

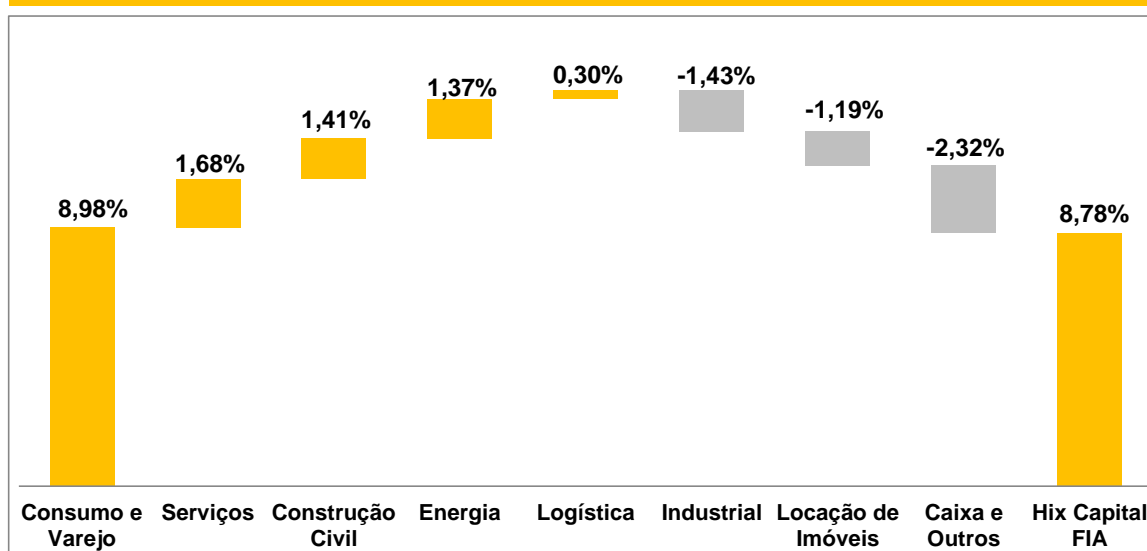


*"Time is the friend of the wonderful business, the enemy of the mediocre."
(Warren Buffett)*

Caros Investidores,

No ano de 2013, o Hix Capital FIA valorizou-se em 8,78%, enquanto o Ibovespa desvalorizou-se em 15,50%. Desde maio de 2005, a carteira administrada pelos gestores do Hix Capital FIA valorizou-se em 595%, comparado a 101% do Ibovespa. No ano, as principais contribuições individuais positivas para o resultado foram Dufry, Portobello, Contax e Equatorial, enquanto as negativas foram Cosan e Gerdaul.

Atribuição de Performance – HIX Capital FIA



Fonte: Hix Capital

Nosso fundo tem como objetivo maximizar o retorno sobre capital investido, enquanto minimizamos risco de perdas permanentes de capital. Fazemos isso através de um portfólio concentrado em negócios de qualidade, fáceis de entender, tocados por bons gestores e negociados a preços interessantes. Para ter certeza que todas estas peças estão no lugar, investimos muito tempo conhecendo a fundo cada uma das empresas que investimos.

Retrospectiva 2013

Apesar do crescimento fraco da economia, o ano foi muito bom para a maior parte das empresas que compõe a nossa carteira. A receita líquida das empresas do portfólio cresceu 22% em relação à 2012¹. Em termos de EBITDA² e Lucro Líquido, o

¹ Número de receita ponderada pela participação das empresas em nossa carteira.

² Lucro antes de despesas financeiras, imposto de renda e depreciação. Esta medida é usada como proxy para geração de caixa operacional das empresas.



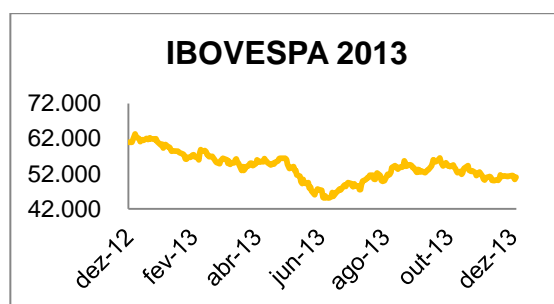
crescimento foi ainda maior, atingindo 24% e 27%, respectivamente. Em termos de *valuation*, a combinação das empresas de nossa carteira possui um múltiplo ponderado de 6,1x EBITDA e 13,2x lucro para 2014.

