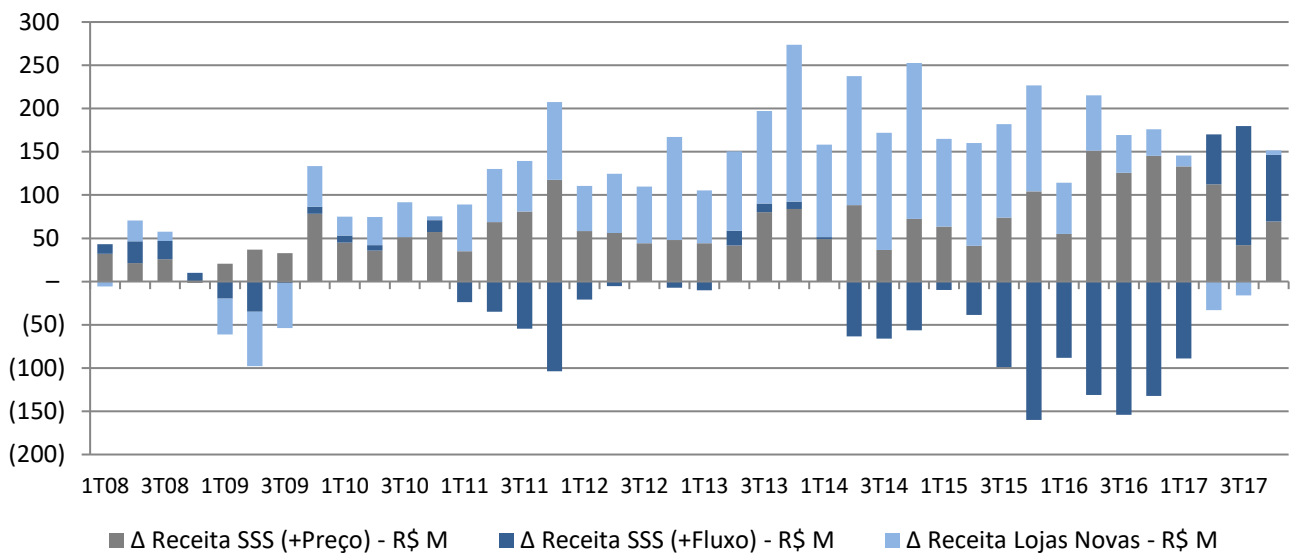
A partir daí, o que se viu foi um período que se enquadra como um dos mais desafiadores para a economia brasileira. O Produto Interno Bruto do país teve retração de 7,2% entre 2014 e 2016, voltando a apresentar crescimento somente em 2017 – e de apenas 1%. No setor de varejo de vestuário não foi diferente. Segundo o IBGE, o volume de vendas do segmento de Tecidos, Vestuário e Calçados apresentou queda acumulada de 18,7% entre 2014 e 2016.

Nesse cenário, algumas companhias destacaram-se por sua resiliência. Apesar de também terem sido fortemente impactadas pelo difícil ambiente macroeconômico, utilizaram esse momento como uma oportunidade de transformação, saindo da crise ainda mais fortalecidas. É esse o caso da Guararapes/Riachuelo.

Desafios e Retomada

Após anos de expansão acelerada, os processos da Riachuelo ainda não estavam estruturados o suficiente para que a empresa – agora muito maior – pudesse ser gerenciada com a eficiência que o momento crítico exigia.

