



## Pacifico RENDA VARIÁVEL

O **Pacifico Ações FIC FIA** teve alta de 4,44% no trimestre, com o Ibovespa subindo 8,56%. Desde o início o fundo sobe 147,19% enquanto o Ibovespa tem alta de 82,35%.

Temos investimentos em 23 empresas, com destaque para os setores de consumo, financeiro, mineração e energia elétrica.

Durante o trimestre voltamos a ser acionistas das Lojas Renner, aproveitando o período de performance relativa mais fraca das ações. Acreditamos que a empresa tirará bom proveito da retomada da atividade, com a consistência de processos e resultados habitual. E aumentamos nosso investimento na B3, visando tirar proveito de um ambiente mais positivo para o mercado de capitais brasileiro.

O **Pacifico LB** rendeu 3,39% no primeiro trimestre de 2019. Desde o início do fundo, em dezembro de 2012, a rentabilidade acumulada do fundo é de 126%, comparada a uma alta do Ibovespa de 56%.

Começamos o ano com exposição líquida elevada, próxima ao limite do fundo de 80%, e a mantivemos até o início de fevereiro. Após a alta do bolsa nesse período, voltamos a montar posições na estratégia *long-short* e, assim, reduzimos nossa exposição líquida gradualmente até o fim de mês, atingindo 67%. Aproveitamos a redução de prêmio de risco global nesse período para zerarmos nossa posição comprada em Apple, montada no fim do ano passado, e comprarmos proteções para o mercado local, tendo em vista que entraríamos em um período de mais atritos e volatilidade durante as negociações para a aprovação da reforma da previdência.

No final do trimestre, com o aumento do prêmio de risco no mercado local, aumentamos nossa exposição líquida via compra da nossa carteira, encerrando o trimestre com 78% de exposição líquida e 96% de exposição bruta.

Dada a relevância da posição para na nossa carteira e a importância dos fatos ocorridos ao longo do trimestre, neste relatório explicaremos nosso investimento na Vale – via ações da Vale e da Bradespar – antes e depois do lamentável desastre em Brumadinho, e o que nos levou a aumentar nossa posição na empresa após o ocorrido.

## **VALE**

### **Ressaca do superciclo, recuperação da Vale e nosso investimento inicial.**

A Vale dispensa grandes introduções. É uma das maiores empresas do país e maior produtora de minério de ferro e de níquel do mundo, também presente em cobre e carvão. Uma empresa global, mas com forte atuação em seu país natal, onde se encontram suas operações de minério de ferro, compostas por portos, ferrovias e minas nos estados de Minas Gerais e Pará.

A partir de 2014 a Companhia começou a enfrentar a ressaca após a euforia do superciclo das commodities dos anos 2000. A combinação de temores com a demanda chinesa e a entrada de diversos projetos de minério de ferro derrubou em 70% o preço da commodity entre o início de 2014 e o final de 2015. Seu colapso – e das outras commodities produzidas pela Companhia – coincidiu com um forte ciclo de investimentos da Vale em S11D<sup>1</sup> e em outros projetos. Ademais, em novembro de 2015 ocorreu o trágico rompimento da barragem de Fundão em Mariana (MG), operada pela Samarco, *joint venture*<sup>2</sup> da Vale com anglo-australiana BHP, um desastre social e ambiental de enormes proporções.

Nesse cenário adverso, a Vale terminou o ano de 2015 com dívida líquida acima de USD 25 Bilhões, 3,6 vezes o EBITDA<sup>3</sup> daquele ano. Os preços deprimidos das commodities e, conseqüentemente, os baixos resultados operacionais da Companhia tornavam a desalavancagem orgânica, através de sua geração de caixa, uma perspectiva distante. Em teleconferência com investidores em fevereiro de 2016, Murilo Ferreira, então diretor executivo

---

<sup>1</sup> S11D, ou Serra Sul, em Carajás (PA) é o maior projeto da história da Vale. Tem capacidade nominal de 90 milhões de toneladas ao ano (Mtpa) de minério de altíssima qualidade e baixo custo de produção, explicado pela qualidade do ativo mineral e pelo inovador sistema de correias, que dispensa o uso de caminhões. O projeto, que ainda está em *ramp-up*, tem custo total estimado de USD 14,5 Bilhões e contou com a expansão da ferrovia e do porto.