Crescimento da Carteira	2013 x 2012
Receita Líquida	22%
EBITDA	24%
Lucro	27%

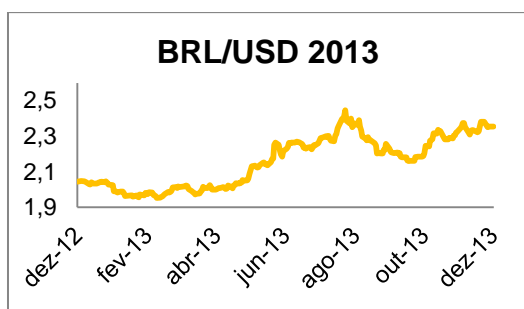
Múltiplo da Carteira	2014
P / L	13,2 x
EV / EBITDA	6,1 x

Fonte: Hix Capital

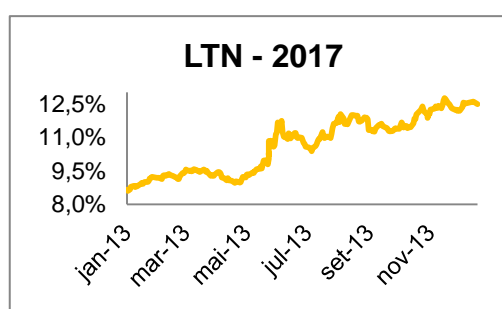
O mercado de ações em 2013, assim como o de juros e câmbio, passou por ajustes relevantes. O Ibovespa, após iniciar o ano a 60.952 pontos, se desvalorizou fortemente, terminando o ano em 51.507 pontos. Essa queda ocorreu por uma combinação entre compressão de múltiplos e revisões negativas nas expectativas de lucros das empresas para 2013. O Dólar, por sua vez, ganhou força contra o Real e se valorizou 14,9%, após ficar claro que a falta de competitividade da indústria brasileira e o menor apetite dos estrangeiros por investimentos no país reduziriam o fluxo de capitais para o Brasil. Por último, as expectativas de juros de longo prazo subiram de forma significativa, após o início do ciclo de aperto monetário realizado pelo Banco Central, com intuito de conter a inflação, que continuava em um nível alto.



Fonte: BM&F Bovespa e Hix Capital



Fonte: BM&F Bovespa e Hix Capital



Fonte: Tesouro Direto e Hix Capital



Visão 2014

O Ano de 2014 se inicia com uma combinação de expectativa de crescimento fraco do PIB, desvalorização cambial, alta dos juros e inflação em patamares elevados. Apesar deste cenário macro mais desafiador, continuamos confiantes com a qualidade das nossas empresas investidas e de suas perspectivas de criação de valor.

Entendemos que, de acordo com o nosso mandato de comprar participações em empresas que possam criar valor aos seus acionistas em qualquer momento do ciclo econômico, devemos buscar investir de forma defensiva em um momento como o atual. Seguindo este racional, neste momento, buscamos investir preferencialmente em empresas que, em sua dinâmica de mercado:

- Sejam pouco dependentes da demanda interna do Brasil para aumentar seus lucros nos próximos anos;
- Sejam capazes de repassar preços em um cenário de maior inflação;
- Se beneficiem positivamente de um eventual câmbio mais desvalorizado;

Desta forma, setores como Agronegócios, Varejo de Viagens³, Papel e Celulose e *Utilities* ganharam representatividade no nosso portfólio.

A Importância da Análise Qualitativa:

Uma frequente discussão entre investidores de ações é qual estratégia perseguir para obter resultados superiores ao mercado no longo prazo. Não seria a melhor alternativa uma estratégia tão simples como comprar empresas “baratas”? Assim, poderíamos nos aproveitar do ganho decorrente da convergência entre o valor de mercado e o valor intrínseco – neste caso superior ao de mercado - das empresas.

A análise é muito simples: se uma companhia gera por ano aproximadamente R\$ 100 milhões de fluxo de caixa livre aos acionistas e utilizarmos uma taxa de desconto de 10% ao ano, chegaremos a um suposto valor intrínseco presente de R\$ 1 bilhão. Se comprarmos as ações desta empresa a 70% desse valor, teríamos um potencial ganho instantâneo de 43% ou uma margem de segurança de 30% (que nos protegeria caso estivéssemos errados em alguma premissa).

