

## Pacifico RENDA VARIÁVEL

O **Pacifico LB FIQ FIM** teve um rendimento de 1,25% no quarto trimestre de 2017, acumulando 13,50% no segundo semestre e 20,96% no ano.

Desde o início do fundo, em dezembro de 2012, a rentabilidade acumulada do fundo é de 93,37%, comparada a uma alta do Ibovespa de 24,68%.

Começamos o mês de outubro com 65,9% de exposição líquida e 76,4% de exposição bruta.

No início do trimestre, encerramos nossas posições de shorts absolutos e apostas relativas via pares intra-setoriais. Em novembro, aproveitando os prêmios observados nos ativos da nossa carteira, aumentamos a exposição líquida do fundo para 77,9%, perto das máximas históricas. No início de dezembro, compramos algumas proteções no índice futuro, reduzindo parcialmente nossa exposição líquida.

Terminamos o mês de dezembro com 73,9% de exposição líquida e 77,0% de exposição bruta.

O **Pacifico Ações FIQ FIA** apresentou uma alta de 0,60% no quarto trimestre de 2017, acumulando rentabilidade de 24,22% no ano. Desde o início do fundo, em setembro de 2011, o fundo acumula resultado de 102,70%, contra Ibovespa de apenas 46,02%.

Temos posições em 24 empresas, com as maiores concentrações setoriais em energia elétrica, consumo e serviços financeiros.

Durante o trimestre aumentamos nossa exposição à Cosan, cuja tese de investimento será detalhada em seguida. Entre as posições iniciadas no período, destacam-se a Iochpe e a Vale.

Vemos a Iochpe como uma ótima opção para se beneficiar da continuidade da retomada da atividade, especialmente com a recuperação da venda de veículos. Esperamos uma forte geração de caixa para a empresa nos próximos trimestres. Sua baixa utilização de capacidade abre espaço para considerável melhora de margens em suas operações no Brasil, além de postergar a necessidade de novos investimentos. Fora do Brasil, acreditamos ser possível que a companhia consiga manter seu bom desempenho recente, na ausência de mudanças disruptivas em seus mercados de atuação.

No caso da Vale, esperamos uma continuidade da gestão de boa qualidade dos últimos anos, com rigor na alocação de capital e foco na redução de custos e do nível de endividamento. As reformas na China aumentaram, possivelmente de maneira permanente, a demanda por minério de ferro de maior qualidade, o que é muito positivo para a operação da Vale. E o fim de um forte ciclo de investimento pela companhia contribuirá para uma ótima geração de caixa nos próximos anos. A recente operação societária deixa a companhia no rumo para se tornar uma *Corporation* nos próximos anos, reduzindo o risco de intervenção governamental na gestão.

Encerramos nossa posição na Ultrapar, parte em reação à alta das ações no início do trimestre e parte ao reavaliarmos suas perspectivas de crescimento em virtude dos seus últimos resultados, com destaque para a decepção com a participação de mercado da empresa em distribuição de combustíveis.

## **COSAN**

### ***Boom do etanol e IPO***

No prospecto de seu IPO de 2005, a Cosan se definia como "um dos maiores produtores de açúcar e álcool do mundo", uma breve e boa descrição do que era a Companhia naquele momento. De lá para cá, através de diversas fusões, aquisições e desinvestimentos, a Cosan se transformou em uma empresa diversificada, com participação em bons negócios e menos exposta ao ciclo das commodities de sua atividade original. Nosso objetivo nesse relatório é descrever os principais passos desse percurso da Cosan desde seu IPO. Também abordaremos com maior profundidade o histórico de resultados e as mudanças que estão ocorrendo no principal mercado de atuação da Companhia – distribuição de combustíveis – além de passar pelas nossas perspectivas para os outros dois negócios relevantes para a Cosan (Açúcar/Etanol e Comgás).



No início dos anos 2000 o futuro parecia promissor para o etanol brasileiro. Com as preocupações sobre o aquecimento global e pico da oferta de petróleo<sup>1</sup>, as grandes petroleiras buscavam alternativas mais limpas para substituir o combustível fóssil. No Brasil, o lançamento e a popularização do motor *flex* resultou em um aumento expressivo na demanda por etanol hidratado<sup>2</sup>. Enquanto isso, o governo Lula prometia trabalhar para abrir os mercados internacionais e transformar o etanol na “*commodity made in Brazil*”.