<sup>2</sup> Empreendimento conjunto entre duas empresas.

<sup>3</sup> *Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*, ou lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização. A métrica é utilizada como proxy de geração de caixa operacional.

da Vale, anunciou que a Companhia estudava vender ativos tidos como *core* para desalavancar mais rapidamente o balanço. O objetivo era levar o endividamento para USD 15 Bilhões.

No início de 2016 o mercado de minério de ferro começou a melhorar. Estímulos do governo chinês impulsionaram a economia, puxando também a demanda de aço e de minério. Paralelamente, o governo chinês, com motivações econômicas e ambientais, atacou de forma frontal o problema do excesso de oferta na siderurgia chinesa, fechando usinas ilegais e poluentes, além de introduzir cortes compulsórios de produção em determinadas regiões durante o inverno, quando a poluição atmosférica é mais severa. As margens do aço, deprimidas por anos, voltaram para patamares positivos, o que elevou os prêmios pelo minério de ferro de maior qualidade da Vale, que traz ganhos de produtividade e reduz a poluição do processo siderúrgico. Além disso, a entrada de oferta de minério foi parcialmente compensada pela retirada de volume de produtores menos eficientes<sup>4</sup>.

Concomitantemente, a Vale continuava com seus esforços internos de redução de despesas, custos e aumento de produtividade, que foram muito bem-sucedidos. A Companhia também perseguiu diversos desinvestimentos<sup>5</sup>, mas com a melhora do preço das commodities e iminente entrada em operação de S11D, a ideia de vendas de ativos *core* foi deixada de lado.

No início de 2017 tivemos duas grandes mudanças na governança da Vale. Em fevereiro a Companhia anunciou a proposta da Valepar<sup>6</sup> para uma reestruturação societária que envolveria a incorporação da Valepar, unificação de ações preferencias e ordinárias da Vale e, por fim, a migração para o Novo Mercado. A operação previa também que um novo acordo de acionistas dos antigos integrantes da Valepar teria vencimento em 2020, deixando a Vale nos trilhos para se tornar se tornar uma empresa de controle pulverizado, diminuindo substancialmente o risco de futuras intervenções governamentais em sua gestão através dos fundos de pensão e do BNDESPar. A proposta da Valepar foi posteriormente aceita pela assembleia de acionistas e a migração para o Novo Mercado ocorreu em dezembro de 2017.

Em março de 2017, apenas um mês após a proposta da Valepar, Fabio Schvartsman é anunciado como futuro diretor executivo da Vale. Após um bom trabalho à frente da Klabin, Fabio iniciou sua gestão com um discurso focado em segurança, previsibilidade, redução de custos e despesas e disciplina na alocação de capital, ponto crucial em qualquer empresa de commodities.

Ao assumir a gestão da Vale, Fabio encontrou um mercado de minério de ferro bastante concentrado. Após o superciclo e sua ressaca, quatro grandes produtores correspondem por 75% da oferta transoceânica da commodity, sendo a Vale o maior deles. Sem grandes projetos de expansão da indústria no horizonte, a mineradora brasileira promete liderar uma estratégia

---

<sup>4</sup> Na China a produção de minério de ferro também sofreu restrições por questões ambientais.