A nossa visão é que, na realidade, os mercados muitas vezes levam muito tempo para se corrigirem e um investidor que comprar uma empresa barata hoje, mas que não crie valor continuamente para seus acionistas ao longo do tempo – reduzindo o seu valor intrínseco anualmente – pode acabar tendo um baixo retorno em seu investimento⁴.

Voltamos então ao ponto de partida e nos perguntamos, o que deveríamos procurar para gerar retornos diferenciados? Nós, na Hix Capital, acreditamos que a estratégia mais adequada no longo prazo é buscar comprar – desde que a preços adequados –

³ A Dufry é a segunda maior empresa global de varejo *duty free*.

⁴ Neste caso, o tempo age como inimigo do investidor, já que a cada dia que passa a empresa passa a valer um pouco menos.



ações de empresas que tenham capacidade de criar continuamente valor para os seus acionistas⁵.

Como ilustração propomos a análise teórica dos seguintes investimentos:

A Empresa A opera em um setor que cresce, seus executivos são competentes, alinhados e trabalham todos os dias para criar valor para a empresa. Os seus produtos são sempre os melhores do mercado, levando a ganhos de market share e a equipe industrial é competente conseguindo manter os custos sob controle. A expectativa para os próximos anos é que a empresa seja capaz de aumentar os lucros em 11% ao ano, aumentando em igual nível o seu valor intrínseco. Sendo assim, não é de se surpreender que suas ações negociem - muito bem avaliadas - a 95% de seu valor justo.

Empresa A	Data Compra	Após 12m	Após 24m	Após 36m	Após 48m
Crescimento de Lucros (%)	-	11%	11%	11%	11%
Valor Intrínseco (R\$)	100	111	123	137	152
Valor de Mercado (R\$)	95				
Potencial Retorno Acumulado (%)	5%	17%	30%	44%	60%
TIR (%)		17%	14%	13%	12%

A Empresa B, por outro lado, está em um setor que diminui progressivamente, seus executivos recebem salários polpudos e estão acomodados, apesar da contínua deterioração de seus resultados. Os seus produtos estão cada dia mais defasados e perdem espaço nas prateleiras de seus clientes. Caso a companhia não seja capaz de corrigir a sua rota é provável que seus lucros caiam 5% ao ano, corroendo em igual escala o seu valor intrínseco. As suas ações negociam a um forte desconto de seu valor teórico atual oferecendo um upside de 43%.

Empresa B	Data Compra	Após 12m	Após 24m	Após 36m	Após 48m
Crescimento de Lucros (%)		-5%	-5%	-5%	-5%
Valor Intrínseco (R\$)	100	95	90	86	81
Valor de Mercado (R\$)	70				
Potencial Retorno Acumulado (%)	43%	36%	29%	22%	16%
TIR (%)		36%	14%	7%	4%

O resultado comparativo entre os dois investimentos é muito esclarecedor. Caso o investidor consiga comprar a Empresa B e vendê-la após 12 meses a seu valor justo⁶ terá um retorno acumulado de 36% e uma TIR⁷ de 36%, superando em larga escala os 17% atingíveis no mesmo período na Empresa A. No entanto, devido à degradação gradual de valor na Empresa B e a criação de valor na Empresa A, após apenas 24 meses as taxas internas de retorno se equilibram em 14%. Após 48 meses, a diferença entre as duas é brutal, levando a um retorno anual de 12% e acumulado de 60% para as ações da Empresa A e apenas 4% ao ano com um acumulado de 16% para as ações da empresa B.

⁵ Neste caso, o tempo age a favor do investidores, já que a empresa ganha valor a cada dia.

⁶ Hipótese que nos parece improvável em uma companhia com perspectivas ruins de resultados.

⁷ TIR ou taxa interna de retorno mede a rentabilidade anual de um investimento.



