



*"If everyone is thinking alike, then somebody isn't thinking."  
(General S. Patton)*

Caros Investidores,

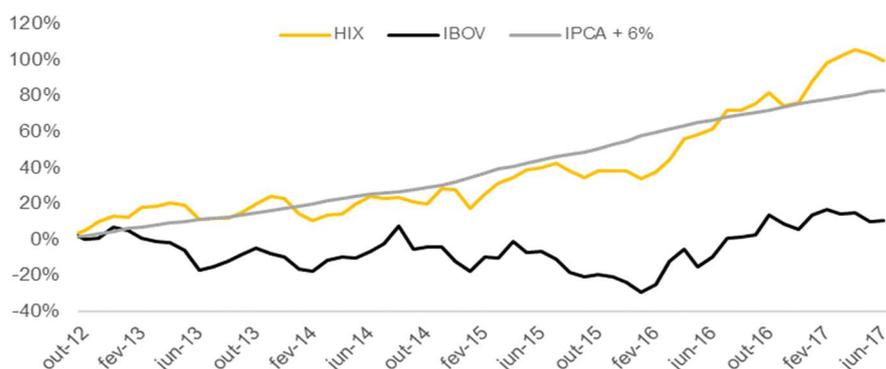
A HIX Capital é uma gestora independente focada em investir em ações. O objetivo dos fundos da HIX é maximizar o retorno sobre o capital investido através do investimento em um portfólio concentrado de boas empresas, com modelos de negócios vencedores, com vantagens competitivas claras, simples de entender, tocadas por bons gestores e que negociem a preços atrativos. Acreditamos que a principal forma de mitigar risco de perda permanente de capital é analisar profundamente as empresas, os mercados e investir com margem de segurança nos ativos.

No primeiro semestre de 2017, o HIX Capital FIA teve um ganho de 13,4%, comparado a 4,4% do Ibovespa. Desde o início, o HIX FIA acumula alta de 99,7% comparado a uma valorização de 10,2% do Ibovespa e um ganho de 67,1% do CDI. A carteira administrada pelos gestores do HIX Capital FIA valorizou-se 1.128,7% comparado a 145,8% do Ibovespa<sup>1</sup> desde maio de 2005.

### Resultados Consolidados\*:

Ano	HIX INST	HIX FIA	Ibovespa	CDI
2012	-	13,09%	6,82%	2,26%
2013	-	8,78%	-15,50%	8,05%
2014	-	3,86%	-2,91%	10,81%
2015	-1,43%*	8,28%	-13,31%	13,25%
2016	25,59%	27,29%	38,94%	14,00%
Junho 2017	15,57%	13,41%	4,44%	5,69%
Desde o Início	43,07%	99,72%	10,23%	67,07%

\*HIX Institucional FIA teve início em 03/11/2015



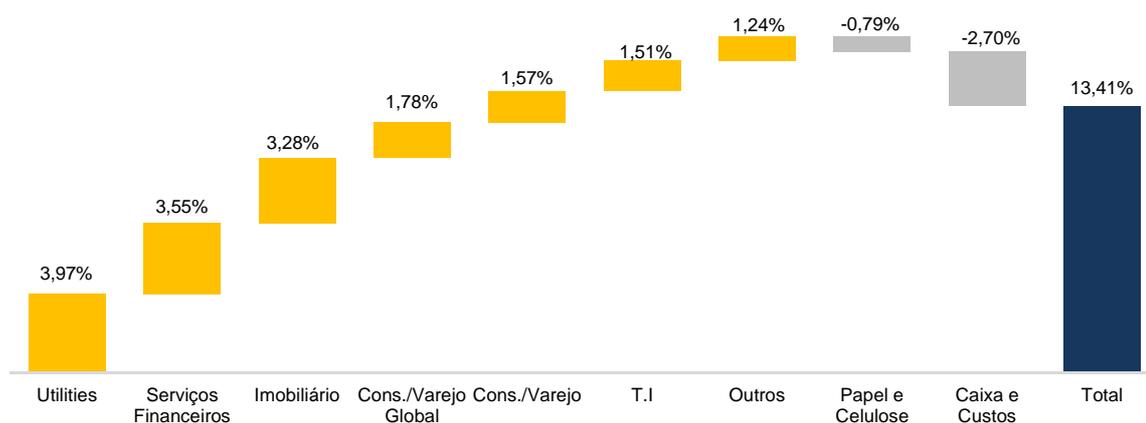
<sup>1</sup> Inclui a performance do *Clube de Investimentos Keep Investing* de maio de 2005 até agosto de 2012. A performance anualizada da carteira até junho de 2017 foi de 22,9% a.a. versus 7,7% a.a. do Ibovespa.