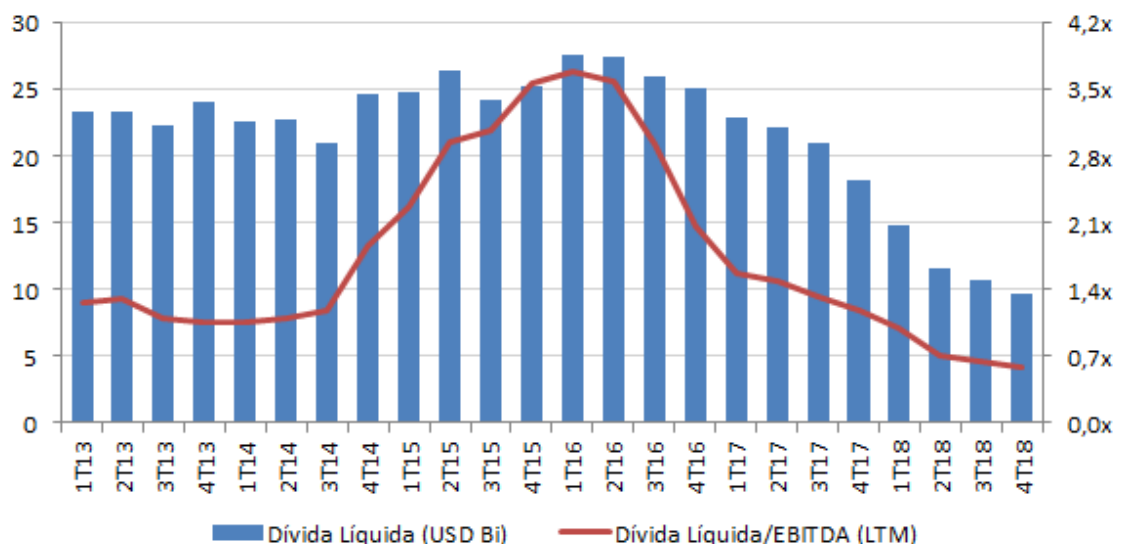
<sup>5</sup> Destaques para a venda dos ativos de fertilizantes (USD 2,5 Bi) e o *project finance* e venda de participação minoritária na operação de Carvão (USD 3,5 Bi).

<sup>6</sup> A Valepar era composta pela Litel, holding dos fundos de pensão, Mitsui, BNDESPar e Bradespar.

de *value over volume* para evitar grandes oscilações do preço de minério via uma postura reativa nos seus volumes de produção.

Enquanto os concorrentes australianos enfrentam maiores custos e a necessidade de investimentos para combater a depleção de suas minas, a entrada em S11D coloca a Vale em situação oposta. A nova mina e seu minério de qualidade em conjunto com os centros de distribuição da Companhia na Malásia e na China permitem que a Vale acelere sua estratégia de blendagem, que consiste em misturar o minério de Carajás com os de Minas Gerais. A mistura reduz a necessidade de processamento das minas de MG, diminuindo custos de produção e investimentos de reposição, além de reduzir a disponibilidade do minério “puro” de Carajás, preservando os prêmios de qualidade obtidos pela Cia.

Com bons resultados operacionais e a entrada de caixa dos desinvestimentos, a Vale terminou 2018 com seu endividamento absolutamente equacionado. A importância de uma empresa como a Vale operar sempre com baixa alavancagem financeira é bem ilustrada pela “quase venda” de ativos *core* em um dos piores momentos do ciclo das commodities. O *ramp-up* de S11D trazia expectativas de maiores volumes, menores custos de produção e melhores preços de venda. As perspectivas para outros negócios também eram positivas. A Companhia prometia promover um turnaround de suas operações de níquel no exterior, adquiridas durante o superciclo. Na operação de carvão em Moçambique a melhora viria com maiores volumes e alavancagem operacional.



Fonte: Pacífico Gestão de Recursos

Do lado dos investimentos, a Vale anunciou recentemente diversos pequenos projetos em minério de ferro com objetivo de reduzir ainda mais seus custos de produção e aumentar



qualidade de seu produto. Também realizaram duas pequenas aquisições, com a compra da Ferrous e da New Steel<sup>7</sup>. Mesmo somados, os dispêndios não seriam relevantes frente às expectativas de geração de caixa da Companhia.

