



## Pacifico RENDA VARIÁVEL

O **Pacifico Ações** teve alta de 6,41% no terceiro trimestre de 2018, com o Ibovespa subindo 9,04%. Desde o início do, em setembro de 2011, a rentabilidade acumulada é de 101,43%, comparada a uma alta do Ibovespa de 51,64%. Temos investimentos em 21 empresas, com destaque para o setor financeiro.

Entre as posições montadas no trimestre, os maiores destaques ficam para as empresas estatais Petrobras e Banco do Brasil. A proximidade das eleições criou uma ótima oportunidade de investimento nas ações de ambas, que estavam e continuam negociando a níveis muito atraentes. Independentemente do resultado da eleição, não vemos uma gestão nessas empresas que seja francamente destruidora de valor, sem contar a possibilidade de continuidade da abordagem atual, o que seria extremamente positivo.

O **Pacifico LB** teve alta de 5,76% no terceiro trimestre de 2018. Desde o início do fundo, em dezembro de 2012, a rentabilidade acumulada é de 97,19%, comparada a uma alta do Ibovespa de 48,31%.

Começamos o mês de julho com 71% de exposição líquida, resultado de progressivos aumentos realizados ao longo de junho. No início de julho, zeramos nossa proteção via posição comprada em dólar contra o real e a exposição líquida foi gradualmente subindo pelo aumento do delta das opções de compra de índice que montamos no mês anterior.



No início de agosto, aproveitando a alta do Ibovespa, compramos opções de venda de índice para outubro com preço de exercício de 78.000. Tal posição complementa nossas opções de compra com preço de exercício de 82.000, compondo nossa estratégia de proteções, tanto para movimentos de baixa quanto de alta, até meados de outubro.

Tal estrutura de proteções nos dá conforto para continuarmos investidos na nossa carteira, que nos parece ter muito prêmio, durante um período tão volátil. Estamos posicionados principalmente nos setores bancário, de mineração e siderurgia, serviços financeiros, locação de veículos e imobiliário.

Encerramos o trimestre com 59% e 88% de exposição líquida e bruta, respectivamente. Dependendo dos movimentos de preço da bolsa brasileira até meados de outubro, as estruturas de opções podem levar a exposição do Pacífico LB ao nível máximo, de 80%, ou a um patamar bem reduzido, de 40%.

Neste relatório trimestral abordaremos um dos investimentos mais duradouros do fundo, presente na carteira desde dezembro de 2012. Representou, ao longo do tempo, relevância maior ou menor no portfólio, de acordo com o momento da companhia e do setor em relação aos nossos demais investimentos, mas sempre ocupando uma posição central em nossa carteira. Falaremos do investimento na Equatorial Energia.

## **Equatorial Energia**

### **Breve Histórico**

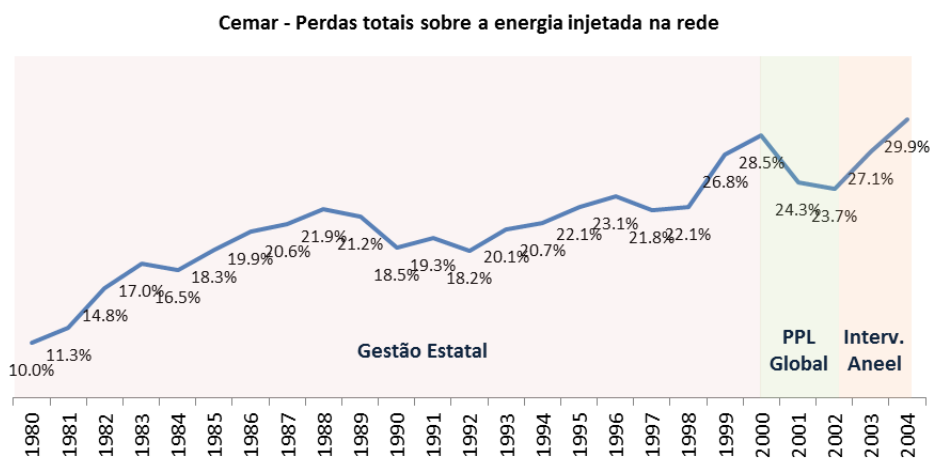
A origem da Equatorial Energia remete ao período do final da década de 90, quando a PPL Global (Pennsylvania Power & Light) – empresa de energia norte-americana – constituiu a Brisk Participações S.A., visando participar do leilão de privatização da Companhia Energética do Maranhão (Cemar).