Nossa conclusão é simples, não adianta comprar as ações de uma empresa de má qualidade apenas porque elas estão baratas. Neste caso, o investidor estaria apostando em market timing, o que é comprovadamente difícil de se fazer. Sendo assim, gostamos de comprar empresas que tenham vantagens competitivas sustentáveis e que tenham potencial de aumentar o seu valor intrínseco consistentemente. Citando Charlie Munger: *"Over the long term, it's hard for a stock to earn a much better return than the business which underlies it earns. If the business earns six percent on capital over forty years and you hold it for that forty years, you're not going to make much different than a six percent return - even if you originally buy it at a huge discount. Conversely, if a business earns eighteen percent on capital over twenty or thirty years, even if you pay an expensive looking price, you'll end up with one hell of a result."*

Na Hix Capital buscamos identificar através de muita análise, trabalho de campo e conversas com especialistas e pessoas-chave, se a tendência das vantagens competitivas é crescer, criando valor para os acionistas ou diminuir, tendo o efeito contrário. Ao gastar tempo conhecendo as lojas e/ou fábricas de uma empresa, seus controladores e executivos, seus clientes e fornecedores, conseguimos entender melhor quais são as perspectivas futuras da empresa. Esse conhecimento nos ajuda a visualizar de forma mais adequada a oportunidade de crescimento ou risco de deterioração dos resultados. O processo envolve pensar como empresários e fazer perguntas como:

- Quais são as oportunidades de melhoria de resultados de minha empresa? Redução de custos? Diminuição do meu ciclo de caixa?
- Os executivos da minha empresa são competentes e estão motivados corretamente?
- As metodologias de gestão aplicadas estão adequadas para capturar essas oportunidades?
- Os mercados em que atuo vão crescer nos próximos anos? Qual é o risco de algo mudar significativamente a demanda pelos meus produtos e serviços?
- Como vou me diferenciar de meus concorrentes para ganhar mercado?
- Quais são as principais fortalezas do meu negócio e como as torno mais fortes ao longo do tempo?
- Em quais mercados eu consigo cobrar um preço adequado pelos meus produtos e serviços de forma a rentabilizar meus investimentos?

Esta abordagem é o que nos dá segurança de investir nas empresas. Acreditamos que, a capacidade de entender profundamente a margem de segurança operacional das empresas e evitar investimentos onde esta é reduzida, é o que nos trará um retorno significativamente mais elevado que o mercado no longo prazo.

Atualização de Carteira:

Apesar de muito confiantes com as teses de investimento do nosso portfólio e com as suas perspectivas de geração de valor no longo prazo, acreditamos que estamos em



um ambiente político-econômico incerto no Brasil, o que poderá refletir diretamente no mercado de capitais. Geralmente, quando há um pessimismo generalizado no mercado é comum aparecerem oportunidades de comprar excelentes ativos a preços interessantes. Em vista disso, terminamos o ano de 2013 mantendo uma posição de caixa de 17% dos nossos ativos, estando prontos para aproveitar estas eventuais oportunidades.

A seguir, gostaríamos de atualizar o racional de uma das empresas que compõe o nosso portfólio, a Equatorial Energia S/A.

Equatorial

A Equatorial Energia (anteriormente Brisk Participações S/A) foi fundada em 1999 com o objetivo de participar do leilão de privatização da concessionária de distribuição de energia elétrica do estado do Maranhão, a CEMAR. Após diversos anos de resultados financeiros ruins, situação financeira problemática e péssima qualidade de serviço prestado, a empresa, que se encontrava já em processo de intervenção, foi vendida com anuência da ANEEL para um fundo da GP Investimentos, que iniciou um projeto de *turnaround*⁸. Em 2005 a GP Investimentos vendeu 49% da companhia para o PCP Latin America Power Fund Ltd⁹, atual controlador da companhia.

Como parte do processo de reestruturação financeira, foi realizado um aumento do capital social da CEMAR de aproximadamente R\$155,0 milhões, sendo R\$55,0 milhões realizado pela Eletrobrás, o que lhe garantiu 34,4% do capital total, e R\$100,0 milhões pela Equatorial, o que lhe conferiu 65,0% do capital total.

a) Aquisição e Choque de Gestão na CEMAR

A partir deste momento, iniciou-se a primeira onda de um intenso processo de transformação¹⁰ da CEMAR, com foco nas seguintes iniciativas:

- Foco no cliente: era imprescindível garantir uma grande melhoria na qualidade do serviço prestado e no atendimento ao cliente final;
- Cultura meritocrática e atração de novos talentos: foi fundamental na transformação da empresa, a atração de talentos para os cargos-chave e o estabelecimento de uma cultura, onde as pessoas mais competentes seriam promovidas, a despeito de fatores como senioridade e tempo de casa;
- Gestão orientada para resultados: foram implementadas com ajuda de consultorias as melhores práticas de gestão por diretrizes e gerenciamento de rotina das empresas¹¹;

⁸ Processo em que se objetiva mudar radicalmente a gestão de uma companhia buscando melhorar os seus resultados.