Nesse contexto, a Cosan foi a primeira empresa do setor a abrir seu capital na Bolsa. O grupo, com origem na usina Costa Pinta em Piracicaba, tinha como principal marca o crescimento através da aquisição de ativos, buscando sinergias e ganhos de escala. Sob a batuta do seu arrojado controlador, Rubens Ometto Silveira Mello, a Cosan multiplicou por cinco sua capacidade de moagem de cana de açúcar entre os anos 80 e seu IPO e em 2005 o grupo já respondia por aproximadamente 8% da moagem de cana do país. Despontava, portanto, como candidato natural para consolidar um setor que era – e ainda é – bastante pulverizado.

### Diversificação e *bust* do etanol

Em 2008, a Cosan começa a se reinventar. Por um  $EV^3$  de 950 milhões de dólares, a Companhia desbanca a Petrobras e adquire os ativos de lubrificantes e de distribuição de combustíveis da Esso no Brasil, no que foi definido pelo grupo como uma integração vertical do negócio no mercado de etanol. No mesmo ano, a Companhia também criava a Rumo, com atuação na logística de exportação de açúcar, e a Radar, negócio de prospecção e gestão de terras agrícolas. A Cosan começava a sua diversificação expandindo de forma vertical e sem fugir demasiadamente do seu círculo de competências.

Com o benefício do julgamento *a posteriori*, as três transações foram excelentes alocações de capital do grupo. A Esso foi adquirida por um  $EV/EBITDA^4$  próximo de 6x, um múltiplo atraente dadas as características do mercado de distribuição no Brasil, que exploraremos mais adiante. Após um longo litígio com a antiga ALL, a Rumo passou por uma fusão com a companhia ferroviária e foi cindida pela Cosan em 2014, dando origem à Cosan Logística S.A, também

---

<sup>1</sup> Curiosamente, nos últimos anos a discussão migrou de pico da oferta para pico da demanda, reflexo do avanço da tecnologia de carros elétricos, da promessa de alguns países de banir a venda de carros movidos a combustíveis fósseis nas próximas décadas e do advento do *shale* americano.

<sup>2</sup> O etanol hidratado é aquele comercializado na bomba dos postos, enquanto o etanol anidro é adicionado à gasolina em percentual definido pelo Governo brasileiro, atualmente fixo em 27,5%

<sup>3</sup> *Enterprise value*, ou valor da firma, é a soma da dívida líquida e do valor total do capital dos acionistas de uma companhia.

<sup>4</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.

listada. Por sua vez, a participação na Radar foi alienada<sup>5</sup> no final 2016, com uma taxa interna de retorno para a Cosan de aproximadamente 19%.

De fato, nem todas as operações societárias da Companhia durante os anos 2000 foram brilhantes. A criação e a listagem da *holding* CZZ em 2007, apenas dois anos após o IPO da Cosan foi um choque para os minoritários. Com o objetivo de não perder o controle do grupo, Rubens Ometto criou uma empresa domiciliada em Bermudas e listada em Nova York para contornar as regras de governança da bolsa brasileira, atribuindo para si ações com dez vezes mais poder de votos, e convidou os minoritários a migrarem sua participação para a nova empresa. A baixa adesão à oferta gerou a listagem<sup>6</sup> atual de duas empresas. Hoje, a CZZ tem o discurso de ser o veículo para investimentos em novos setores do grupo, além de exercer a figura de acionista de referência nas suas subsidiárias, com os membros de sua diretoria, como Marcos Lutz e Marcelo Martins, presentes nos conselhos de todas as controladas.

Enquanto a Cosan dava início a sua diversificação, o setor de açúcar e etanol se deparava uma realidade muito diferente das expectativas do início da década. Em 2008, o setor enfrentou a crise financeira global com empresas muito alavancadas, o que gerou restrição de crédito e represamento de investimentos na manutenção do canavial. Nos anos seguintes, subsídios na gasolina por parte da Petrobras<sup>7</sup>, retirada da Cide<sup>8</sup> na gasolina, excesso de açúcar no mercado internacional e algumas safras seguidas com problemas climáticos levaram o setor à maior crise de sua história, com dezenas de usinas fechando.