\*Fonte: HIX Capital



As principais contribuições positivas de performance do primeiro semestre de 2017 vieram dos nossos investimentos na Wiz Soluções, Energisa e Senior Solution. Em contrapartida, os investimentos na Klabin e Kraft foram os principais detratores de performance. Detalhamos abaixo as contribuições de performance do fundo por setor.

### Atribuição de Performance do Ano de 2017 por Setor: HIX Capital FIA



Fonte: HIX Capital

### ATUALIZAÇÃO DE CENÁRIO E PORTFÓLIO:

O primeiro semestre do ano iniciou-se com um sentimento extremamente positivo sobre as perspectivas econômicas e acabou com uma reviravolta política, causada pela delação premiada feita pelo empresário Joesley Batista que implicou o presidente Michel Temer e trouxe uma grande volatilidade aos mercados. Até este evento, o presidente vinha inesperadamente se provando um reformador, ao contrário do que a vocação do seu partido a princípio sugeria. Assumiu o poder no início de 2016 e colocou em prática uma série de agendas positivas, que surpreendeu até os mais otimistas e gerando uma expectativa extremamente positiva no mercado sobre o futuro do Brasil. Vale citar entre elas:

- PEC dos Gastos (✓)
- Reforma Trabalhista (✓)
- Reforma Previdenciária (?)
- Redução de Incentivos a setores específicos como FIES e BNDES (✓)
- *Dream Team* Econômico na Fazenda e BC (✓)
- Quadros Executivos de mercado em estatais<sup>2</sup> (✓)

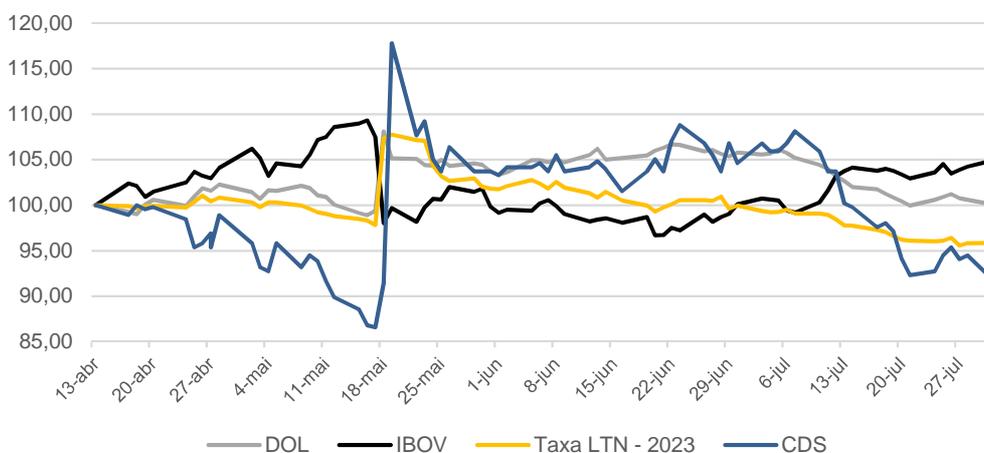
No dia 17 de maio, no entanto, o país todo e o mercado financeiro em especial foram surpreendidos pelo vazamento das gravações das conversas entre o Presidente Michel Temer e o empresário Joesley Batista, controlador da J&F, um dos grandes campeões nacionais da era petista. Em busca por proteção pessoal e de seu grupo empresarial, acertou um acordo com o MPF, onde delatou o presidente Michel Temer dentre outros políticos. O mercado financeiro entrou em pânico e uma grande dúvida sobre a capacidade do Governo de continuar com a sua agenda política "reformista"

<sup>2</sup> Pedro Parente na Petrobras e Wilson Ferreira na Eletrobrás.



dominou a pauta a partir de então. De uma hora para outra, o foco de Temer em deixar um legado positivo ao país, através das reformas e da retomada da economia, se voltou para a busca de argumentos e apoio para se manter no poder e se defender de acusações e processos de corrupção. A sequência de acontecimentos no Congresso vem mostrando que o sonho de ver a agenda de reformas completa se tornou mais distante. Apesar de algumas delas como a Reforma Trabalhista ter sido aprovada e o time econômico ter continuado seu trabalho no Banco Central e na Fazenda, outras agendas como privatizações e a reforma da previdência parecem ter ficado um pouco mais distantes. Alinhado a isso, vimos em um primeiro momento um forte movimento de venda de ativos de risco por investidores locais, enquanto que os estrangeiros, talvez mais pragmáticos, aproveitaram o momento de fraqueza para aumentar suas posições compradas.

