



Pacifico RENDA VARIÁVEL

No segundo trimestre de 2019, o **Pacifico Ações** teve alta de 11,53% , enquanto o Ibovespa teve alta de 5,82%. Desde o início do fundo, em setembro de 2011, a rentabilidade acumulada é de 176%, comparada a uma alta do Ibovespa de 93%.

Hoje temos posições em 20 empresas, com destaque para os setores de consumo, energia elétrica e mineração.

Ao longo do período, aumentamos nossas posições em empresas que podem se beneficiar de um cenário mais benigno de retomada da atividade e juros baixos, entre elas destacando-se Localiza, Lojas Renner e Even. Além disso, iniciamos um investimento em Sulamérica, que abordaremos a seguir. Por outro lado, encerramos nossos investimentos nos grandes bancos, zerando nossas posições em Itaú e Banco do Brasil, apesar deles também se beneficiarem de uma melhora na economia brasileira. Tal decisão se deu pois, no segmento de crédito, acreditamos que os spreads bancários tendem a ser pressionados pelo ambiente de juros mais baixos e pela atuação do Banco Central, e no segmento de tarifas a competição pelas *fintechs* já é uma realidade, deixando os bancos menos atrativos frente a outras opções na bolsa.

O **Pacifico LB** rendeu 7,80% no segundo trimestre de 2019, totalizando 11,45% no semestre. Desde o início do fundo, em dezembro de 2012, a rentabilidade acumulada do fundo é de 144%, comparada a uma alta do Ibovespa de 65%.

No final do trimestre anterior, com o aumento do prêmio de risco no mercado local, aumentamos nossa exposição líquida via compra da nossa carteira, iniciando o segundo trimestre com 78,5% de exposição líquida e 95,7% de exposição bruta. Prosseguimos comprando proteções em abril aproveitando o momento favorável de mercado e volatilidades

implícitas baixas, tendo em vista que entraríamos em um período de mais atritos e volatilidade durante as negociações para a aprovação da reforma da previdência.

Em maio, com a queda mais acentuada da bolsa brasileira, as proteções reduziram a exposição do fundo para 58,2%. Nesse momento, executamos a estratégia traçada de aproveitar o aumento de prêmio nos ativos, especialmente em ações já existentes em nossa carteira, para aumentar a exposição líquida do fundo, que atingiu a exposição máxima de 80%. Após a alta ocorrida de meados de maio até o fim do semestre, fomos gradualmente readequando a exposição do fundo, terminando o trimestre com 70,6% de exposição líquida e 103,3% de exposição bruta.

Neste relatório trimestral abordaremos em maior profundidade nossa tese de investimento em SulAmérica.

SULAMÉRICA

A companhia é a maior seguradora independente do Brasil, subscrevendo principalmente riscos associados a seguros de saúde, de odontologia e de automóveis. Seus principais canais de distribuição são corretoras, corretores independentes, administradoras de planos coletivos por adesão e instituições financeiras (parceiros de *bancassurance*). Ela atua em todo o território nacional, com maior participação no Sudeste. É controlada pela família Larragoiti, que fundou a empresa em 1895.

No momento de nosso investimento recente na SulAmérica, em maio desse ano, enxergávamos uma assimetria interessante. Com a empresa negociando um pouco abaixo de duas vezes seu valor patrimonial e já apresentando um ROE¹ acima de 15%, o potencial de perda nos parecia bastante limitado². Em particular, o preço da ação parecia subestimar o potencial de melhora na rentabilidade da empresa no longo prazo e seu valor estratégico.

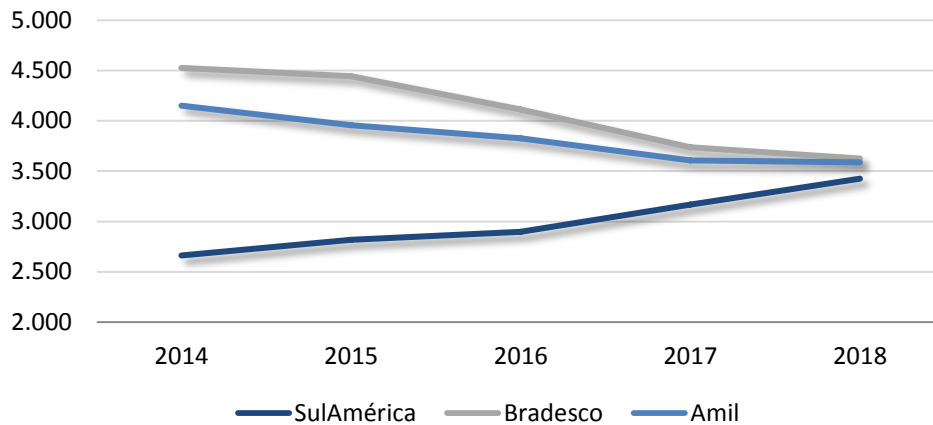
Tal ceticismo com a rentabilidade da companhia nos pareceu excessivo, considerando a consistente melhora apresentada em sua sinistralidade³ nos últimos anos – conforme ilustrado no gráfico a seguir. Essa evolução é especialmente notável considerando que não ocorreu em detrimento de crescimento e que seus principais concorrentes – Bradesco Saúde e Amil – apresentaram desempenho bastante inferior.