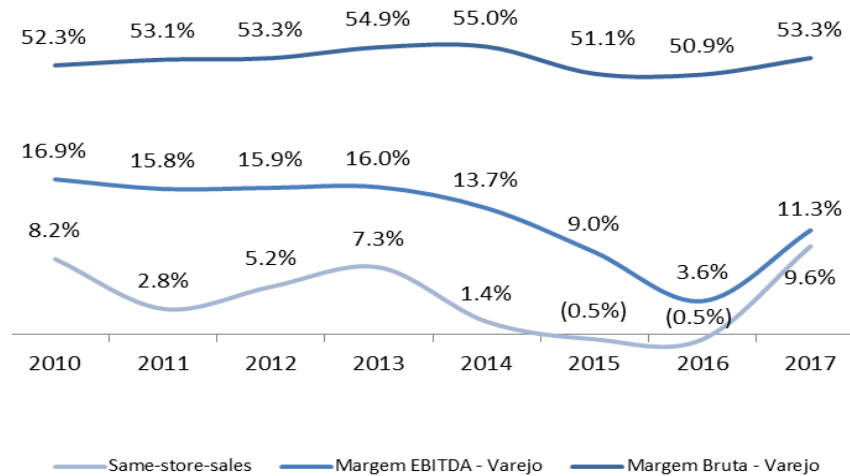
No gráfico abaixo fizemos uma estimativa da evolução do faturamento da companhia segregado em três componentes: (i) crescimento de vendas das lojas maduras – com mais de 12 meses – decorrente de aumentos de preço; (ii) crescimento de vendas das lojas maduras decorrente do aumento no fluxo de consumidores; e (iii) crescimento de vendas decorrente da abertura de novas lojas.¹



Fonte: Demonstrativos Financeiros Guararapes; Pacífico

Foi uma “tempestade perfeita”: no mesmo momento em que seu público alvo (B-/C/D) era o que mais sofria com a cenário macroeconômico, erros operacionais diversos (planejamento de coleção, logística, sortimento, etc.) contribuíram ainda mais para a significativa redução no fluxo de consumidores nas lojas. Com isso, as vendas desaceleraram e as margens comprimiram.

¹ Essa estimativa foi feita com base no indicador de vendas em mesmas lojas, que reflete o crescimento do faturamento das lojas com mais de 12 meses; e na evolução do *ticket* médio da companhia, como *proxy* do aumento de preços. Sabemos que a estimativa não é precisa, mas cumpre seu papel de indicar grandes mudanças de tendências.



Fonte: Demonstrativos Financeiros Guararapes; Pacífico

No entanto, a partir de 2017 vemos uma clara tendência de recuperação. Será isso consequência apenas da melhora do cenário macroeconômico? Acreditamos que não. A companhia implementou, ao longo dos últimos anos, iniciativas que a colocam entre as pioneiras no conceito de *fast fashion* no país.

Fast Fashion

Enquanto no modelo tradicional de concepção de moda as coleções são criadas de forma quase que unilateral pelos estilistas – baseadas essencialmente em suas visões criativas – no formato *fast fashion* são os consumidores que ditam as tendências. As coleções são desenvolvidas baseadas menos no que os estilistas acham que os clientes irão comprar, e mais no que eles efetivamente querem comprar.

Mas como o próprio nome já diz, há um componente essencial para que esse modelo seja bem-sucedido: agilidade. Afinal, não adianta colocar nas lojas uma coleção perfeitamente elaborada com base nas preferências dos consumidores se essa demanda for de seis meses atrás. Com a velocidade atual da informação da moda, é bem provável que o produto que cliente busca hoje seja algo inteiramente diferente. A Zara é o *benchmark* nesse quesito, lançando coleções novas a cada 15 dias.

Então como implementar esse conceito aparentemente revolucionário? Tecnologia. Sistemas de análise de dados acompanham as vendas nas lojas e traduzem essas informações em *inputs* para as equipes de criação e de compras; centros de distribuição automatizados armazenam parcela relevante dos estoques, distribuindo para as lojas de acordo com a necessidade individual de cada uma delas – reduzindo ruptura e *markdowns*; e fábricas automatizadas cortam e estampam os tecidos de acordo pedidos gerados em cada um dos demais elos da cadeia.

Na teoria pode parecer simples, mas na prática os desafios são grandes. Hoje, no Brasil, das grandes varejistas de vestuário listadas só temos duas empresas executando esse modelo: Renner



e Guararapes/Riachuelo. E, ainda assim, com funcionamento restrito à parte da cadeia mais próxima das lojas, i.e., “centro de distribuição ↔ lojas”, baseando-se no modelo logístico conhecido como *push-pull*.