Foi em 2010, nesse complicado cenário, que a Cosan anunciou a maior mudança de sua história: um acordo com a anglo-holandesa Shell para a formação de um *joint venture* (JV). A Cosan aportaria todos os ativos de açúcar e etanol, de distribuição de combustíveis e mais R\$ 5 bilhões de dívida, enquanto a Shell entraria com seus ativos de distribuição de combustíveis no país e aproximadamente R\$ 2,7 bilhões de caixa. Cada um dos sócios ficaria com 50% do grupo, o que deixava implícito um *valuation* vantajoso para os ativos da Cosan. Com o acordo, a Shell viu a oportunidade de ampliar a sua participação no mercado de biocombustíveis, enquanto a Cosan almejava tornar o etanol uma commodity mundial com a ajuda da plataforma da anglo-holandesa, além de diversificar ainda mais seus negócios.

Com a conclusão das negociações em 2011, nascia a Raízen, uma empresa de R\$ 50 bilhões de faturamento anual, terceira maior distribuidora (através da subsidiária Raízen Combustíveis) e maior produtor sucroalcooleiro do país (através da subsidiária Raízen Energia). O objetivo anunciado para o horizonte de cinco anos da JV era agressivo: levar a capacidade de moagem de

---

<sup>5</sup> Apesar da venda, a Cosan reteve o controle da operação com apenas 3% do capital total da Radar.

<sup>6</sup> Com a cisão dos ativos de logística, a CZZ tem hoje participação na Cosan e na Cosan Logística, *holding* da Rumo.

<sup>7</sup> Pela paridade energética, o preço do etanol hidratado é limitado a aproximadamente 70% do preço da gasolina.

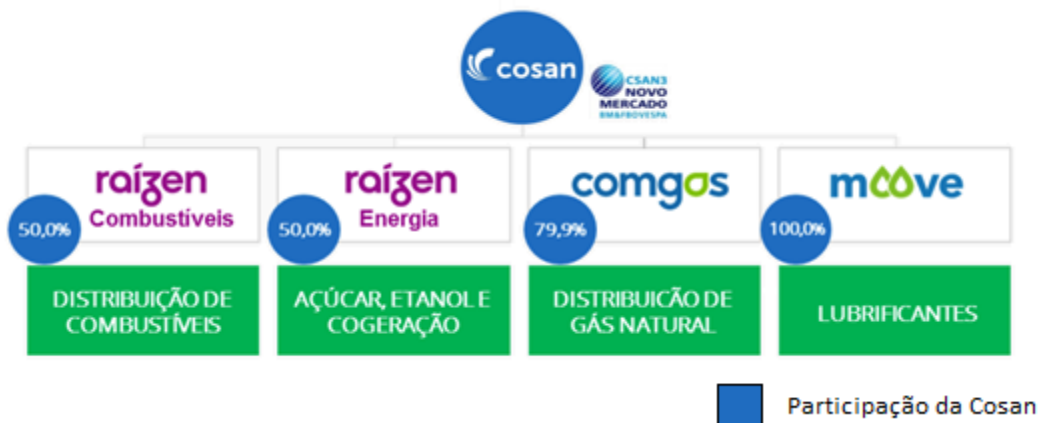
<sup>8</sup> Cide-combustíveis é um imposto que incide sobre o diesel e a gasolina.

cana de 62 milhões ton para 100 milhões ton, através de *brownfields*, *greenfields*<sup>9</sup> e aquisições. Com as incertezas e os baixos retornos obtidos no negócio sucroalcooleiro, a meta foi rapidamente (e acertadamente) abandonada<sup>10</sup> e a Raízen focou seus investimentos de expansão no atraente mercado de distribuição de combustíveis.