¹ Return on Equity ou Retorno sobre o Patrimônio Líquido é uma métrica de rentabilidade obtida pela razão entre o lucro líquido e o patrimônio líquido do ano anterior de uma empresa, representando o retorno que ela consegue obter em cima do capital retido de seus acionistas.

² A partir do *Gordon Growth Model*, é possível obter um múltiplo justo como $(ROE - g)/(Ke - g)$, sendo “g” a taxa de crescimento na perpetuidade e “Ke” a taxa de desconto para o equity. No caso da SulAmérica, assumindo seu ROE mais recente de 17%, um Ke de 12% nominal e um g de 7% nominal, o múltiplo justo ficaria em 2,0x.

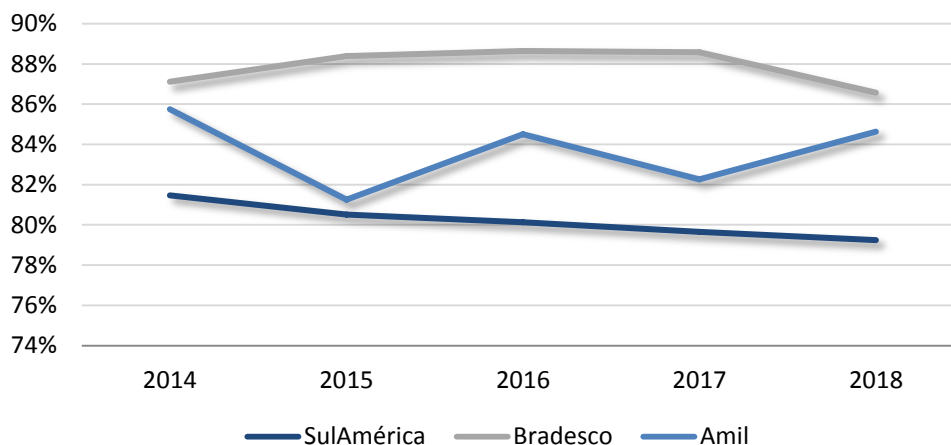
³ Índice de sinistralidade (quociente da divisão de sinistros por prêmios ganhos) é um indicador de despesas em relação a receitas que, quanto menor, melhor é para a rentabilidade de uma seguradora.

Beneficiários de Saúde e Odontológico (milhares)



Fonte: Amil, Bradesco e SulAmérica

Sinistralidade



Fonte: Amil, Bradesco e SulAmérica

Ademais, esses resultados positivos não foram frutos do acaso, mas sim de diversas iniciativas internas da companhia. Há alguns anos foi iniciado um trabalho forte de controle de custos (“gestão de sinistros”) em diversas frentes. A empresa passou a comprar diretamente medicamentos e materiais para repassar a seus prestadores, o que proporcionou economia de 33% nessa linha de custos⁴. Ela também buscou rever sua forma de pagamento para prestadores, buscando mais pagamentos em “pacotes” e menos “por procedimento”, aumentando o alinhamento entre a seguradora e o prestador. Além disso, de modo a promover um uso mais racional do seguro por seus beneficiários, a SulAmérica reviu sua rede credenciada e estimulou mais planos com coparticipação dos beneficiários no pagamento de procedimentos.

⁴ Apresentação institucional da SulAmérica 1T19, slide 27.



Há outras iniciativas da SulAmérica que contribuíram para seu bom resultado recente e que ainda podem render bons frutos. Desde o início de sua parceria com a Sharecare, a companhia tem aprimorado sua gestão de saúde populacional, dedicando maior atenção a grupos de risco como pacientes crônicos, gestantes e idosos. Isso já permitiu o lançamento pela SulAmérica de um projeto piloto – com mais de 100 mil beneficiários e 1,2 mil médicos – de “cuidado coordenado”, no qual a jornada do beneficiário é mais bem acompanhada, permitindo um cuidado de maior qualidade e de menor custo.

O sucesso desse tipo de iniciativa habilitaria a companhia a lançar produtos mais acessíveis - de menor tíquete⁵ – o que ampliaria seu mercado endereçável e aumentaria sua competitividade contra operadoras de saúde verticalizadas, como o Grupo NotreDame Intermédica (GNDI) e a Hapvida.