O modelo operacional do *push-pull* é a aplicação, na prática, da quebra de paradigma da moda tradicional. As coleções, que depois de concebidas eram inteiramente “empurradas” (*push*) para as lojas de acordo com estimativas de vendas, passam a ser “puxadas” (*pull*) do centro de distribuição de acordo com a demanda efetiva. É através desse modelo que o *fast fashion* começa efetivamente a acontecer.

Os CDs (centros de distribuição) passam a armazenar uma parcela significativa dos estoques, repondo os produtos nas lojas conforme as vendas acontecem. Desse modo, reduz-se o desbalanceamento entre as lojas do grupo – evitando produtos em falta ou em excesso – o que se traduz em maiores vendas e margens mais altas. Mas, para isso, é importante que a granularidade dos envios para as lojas seja a maior possível. É aí que a tecnologia dos CDs automatizados mostra um de seus principais benefícios: ao invés dos tradicionais *packs*, a gestão do estoque passa a ser por SKU².

Além disso, o planejamento das compras deixa de ser realizado no nível da loja e passa para um nível mais agregado, do centro de distribuição. Obtém-se assim um aumento da assertividade do planejamento (é mais fácil estimar as vendas do Brasil como um todo do que para cada loja específica) e reduz-se o tamanho do estoque tanto no nível da loja quanto no nível agregado³ (com mais agilidade e granularidade na reposição é possível carregar menos unidades dos produtos nas prateleiras). Com mais vendas, mais margens e menos estoque, o retorno sobre o capital investido da companhia cresce de forma vertiginosa.

A Renner foi a pioneira nesse quesito, inaugurando seu primeiro CD automatizado em 2012. Hoje já possui dois deles, um no RJ e outro em SC. A Riachuelo seguiu esse movimento, inaugurando seu CD automatizado em Guarulhos/SP em setembro de 2016.

Hoje, a Guarapes/Riachuelo já possui 100% de seus produtos operando no formato do *push-pull*. No começo de cada estação é enviada para as lojas uma quantidade relativamente pequena da grade produtos, com o resto ficando armazenado no CD. Conforme avançam as vendas os produtos são repostos, item a item, toda semana para as lojas (em alguns casos até 5 vezes por semana).

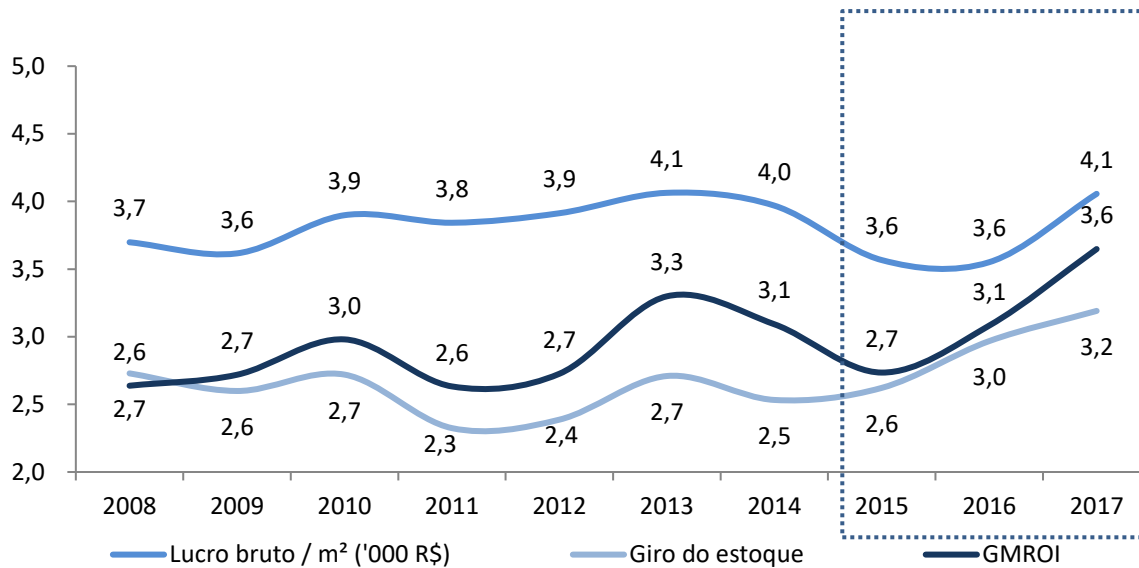
Os ganhos com esse novo modelo logístico têm sido significativos. Segundo a companhia, os estoques das lojas tiveram redução de 28%, com as vendas aumentando em 7%. Uma das principais métricas utilizadas no setor de varejo é o GMROI⁴, que mede quantos reais a

² SKU = *Stock Keeping Unit*. Corresponde a cada unidade individual de produto.

