



Pacífico RENDA VARIÁVEL

O **Pacífico Ações** teve rentabilidade de 19,24% no último trimestre de 2020, acumulando no ano alta de 9,67% contra Ibovespa de 2,92%. Desde o início, em setembro de 2011, o fundo apresenta resultado positivo de 276,04% enquanto o Ibovespa sobe apenas 127,46%.

Temos hoje posições em 25 empresas, com as maiores exposições aos setores de mineração, finanças, saúde e tecnologia. Entre os novos investimentos feitos no período, destacamos a PetroRio, que adicionou uma aquisição transformacional a um retrospecto que já era de sucesso. Estimamos que o mercado ainda não incorporou todo o valor gerado na compra do campo de Wahoo, sendo que a empresa já negociava a preços muito atrativos antes da aquisição. Isso sem levar em conta a possibilidade de novas boas aquisições, há muitas oportunidades no setor.

Também montamos novas posições em empresas que vieram ao mercado no trimestre, como a Rede D'or, Meliuz e Aeris, todas histórias com potencial de crescimento muito significativo.

O **Pacífico LB** teve rentabilidade de 16,82% no quarto trimestre de 2020, acumulando no ano 10,14% contra Ibovespa de 2,92%. Desde o início do fundo, o fundo apresenta resultado positivo de 229,13% enquanto o Ibovespa sobe apenas 94,23%.

No mês de outubro, aumentamos a exposição líquida do Pacífico LB com o vencimento de estrutura de opções que possuíamos. Dessa forma, o fundo passou de 68% de exposição líquida no fim de setembro para 75,2% em outubro. Além disso, seguindo o processo de investimentos do fundo, fizemos mudanças de alocações nos ativos em função dos diferentes movimentos de



preço observados durante o mês. As principais alterações foram o encerramento do investimento em Duratex, que atingiu nosso preço-alvo, o aumento da posição em Localiza, B3, XP e Rumo, e o novo investimento em BTG e Arco Educação.

Continuamos a aumentar a exposição líquida do fundo em novembro e dezembro através da redução do índice futuro vendido, bem como pelo encerramento dos shorts em IRB e Iochpe. Além disso, zeramos o par intra-setorial de Vale contra Rio Tinto, após a operação ter atingido nosso preço-alvo.

Ao longo de dezembro, trocamos nossa posição de índice futuro vendido por opções de venda para fevereiro de 2021. Acreditamos que a volatilidade implícita nessas opções parece relativamente baixa, a mesma da bolsa americana.

Encerramos o ano com 98% de exposição líquida e 125% de alocação bruta. As principais posições do fundo são Localiza, PetroRio, B3, BTG e Intermédica. Os cinco principais setores são Varejo, Financeiro ex-bancos, Saúde, Commodities e *Utilities*.

Processos de investimento

Consideramos que uma das partes mais relevantes do ofício de investir profissionalmente é o processo de investimento. É importante não confundir processo com filosofia. Nossa filosofia é o *value investing*, investimento fundamentalista, que de maneira extremamente resumida pode ser descrito como comprar partes de uma empresa no mercado por um preço abaixo do que estimamos ser o seu valor justo.

Processo de investimento consiste no conjunto de práticas, regras e estratégias que nos ajudem a aplicar a nossa filosofia da maneira mais eficiente possível. Encontrar ações de empresas subvalorizadas é apenas a primeira etapa. Mas capturar a eventual valorização delas não é uma consequência natural, afinal a convergência para o valor justo não ocorre imediatamente nem de forma comportada. As imprevisíveis oscilações dos mercados são obstáculos para a captura da valorização, e um bom processo de investimento ajuda o investidor nessa captura.

O processo também é importante em outros aspectos: entre as companhias atraentes, quais devem compor nosso portfólio? Qual a dimensão que cada uma deve ocupar? Quando encerrar o investimento?

Todo investidor bem sucedido precisa evoluir o seu processo de investimento ao longo do tempo, alguns o fazem de forma mais organizada e consciente que outros, mas todos fazem.

Ao longo de nossa história, analisando nossos acertos e erros, temos aperfeiçoado as práticas de nosso processo. Uma das partes mais importantes e interessantes desse processo, e o tema desse relatório, é o registro disciplinado de nossas decisões de investimento. Não só quando



montamos ou encerramos nossas posições, mas também atualizações relevantes, pontos para reflexão, e registros de eventos e interações com as empresas ou agentes relevantes. Tudo isso é documentado e arquivado para consulta futura.

Esse registro nos ajuda no monitoramento de nossos investimentos. Um exemplo de uso desses registros é na manutenção de um investimento em nossa carteira, que está condicionada à validade da tese elaborada para a posição. Assim, quando a tese original se mostra equivocada, otimista demais, encerramos a posição, independente da trajetória recente da ação. Assim diminuímos a incidência de um dos erros mais comuns no investimento em ações, que é carregar por tempo excessivo investimentos perdedores. É menos trivial que parece, afinal as ações no momento da venda tendem a parecer ainda mais baratas do que quando compramos.

O registro também ajuda a evitarmos casos de “memória seletiva”, uma tendência que atinge qualquer pessoa e nos faz distorcer nossas memórias, e conseqüentemente o que pensávamos quando iniciamos alguma posição. É comum, após desdobramentos negativos, o investidor racionalizar tais desdobramentos e eventualmente encontrar novas razões para manter o otimismo.