No início de 2019, já considerando os investimentos descritos acima, estimávamos que a Vale fosse capaz de distribuir um *dividend yield* de dois dígitos para seus acionistas, com perspectivas de crescimento no futuro<sup>8</sup>. Já o *yield* na visão Bradespar, que explicaremos mais adiante, superava 15%.

Tendo acompanhado de perto a recuperação descrita até aqui, voltamos, após algum tempo afastado, a ser acionistas da Vale em outubro de 2016. As incertezas relativas aos preços das commodities, inerentes temores com a China e outras oportunidades em empresas brasileiras limitavam o tamanho de nossa posição.

## **Brumadinho**

No início da tarde do dia 25 de janeiro de 2019 ocorreu o rompimento da barragem na Mina Córrego de Feijão, em Brumadinho. Novamente em Minas Gerais, em uma barragem com mesmo método construtivo<sup>9</sup> da Samarco, menos de quatro anos após o desastre de Mariana. Dessa vez com centenas de vítimas, sendo a grande maioria funcionários e terceirizados da própria Vale. Um dano irreparável.

Após Mariana, a Vale já havia tomado diversas atitudes para aumentar a segurança de suas operações, como a centralização da gestão de risco das estruturas, introdução de novas metodologias para análise de estabilidade de barragens e aumento expressivo dos investimentos em manutenção. A Companhia iniciou também a descaracterização<sup>10</sup> de suas barragens com alteamento a montante: no momento do desastre em Brumadinho, nove das dezenove barragens da Vale com método semelhante de construção já haviam sido completamente desativadas e as outras já estavam inativas<sup>11</sup>. A barragem de Córrego de Feijão não recebia rejeitos desde 2016 e seu descomissionamento estava em fase de projeto.

Os investimentos em barragens são relativamente pequenos para uma empresa do porte da Vale e, dado o dano potencial altíssimo, a decisão óbvia seria não poupar nenhum centavo para garantir a segurança das estruturas. Apesar das iniciativas da Companhia e do maior escrutínio dos reguladores após o desastre de Mariana, as mudanças claramente não surtiram o efeito

---

<sup>7</sup>A Ferrous é uma pequena produtora de minério de ferro de MG enquanto a New Steel é uma empresa de tecnologia de beneficiamento a seco de minério, que reduz o uso de barragens de rejeitos. Mais detalhes em <https://newsteel.com.br/>.

<sup>8</sup>Salvo grandes alterações nos preços das commodities.

<sup>9</sup>Barragens com alteamento a montante.

<sup>10</sup>Uma barragem descomissionada (ou desativada) é aquela que teve seus rejeitos drenados e/ou foi aterrada, o que marca o encerramento definitivo da barragem e sua reincorporação ao meio ambiente.

<sup>11</sup>Uma barragem inativa é aquela que não recebe novas deposições de rejeito.



desejado. Ainda é muito cedo para apontar motivos e eventuais responsáveis pelo ocorrido em Brumadinho. O desastre será objeto de investigações internas da Vale e das autoridades. Como acionistas e brasileiros, esperamos que o caso seja devidamente apurado e aqueles julgados culpados, punidos.

A Vale buscou ser ágil em sua resposta ao desastre. No primeiro momento, deu apoio aos trabalhos de resgate<sup>12</sup>, assistiu os atingidos e atuou para limitar os impactos ambientais. Posteriormente, a Companhia tomou iniciativas para acelerar as indenizações aos afetados através de acordos preliminares, evitando litígios no processo<sup>13</sup>. Também anunciaram planos para antecipar o descomissionamento das outras barragens a montante, o que impactaria a produção de 40 Mtpa<sup>14</sup>, com investimentos de R\$ 5 Bilhões em um horizonte de três anos.