Criada em 1958, a Cemar é a companhia responsável pela distribuição de energia elétrica no estado do Maranhão. Com gestão estatal, a empresa passou por uma contínua deterioração operacional e financeira, especialmente a partir do início da década de 80. Essa situação persistiu até o início dos anos 2000, quando a companhia foi privatizada no âmbito do Programa Nacional de Desestatização.

Sendo a única participante no leilão de privatização, a PPL Global atingiu seu objetivo, arrematando a Cemar em junho de 2000 pelo preço mínimo de R\$ 522,8 milhões (US\$ 288,7 milhões). A troca de controle, no entanto, que deveria ter sido a peça chave para o início da recuperação da companhia, frustrou todas as expectativas. A realidade brasileira, em especial

do Maranhão, estado mais pobre do país, trouxe desafios superiores aos que a multinacional esperava encontrar.

Incapaz de reverter a deterioração financeira e operacional da companhia, que continuava a piorar, a PPL Global entrou com o pedido de concordata da Cemar. Em 2002, apenas 2 anos após a posse do novo controlador, a agência reguladora (Aneel) foi obrigada a intervir e atuar diretamente na gestão da empresa.



Fonte: Equatorial, Aneel e Pacífico

Com endividamento extremamente elevado, margem operacional comprimida e indicadores operacionais entre os piores do país, a Cemar era naquele momento uma das empresas menos eficientes do setor. Foi durante esse período que o grupo de *private equity* GP Investimentos iniciou a negociação com os credores e com a Aneel para a construção de um plano de reestruturação. Vislumbrava a oportunidade de, através de uma cultura de gestão mais eficaz e meritocrática, obter mais sucesso do que os controladores anteriores.

A negociação foi bem sucedida, e no início de 2004 o plano de reestruturação foi aprovado pela Aneel. Consistia na obrigação de capitalização da empresa e na renegociação das dívidas. A GP assumiu o controle, aportando R\$ 100 milhões na companhia e atingindo a participação acionária de 65%. A Eletrobras aportou R\$ 55 milhões, ficando com os 35% restantes. Com o novo controlador, a companhia deixa de se chamar Brisk, passando a ser conhecida como Equatorial Energia. Começa aí a história da Equatorial como conhecemos hoje.

Apesar de as movimentações societárias não terem parado por aí, a essência da companhia se manteve intacta. Em 2006, a GP reduziu sua participação, vendendo 50% de seu capital votante para o PCP (Pactual Capital Partners) – fundo de *private equity* formado por ex-sócios do banco Pactual. Ainda em 2006, a companhia realizou com sucesso seu IPO na Bovespa, levantando R\$ 540 milhões. Ao final de 2007, o PCP adquiriu o remanescente das ações do GP, tornando-se o controlador da companhia, até se desfazer integralmente de suas ações em 2015, vendendo-as

no mercado. Hoje a Equatorial é uma das raras empresas com capital totalmente pulverizado do mercado de capitais brasileiro.

Sob a tutela dos novos controladores, mais eficazes e alinhados, o porte e o escopo da companhia mudou de patamar. De uma companhia quebrada e mal gerida, tornou-se uma das empresas mais eficientes do setor elétrico brasileiro. Além de realizarem um turnaround extremamente bem sucedido na Cemar, foram capazes de validar o sucesso de seu modelo de gestão com a aquisição da Centrais Elétricas do Pará (Celpa) em 2012, que tem apresentado, desde então, melhoras operacionais ainda mais aceleradas do que as obtidas no Maranhão.