⁹ Fundo cujos cotistas são os antigos sócios do Banco Pactual e é gerido atualmente pela Vinci Partners.

¹⁰ Que levou aproximadamente 3 anos e acabou culminando na abertura de capital da Equatorial.

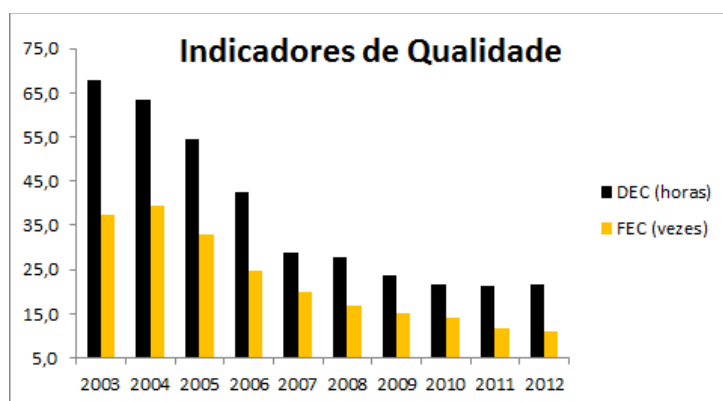
¹¹ Implementação dos programas de GPD Gerenciamento da Rotina com auxílio da Consultoria INDG assim como metodologia de PDCA e Programas de Excelência.



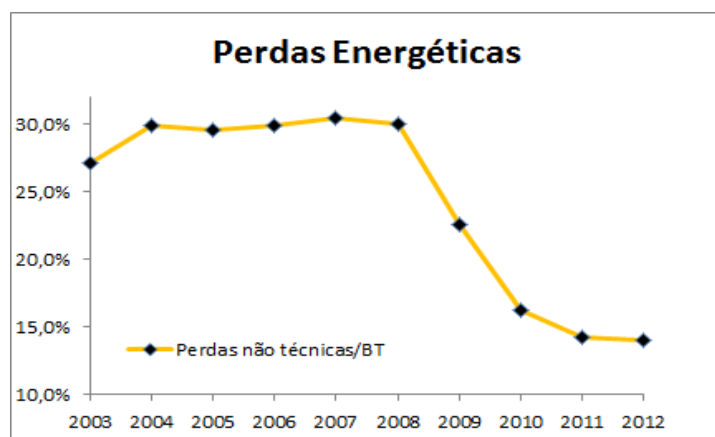
- Reestruturação operacional: os macroprocessos foram redesenhados com redução dos níveis hierárquicos, remoção de áreas “cinzentas” de responsabilidades e estabelecimento de linhas claras de *report*;
- Disciplina financeira: além da profunda reestruturação do endividamento, a companhia passou a adotar uma estrutura matricial de orçamento e a priorizar todos os seus projetos por custo e retorno;

b) *Turnaround* Operacional da CEMAR

A segunda onda veio logo depois, por volta de 2008 e 2009, com o grande trabalho que foi realizado de combate às perdas não técnicas de energia. A companhia trouxe um time do setor, muito competente do ponto de vista técnico, que alinhados a cultura e aos processos da CEMAR, foi capaz de melhorar de forma relevante os seus resultados. A seguir, apresentamos alguns números que acreditamos demonstrar o sucesso obtido na transformação da CEMAR nos 8 anos que se estenderam entre 2004 e 2012.



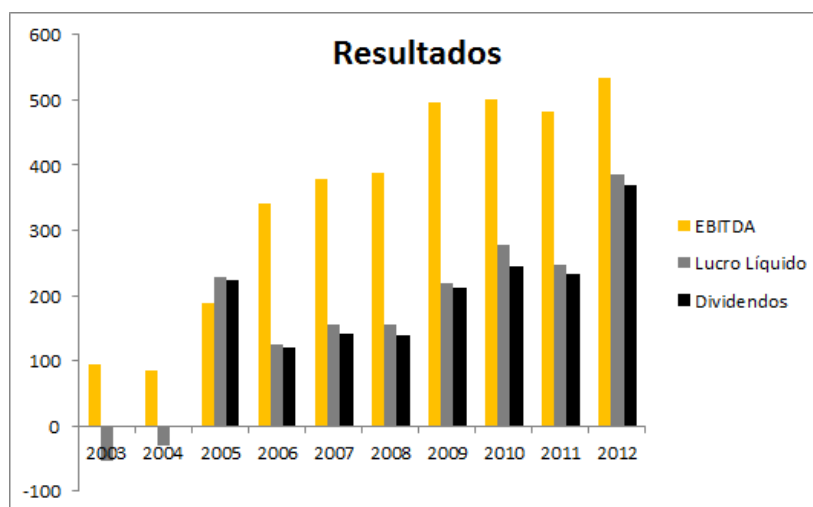
Houve uma significativa redução nos índices FEC¹² e DEC¹³ na área de concessão.