Em 2012 a Cosan anunciou a aquisição mais “distante” de seu negócio original: a compra da participação de 60% na Comgás, a maior distribuidora de gás natural do país, por R\$ 3,4 bilhões. A Comgás, com seu perfil regulado e com boas oportunidades de crescimento orgânico na sua região de concessão (estado de SP), trouxe uma geração de caixa previsível para Cosan e se mostrou mais uma boa alocação de capital do grupo, apesar dos problemas regulatórios enfrentados a partir de 2014. A participação da Cosan na distribuidora de gás ainda viria a aumentar durante 2017 para aproximadamente 80% com o exercício de uma opção de venda da Shell, seu antigo sócio na Comgás.

#### A Cosan atual e o mercado de distribuição

Após todo esse percurso<sup>11</sup> desde seu IPO, a atual estrutura da Cosan está ilustrada abaixo:



Fonte: Adaptado de <http://ri.cosan.com.br/ptb/estrutura-societaria>.

Mesmo depois desse longo processo de diversificação, muitas vezes a cotação das ações da Cosan parece responder às oscilações dos preços de açúcar e petróleo como se a breve descrição de seu prospecto ainda a retratasse por completo. Nas nossas estimativas, menos de 25% do valor da Cosan advém de seu negócio original. Nos últimos meses aproveitamos essas

<sup>9</sup> *Brownfields*: expansão de unidades existentes; *greenfields*: construção de novas unidades.

<sup>10</sup> A recente aquisição de duas usinas da massa falida da Tonon, com capacidade total de 5,5 Mton, foi a primeira no setor desde a criação da JV.

<sup>11</sup> Para manter a concisão do texto, suprimimos alguns episódios menos relevantes da trajetória da Cosan.



oscilações para aumentar nossa exposição aos outros negócios da Cosan a um *valuation* que julgamos atrativo. E é no principal negócio da Companhia – distribuição de combustíveis – que enxergamos as maiores oportunidades.

O setor de combustíveis brasileiro é marcado por forte concentração no elo da distribuição, além de um *quasi* monopólio no refino exercido pela Petrobras. Adicionalmente, o setor de distribuição conta com outros atributos que o torna atrativo para os incumbentes, como ganhos de escala e forte percepção de marca<sup>12</sup>. No embandeiramento de postos, que explicaremos adiante, as distribuidoras tem a oportunidade de alocar capital com bons retornos, de forma pulverizada e com *payback* rápido, o que diminui o risco de grandes destruições de valor.

#### O embandeiramento

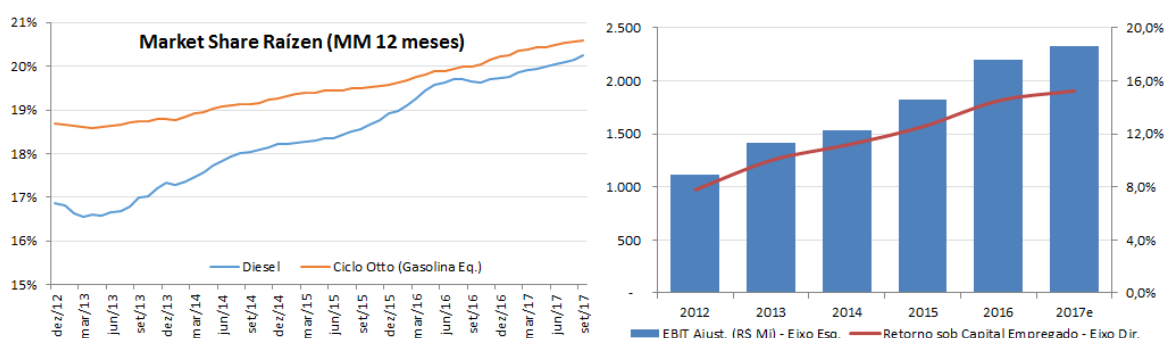
Como a legislação proíbe a verticalização entre a distribuição e a revenda (postos), os donos dos postos fecham contratos de exclusividade de suprimento com as distribuidoras para poder ostentar a bandeira das mesmas. Esses contratos, ou “embandeiramentos”, costumam envolver um pagamento adiantado das distribuidoras em forma de luvas ou investimentos nos postos. O capital da distribuidora é remunerado ao longo do contrato, geralmente de cinco anos, através de prêmios cobrados no preço dos combustíveis. Com a bandeira, os postos se beneficiam de maior garantia de suprimento, maiores volumes de venda, melhores margens com combustíveis *premium* e conseguem repassar, pelos menos parcialmente, o custo do prêmio ao consumidor, que enxerga valor na bandeira da distribuidora. Ao final do contrato, ou o mesmo é renovado, com novo pagamento de luvas, ou o posto volta a ser “bandeira branca”.