Um aspecto mais interessante da consulta às decisões anteriores é constatar a frequência com que grandes empresas e empresários nos surpreendem positivamente. E aqui fica a lição importante, que é preciso dar tempo para que companhias bem geridas, com cultura forte e de longo prazo, façam o seu trabalho e com isso se valorizem. Claro que é fundamental que nós, como investidores, compremos tais empresas por um preço abaixo do seu valor justo, mas as melhores histórias ocorrem quando esse valor justo cresce ao longo do tempo. Nossos melhores resultados aconteceram com esse tipo de investimento.

Nos parágrafos seguintes mostraremos trechos de debates e decisões antigas nossas. As empresas citadas são a B3, Magalu, Localiza e Fleury. Cada uma com suas particularidades, mas todas são excelentes companhias, foram ou ainda são investimentos bem sucedidos, e todas tiveram um desempenho operacional melhor do que estimávamos. Esses trechos são uma boa evidência de como um bom processo de investimento é, e precisa ser, flexível e dinâmico. Ao longo do investimento o conhecimento sobre as empresas naturalmente cresce, o passar do tempo traz novas evidências que reforçam ou enfraquecem nossas teses. Nos casos bem sucedidos, a nossa confiança cresce junto com o conhecimento. Posições inicialmente não tão ambiciosas podem se tornar posições chave de nossa carteira. É um aprendizado constante e enriquecedor.



B3

Tivemos investimentos na B3 em alguns momentos ao longo dos últimos anos, inclusive com ela sendo tema de dois de nossos relatórios trimestrais (2º trimestre de 2013 e 1º trimestre de 2017). O mais longo e bem sucedido é o atual, hoje ela continua sendo uma de nossas principais posições. Esse investimento na B3, à época ainda BVMF, teve início em 10 de março de 2016. O preço ajustado¹ naquele momento era próximo de R\$ 13,39 por ação, e hoje o preço da B3 é de R\$ 59,00.

A situação da economia brasileira no início de 2016 era muito complicada, depois de 2 anos de crise e recessão. Porém, a insustentabilidade da política econômica estava clara, havendo assim alguma perspectiva de mudança com a possibilidade do impeachment ou após as eleições presidenciais subsequentes, em 2018. Esse pano de fundo difícil gerou uma cautela na fase inicial do investimento. Abaixo o racional:

“Decidimos iniciar um investimento em BVMF. Acreditamos que à medida que ficar clara a ocorrência de uma mudança estrutural (positiva) no governo federal em 2018, os negócios da BVMF serão expressivamente beneficiados, especialmente após sua aquisição da Cetip. Com isso, iremos gradualmente montar nossa posição na empresa considerando esse horizonte de investimento.

Por que investir?

- (1) Posição competitiva privilegiada como monopolista em um mercado de forte barreira de entrada (estrutura verticalizada, futura clearing integrada, regulação);*
- (2) Aquisição da Cetip elimina a principal ameaça competitiva à companhia e traz oportunidades de sinergias e benefícios fiscais, podendo levar a “re-rating”;*
- (3) Forte alavancagem operacional, baixa necessidade de investimento e benefício fiscal de amortização do ágio resultam em forte geração de caixa;*
- (4) Exposição cambial é um amortecedor para cenário pessimista para o Brasil (participação na CME², parte das receitas em dólar).*

Principais riscos:

- (1) Queda estrutural de volumes no Brasil/Mundo pesaria bastante sobre a companhia considerando sua dependência de receitas de “fluxo” e alavancagem operacional;*
- (2) Mudança na alocação de capital da companhia, investindo em projetos de retorno inferior ao seu custo de capital. Em especial, há a possibilidade de a BVMF exagerar na aquisição da Cetip;*

¹ Preço ajustado é o preço naquele momento corrigido por eventos corporativos que alterem o preço da ação, como dividendos, juros sobre capital próprio e splits.

² Logo depois, em abril, a BVMF vendeu a participação na CME para financiar a compra da Cetip. Porém, o ponto da exposição cambial segue válido pelas receitas parcialmente dolarizadas (derivativos atrelados ao dólar).



- (3) *Litígios fiscais: resultado desfavorável no CARF e novas autuações fiscais (amortização de ágio de BOVESPA e CETIP);*
- (4) *Uma estrutura de salvaguardas subdimensionada pode colocar o capital da companhia em risco considerando sua atuação como contraparte central.”*

Nenhum dos riscos se materializou, apenas alguns litígios fiscais mas de baixa magnitude. E todos os motivos que nos levaram a montar a posição continuam presentes quase 5 anos depois. Até mesmo o item (4), para o caso de um cenário pessimista, mostrou-se importante nesse ano com a crise do Covid. O negócio mostrou-se mais estável do que imaginávamos.

É evidente que o momento da compra foi extremamente favorável em termos de desdobramentos econômicos e de mercado, de lá pra cá a melhora da economia brasileira e o desenvolvimento do mercado de capitais foi expressivo, apesar da volatilidade.

Mas também foi muito importante a gestão da empresa desde então.

- A aquisição da Cetip foi finalizada pouco depois, a um preço bastante razoável;
- A unificação das clearings, um projeto iniciado com a fusão da Bovespa com a BM&F, foi finalizada com sucesso.
- Os desafios da fusão, com encontro de culturas, harmonização de janelas de liquidação e cadastros, e captura de sinergias foram superados de forma bem sucedida;
- Não houve entrada relevante de competidores, e ao menos parte disso se deve à aproximação e ao alinhamento crescente da empresa com seus clientes, inclusive com gradual redução de seus preços.