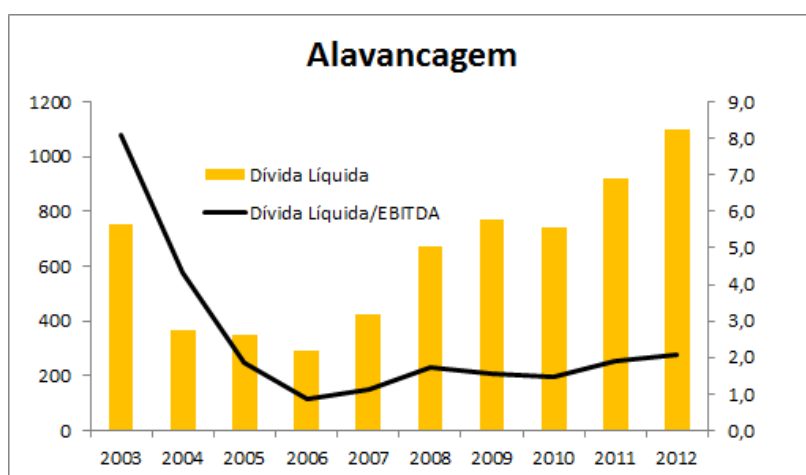
As perdas gerenciáveis foram reduzidas de aproximadamente 30% para 15%, tornando a CEMAR referência entre as empresas com áreas de concessão de alta complexidade.

¹² Índice de frequência em que a área de concessão teve quedas de energia no ano.

¹³ Índice de duração das quedas de energia durante o ano.



A CEMAR teve um crescimento de EBITDA de 21,5% ao ano e saiu de um prejuízo de R\$ 53 milhões para um lucro de R\$ 385 milhões em 2012.



Além de reestruturar a dívida, trazendo a alavancagem financeira de 8x para 2x EBITDA, a geração de caixa da CEMAR permitiu distribuir para os seus acionistas R\$ 1,1 bilhão em dividendos ao longo destes oito anos.

Entre dividendos e valor de mercado, a transformação da CEMAR gerou R\$ 4,1 bilhões em valor para os seus acionistas, o que se traduz em uma multiplicação de quase 30 vezes o capital investido em 2004.

Com todos estes resultados, é fácil imaginar que o *valuation* da Equatorial não seja uma barganha. No entanto, acreditamos que existem oportunidades, que podem tornar o investimento ainda muito interessante.

c) Novas Melhorias Operacionais na CEMAR e *Turnaround* da CELPA

Olhando para frente, existem duas novas etapas que são concomitantes e que deverão gerar grande valor para os acionistas da Equatorial: (i) a primeira delas é uma nova



onda de melhoria nas operações da CEMAR, que apesar de muito eficiente, ainda apresenta oportunidades de melhorias e, (ii) a segunda, e mais relevante, é o turnaround operacional da recém-adquirida CELPA.

A equipe da CEMAR acredita que ainda existem oportunidades significativas de melhoria de desempenho nas suas operações. As perdas energéticas devem ser reduzidas de forma significativa através de uma nova onda de atividades de combate às mesmas. Ao mesmo tempo diversas oportunidades de redução de despesas estão sendo atacadas.

Em novembro de 2012, a Equatorial finalizou a aquisição do controle da CELPA, concessionária de distribuição de energia do Pará por R\$1,00, que estava em recuperação judicial.

A CELPA guarda muitas semelhanças com a CEMAR de 2003: (i) alta alavancagem, (ii) baixa rentabilidade operacional e (iii) uma qualidade de serviço insustentável. Durante a recuperação judicial, a dívida de 1,9 bilhões¹⁴ foi renegociada, tendo seu prazo alongado em 17 anos a custos atrativos. Isso permitiu que a companhia tivesse o fôlego necessário para implantar a sua transformação de forma mais confortável.