---

<sup>12</sup> Além dos esforços em diferenciação e das despesas de *marketing* das distribuidoras, a memória dos consumidores de altos níveis de adulteração no passado reforça o valor das marcas.



Desde a formação da JV em 2011, a Raízen Combustíveis (ou "Raízen C.") apresentou um bom desempenho operacional, com ganhos consistentes de *market share* através da embandeiramento de postos e novos contratos no segmento *B2B*<sup>13</sup>. O crescimento veio aliado a uma melhora de margens e expansão do retorno sobre o capital aplicado, em virtude de ganhos de escala, excelente gestão de custos e eficiência logística da Companhia.



Fonte: Pacífico Gestão de Recursos, Sindicom e ANP.

Especialmente a partir de 2016, a Raízen C. navegou muito bem por um período complicado, no qual a Petrobras praticava prêmios significativos no refino, atraindo volumes crescentes de importação. As distribuidoras de pequeno porte, com menos compromissos de compras com a Petrobras, puderam importar proporcionalmente mais do que as grandes distribuidoras e repassar uma parte dessa vantagem aos postos para ganhar volume, em um momento no qual o cliente final estava particularmente sensível a preço. Nesse cenário adverso, a Raízen C. parece ter encontrado um equilíbrio melhor e mais sustentável do que seus principais concorrentes entre (i) ganhos com importação, (ii) captura de novos clientes, (iii) expansão de margem e (iv) manutenção de um bom relacionamento com sua rede de postos. Enquanto seus concorrentes patinavam operacionalmente, a Raízen C. passou incólume pelo período.

Para inibir as importações e recuperar o *market share* perdido, a Petrobras implementou uma política de maior volatilidade nos preços<sup>14</sup> a partir do final de 2016 que diminuiu de forma considerável os prêmios. Tal volatilidade, além de diminuir a vantagem dos *players* menores, trouxe a oportunidade de captura adicional de margens para as grandes distribuidoras através de uma gestão eficiente de estoque e menor referência de preço do consumidor final. Outras mudanças impostas pela estatal no refino também aumentam a importância da eficiência logística na distribuição, como a maior diferenciação de preços por praça, menor garantia de

<sup>13</sup> *Business to business.*

<sup>14</sup> A política anunciada em outubro de 2016, originalmente com volatilidade mensal, e foi "aprimorada" em julho de 2017 para permitir volatilidade diária.



suprimento em algumas regiões e recuo do ponto de entrega em outras. Por fim, a atual diretoria da Petrobras também anunciou que pretende “atrair parceiros”<sup>15</sup> para o seu parque de refino. Não sabemos como (nem se) a abertura do refino acontecerá, mas entendemos que para uma distribuidora com a escala e eficiência logística da Raízen C., quanto mais aberto o mercado, melhor.

Por mais que a Petrobras atue para desencorajar as importações no curto prazo, com o crescimento da demanda e sem perspectivas de novos investimentos no refino, o volume importado fará parte do suprimento brasileiro no futuro. A Raízen C. começa a se posicionar estrategicamente para esse cenário, ampliando sua tancagem e capacidade de importação em regiões que já são estruturalmente *short* em derivados, como Norte e Nordeste.

### **Outros negócios e “estrutura”**

A nova postura da Petrobras não é benéfica apenas para o setor de distribuição: um mercado mais aberto, com importações de terceiros e (possivelmente) outros participantes no refino torna menos provável um novo episódio de subsídios na gasolina, que tanto prejudicou o setor sucroalcooleiro no passado. Outra mudança importante foi a recente aprovação do RenovaBio<sup>16</sup>, programa de incentivo aos biocombustíveis e uma demanda antiga do setor. Baseado no *Renewable Fuel Standard* americano, o RenovaBio pode, se bem regulamentado e com metas agressivas de reduções de emissão de carbono, trazer uma demanda crescente e uma melhor remuneração para o produtor de etanol.