Passados quase 2 meses desde o evento, os principais ativos já se ajustaram para os patamares iguais ou até mesmo superiores aos observados nos dias antes da delação do Joesley. Sustentado por uma inflação surpreendentemente baixa nos últimos meses, o Copom manteve o ritmo de corte de juros, trazendo a Selic de volta ao patamar de um dígito (9,25%). Assim a taxa de juros pré-fixada (medida pela LTN) já está abaixo dos patamares de 17 de maio. A taxa de CDS (em azul) mostra que o investidor estrangeiro avalia o risco soberano brasileiro em patamares similares aos anteriores à divulgação das gravações. Por último, o Dólar (em cinza) por sua vez suportado por uma Balança comercial fortemente positiva, um forte fluxo de IED<sup>3</sup> e conta de capitais, retomou o mesmo nível e parece ter encontrado um equilíbrio.



Algumas tendências relevantes que impactam as rentabilidades das empresas permaneceram válidas no ambiente atual. Dentre elas merecem ser destacadas:

- (i) A inflação em queda continuará a demandar juros menores, o que dará um alívio nas despesas financeiras de diversas empresas alavancadas e permitirá a retomada de investimentos selecionados;
- (ii) O país continua carente em infraestrutura e, neste ambiente de incertezas, estes setores continuarão a oferecer altas taxas de retorno aos empreendedores;
- (iii) O setor de agronegócio continuará a ser um forte motor de crescimento, enquanto o mundo estiver crescendo;

<sup>3</sup> Investimento Externo direto. Significa capital de longo prazo que entra no país para realizar investimentos.  
Fonte Gráfico: Bloomberg



- (iv) O câmbio mais depreciado continuará a ajudar as empresas brasileiras a exportar com rentabilidade;
- (v) O ambiente de negócios complexos no Brasil continua a levar a formação de oligopólios muito rentáveis aos seus participantes;
- (vi) Diversas empresas fizeram ajustes relevantes em suas estruturas e estão atingindo rentabilidade operacional interessante, mesmo no cenário econômico atual;

A visão da HIX, neste momento, é que as expectativas anteriores de uma melhora sustentável do ritmo de crescimento do país já são bem menos prováveis. Por outro lado, acreditamos que a recuperação cíclica em curso deve se manter, levando o PIB a um pequeno crescimento em 2018, ao mesmo tempo que a inflação está sob controle e deve permitir uma forte queda dos juros. Além disso a forte volatilidade dos ativos recentemente abriu espaço para distorções nos preços dos ativos que são matéria-prima para o nosso trabalho. Sendo assim, acreditamos que com a diligência adequada é possível encontrar companhias com características atraentes e que possam se tornar bons investimentos.

### Evolução de Resultados (Simulação HIX FIA Holding)

	2014A	2015A	2016A	2017 E
<b>Cresc. Receita Líquida %</b>	17,8%	12,4%	8,9%	8,5%
<b>Cresc. Lucro Líquido %</b>	17,8%	23,7%	25,1%	20,5%
<b>P/E Fwd.</b>	<b>11,7X</b>	<b>13,4X</b>	<b>13,6X</b>	<b>12,2X</b>

Fonte: HIX Capital – Resultados ponderados baseado nas participações no fechamento do semestre

Reiteramos que o grande *driver* para a valorização do nosso portfólio nos próximos anos será o crescimento do lucro das nossas empresas. Após um bom crescimento em 2016, temos confiança que 2017 não será diferente. O múltiplo P/E combinado do portfólio está em 12,2x, alinhado ao múltiplo do Ibovespa, porém com um perfil de crescimento de lucros relativo ao risco de execução mais interessante em nossa opinião. Estamos confiantes nos resultados dos próximos anos.

### OPORTUNIDADES DE INVESTIMENTOS:

Dentre os surfistas existe um razoável consenso de que Pipeline, localizada na costa norte da Ilha de Oahu no Havaí é senão a melhor, pelo menos uma das 5 melhores ondas do mundo. Imagens como a abaixo, das poderosas ondas da bancada de Banzai povoam os sonhos de profissionais e amadores, que sonham em surfá-las:



O interessante é que a realidade é bastante diferente da expectativa, conforme podemos notar pela foto de um dia normal na bancada, exposta abaixo. Apesar de a experiência que alguns sortudos que tiveram a oportunidade e a competência de surfá-las ser excepcional, a experiência para a maior parte dos surfistas tende a ser bastante diferente. Apesar de encontrarem ondas maravilhosas, os surfistas tendem a se estapear em disputas pela sua vez, o que tende a tirar boa parte da diversão do evento.