O apetite por crescimento da empresa não parou por aí. Realizaram, em outubro de 2016, uma incursão extremamente bem sucedida no setor de transmissão, arrematando 7 lotes de linhas e subestações no leilão de transmissão da Aneel, com um investimento estimado de quase R\$ 4 bilhões. Recentemente, em julho de 2018, arremataram a Companhia de Distribuição do Piauí (Cepisa), em leilão de privatização organizado pela Eletrobras. Ambos empreendimentos podem se mostrar mais uma excelente oportunidade de geração de valor.

### ***Turnarounds***

O setor de distribuição de energia elétrica, pela característica inerente de ser um monopólio natural<sup>1</sup>, é altamente regulado. Isso significa que, diferentemente da maioria dos setores da economia, não cabe à empresa de distribuição a determinação do preço de seu produto final – a energia elétrica entregue aos consumidores. Essa tarefa fica delegada à Agência Nacional de Energia Elétrica (Aneel).

Cabe à Aneel a determinação de tarifas de energia que sejam suficientes para cobrir os custos de geração e transmissão da energia, os encargos setoriais e a remuneração à distribuidora pelos investimentos realizados. A tarifa é calculada com base em um modelo de regulação por incentivos, de forma que as companhias sejam sempre estimuladas a uma gestão mais eficiente. No longo prazo, quanto mais eficientes forem as empresas de distribuição, menores as tarifas e melhor a qualidade do serviço para os consumidores.

Esses incentivos são implementados a partir da definição de metas regulatórias baseadas em benchmarks e de acordo com critérios tais como a complexidade da área de concessão, o crescimento do mercado, os custos operacionais considerados eficientes, a qualidade do serviço prestado e os níveis de ocorrência de roubos de energia – os famosos “gatos”.

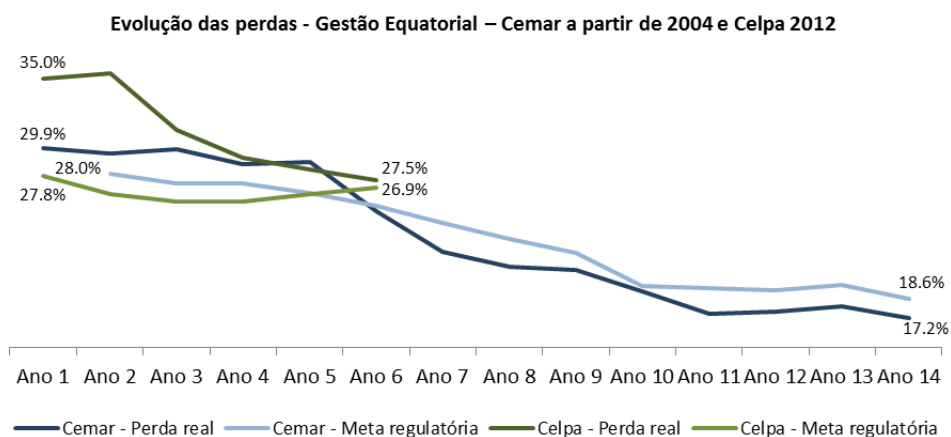
---

<sup>1</sup> Monopólios naturais ocorrem quando é ineficiente o estabelecimento de um ambiente concorrencial, levando a um mercado dominado por uma única empresa. O segmento de distribuição de energia é um exemplo clássico, já que não faz sentido econômico existir mais de uma empresa erguendo postes e lançando fiação elétrica em uma mesma região.

Dos parâmetros determinados pela Aneel, três merecem destaque como mais relevantes para a efetiva regulação por incentivos, já que são mais influenciados pela capacidade gerencial da empresa do que por fatores externos: o nível de perdas de energia, a qualidade do serviço prestado ao consumidor<sup>2</sup> e os custos operacionais. A tarifa definida pela Agência só assume os níveis considerados eficientes, levando a perdas financeiras para as companhias que não atingem essas metas. Sendo assim, ficar dentro da meta – e até superá-la – é do melhor interesse dos administradores e acionistas.

É nesse ponto que a Equatorial mostra seu diferencial. Com um modelo de gestão baseado nas melhores práticas e corpo técnico extremamente capacitado e alinhado, foi capaz de imprimir uma transformação sem precedentes para uma empresa de distribuição. O feito se torna ainda mais relevante se considerarmos o fato de que o Maranhão (Cemar) e o Pará (Celpa) estão entre as concessões mais complexas do país.