Sem representar uma surpresa dada a gravidade do ocorrido, os negócios da Vale sofreram ainda mais reações ao desastre. Novos critérios de segurança impostos pela Agência Nacional de Mineração (ANM) aliado ao maior conservadorismo da Vale e dos auditores levaram a perdas das Declarações de Condição de Estabilidade (DCE) de barragens e à evacuação de algumas comunidades na proximidade de outras operações. O impacto na produção não ficou limitado às operações próximas a barragens a montante. No momento da publicação desse relatório, com as ações movidas pela MPMG (Ministério Público de Minas Gerais) e decisões unilaterais da Companhia, a Vale tinha 93 Mtpa de sua produção em MG paralisadas, além de R\$ 17,6 Bilhões bloqueados pela justiça.

No início de março, seguindo recomendações do MPMG e da Polícia Federal, o Conselho de Administração da Vale afastou temporariamente Fabio Schwartsman, no cargo há menos de dois anos, e outros funcionários da Companhia. A função de diretor executivo está sendo provisoriamente ocupada por Eduardo Bartolomeo, que retornou à Vale recentemente para liderar o turnaround das operações de níquel, mas se depara agora com um desafio muito maior.

As restrições atuais representam metade da produção da Vale no estado de Minas Gerais e 23% da produção consolidada da Companhia. Com os outros grandes produtores mundiais operando próximo da plena capacidade, restrições ambientais na China e pouca ociosidade no resto do mundo, o preço de minério de ferro respondeu rapidamente às perspectivas de menores volumes de Minas Gerais. Tal efeito, somado aos impactos do desastre no mercado de frete Brasil-China e nos prêmios de minério brasileiro, devem trazer um amortecedor muito relevante para a geração de caixa da Vale enquanto sua produção estiver reduzida.

Todavia, esse amortecedor não funcionará para sempre. Preços elevados de minério de ferro por um prazo prolongando e/ou perspectivas de perdas permanentes de produção de Minas

---

<sup>12</sup> Com destaque para o heroico trabalho realizado pelos Corpos de Bombeiros de MG durante o resgate das vítimas.

<sup>13</sup> Mais detalhes das iniciativas da Vale podem ser encontrados no site da Companhia.

<sup>14</sup> Milhões de toneladas por ano.



Gerais poderiam incentivar novos investimentos na indústria, especialmente na Austrália. Nesse último aspecto, é importante destacar o discurso pragmático e racional do poder executivo no nível federal e estadual, destacando a importância primordial da segurança das operações, mas sem colocar a indústria da mineração como vilã, tão importante para o emprego nas regiões produtoras e para as contas públicas dos municípios mineiros. Esperamos que, garantida a plena segurança das barragens e respeitando os novos padrões impostos pela ANM, parcela relevante do volume paralisado volte gradualmente à operação.

As ações da Vale recuaram quase 25% no primeiro pregão após o desastre, reduzindo o valor de mercado da Companhia em R\$ 72 Bilhões. A queda refletia a expectativa de passivos, multas<sup>15</sup>, indenizações e mudanças operacionais, além de pânico. Apesar da gravidade do evento, esperávamos uma redução desse último fator ao longo do tempo. Tendo também em vista a postura da Companhia após o ocorrido e o efeito amortecedor descrito anteriormente, aumentamos gradualmente nossa posição na Vale nas semanas após o desastre.

A Vale enfrenta agora o maior desafio de sua história. Será uma longa e árdua jornada para remediar os danos causados ao meio ambiente, indenizar os afetados e garantir a total segurança de suas operações. Esperamos e acreditamos que, apoiada na qualidade de seus colaboradores e de seus ativos, a Vale seja capaz de remediar da melhor forma possível o irreparável dano causado às famílias afetadas. Sobre segurança, esperamos mudanças radicais nos processos da Companhia, que façam jus aos valores da Vale de colocar a vida e o meio ambiente em primeiro lugar, para que desastres dessa magnitude, de fato, nunca mais aconteçam.