Desde a sua aquisição, a Equatorial colocou diversos executivos que participaram do *turnaround* da CEMAR na diretoria e gerência da CELPA. Esse time já possui um forte conhecimento do que precisa ser feito e conseguiu rapidamente melhorar a qualidade do serviço prestado, estancar o sangramento da empresa e implementar a cultura de resultados que foi tão bem-sucedida na CEMAR.

O novo time vem trabalhando firmemente na implementação da cultura da Equatorial na CELPA. Após um ano na empresa, já conseguiram realizar a maior parte dos grandes movimentos estruturais. Além dos principais pilares da cultura, já foram elaboradas algumas ações táticas importantes como:

- Revisão de toda a estrutura de *call-center* com foco na melhoria da qualidade do atendimento¹⁵;
- Dois planos de demissão voluntária (PDV) levando a uma redução de 15% do quadro de funcionários;
- Programa de recrutamento interno com seleção de talentos para ocupar posições-chave;
- Convênio com a SUDAM¹⁶ para obter benefício fiscal reduzindo em 75% a base de IRPJ a pagar¹⁷;

¹⁴ Dívida líquida.

¹⁵ O fornecedor deste serviço é um parceiro de longa data da CEMAR.

¹⁶ Superintendência de desenvolvimento da Amazônia.

¹⁷ Claro que isso depende da companhia voltar a gerar resultados positivos para ter um efeito prático.



Apesar de ainda muito cedo no processo de transformação, já é possível identificar melhorias em alguns indicadores:

- Os índices DEC e FEC, apesar de ainda estarem em patamares muito altos, já caíram 18% e 30%, respectivamente, quando comparados ao ano passado. O índice de satisfação percebida pelo consumidor também melhorou substancialmente;
- O EBITDA trimestral saiu de R\$ 2 milhões negativo para R\$ 69 milhões positivos apesar de ainda estar significativamente abaixo do patamar regulatório.
- Já houve uma sutil redução do nível das perdas energéticas¹⁸;

Após este período e com a primeira fase concluída, a companhia está preparada para acelerar os planos de melhoria operacional. Embora entendamos que projetos de transformação são sempre desafiadores, a qualidade do time de gestão da CELPA e da Equatorial nos deixa muito tranquilos em relação ao risco de execução.

Além disso, esperamos que, com o conhecimento adquirido com o *turnaround* da CEMAR e com o fato de boa parte do time ser composto por executivos sêniores da mesma, o resultado esperado da transformação tenha alta probabilidade de sucesso.

Sendo assim, esperamos que seja possível levar a CELPA a um nível de eficiência próxima ao da CEMAR em um horizonte de tempo menor (levaram sete anos na CEMAR). Desta forma, acreditamos que teremos retornos¹⁹ muito interessantes com as ações da Equatorial.

Sobre a Hix Capital:

A Hix Capital encerrou o ano de 2013 tendo crescido consistentemente sua base de ativos, atingindo aproximadamente R\$45 mm sob gestão no final do ano. A nossa base de capital continua sendo composta por investidores que estão alinhadas com o nosso horizonte e estratégia de investimentos, o que enxergamos como um diferencial no longo prazo.

Além disso, os sócios e o time de investimentos da Hix Capital continuam sendo os principais investidores do fundo, possuindo parte relevante do seu capital próprio investido no mesmo. Este alinhamento de interesses é uma característica que permanecerá inalterada ao longo do tempo.

Durante o ano de 2013, fizemos importantes avanços do ponto de vista institucional. O principal destaque foi, sem dúvida, o forte investimento em capital intelectual, reforçando o time de análise. Investimos também em processos, modelos de avaliação de desempenho e até em uma minuciosa revisão de todos os fluxos operacionais.

¹⁸ Na medição trimestral. O acumulado em 12 meses ainda esta subindo por um efeito de carregamento.

¹⁹ Nosso cenário base implica uma taxa de retorno de 23%a.a. durante os próximos 5 anos.



Por fim, em linha com a cultura meritocrática e modelo de *partnership*²⁰ que estamos implementando, convidamos o Gregory Goldfinger para se tornar sócio da HIX Capital.

Agradecemos a confiança,

Equipe de Gestão Hix Capital

²⁰ Referência ao modelo de sociedade em que os executivos são os próprios acionistas. As maiores referências deste modelo foram os grandes bancos de investimento americanos até meados da década passada, quando passaram por aberturas de capital.