O exame dos debates sobre a B3 desde o nosso investimento evidencia que a maior preocupação, nossa e do mercado, era com a entrada de competição. Tivemos várias reuniões com reguladores (CVM e Banco Central), além de conversas com executivos do setor e ex-membros do CADE. De nossa parte, tínhamos confiança de que, pelo menos nos meses seguintes ao início de nosso investimento, essa ameaça era pouco consistente. Como exemplo dessa opinião, podemos observar o trecho abaixo, enviado por e-mail em 27 de setembro de 2016, depois de uma denúncia feita pela ATS em relação à BVMF ter evoluído para um inquérito administrativo no CADE:

“De forma geral, o posicionamento do CADE parece bem mais light do que vimos na nota técnica no início do ano relacionada ao mercado de cartões. O estudo do CADE desse caso ainda parece bastante preliminar.

Em particular, o argumento usado pela BVMF para interromper as tratativas comerciais com a ATS em relação ao acesso a sua depositária me parece bastante razoável, especialmente considerando que está em curso pela PF a Operação Greenfield.

Em suma, a ATS/ATG segue provocando ruídos em relação à BVMF, mas ainda não representa uma ameaça competitiva crível.”



Para uma monopolista o tema da entrada de competidores sempre será relevante, e de fato isso vem ocorrendo, mas por enquanto apenas em algumas linhas de negócio da antiga Cetip. Não são eventos materiais para os resultados futuros da B3.

Para uma visão mais detalhada de nossa opinião sobre o posicionamento competitivo da BVMF, é interessante a leitura do nosso relatório trimestral do 1º trimestre de 2017.

Ainda que a economia tenha melhorado desde 2016, o crescimento do mercado de capitais foi desproporcionalmente mais significativo. Trazer a inflação para níveis controlados possibilitou uma queda consistente da taxa de juros, impulsionando uma forte expansão dos mercados de crédito, acionário e de derivativos.

Dentro da expansão do mercado acionário, um desdobramento interessante, e talvez estrutural, foi o grande ingresso de pessoas físicas na bolsa, o que levou a um aumento do turnover nas ações. Esse processo teve maior intensidade desde 2019, e uma das nossas interações com a empresa no início de 2019 levantava essa possibilidade, como mostra essa nota de 28 de fevereiro de 2019:

“Pela primeira vez ouvi a B3 otimista com a possibilidade de o giro continuar aumentando no mercado de ações. Pode haver alguma volatilidade no número, mas enxergam uma tendência ascendente.”

Nas palavras de um executivo do setor com o qual conversamos, *“é imbatível um monopólio verticalizado em um país que exige muita regulação do setor financeiro”*. Mas a manutenção dessa situação, ou algo próximo dela, requer habilidade e boa gestão. Não é conveniente abusar da posição dominante, um caminho que frequentemente leva a entrada de concorrência mais relevante, como presenciamos em vários outros setores. É essencial passar parte dos ganhos para os clientes, e no caso da B3 isso se dá via queda de preços, eficiência e segurança. Ressalte-se que a volatilidade desse ano gerou várias interrupções em muitas bolsas pelo mundo, mas não na B3.

Também é fundamental estar próximo dos clientes, entender suas demandas e prestar um serviço de alto nível. Sobre esse ponto, uma reunião em 25 de abril de 2019 com um dos grandes clientes da B3 gerou observações encorajadoras:

“A atual diretoria é muito boa. Estão muito mais próximos dos clientes e mais ágeis no lançamento de produtos, vide o ‘roadmap’ anunciado. O grande diferencial da B3 é sua clearing, que atingiu outro patamar após a unificação.”

Como dito anteriormente, a B3 ainda é hoje uma de nossas maiores posições. Claro que a boa perspectiva para o mercado de capitais brasileiro é instrumental para o nosso otimismo. Mas tão importante quanto isso é a confiança que temos de que a empresa continuará a ser muito bem gerida. Há frentes de crescimento, como novos produtos e *market data*, que podem trazer



à B3 uma expansão de resultado maior do que seria garantida pelo crescimento do mercado de capitais.

Magalu

Iniciamos nosso investimento na Magalu no dia 1º de março de 2019, a um preço ajustado aproximado de R\$ 5,50. Hoje a ação negocia a R\$ 25,00. A alta até o momento da nossa aquisição era impressionante, e esse exemplo ilustra a importância de não sermos impactados pela trajetória recente das ações. Interessam os méritos da empresa, do negócio, o seu preço, e o futuro. Abaixo, o racional de nosso investimento naquele momento:

“Iniciamos hoje uma pequena posição em MGLU. As motivações para o investimento seguem abaixo:

- (1) Presença cada vez mais relevante no e-commerce, cujo ambiente setorial possui hoje uma série de condições favoráveis que devem suportar um crescimento bastante acelerado nos próximos anos: acesso crescente da população à internet; retomada da economia e entrada da geração mais nova, mais familiarizada com tecnologia, em seus anos de pico de consumo; crescentes investimentos em tecnologia e logística, que devem melhorar significativamente a experiência de compra, gerando um ciclo virtuoso; e penetração ainda baixa (cerca de 5%) do e-commerce em relação às vendas totais do varejo.*
- (2) Apesar da origem no varejo, a companhia parece ter conseguido fazer efetivamente sua transição para uma empresa digital. A cultura parece ser bastante forte, com excelentes avaliações pelos colaboradores e turnover abaixo da média do mercado. O time da Luizalabs, divisão dedicada à tecnologia, já possui cerca de 700 funcionários, com mais de 400 desenvolvedores. Nos últimos anos tem conseguido atrair excelente capital humano.*
- (3) Única companhia do setor com operação integrada no conceito real de omnichannel, possibilitando ganho de escala e sinergias entre o online e o físico. Além disso, é a única que está se posicionando como uma plataforma aberta para o varejo, no conceito de “Retail as a Service”. O fato de ocupar a plataforma com a demanda de terceiros, além de gerar receita pelo serviço prestado, possibilita ganho de escala e diluição dos custos fixos para a operação própria, permitindo entregas muito mais frequentes com sua malha logística, por exemplo.*
- (4) Objetivo de transformar o app da companhia, um dos mais baixados do varejo, em um “superapp”, incluindo no futuro uma série de serviços adicionais para os clientes (wallet digital, recarga de celular, pagamento de boletos, compra de ingressos, etc). Decisão de implementar todas essas funcionalidades no app nativo, diferente dos concorrentes, que preferiram o caminho de um app segregado.*
- (5) Market share relativo ainda baixo, em cerca de 9% em 2018, enquanto os dois principais concorrentes somam cerca de 55%. Bastante espaço para captura de mercado caso entregue um nível de serviço superior, o que acreditamos ser possível.*



- (6) *A Via Varejo, um de seus principais concorrentes, especialmente no varejo físico, passa por uma série de problemas internos, com seu controlador buscando ativamente a venda da companhia, o que tem afetado diretamente suas operações. Num negócio tão dependente de processos e capital humano, a companhia parece sem rumo. Isso pode abrir espaço para uma captura relevante de espaço nesse mercado, ganhando ainda mais escala para as operações de loja física e 1P.*
- (7) *A companhia ainda possui bastante espaço para abertura de novas lojas (está fora dos estados do RJ e ES, por exemplo). Essas lojas, além de aumentarem o potencial de vendas, servem como mini-CDs, melhorando a operação logística.*

Principais riscos:

- (1) *O valuation atual, negociando com um P/L de ~30x pra 2020, segundo nossas projeções, já incorpora um crescimento bastante significativo para os próximos anos. Uma desaceleração nesse crescimento pode levar a um de-rating relevante nesses múltiplos, impactando negativamente o preço das ações.*
- (2) *Boa parte do crescimento projetado da companhia vem do segmento de marketplace. Uma maior dificuldade de manter a entrada de novos sellers e produtos, seja por dificuldades operacionais ou concorrenciais, pode afetar negativamente essa evolução.*
- (3) *A companhia pode ser obrigada a investir ainda mais do que projetamos em iniciativas de atração de clientes e melhora da qualidade do serviço, o que afetará negativamente as margens e, conseqüentemente, nosso valuation.*
- (4) *A concorrência pode se acirrar no futuro, especialmente em relação a condições de preço e frete. Num passado recente o ambiente competitivo era muito mais danoso, mas as companhias chegaram a um ponto tal de dificuldade financeira que as obrigou a serem menos agressivas. Um ambiente desse tipo pode retornar.”*

Dados os pontos da nossa tese, o desempenho da empresa dificilmente poderia ter sido melhor. Nenhum risco se materializou, todos os pontos foram ou continuam válidos, e a Magalu hoje é uma posição relevante em nossos fundos. A única observação a ser feita é no ponto 6: imaginávamos que a fase ruim da Via Varejo ajudaria, e ajudou nos primeiros meses após o nosso investimento, mas a empresa se acertou e passa por uma melhora operacional considerável, mas sem afetar o crescimento da Magalu.

Um aprendizado relevante aqui é sobre *valuation*, e o peso que deve ser dado a ele, especialmente em empresas de ponta, e no caso da Magalu, verdadeiramente visionárias. Esse tipo de empresa atua pensando em prazos muito longos, e as métricas tradicionais de análise podem perder eficácia. Um traço comum de empresas com essa filosofia é a disposição de sacrificar lucros de curto prazo objetivando estar mais fortes no longo prazo. Esse trecho de e-mail enviado sobre o Magalu Day ocorrido em dezembro de 2018 ilustra essa visão:

“O evento foi bastante interessante, reforçando o compromisso da companhia com a digitalização e o omnichannel. A principal mensagem foi de que o foco total da companhia está hoje no cliente, com as métricas internas passando a refletir esse propósito. Rentabilidade,



portanto, fica em segundo plano, e o grande objetivo torna-se atrair, reter e aumentar a recorrência de compra dos clientes.”

O sucesso da Magalu nessa missão é inconteste, não só pelo seu crescimento, mas também pelos índices altíssimos de satisfação que a empresa atinge em todas as pesquisas sobre o assunto.

O seguinte trecho, extraído do release de resultados da empresa referentes ao 4º trimestre de 2018, é complementar a essa visão e ajuda na discussão sobre o *valuation* e estratégia da companhia:

“Chegamos ao fim de nosso processo de transformação digital. Pensamos como uma tech company. Trabalhamos como uma tech company. Somos uma tech company – uma plataforma digital, sem fronteiras entre o físico e o virtual, enxergando o mundo do varejo como um só – porque é assim que acreditamos que ele é. Sem barreiras, sem muros, sem idiosincrasias ou feudos.”