³ Abordamos em mais detalhes esse tema na Carta Pacífico n. 10, que trata da Administração de Estoques no Varejo.

⁴ GMROI = *Gross Margin Return on Inventory* = Lucro bruto / Estoque médio = Receita líquida * Margem bruta / Estoque médio.

companhia tem de lucro bruto para cada real investido em estoque, e a tendência de melhora nesse indicador fica nítida no gráfico abaixo, já atingindo patamares superiores ao nível pré-crise.

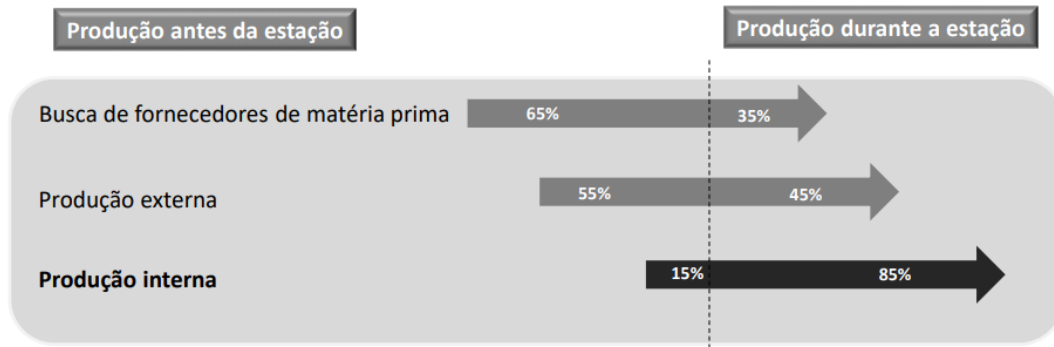


Fonte: Demonstrativos Financeiros Guararapes; Pacífico

No entanto, para que o *fast fashion* funcione em sua plena capacidade é necessário avançar um degrau na cadeia, indo até o processo de fabricação. Se os ganhos já são relevantes com apenas uma melhor distribuição dos produtos nas lojas – de acordo com a demanda “puxada” pelos consumidores – não é difícil imaginar o impacto caso o *pull* não se limitasse ao CD, chegando até a linha de produção. No limite, só seriam fabricados aqueles produtos que tivessem uma probabilidade realmente alta de serem consumidos.

É nesse quesito que a Guararapes pode ter seu principal diferencial competitivo. Sendo a única empresa do setor com capacidade de confecção própria, ela tem diretamente sob seu comando a possibilidade de levar o *fast fashion* para o próximo patamar.

Hoje a companhia já realiza um projeto piloto desse formato em uma pequena parte de suas fábricas. Para isso, compraram novos equipamentos, mais modernos, que permitem mais agilidade e flexibilidade no processo produtivo. Além disso, modificaram o formato de remuneração da confecção, que deixou de ser baseado na quantidade produzida e passou a levar em conta métricas em relação à rentabilidade consolidada do grupo. Esse projeto ainda está em fase embrionária, mas pode ser transformacional.



Fonte: Apresentação Institucional Guararapes

Outras Iniciativas

Além do *fast fashion*, uma série de outras iniciativas tem sido fundamentais para a melhora dos resultados da companhia. Uma das mais importantes é o trabalho que vem sendo realizado nos últimos três anos com a consultora Fátima Whitaker. Sendo uma das principais referências na implementação do conceito de *lifestyles*⁵, ela já realizou projetos com excelentes resultados para grandes varejistas de moda no Brasil e no exterior.