Mentawai, na Indonésia, tem muito menos *glamour* como destino de surfistas até hoje. Apesar disso acreditamos que a maioria deles não pensariam duas vezes antes de trocar a situação acima pela foto abaixo. Não fariam isso pois a onda é melhor ou por que o acesso é mais fácil. Também não seria pela a infraestrutura local permitir mais conforto, e muito menos o fariam por ser mais barato. Fariam isso pois apesar de do ponto de vista das características mais difíceis, a oportunidade de ter o seu próprio espaço faz com que a experiência seja mais recompensadora. O importante as vezes é estar atento aos destinos menos óbvios para encontrar as melhores ondas.



O leitor aqui deve estar se perguntando porque estamos falando de surf em uma carta sobre investimentos. A verdade é que o mundo de investimentos hoje guarda similaridades relevantes com o exemplo de Pipeline. Existem diversas empresas maravilhosas negociadas na bolsa que são unanimidade em relação a sua qualidade, assim como as ondas de Pipeline comentadas. Entre elas estão nomes como Raia Drogasil, Ultrapar, B3, Multiplan, Fleury, Linx e Localiza, entre outras. Elas têm em comum muito do que nós sonhamos em ter em uma companhia que investimos: (i) posicionamento de mercado dominante e alto *market-share*, (ii) margens e retorno sobre capital investido elevado e (iii) grande avenida de crescimento. Por outro lado, elas têm outra característica em comum, neste caso indesejável, que é o grande volume de capital de investidores domésticos e estrangeiros disputando essas poucas unanimidades. E a concentração de capital em poucas empresas acaba empurrando os *valuations* dessas empresas a níveis muito elevados, tornando o investimento pouco atraente.

Na HIX, estamos sempre focados em maximizar os retornos aos investidores com o mínimo risco de perda permanente de capital possível. Dessa forma, buscamos comprar empresas de altíssima qualidade sim, mas desde que a preços atraentes, que permitam uma taxa de retorno interessante no longo prazo. Para isso, muitas vezes temos que fazer um esforço extra. Assim como o surfista que vai atrás das longínquas ilhas de Mentawai, buscamos aquelas empresas que ainda não são conhecidas pelo mercado ou então que estejam passando por uma grande transformação interna em relação à sua estratégia e gestão. Os motivos podem ser os mais variados, mas a consequência é sempre a mesma, estas companhias não são unanimidades quando estamos montando as nossas posições. Este tipo de oportunidade que gostamos de chamar de “fora do



radar” são muitas vezes o que nos permitiu gerar retornos descorrelacionados ao mercado (“alpha” no jargão do mercado financeiro).

Olhando para a nossa história nos últimos anos, boa parte de nossas maiores contribuições de performance vieram de casos assim. Alguns exemplos são:

- **Equatorial** (2013 a 2016): 19,9 p.p. de impacto na cota – Quando iniciamos o nosso investimento na empresa, a maioria dos analistas ainda duvidava da capacidade do time de executar o *turnaround* da CELPA. Em 2014, com o *turnaround* já em andamento, o risco de racionamento passou a ser o grande fantasma da tese. A partir daí a empresa foi ganhando fãs no mercado e se tornou um consenso. Nosso investimento ainda “cedo” na história surgiu da disposição de estudar no detalhe a cultura e os executivos da companhia, assim como entender a fundo o arcabouço regulatório brasileiro, em uma época onde a maioria de nossos pares ainda “torciam o nariz” para o setor.
- **Rumo** (2016); 8,2 p.p. de impacto em cota – A Rumo, após a sua fusão com a ALL apesar de ser um ativo estratégico no escoamento ferroviário de grãos no Brasil, viveu a sombra de uma falência/recuperação judicial. Estudamos o ativo com muito cuidado, assim como o novo time de gestão, percebendo a resiliência de sua receita e a oportunidade de melhoria de margens deixada pela gestão da ALL. Assim que tivemos a confiança de que o controlador faria um aumento de capital para resolver a situação financeira da companhia, adquirimos ações que nos dariam direito de preferência para acompanhar este aumento de capital, conseguindo capturar bons frutos do investimento.
- **Tempo Assist** (2014 e 2015): 6,6 p.p. de impacto em cota – Em 2014, o mercado tinha dificuldade de entender todo o potencial da unidade de Assistência da Tempo, pois a estrutura de “conglomerado” fazia com que os resultados das unidades de negócio ruins contaminassem os bons. Após uma diligência cuidadosa e um entendimento da estratégia de desinvestimento dos ativos não-estratégicos da empresa e foco no core business, tivemos a confiança de investir em um momento onde a visibilidade ainda era dúbia.
- **Portobello** (2012 e 2013): 6,5 p.p. de impacto na cota – No início de nosso investimento, o mercado entendia o mercado de cerâmica como problemático. Nós fomos no detalhe ao entender o valor de marca da Portobello, seu programa de criação de produtos, o relacionamento com arquitetos e seu poderoso canal de distribuição via franquias.
- **Wiz Soluções** (Antiga Par Corretora, 2015 - presente): 6,4 p.p. de impacto em cota – Iniciamos o investimento na WIZ no seu IPO com uma posição bem pequena nos nossos fundos e fomos aumentando com o passar do tempo. O que nos chamou atenção no investimento na WIZ foi a junção dos seguintes fatores: (i) o tamanho da oportunidade de crescimento de resultados devido a relevância da Caixa Econômica Federal (CEF) como banco junto com uma baixíssima penetração de seguros, (ii) alta previsibilidade de resultados e (iii) possuir um time de gestão de primeira linha e um arcabouço tecnológico único. Todos esses pilares da tese se mostraram sólidos e ainda melhores do que esperávamos inicialmente, que acabou surpreendendo a nós e ao mercado de forma positiva todos anos e refletiu no preço das ações. Além disso, após um extenso trabalho de conversas diversas com interlocutores do setor, percebemos que a probabilidade de renovação do contrato de exclusividade para uso do balcão era maior do que o mercado estava precificando.