Notem que começamos o investimento com uma posição pequena, e provavelmente o maior motivo para essa cautela estava no primeiro risco levantado: o *valuation* de 30x lucro, bem acima da média do setor de varejo. Apesar da confiança mostrada pela empresa no trecho acima, e dos resultados atingidos, o mercado ainda não tratava a empresa como uma de tecnologia. De lá pra cá essa confiança chegou, e pelo menos no momento atual o lucro não é uma métrica relevante para a análise da Magalu, sendo substituída por outras mais aptas a considerar o seu crescimento exponencial e o tamanho do seu mercado potencial.

O uso dessas ferramentas traz um justo receio para o investidor, mas é importante incorporá-las. Um exemplo curioso desse receio fica claro nessa troca de mensagens dentro de nossa equipe, após a empresa divulgar os seus resultados referentes ao 3º trimestre de 2019, muito fortes e em linha com a estratégia da empresa:

Trechos do comentário sobre o resultado:

“Resultado muito bom, com o crescimento se acelerando em todos os segmentos. Apesar do impacto na margem, entendo que a companhia está seguindo a estratégia correta, que é a de entregar o melhor nível de serviço, atrair clientes, atrair sellers, e aumentar a recorrência de compra.”

E a curta e informal troca de mensagens:

*-“Dá vontade de ‘ignorar’ o valuation de curto prazo e ter posição maior. Deveríamos?”
-“Sim, é impressionante o que eles estão fazendo.”*

Esse é um dilema mais complexo que parece e muito comum em gestão. É comum as estimativas sobre o valor justo das empresas encontrar maiores espaços de valorização em



empresas mais problemáticas, e menores espaços nas empresas de alta qualidade. Nossa experiência mostra que um foco excessivo no *valuation* pode ser uma âncora custosa. É um atributo fundamental, sempre temos cuidado para não exagerar no quanto pagamos por uma empresa, não se trata de “ignorar”, como dito informalmente acima. Mas as melhores histórias se dão quando o valor da empresa se expande com o tempo. Projetar isso é muito difícil, porém é amplamente factível identificar o tipo de situação na qual esse crescimento é mais provável. Culturas de gestão de longo prazo, qualidade e ética das diretorias, empresas com pequenas fatias de mercado, mercados em tendências seculares de crescimento, tudo isso aumenta a chance de sermos surpreendidos positivamente.

No caso da Magalu, todos os resultados apresentados pela companhia desde que temos a posição foram muito fortes:

- O e-commerce representava 5% das vendas do varejo, hoje está em torno de 10%.
- Esperávamos que ela chegaria a uma participação dentro do *e-commerce* de 20% em 5 anos, ela atingiu essa participação em pouco mais de um ano.
- É a única das grandes empresas de *e-commerce* ganhando participação de forma consistente desde o nosso investimento.
- Fizeram uma série de boas aquisições de empresas de tecnologia, logística e e-commerce. A Netshoes atingiu o *breakeven* rapidamente, a Época Cosméticos vem mostrando resultados encorajadores, e a expansão da companhia em produtos básicos, de supermercado, tem sido forte.
- Ainda sobre as aquisições, compraram várias *startups* que ajudarão a empresa a prover serviços cada vez melhores para seus *sellers* e clientes. São elas: ComSchool (escola de *e-commerce* e *marketing* digital), AiQFome (delivery de refeições), Canaltech (provedor de conteúdo), InLoco Media (publicidade digital), Hubsales (plataforma para vendas diretas fábrica-consumidores), Stoq (tecnologia para ponto de venda), GFL (logística), Sinlog (logística) e Hub Fintech (soluções financeiras).
- É a única do setor que, ao longo dos últimos anos, foi capaz de não só acelerar de forma exponencial seu crescimento, mas conseguiu isso sempre com rentabilidade e gerando caixa.
- Estiveram na vanguarda ao compreender a força de combinar o varejo online e o físico, como está explícito no trecho citado acima do comunicado da empresa: “*sem fronteiras entre o físico e o virtual*”. Pode-se dizer inclusive que foram pioneiros globais nessa visão.

Esperamos uma continuidade nessa trajetória para a empresa, mas sempre atentos à possibilidade de exageros por parte do mercado e também a uma eventual desaceleração de seu crescimento. Mas essa história nos parece ainda ter muito a oferecer, para investidores e consumidores, e por isso continuamos sendo acionistas da Magalu.



Localiza

Assim como o caso da B3, também tivemos posições na Localiza em outras ocasiões, com ela sendo o tema do nosso relatório trimestral do 4º trimestre de 2013. E também de maneira semelhante à B3, o investimento mais bem sucedido vem sendo o último, iniciado em 22 de maio de 2018, a um preço ajustado de R\$ 25,00. Hoje o preço dela é de R\$ 65,00. Abaixo, nossa tese na época:

“Investimos hoje na Localiza. A ação atingiu nosso preço de revisão (~R\$25/ação) e vemos uma perspectiva bastante favorável de crescimento com rentabilidade. A companhia tem conseguido expandir bastante frota no segmento de locação de veículos (RAC) em função de uma boa elasticidade a preço observada após a implementação do sistema de yield management, com tarifas mais dinâmicas. Com isso, houve um aumento da taxa de utilização que mais que compensou a queda da tarifa média.

O ambiente competitivo está razoavelmente saudável (para o setor) e acreditamos que continue assim, especialmente após a aquisição da Unidas pela Locamérica.

Um dos questionamentos que tínhamos era sobre a sustentabilidade das boas margens do segmento de seminovos. A Localiza acredita que o novo nível de depreciação (~R\$750-800/carro/ano no RAC) seja sustentável, principalmente pelos ganhos de produtividade que conquistaram nos últimos anos na operação de venda no varejo.