Acreditamos que há motivos para um otimismo comedido com os preços de açúcar. Uma vez que a maioria das usinas brasileiras apresenta certa flexibilidade entre a produção de açúcar ou etanol a partir da cana, melhores preços do combustível deveriam levar a uma menor produção de açúcar no país, impactando o mercado internacional. O Brasil é o maior exportador de açúcar do mundo, respondendo por aproximadamente 45% do volume negociado. O país é também o produtor mais eficiente da *commodity* no mundo, sustentado pelas suas vantagens agrícolas. Com as empresas do setor ainda muito endividadas, demanda global por açúcar crescente e preços ainda longe de incentivar investimentos de expansão no país, a situação de preço atual não nos parece sustentável no longo prazo.

Apesar de vislumbrarmos dias melhores, *preferimos não contar com eles*. O setor continuará sendo inerentemente complicado, exposto às incertezas climáticas e aos preços das commodities, além de conviver com subsídios e protecionismo em alguns mercados, o que pode sustentar preços irracionais por longos períodos. A Raízen Energia tem adotado a mesma

---

<sup>15</sup> [http://www.agenciapetrobras.com.br/Materia/ExibirMateria?p\\_materia=978837](http://www.agenciapetrobras.com.br/Materia/ExibirMateria?p_materia=978837).

<sup>16</sup> Para mais detalhes: <http://www.mme.gov.br/web/guest/secretarias/petroleo-gas-natural-e-combustiveis-renovaveis/programas/renovabio/principal>.



postura, e vem acertadamente focando seus esforços nas variáveis sobre seu controle, entregando melhorias consistentes nos seus custos de produção.

Na Comgás, esperamos que a tendência de bons resultados operacionais e forte geração de caixa dos últimos anos continue. Apesar das incertezas impostas pela suspensão da revisão tarifária<sup>17</sup>, a Comgás vem expandindo de forma significativa nos segmentos residencial e comercial, nos quais tem melhores margens. Com os incentivos corretos nos próximos ciclos tarifários por parte do regulador, os investimentos poderiam crescer de forma acelerada. Se por um lado o ambiente regulatório da Comgás não é tão atraente para empresas eficientes como o da distribuição elétrica<sup>18</sup>, a Comgás tem no seu plano de expansão sua principal “barganha”. É – ou deveria ser – do interesse do estado de São Paulo a universalização do gás natural encanado, ainda pouco penetrado na região de concessão.

No endividamento e na estrutura societária da Cosan também residem algumas oportunidades. A cisão da participação na Comgás, que não apresenta sinergias relevantes com os outros ativos da Cosan, poderia trazer uma bem-vinda simplificação ao complexo arranjo societário e iria ao encontro do discurso da gestão da CZZ, que almeja ter participação direta em seus negócios. Apesar do nível de endividamento da Cosan se encontrar em patamar que julgamos razoável, o saldo de dívida ainda apresenta concentração excessiva no nível da *holding* não operacional, o que gera ineficiência fiscal. Esperamos que tal situação seja resolvida de forma gradual ao longo dos próximos anos com a geração de caixa e pagamento de dividendos de suas subsidiárias.

Como tentamos ilustrar nesse relatório, a Cosan de hoje é uma empresa diversificada, muito diferente daquela do IPO. O crescimento orgânico aliado à expansão das vantagens logísticas da Raízen C. e novas alocações de capital do grupo são alavancas relevantes para a geração de valor. Dada a proximidade geográfica e eventuais sinergias, a possível aquisição dos ativos de distribuição na Argentina pode representar a confluência desses dois vetores: uma alocação de capital que aumenta a vantagem logística de seu principal negócio.

---

<sup>17</sup> A suspensão foi causada por uma discussão sobre a base regulatória da Comgás.

<sup>18</sup> As melhores empresas de distribuição elétrica conseguem ter retornos consistentemente acima do nível regulatório devido à regulação baseada em incentivos, que prevê um *benchmark* regulatório determinado de acordo com a “média” das diversas empresas do setor. O mesmo não acontece com a Comgás, que é, na prática, seu próprio *benchmark*.

#### **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.