## ATUALIZAÇÃO DE TESES DE INVESTIMENTO:

Aproveitando o tema da carta, decidimos nos aprofundar um pouco mais em duas teses que se enquadram em ativos “fora do radar”. Eneva e Jereissati são duas empresas que adicionamos ao portfólio recentemente e, por motivos distintos, acreditamos que apresentam oportunidades excepcionais de investimento.

### ENEVA

Nos últimos anos, dedicamos bastante tempo para estudar o setor elétrico. As mudanças sofridas pelo setor com a MP 579 em 2012 e a crise hídrica que o Brasil passou entre 2014 e 2015 criaram ruídos no mercado e a aversão de investidores. Isso fez com que fosse possível investir em boas companhias a preços atrativos em um setor caracterizado por sua resiliência e previsibilidade de fluxo de caixa. Sendo assim, aproveitamos essas oportunidades e investimos em Equatorial, Alupar, Energisa e mais recentemente a Eneva.

A nossa diligência começou quando a Eneva (antiga MPX) finalizou seu processo de Recuperação Judicial em setembro de 2016. A princípio, pensar em investir na Eneva causava um certo desconforto, dado que estávamos falando de um ativo que tinha o selo de “baixa qualidade” de uma Recuperação Judicial e de ter sido controlada pelo Eike Batista. Por outro lado, estes eram justamente os motivos que criaram a aversão ao mercado em relação a analisar a companhia e, por consequência, criou a oportunidade assimétrica de retorno que atraiu nosso interesse.

#### **Contexto Histórico:**

Como falado anteriormente, a Eneva é a sucessora da antiga MPX, braço de geração térmica de energia do grupo EBX, que foi vendida para E.ON<sup>4</sup> em 2013. Na época da transação com a E.ON, a companhia tinha quase 2.5 GW de potência instalada em três térmicas a carvão e três térmicas a gás, que não estavam gerando caixa e passavam por problemas operacionais. Além disso, a companhia tinha uma dívida de R\$ 2,4 bi na holding, que devido aos atrasos nas construções das térmicas e a necessidade de comprar energia no mercado spot a preços elevadíssimos para honrar os contratos, se tornou impagável. Essa situação tornou a RJ um destino inevitável.

Durante o processo de RJ, a companhia reestruturou sua dívida, vendeu participações em ativos de geração a carvão e colocou em operação a quarta planta de geração a gás, a Parnaíba II. Assim, em Jul/2016, a companhia saiu da RJ com a dívida da holding reperfilada e com 1.9 GW de potência instalada operacional, sendo 1.4 GW correspondentes as quatro térmicas a gás que constituem o complexo do Parnaíba, localizado no interior do Maranhão.

As térmicas do Complexo do Parnaíba eram supridas pelo gás explorado na bacia do Parnaíba pela PGN (antiga OGX Maranhão), empresa que era controlada pela Cambuhy<sup>5</sup>. A Eneva e a PGN tinham uma relação simbiótica, uma vez que a PGN era a única fornecedora de gás da Eneva que, por sua vez, era o único cliente da PGN. O negócio de exploração de gás na bacia do Parnaíba foi pensado de maneira integrada com o de geração de energia. Porém, uma vez que as empresas

<sup>4</sup> A participação posteriormente foi contribuída durante um spin-off para a Uniper.