As perdas não-técnicas de energia – ou “gatos” – são um dos principais desafios das empresas de distribuição, já que exigem expertise técnica para identificação das fraudes, fiscalização constante dos reincidentes, inteligência comercial para cobrança dos atrasados e investimentos em dispositivos de segurança da rede. O gráfico a seguir deixa claro o quão eficiente a Equatorial se mostrou ao enfrentar esse problema.

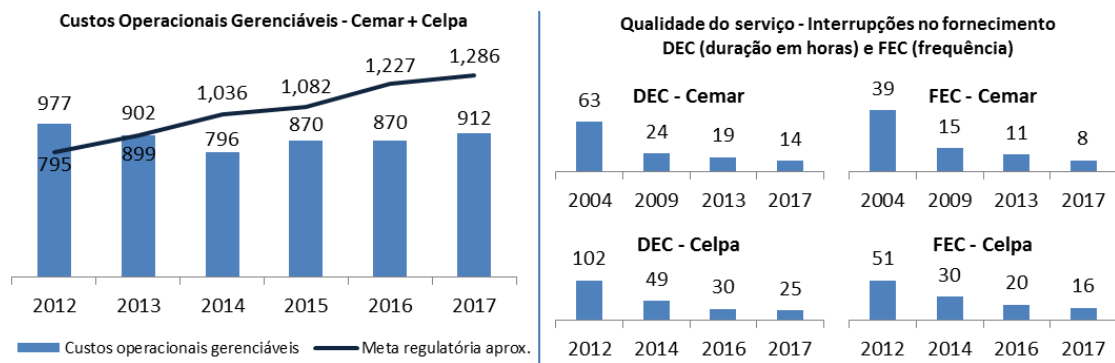


Fonte: Equatorial, Aneel e Pacífico

Impressiona ainda mais o fato de, não obstante terem conseguido atingir indicadores de perda bastante favoráveis, o terem feito simultaneamente a uma forte redução de despesas operacionais e elevação da qualidade de serviço. A cada ano, a Equatorial tem se mostrado cada vez mais eficiente, ampliando a diferença entre seus indicadores operacionais e as metas regulatórias determinadas pela Aneel. Hoje, ambas as concessões estão entre as mais eficientes

<sup>2</sup> A qualidade do serviço é medida através dos indicadores DEC e FEC, que refletem, respectivamente, a duração média anual de interrupções no fornecimento de energia, e a frequência anual com a qual essas interrupções ocorrem.

do país. Esse desempenho se reflete no valor de mercado da companhia, que passou de R\$ 1,1 bilhão ao final de 2008 para R\$ 3,5 bilhões em 2012 e R\$ 11,3 bilhões em junho de 2018.



Fonte: Equatorial e Pacífico

À luz desse histórico, fica a questão: o que torna a Equatorial tão diferente da grande maioria das demais distribuidoras? Por que ela foi capaz de, em concessões tão complexas, entregar resultados tão diferenciados? A resposta para essas perguntas se resume a um dos pilares fundamentais de qualquer empresa: a gestão de pessoas.

A atividade de distribuição de energia, a princípio, é relativamente simples: construir a infraestrutura (postes, fiações e subestações), realizar a manutenção, fiscalizar irregularidades e cobrar dos consumidores. O grande desafio, no entanto, encontra-se na execução. É uma atividade que exige empenho diário, especialmente em regiões mais pobres. Basta um período de uma fiscalização menos intensa para que a cultura dos “gatos” impere novamente. Diz-se que gerir uma empresa de distribuição é como “enxugar gelo”, nunca se resolve definitivamente o problema, mas é preciso estar constantemente empenhado.

Com valores baseados na meritocracia e no desenvolvimento pessoal, a Equatorial foi capaz de imprimir sua cultura baseada em resultados a todos os níveis de sua estrutura hierárquica. Dos diretores aos milhares de técnicos que, vinte e quatro horas por dia garantem qualidade de serviço aos clientes, 100% dos colaboradores possuem remuneração variável atrelada a metas de desempenho. Dessas metas, a geração de valor para os acionistas é, em última instância, uma das mais relevantes.