### **Bradespar**

Parte relevante de nossa posição em Vale se dá através das ações da Bradespar (ou “holding”). Resultado de uma cisão de ativos não financeiros do Bradesco realizada em 2000, a Bradespar vem ao longo dos anos desinvestindo de suas participações originais<sup>16</sup>. Atualmente, o único ativo relevante da holding são suas ações na Vale. Como integrante do bloco de controle, a Bradespar foi muito beneficiada pela operação societária realizada em 2017, que contou com prêmio de 10% na incorporação da Valepar. A reestruturação também trouxe liquidez a uma parcela de sua posição na Vale. O resto da posição está vinculado ao novo acordo de acionistas da mineradora, com vencimento no final de 2020.

No final de 2018 a holding fez uso dessa liquidez. Após uma discussão judicial de mais de uma década, com origem em uma opção de compra de ações da Valepar, Bradespar e Litel, veículo

---

<sup>15</sup> Sobre eventuais multas, é importante notar que os danos ambientais em Brumadinho foram substancialmente inferiores aos causados pelo incidente da Samarco.

<sup>16</sup> O último movimento foi a venda das ações da CPFL Energia na oferta pública promovida pela chinesa State Grid em 2017.



dos fundos de pensão, fecharam um acordo de R\$ 2,9 Bi com um antigo acionista da Valepar para encerrar o processo. A conta foi repartida igualmente entre as duas partes, que agora discutem a divisão justa entre si na justiça. O desembolso de R\$ 1,5 Bi tinha deixado a Bradespar alavancada, mas a holding alienou parte de suas ações de Vale<sup>17</sup>, terminando 2018 com uma posição de caixa líquido no nível corporativo.

A Bradespar negocia com um desconto de aproximadamente 27%, ou R\$ 4,1 Bi<sup>18</sup>, para o valor de sua participação na Vale. A combinação do desconto, nenhum endividamento no nível corporativo e o potencial de elevados dividendos da Vale nos levava a uma expectativa de distribuições substancialmente maiores para os acionistas da Bradespar já em 2019. Com o incidente de Brumadinho e a suspensão dos dividendos da Vale, essa expectativa foi adiada.

A diretoria da Bradespar aponta três possíveis caminhos para a empresa: manter o status quo, eventual redução de capital ou busca de diversificação. Uma eventual redução parcial ou completa de capital, entregando ações da Vale para seus acionistas, seria o melhor cenário para o acionista minoritário da Bradespar<sup>19</sup>. Pelos motivos descritos acima, a manutenção do status quo, apesar de não ser ideal, ainda é positiva. A busca por diversificação seria o pior cenário. Dado o histórico de desinvestimentos da holding, a existência de veículos mais eficientes em termos fiscais para novos investimentos dos controladores da Bradespar, o potencial impacto na percepção da governança corporativa nas empresas do grupo e o próprio discurso da diretoria, julgamos esse caminho como o menos provável.

Ponderando a probabilidade e os *payoffs* dos caminhos ilustrados acima, consideramos as ações da Bradespar um investimento ainda mais atrativo do que as ações da Vale.

---

<sup>17</sup> A venda “aproveitou” o prejuízo fiscal advindo do acordo, evitando pagamento de impostos na realização de ganho de capital.

<sup>18</sup> O desconto parece refletir uma perda adicional de R\$ 1,4 Bi na discussão com Litel, o que nos parece ser um dos piores cenários possíveis. Apesar da baixa visibilidade, não descartamos a possibilidade da holding terminar como credora no final desse processo, que pode demorar anos.

<sup>19</sup> No caso extremo de uma redução total de capital, com liquidação da Bradespar, o desconto iria, por construção, imediatamente para zero.





**Pacifico** 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 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.