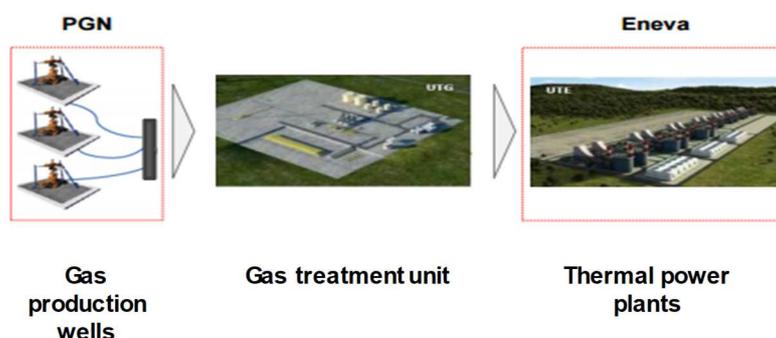
<sup>5</sup> Fundo de Private Equity em que Pedro Moreira Salles e Marcelo Medeiros são os principais investidores



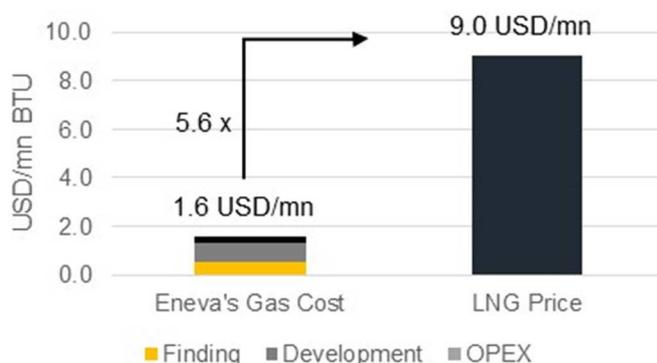
não tinham mais um controlador em comum<sup>6</sup>, elas eram geridas buscando maximizar o resultado de cada uma delas e isso criava um imenso conflito de interesses e ineficiências operacionais e de alocação de capital. Visando eliminar o conflito de interesses e as ineficiências, em Set/2016 a Eneva incorporou a PGN. Com isso, a Cambuhy se tornou um dos acionistas de referência na companhia e junto com o Banco BTG Pactual passou a liderar uma nova fase da companhia.

### Modelo de Negócios

Com a incorporação da PGN pela Eneva, a companhia passou a ser a **única plataforma de gas-to-wire operando no Brasil**, em que as moléculas de gás saem dos poços produtores e são direcionadas diretamente para geração de energia. Esse modelo de negócios combina a previsibilidade de resultados do negócio de geração de energia, caracterizado por contratos de longo prazo indexados à inflação, com os altos retornos provenientes do business de E&P<sup>7</sup>.



Além da equação financeira fazer sentido, a plataforma *gas-to-wire* da Eneva tem a grande vantagem competitiva de conseguir fornecer uma grande quantidade de energia (12.264 GWh por ano) a preços extremamente competitivos. O custo de produção de gás da Eneva é aproximadamente 20% do custo de importação de GNL<sup>8</sup>, principal combustível para térmicas a gás no Brasil.



<sup>6</sup> Como na época em que ambas faziam parte do grupo EBX.

<sup>7</sup> Exploração e produção de petróleo e gás natural.

<sup>8</sup> Gás Natural Liquefeito.



Atualmente, a Eneva é o maior *player* privado de exploração de gás natural *onshore* no Brasil, com capacidade de produzir 8.4 mm m<sup>3</sup>/dia.

Apesar do modelo *gas-to-wire* ser muito eficiente e atraente tanto para investidores, quanto para os consumidores de energia, ele é muito difícil de replicar. Além de ser custoso e requerer escala, criar uma plataforma *gas-to-wire* leva muito tempo e tem diversos riscos. Vale lembrar que duas empresas quebraram para colocar o Complexo do Parnaíba em funcionamento. Por outro lado, uma vez em operação é um modelo rentável e bastante seguro. No caso da Eneva, os 18.5 bilhões de metros cúbicos de gás natural que a companhia tem de reservas, assim como os mais de 100 poços furados pela companhia nos últimos anos, mitigam o risco de exploração do negócio, uma vez que as reservas atuais estão condizentes com a necessidade de gás até o fim dos contratos.

### ***Tese de Investimentos***

Nossa tese de investimentos é composta por 4 pilares principais:

- **Plataforma de ativos irreplicável, 100% operacional geradora de caixa;**
- **Oportunidades de melhorias operacionais e na estrutura de capital:**
  - Captura de sinergias de G&A e CAPEX, devido a incorporação com a PGN;
  - Ganho de eficiência fiscal;
  - Forte desalavancagem e redução do custo da dívida;
- **Oportunidades de crescimento com altos retornos**
  - *Pipeline* de projetos de alto retorno (> 20% real) com NPV potencial de R\$1.9 bilhões;
  - Forte crescimento de fontes renováveis na matriz energética somado a capacidade limitada de armazenamento de energia no sistema, fará com que as térmicas sejam essenciais para garantir a segurança energética do país. **A Eneva está muito bem posicionada para capturar o crescimento de térmicas na matriz energética brasileira;**
- **Acionistas de referência influenciando nas decisões estratégicas da companhia combinado com um time experiente**
  - A Cambuhy e o BTG estão ativamente envolvidos nas decisões estratégicas da companhia e alinhados com a estratégia de perpetuar e crescer a empresa;
  - A Eneva tem o único time no Brasil com expertise técnica e regulatória para operar o modelo *gas-to-wire*, com capacidade de entregar resultados comprovada;
  - A empresa conta com time geólogos que tem mais de 30 anos de experiência em Óleo e Gás e um conhecimento profundo da bacia do Parnaíba.