Essa característica fica evidente nos pilares considerados fundamentais pela Equatorial para o “choque de gestão”, necessário ao assumir uma nova concessão: foco em gente; cultura de resultados; simplificação da hierarquia; e disciplina financeira. O discurso não se restringe à teoria, com a busca por talentos e processos seletivos internos fazendo parte da rotina. Das

lideranças da Cemar e da Celpa, por exemplo, 93% e 87%, respectivamente, são de “pratas da casa”.



Fonte: Equatorial

### Novas Oportunidades

Um dos principais diferenciais competitivos do modelo de gestão da Equatorial é a abrangência de sua aplicação. Foco em gente, meritocracia e disciplina financeira são conceitos que, se bem aplicados, levam empresas de qualquer segmento quase sempre ao sucesso. Foi por isso que, após anos de oportunidades escassas no segmento de distribuição, a companhia vislumbrou a chance de crescer, de forma rentável, em um setor correlato, a transmissão de energia.

O segmento de transmissão de energia passou, durante o governo anterior, por um período extremamente disfuncional no planejamento dos projetos de expansão. De 2003 a 2012 as taxas de retorno dos projetos eram extremamente baixas, o que levava a reduzida competição. Com isso, cabia às estatais a absorção desses projetos. Com gestão ineficiente e dificuldades financeiras, muitos deles não saíram do papel. A partir de 2013, a situação das estatais era tão crítica que nem elas eram capazes de assumir os projetos, levando a uma quantidade crescente de lotes sem interessados nos leilões.

Foi só a partir de 2016 que, com o impeachment e a mudança do governo, a racionalidade econômica retornou ao setor. As taxas de retorno retomaram para patamares interessantes, atraindo novamente competição. A Equatorial antecipou esse movimento e, vislumbrando ser essa uma oportunidade potencialmente única, estruturou sua equipe para participar de forma relevante desse novo momento do segmento.

A estratégia foi bem sucedida, e a companhia foi a grande vencedora do leilão ocorrido em outubro de 2016. Arrematou o equivalente a 30% dos investimentos totais previstos, chegando a R\$ 3,9 bilhões, com deságio<sup>3</sup> médio de 12% e retorno bastante atrativo. Nos leilões seguintes, em virtude do sucesso obtido pela Equatorial e por outras companhias, a competição se intensificou bastante, afetando negativamente os retornos<sup>4</sup>. Isso deixa claro o quão acertada foi a estratégia da companhia, que mostrou estar preparada para agir à frente da concorrência, em um setor até então fora de sua área de atuação e com grande potencial de geração de valor para os acionistas.

### Histórico dos Leilões de Transmissão

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016.1	2016.2	2017.1	2017.2	2018.1
Deságio em relação à Receita Anual Permitida	39%	38%	43%	50%	55%	13%	24%	4%	28%	26%	22%	12%	12%	3%	12%	36%	40%	55%
Retorno regulatório				5.0%	5.0%	5.0%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	5.6%	5.6%	8.5%	8.5%	10.0%	9.6%	8.5%	8.2%
% Lotes sem lances						3%	-	10%	4%	13%	29%	46%	65%	42%	13%	11%	-	-

Lotes arrematados pela Equatorial

Fonte: Equatorial e Pacífico

No segmento de distribuição, após anos de espera, o mercado voltou a apresentar boas oportunidades. Em 2018, depois de quase vinte anos desde que foram incluídas no Programa Nacional de Desestatização, seis distribuidoras extremamente deficitárias da Eletrobras foram colocadas à venda. Até o momento, quatro das seis concessões foram leiloadas, com a Equatorial sendo bem sucedida na aquisição da Companhia de Distribuição do Piauí (Cepisa) no leilão realizado em julho.