Vemos a companhia negociando a 12x EV/EBITDA 2018 e 10x 2019, com spread (ROIC - custo da dívida pós-impostos) de 9%. Nossas premissas são de crescimento de 7.4% da frota ao ano entre 2018 e 2022, fazendo com que o NOPLAT tenha um CAGR relevante de 13.7% ao ano no mesmo período.

Como principais riscos, temos uma desaceleração da retomada da economia, já que boa parte do crescimento da companhia deve se dar pelo segmento corporativo, um comportamento mais agressivo dos concorrentes pelo fôlego que os juros baixos proporcionam e uma depreciação acima da esperada por um enfraquecimento do mercado de seminovos.

O melhor ponto para iniciar a análise dessa tese está logo no primeiro parágrafo, o sucesso do sistema de *yield management* aplicado pela empresa. *Yield management* no caso consiste em um sistema mais dinâmico de tarifas, se possível variando-as em tempo real, e de acordo com a praça, loja, tipo de veículo, horário, e outras variáveis. A primeira vez que ouvimos a intenção da empresa em aplicar essa ferramenta foi no Investor Day realizado por ela em agosto de 2015. Com o benefício de ver toda a história desde então, pode-se dizer que esse foi um evento seminal.

Um breve contexto sobre a época: economicamente era um momento muito ruim para a nossa economia, com atividade fraca e uma marcada piora nas contas públicas. O setor vivia a agressiva expansão de um 3º player, a Movida. Havia uma sensível preocupação com a piora do



posicionamento da Localiza e com a perspectiva para os que ela poderia cobrar pelo aluguel de seus carros.

Frente a esse cenário, o anúncio por parte da Localiza da nova ferramenta de *yield management* foi interpretado por muitos como uma reação à situação delicada, e talvez como prova de que a força de sua posição competitiva tinha se reduzido.

A Localiza, obviamente, pensava diferente. Trechos a seguir estão nas notas referentes ao evento de 2015:

“Yield management é para recuperar o ROIC (retorno sobre o capital investido). Estão testando elasticidade da demanda, estão tendo boa resposta das pessoas físicas. Baixam um pouco o preço e vendem mais, compensando parte da queda drástica nas pessoas jurídicas. E as tarifas de PF tendem a ser melhores, então ajuda o mix.

Yield management é um projeto, não é uma oportunidade.”

Outra evidência dessa preocupação e da visão da empresa sobre a evolução das tarifas pode ser extraída da seguinte resposta da empresa a uma pergunta na sua teleconferência de resultados referentes ao 3º trimestre de 2015. A questão era sobre a futura evolução das tarifas:

“Nosso principal indicador é o retorno sobre o capital investido. Toda nossa ação em preços dependerá desse indicador. Mesmo com ambiente competitivo, rentabilidade tem sido preservada. Enquanto pudermos ser competitivos com rentabilidade, manteremos essa estratégia.

Não podemos afirmar que a tarifa vai subir, teremos tarifa competitiva que nos possibilite um bom retorno.”

Percebe-se assim a firmeza por parte da empresa em sinalizar e seguir um caminho oposto às expectativas do mercado, um exemplo de visão de longo prazo. Reconheça-se aqui que compartilhávamos dos temores do mercado, e a difícil situação econômica nos levou à decisão de não sermos acionistas da Localiza naquele momento.

Outro tema discutido no evento de 2015 foi a ameaça, no momento ainda em escala menor, do Uber. Os temores dos investidores tinham razão de ser, tendo em vista a experiência de outros países. Nos EUA, por exemplo, a expansão do Uber e similares de fato teve um impacto forte e negativo nos negócios das locadoras de automóveis. Mas a diretoria da Localiza acreditava que a história no Brasil poderia ser diferente:

“Uber eventualmente compete com aluguel de carro por facilitar a mobilidade. Mas pode gerar negócio por reduzir necessidade de se ter carro. Somos a favor do Uber, qualquer coisa que melhora a vida do cliente é bem vinda por nós. Até trabalharíamos juntos. Vemos como oportunidade.”



Sabemos hoje o quão acertada era essa opinião. Há diferenças relevantes entre os mercados de automóveis do Brasil e dos outros países. A relativa facilidade em se obter carros nos EUA, tanto por renda mais elevada como por facilidade de financiamento levou a uma parcela maior de motoristas autônomos que são donos dos seus carros. No Brasil trabalhar como autônomo com um carro alugado acaba sendo para muitos uma alternativa mais rentável do que comprar o veículo para fazer o mesmo.

Acompanhávamos a empresa com atenção, e ao longo de 2017 os seus resultados mostravam o sucesso da nova política de preços. A expansão do compartilhamento de viagens era uma realidade de proporção crescente. O trecho seguinte é extraído de nossas notas sobre o Localiza Day de 2017, ocorrido no dia 4 de dezembro de 2017, e passa por esses dois efeitos:

“Estão notando uma recorrência maior de clientes. Isso pode ser reflexo da mudança de hábito também, com pessoas preferindo usar Uber/táxi no dia a dia. Assim, há menos necessidade de ter a posse do carro, favorecendo o aluguel de veículos para o fim de semana para viagens, por exemplo.”