Em resumo, acreditamos que estamos comprando um ativo único, com receita previsível e diversas oportunidades de geração de valor. Tudo isso a um *valuation* extremamente atraente.



## JEREISSATI PARTICIPAÇÕES

Há muito tempo acompanhamos o setor de Shopping Centers e, conseqüentemente, as empresas do segmento listadas na B3<sup>9</sup>. Dentro do universo do setor, a Iguatemi sempre foi uma de nossas preferidas pela localização dos seus ativos, capacidade de gerenciar o mix de lojistas, histórico de geração de valor e o valor de sua marca. Dada a qualidade da companhia, não é de se estranhar que a empresa sempre tenha negociado a múltiplos altos e com prêmio frente ao setor.

Dito isso, até o passado recente não havíamos enxergado margem de segurança para um investimento direto relevante na empresa. Entretanto no ano passado, durante o nosso processo de busca por alternativas de investimento “fora da caixa”, nos deparamos com a ação da controladora da Iguatemi: a Jereissati Participações. Em resumo, o que vimos foi uma oportunidade de comprar indiretamente uma participação na Iguatemi Empresa de Shopping Center S.A. (IGTA3) com um desconto de mais de 70%, na época da compra e próximo de 50% de desconto no fechamento desta carta.

### **Histórico e Reestruturação**

A Jereissati Participações é uma holding não operacional controlada pela família Jereissati. Atualmente, o principal ativo dela é a participação de 50,8% na empresa Iguatemi Shopping Centers. O grupo iniciou suas atividades na década de 60 e ganhou robustez quando adquiriu o controle da metalúrgica La Fonte. Ao longo dos seus mais de 50 anos de história, o grupo investiu em diversos setores: i) ativos imobiliários (incluindo a construtora Alfredo Mathias - incorporadora do complexo Iguatemi), ii) segmento de Telefonia através da Telemar (futura Oi) e iii) contact center através da Contax, que foi um *spin-off* da Telemar na época.

Nos últimos anos, porém, após uma decisão estratégica da família controladora, o Grupo decidiu focar suas operações no setor imobiliário através da Iguatemi. Desde então, a Jereissati passou por um processo de reestruturação e simplificação societária e do seu portfólio, tendo vendido integralmente sua participação na Oi em setembro de 2015 e reduzido significativamente a participação em Contax<sup>10</sup>.

### **Oportunidade**

O desconto implícito<sup>11</sup> hoje ao comprar Iguatemi via Jereissati é de mais de 50%. Isso representa mais do que o dobro da média de descontos de outras holdings, listadas em bolsa, no Brasil e no mundo. Na nossa visão, alguns fatores são responsáveis por essa diferença tão discrepante, dentre os quais: i) falta de conhecimento do mercado sobre a estrutura atual dos negócios da companhia, ii) concentração da base acionária – as ações permaneceram por muito tempo concentradas nas mãos de duas fundações e da família controladora e iii) falta de cobertura e comunicação com o mercado de capitais.

<sup>9</sup> Novo nome da BMF Bovespa.

<sup>10</sup> A Jereissati, através de sua subsidiária Jereissati Telecom saiu do bloco de controle da Contax em março de 2016 e atualmente detém apenas 8% de participação na companhia.

<sup>11</sup> Esse desconto refere-se ao valor da participação em Iguatemi detida por Jereissati deduzidos os valores de dívida líquida e valor presente das despesas futuras da holding.