Apesar do desafio ser grande – são cerca de 800 grupos de categorias que não podem ter sobreposição ou vazios de produtos – a implementação desse conceito na Riachuelo tem se mostrado bastante bem-sucedida, tornando-se parte fundamental da construção das coleções. É difícil mensurar, mas um olhar mais atento às lojas deixa clara a maior consistência das últimas coleções.

Outra iniciativa de grande importância é a introdução das novas operações de celulares e perfumaria nas lojas. Os stands para as vendas de celulares começaram a ser introduzidos em 2015, com *roll-out* no ano seguinte. Hoje já está presente em 261 lojas e representa cerca de 7% das vendas. Apesar de ter margem bruta menor, é a operação com maior *EBITDA* por m² da companhia.

A operação de perfumaria foi iniciada ao final de 2016, chegando a 199 lojas no encerramento de 2017 e devendo atingir mais 70 lojas em 2018. Apesar de em um primeiro momento esse *roll-out* impactar as margens do varejo, pois exige funcionários especializados adicionais, com a maturação deveremos vislumbrar crescimento tanto por conta do giro dos perfumes/cosméticos em si quanto pelo fluxo adicional de clientes atraídos por essa operação. As demais grandes varejistas do setor já possuem stands de perfumaria em suas lojas.

⁵ O conceito de *lifestyles* consiste na segregação do portfólio de produtos em marcas com propostas distintas, baseadas nos valores, interesses pessoais e personalidades de cada perfil de cliente.



Buscando implementar o conceito da omnicanalidade⁶, a companhia lançou em maio de 2017 seu e-commerce. A operação do novo website já tem integração total *online/offline* e funciona no mesmo CD automatizado de Guarulhos/SP. O *e-commerce* oferece dicas para combinar looks e é mais um canal de relacionamento com os clientes. Hoje já é possível para os consumidores comprarem *online* e retirarem nas lojas, bem como realizarem trocas de produtos comprados no *site*.

A companhia também direcionou esforços importantes para a busca de eficiência operacional, trabalhando desde 2014 com a consultoria de gestão Falconi. Em um primeiro momento, de 2014 a 2016, o foco foi em ganho de produtividade, com redução de custos operacionais. Os ganhos com essa iniciativa chegaram à casa de R\$ 300 milhões. Agora, o foco do trabalho da consultoria está direcionado às operações de loja, buscando otimizar processos, reduzir custos e simplificar a operação.

Conclusão

Apesar de todos os reveses pelos quais a Guararapes/Riachuelo passou nos últimos anos, acreditamos que hoje ela se encontra muito mais preparada para enfrentar os desafios que vem pela frente. Tecnologia de ponta, *push-pull*, processos mais eficientes e a busca constante por novas iniciativas deverão ser os pilares que posicionarão a companhia entre os líderes de mercado.

Além disso, a Riachuelo está bem posicionada para capturar a retomada da economia. Seu principal público alvo (classes B-/C/D) foi o mais afetado durante a crise, devendo também ser o mais beneficiado com uma redução do desemprego e crescimento da massa salarial.

É verdade que diversos fatores geram certo “preconceito” entre os investidores com a companhia: (i) baixo nível de governança corporativa, com Diretoria e Conselho ocupados apenas pela família controladora; (ii) baixa liquidez de suas ações; (iii) reduzido nível de transparência de informações para o mercado; e (iv) controle excessivo na mão do patriarca da família, que muitas vezes acaba retardando evoluções importantes para a empresa. Entendemos esse receio e compartilhamos dessas preocupações, e é por que dimensionamos o investimento de acordo com esses riscos.

Apesar disso, acreditamos que o nível de *valuation* que a Guararapes negocia hoje não reflete os novos fundamentos da companhia. Considerando o histórico operacional do passado, ainda é cedo para afirmarmos que essas iniciativas se traduzirão em ganhos perenes no longo prazo, mas os indícios apontam que eles estão no caminho certo. Cabe a nós, como investidores, acompanhar essa transformação.

⁶ O conceito de omnicanalidade representa a integração dos diversos canais do varejo (lojas físicas, *e-commerce*, redes sociais, etc.) de forma a proporcionar uma experiência de compra única para os clientes.



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.