No longo prazo, essa talvez seja uma evolução necessária, considerando o sucesso que o modelo verticalizado tem apresentado. Por enquanto, enxergamos o posicionamento das seguradoras como relativamente protegido tendo em vista o menor apelo de planos de rede restrita para os beneficiários de seguros de maior tíquete e a menor escalabilidade do modelo verticalizado. Além disso, a forte atenção que esse modelo tem atraído parece ter forçado *stakeholders* do modelo de rede aberta a se movimentar para se proteger dessa ameaça competitiva. SulAmérica, Bradesco e Amil têm sido ativos em buscar novos modelos de pagamento, às vezes levando a consequências extremas como o descredenciamento da Rede D’Or no Rio de Janeiro pela Amil⁶. Do outro lado, muitos prestadores (especialmente hospitais) parecem mais receptivos à ideia por um misto de instinto de sobrevivência e necessidade de empregar capacidade ociosa. Alguns vão além e buscam se posicionar no atendimento primário, como no caso do Sírio Libanês⁷ e da Beneficência Portuguesa⁸. Empresas contratantes de planos de saúde (estipulantes) também perceberam a necessidade de agir e estão mais engajadas em discussões sobre suas redes credenciadas e receptivas a ambulatorios em suas sedes em cogestão com seguradoras e prestadores.

É interessante notar que a atenção recebida por operadoras verticalizadas como GNDI e Hapvida desde seu IPO há pouco mais de ano pode ser parte do motivo de ter existido uma oportunidade tão interessante de investimento na SulAmérica. Embora também sejamos bastante construtivos com as perspectivas do modelo verticalizado, julgamos prematuro declarar que seu sucesso será fatal para as empresas de rede aberta. Além das barreiras já citadas, a SulAmérica tem como importante vantagem competitiva sua disciplina na subscrição de riscos, o que pode

⁵ A SulAmérica já tem iniciativas nesse sentido, tendo lançado um plano de rede restrita no Rio em parceria com a Rede D’Or e atenta a oportunidades em outras regiões.

<https://oglobo.globo.com/economia/novos-planos-de-saude-tem-preco-menor-acesso-um-so-grupo-de-hospitais-23788607>

<https://economia.estadao.com.br/blogs/coluna-do-broad/sulamerica-contra-ataca-e-volta-a-explorar-mercados-regionais/>

⁶ <https://www.valor.com.br/empresas/6308965/amil-trava-queda-de-braco-com-hospitais-para-baixar-custos>

⁷ <https://www.hospitalsiriolibanes.org.br/imprensa/noticias/Paginas/Sirio-Libanês-vai-abrir-unidade-dentro-das-empresas.aspx>

⁸ <https://his.saudebusiness.com/tag/bp-360-gestao-integrada-de-saude/>

ser associado à sua escala, seu longo histórico de atuação e a seu controle definido – é uma empresa de “dono”. Considerando as vantagens competitivas e o forte desempenho operacional recente da companhia, fica a impressão que muitos investidores dedicaram atenção excessiva nas operadoras verticalizadas em detrimento da SulAmérica.

Em relação ao valor estratégico da SulAmérica, como já mencionado, ela é a maior seguradora independente brasileira, com posição de destaque nos mercados de seguros de saúde e de automóveis. Portanto, é um ativo particularmente escasso em um setor com grandes seguradoras ligadas a bancos ou filiais de estrangeiras. Por exemplo, a Porto Seguro, vista por muitos como independente, possui forte parceria com o Itaú, conforme abordado em nosso relatório trimestral 3T17. Além disso, já houve demonstrações de que o setor de saúde teria especial apelo para a empresas estrangeiras, considerando que a Amil foi adquirida pela UnitedHealth Group em 2012 e que Aetna e ING já foram acionistas da SulAmérica.

Nesse sentido, movimentos societários da SulAmérica nos últimos anos podem ter aumentado sua atratividade para uma seguradora estrangeira. Em 2015, a companhia vendeu sua carteira de grandes riscos para a AXA. Em maio desse ano, foi vendido seu negócio de títulos de capitalização para o Grupo Icatu, praticamente um ano após a SulAmérica ter confirmado que avaliava oportunidades estratégicas para seus negócios de seguros de vida, previdência privada e capitalização⁹. Finalmente, em julho desse ano, a empresa anunciou ter recebido uma oferta não vinculante da Allianz por sua operação de Automóveis e Ramos Elementares. Enxergamos a eventual venda com bons olhos, considerando o baixo retorno do segmento e a importância de a SulAmérica concentrar seus esforços no desafiador segmento de saúde.

Em suma, estamos construtivos com as oportunidades que a SulAmérica tem a frente, tanto de crescimento quanto de melhora em sua rentabilidade. O desempenho recente da empresa e suas iniciativas embasam esse otimismo, assim como a possibilidade de operações societárias que destravem valor na companhia. Além disso, acreditamos que a companhia deva seguir como pioneira na busca por um sistema de incentivos mais virtuoso no setor de saúde. Isso é extremamente desafiador e talvez inédito no mundo. Isso é não só um grande desafio, como também uma tremenda oportunidade. Por isso, deve ser tentado.

⁹ Resposta a ofício da B3 de 26/04/2018.

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.