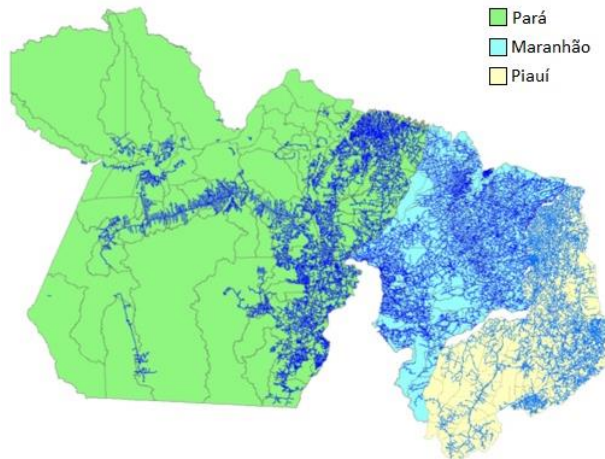
A figura abaixo mostra a proximidade geográfica entre as atuais concessões da Equatorial. A área mais densa da Cepisa é praticamente adjacente ao Maranhão, e a capital do Piauí, Teresina, fica localizada exatamente na fronteira. As sinergias podem ser relevantes. Como comparação, os custos operacionais por consumidor na Cepisa são 109% superiores aos da Cemar.

<sup>3</sup> Leilões de transmissão são realizados no formato de preços descendentes. A partir de um preço teto, vence aquele que ofertar o menor valor de remuneração anual para a construção do empreendimento. Ou seja, vence quem ofertar o maior deságio.

<sup>4</sup> A Equatorial chegou a arrematar mais 1 lote no leilão de abril de 2017, ainda com bom nível de retorno.



### Concessões da Equatorial – Celpa, Cemar e Cepisa



Fonte: Equatorial e Pacifico

Essa era uma oportunidade há muito aguardada pela Equatorial, uma vez que poderá implementar seu já provado modelo de gestão, buscando replicar a bem sucedida transformação de Cemar e Celpa. As oportunidades de geração de valor são grandes, com relevantes sinergias geográficas e oportunidades de redução de custos. Após décadas de gestão estatal, o potencial de transformação na Cepisa é enorme.

### Conclusão

Implementar projetos de transmissão da dimensão dos arrematados pela Equatorial não é tarefa simples, mas os primeiros sinais são bastante promissores. Com o cronograma adiantado, as obras já se iniciaram, e a expectativa é que estejam concluídos em 2020, com quase 2 anos de antecedência em relação ao prazo oficial.

Na Cepisa, as aprovações regulatórias foram obtidas e já está pronto o plano dos 100 primeiros dias, bem como a definição das pessoas que liderarão o turnaround. Acreditamos ser capazes de realizar a primeira revisão tarifária<sup>5</sup> já em 2019, o que deve acelerar consideravelmente a capacidade de geração de caixa da companhia.

No *valuation* atual, acreditamos que a ação precifica muito pouco desses novos projetos, muito menos a opcionalidade da entrada em novos empreendimentos. Novos leilões de transmissão devem continuar a ser realizados anualmente, com retornos ainda potencialmente bastante

---

<sup>5</sup> As distribuidoras vendidas pela Eletrobras fazem jus a uma revisão tarifária extraordinária, que pode ser requerida pelo novo controlador a qualquer momento dentro dos primeiros 5 anos do novo contrato de concessão. Essa revisão incorporará à tarifa uma atualização da base de ativos regulatória (investimentos realizados na rede desde 2013, quando foi realizada a última revisão tarifária ordinária).



interessantes. Em distribuição, esperamos que as duas concessões da Eletrobras ainda não licitadas sejam vendidas em um futuro não muito distante, e a Equatorial é a companhia mais bem posicionada para arrematar a distribuidora do Amazonas, que pode representar mais um salto para a companhia.

Os desafios à frente não são pequenos. Ainda assim, acreditamos no potencial da companhia. Em especial, confiamos na qualidade e no alinhamento dos seus executivos, que assim como nós tem como objetivo principal a criação de valor para seus colaboradores, clientes e acionistas.

#### **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 Pacifico 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 Pacifico 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 Pacifico 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 Pacifico Gestão de Recursos não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas, nem por decisões de investimento tomadas com base neste material.