A nossa tese de investimento é simples e está sustentada por três pilares:

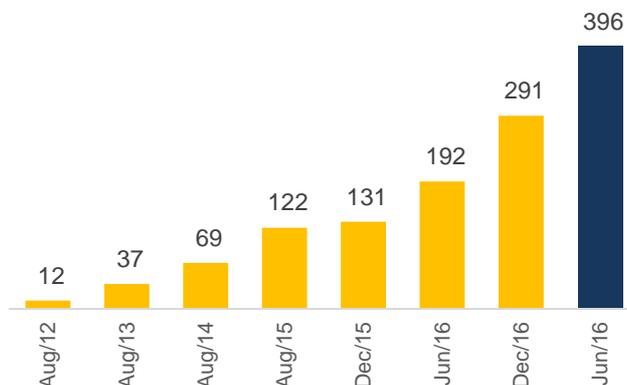
- **Redução do desconto de *holding* devido a algumas alavancas:**
  - Aumento de liquidez - recentemente as Fundações vêm vendendo suas participações, o que tem ajudado a pulverizar a base acionária e a fornecer alguma liquidez adicional a ação;
  - Simplificação dos negócios - a companhia sempre passou despercebida, pois era vista como um *holding* não só de Iguatemi, mas também de outros negócios relacionados ao setor de Telecomunicações (Oi e Contax);
  - Melhor comunicação com o mercado - a companhia parece estar compreendendo os benefícios de uma melhor relação com o mercado e já vemos pequenas mudanças nos relatórios e comunicados.
  
- **Iguatemi – Ativos de grande qualidade em um setor atraente:**
  - Portfolio de altíssima qualidade - a Iguatemi é uma das empresas líderes no segmento de Shopping Centers no país e tem um portfólio de ativos bem localizados e com um mix excepcional de lojas, o que garante a resiliência de suas receitas;
  - Gestão de mix – a companhia é sem dúvida um dos operadores que melhor trabalha o mix de seus empreendimentos. Com isso, consegue criar um ciclo virtuoso, o qual atrai lojas desejadas pelo consumidor, e conseqüentemente aumenta as vendas dos lojistas. O resultado desse processo gera um aumento nas receitas dos empreendimentos.
  - Criação de valor aos acionistas - a Iguatemi foi capaz de criar valor substancial para os seus acionistas ao longo do tempo. Fizeram isso melhorando os seus próprios ativos como o Iguatemi SP, desenvolvendo projetos de sucesso como o JK Iguatemi e, por último, mas não menos importante, mantendo o controle de seus custos.
  
- **Aumento nos dividendos da Iguatemi e geração de caixa da *holding*:**
  - Boa parte do endividamento da Iguatemi é indexado ao CDI, sendo assim, a atual queda de juros leva a um substancial aumento de rentabilidade da companhia;
  - A Iguatemi é uma empresa altamente geradora de caixa, e além disso não possui nenhum plano relevante de investimento para o curto/médio prazo. Sendo assim, grande parte do crescimento de lucro e da geração de caixa devem levar a um aumento significativo dos dividendos. Esse aumento de dividendos tem impacto direto no yield/carry de Jereissati.

Dessa forma, mesmo considerando a forte performance da ação desde nossa aquisição, ainda enxergamos uma taxa interna de retorno extremamente atrativa ao investimento.



## ATUALIZAÇÃO HIX CAPITAL:

### Evolução do *AuM* da HIX Capital (R\$ milhões)



Durante a primeira metade de 2017, tivemos sucesso na captação de ambos os nossos veículos locais abertos, atingindo durante o mês de julho a marca de R\$400 milhões sob gestão. Atualmente cerca de 70% dos recursos da HIX estão nos fundos de portfólio (HIX Capital FIA, HIX Institucional FIA e HIX Fund - veículo *offshore* e espelho dos veículos locais) e o restante nos veículos de co-investimento.

O fundo HIX Institucional FIA, destinado a investidores em geral e que segue as resoluções CVM 3792 e 3922, aumentou consideravelmente seu PL, de R\$7,8 milhões em dezembro 2016 para R\$36,3 milhões no final do 1º semestre de 2017. Adicionalmente, firmamos uma parceria com uma renomada instituição, visando a captação de recursos no segmento de fundos de pensão.

Mesmo com o conturbado cenário político, todos os fundos continuaram entregando resultados acima da média, com um baixíssimo número de resgates e *turnover* geral da base de investidores.

Do ponto de vista de equipe, é com grande satisfação que anunciamos que dois membros da equipe de investimentos foram convidados a se tornarem sócios pelo programa de *partnership* da HIX. Durante o semestre, adicionamos também mais um membro ao nosso time de investimentos. Atualmente, o time da HIX conta com 10 membros, dos quais 5 são sócios, com 6 pessoas dedicadas exclusivamente à análise de investimentos.

Em termos operacionais, continuamos investindo na melhoria contínua de todos os processos internos e externos da HIX, com investimento contínuo em pessoas e sistemas. Durante o primeiro semestre de 2017, completamos com sucesso a mudança de administrador de todos os nossos veículos abertos para o BNY Mellon.

Estamos animados com as perspectivas de crescimento da HIX e comprometidos com a nossa missão de entregar resultados atraentes e acima do *benchmark* e do mercado aos nossos investidores.

Agradecemos a confiança,

Equipe HIX Capital