Nossa confiança na estratégia da companhia crescia, e apesar do cenário ainda turbulento em 2018, vésperas de eleição, decidimos fazer o investimento, como demonstrado no início do comentário sobre a Localiza. Desde então a evolução dos resultados da empresa superou bastante o nosso cenário base, com a depreciação³ por veículo sendo a única variável que teve evolução pior do que o esperado. O crescimento muito acelerado não só da Localiza como também de suas concorrentes contribuiu para isso, pois gerou um grande aumento do volume de carros usados a serem vendidos por elas, pressionando seus preços.

O evento realizado pela empresa em 2018 reforçou a estratégia bem sucedida da empresa, especialmente no segmento de compartilhamento de viagens. O trecho abaixo de nosso relato sobre a apresentação ilumina essa estratégia, agora ainda mais concreta com a nova funcionalidade anunciada:

“A maior novidade anunciada foi o Localiza Driver. É um sistema totalmente integrado e desenvolvido junto ao Uber que dá ao motorista uma solução muito mais simples e próxima do que eles querem. O processo de aluguel é muito simplificado, há uma análise de crédito rápida e eficiente pelo histórico do motorista/cadastro junto ao Uber e o acompanhamento e pagamento ao motorista são semanais, junto com o pagamento do próprio Uber, reduzindo a inadimplência. Estão muito animados com a recepção do produto e o ‘roll-out’ está sendo feito agora.”

O sucesso do novo sistema foi retumbante, escalando com uma velocidade que surpreendeu a empresa e o mercado. Apesar da redundância, ressaltou-se mais uma vez que o Uber era visto como uma ameaça ao negócio da empresa 3 anos antes. Hoje estimamos que o

³ Diferença entre o preço que a empresa compra os veículos e o preço que ela vende os veículos, através da sua unidade Seminovos.



Uber represente em torno de 20% da frota do segmento de aluguel de veículos da empresa, que é o seu segmento mais importante.

Com números podemos demonstrar de forma mais clara o desempenho da empresa desde o nosso investimento:

- Trabalhávamos com um crescimento da frota de 7,4% ao ano até 2022. Até então a frota cresceu 30% ao ano.
- O crescimento de lucro esperado era de 13,7% ao ano até 2022. Até hoje também está crescendo 30%.
- Esses resultados muito positivos se deram com a diária em queda, como temido pelo mercado: em 2015 a diária média era de R\$ 84,56. No 2º trimestre de 2018, quando investimos, era de R\$ 69,46. Hoje está em R\$ 66,80.
- A empresa manteve seus retornos em níveis elevados, com a diferença entre o ROIC (retorno sobre o capital investido) e o custo de sua dívida em 7% ao ano, muito próximo dos 7,5% de 2015.

Em nossa tese mencionávamos que o ambiente competitivo poderia ser mais favorável com a aquisição da Unidas pela Locamerica. Hoje podemos estar prestes a ver um mercado ainda mais consolidado, vide a fusão da própria Localiza com a Unidas/Locamerica. Mais uma evidência da dificuldade de se prever as surpresas positivas que acontecem nas histórias de empresas de ponta.

Continuamos muito positivos com o nosso investimento na Localiza. Especificamente, o mercado parece estar atribuindo um risco bastante alto à fusão, ainda sujeita à aprovação pelo CADE. Nossas projeções para o caso de a fusão ser aprovada mostram uma das melhores empresas do país a um preço muito atrativo, com perspectivas de crescimento de receita e lucro muito pronunciadas. E mesmo a Localiza por si só ainda representa um investimento com boas perspectivas.

Adicionalmente, a empresa segue com sua capacidade de inovação e de exploração de novos mercados. O segmento de aluguel de longo prazo para pessoas físicas parece especialmente promissor, uma tendência que pode ter sido acelerada pela pandemia. O novo serviço, Localiza Meoo, já foi lançado e acompanharemos sua evolução ao longo dos próximos trimestres.

Fleury

Iniciamos nosso investimento no Grupo Fleury no dia 4 de março de 2016, a um preço ajustado de R\$ 7,40. Encerramos a posição em janeiro de 2018 com a ação em torno de R\$ 27,00. Investimos na Fleury em outras ocasiões posteriores, inclusive esse ano próximos dos piores momentos da crise do Covid 19. Consideramos uma ótima empresa com um ótimo futuro, mas



não temos posição hoje por questões de custo de oportunidade, ou seja, vemos outras opções ainda melhores hoje para compor nosso portfólio.

Segue o que pensávamos à época do investimento:

“Essa semana decidimos investir em Fleury. A ideia inicial é ter uma exposição pequena do fundo à empresa, pois ainda pretendemos investigar algumas questões referentes à empresa e a liquidez da ação é baixa. O racional para o investimento é o seguinte:

Por que investir:

- (1) Mercado com boas perspectivas de crescimento por demografia e crescente foco na prevenção (vs tratamento) de doenças.*
- (2) Forte posicionamento competitivo no principal mercado brasileiro (SP) e no segmento mais rentável (alta renda) através da marca Fleury (reajuste de preços próximo da inflação).*
- (3) Oportunidades de ganhos de eficiência (margens) considerando o turnaround em curso na operação no RJ e outras iniciativas da companhia.*
- (4) Melhora na capacidade de alocação de capital da companhia e a presença de um watchdog⁴ (Advent).*

Principais riscos:

- (1) Macro Brasil: a situação financeira de muitas operadoras de saúde é frágil, o que pode dificultar o reajuste de preços e o pagamento por serviços prestados. O aumento do desemprego pode reduzir a demanda.*
- (2) Risco de execução: custos indexados à inflação exigem atenção constante; interrupção na trajetória de melhora.*
- (3) Retenção de médicos com fim da sociedade controladora.*
- (4) Aumento inesperado no Capex (desvalorização do real ou imprudência) pode comprometer a geração de caixa.*

Como explicitado no nosso racional, tínhamos uma visão ainda cuidadosa quando começamos nosso investimento. O preço extremamente depreciado da ação dava uma boa margem de segurança, e pode-se dizer que era um momento de mudança na nossa opinião sobre a empresa. Um trecho de nota interna de outubro de 2015, antes de iniciarmos nossa posição evidencia um ponto nessa transição:

“Fiquei surpreso com a confiança da companhia ao divulgar tais projeções de crescimento. Acredito que alguma dose de ceticismo é justificada. Ainda assim, não deixa de chamar a atenção na conjuntura atual uma empresa ter uma projeção ‘otimista’ como a Fleury demonstrou. Outro fator que me deixa intrigado com a empresa é a compra pela Advent de uma

⁴ Observador, “cão de guarda”.



participação de 13%. Ter como sócio uma gestora de private equity pode ser justamente o que a companhia precisa tendo em vista a alocação de capital passada.”

O estudo e acompanhamento da empresa continuou, e o que aprendíamos começou a justificar maior otimismo com a trajetória do Grupo Fleury. Um ponto fundamental na tese era a expectativa de aumento de margens. Havia dentro do grupo praticamente duas empresas diferentes, pelo menos em números. Uma era a operação da marca Fleury, segmento *premium* concentrado em SP, com margens elevadas e uma marca muito forte e renomada. E a outra englobava as outras operações, incluindo a marca a+ em São Paulo e as marcas regionais e no Rio de Janeiro, com margens muito baixas, mas que representavam 35% da receita consolidada do grupo.

Uma melhora mais significativa nessas operações menos eficientes poderia impactar o resultado do grupo de maneira muito relevante. Uma reunião com a empresa pouco depois de montarmos a posição, ainda em março, reforçou a crença nessa possibilidade:

“Em particular, chama a atenção a companhia ainda ter uma margem tão inferior ao Hermes Pardini⁵ mesmo tendo algo tão forte quanto a marca Fleury. É natural que o Pardini tenha margens superiores às marcas regionais do grupo Fleury considerando seu nível de eficiência atingido após anos de trabalho e, especialmente, sua maior escala ‘industrial’. Ainda assim, não parece ser razoável que a operação do RJ do Fleury siga com EBITDA negativo e as demais marcas regionais com margem EBITDA próximas de 10%, o que parece ser o caso corrente assumindo fixa a margem EBITDA de 36% da marca Fleury.

Assumindo que no longo prazo a marca Fleury mantenha sua margem EBITDA em 36% e as marcas regionais atinja 17%, a margem consolidada do Grupo Fleury pode atingir 26% (hoje está em 19%)”

Após esse diagnóstico passamos a ter uma maior exposição a Fleury. Em seguida a empresa divulgou resultados trimestrais que confirmaram a nossa expectativa de melhora de margens, e a visão positiva sobre a companhia foi sendo reforçada. O trecho abaixo estava em uma nota de agosto de 2016, relatando um encontro com a empresa:

“O evento reforçou minha grande animação com nosso investimento em Fleury. O tom do discurso da companhia claramente mudou para mais otimismo, talvez inevitável após o forte desempenho operacional da companhia no 1S16. A diretoria está bem mais pró ativa em listar as diversas oportunidades que tem para melhorar o desempenho da empresa, quase ignorando a possibilidade de uma reversão no patamar de rentabilidade atingido ou que uma deterioração na demanda tenha um forte impacto no resultado.’

⁵ Nessa época o Hermes Pardini ainda não era listado, e sabíamos do seu desempenho operacional em virtude de uma visita à empresa. Aliás, o próprio Pardini era muito otimista com a rentabilidade potencial do Grupo Fleury.



Por larga margem nossa tese de investimento foi sendo confirmada nos trimestres seguintes. A evidência mais relevante foi a trajetória da margem EBITDA, que foi de 19% ao final de 2015 para 26% ao final de 2017. Essa melhora combinada com o forte crescimento de receita fez o lucro da empresa triplicar no período. A ação acompanhou essa melhora operacional, e no início de 2018 encerramos nosso investimento. Mantemos nossa proximidade à companhia, que é uma das mais promissoras dentro de um setor de ótimas possibilidades de longo prazo.

Conclusão

A leitura permite notar uma série de semelhanças entre investimentos em empresas tão diferentes. Todas são empresas da mais alta qualidade, com diretorias alinhadas, capazes e trabalhando com visão de longo prazo. Todas empresas estão em setores de elevado crescimento. E todos esses casos foram investimentos de prazo relativamente prolongado, pelo menos 2 anos. Fomos surpreendidos positivamente com todas elas.

São ótimos exemplos do tipo de situação que procuramos em nosso trabalho como investidores. É o tipo de situação que apresenta as melhores chances de termos bons retornos.

E é importante não perder de vista que essas companhias prosperaram num ambiente econômico muito difícil. Ótimas companhias não precisam de um forte vento a favor, muitas vezes uma condição minimamente estável é suficiente para a ocorrência de belas histórias de geração de valor. O empreendedorismo e a gestão brasileira são repletos de exemplos de nível global, e é nosso objetivo estudar e trabalhar para encontrar esses casos.

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.

