



"The winds and the waves are always on the side of the ablest navigators."
(Edmund Gibbon)

Caros Investidores,

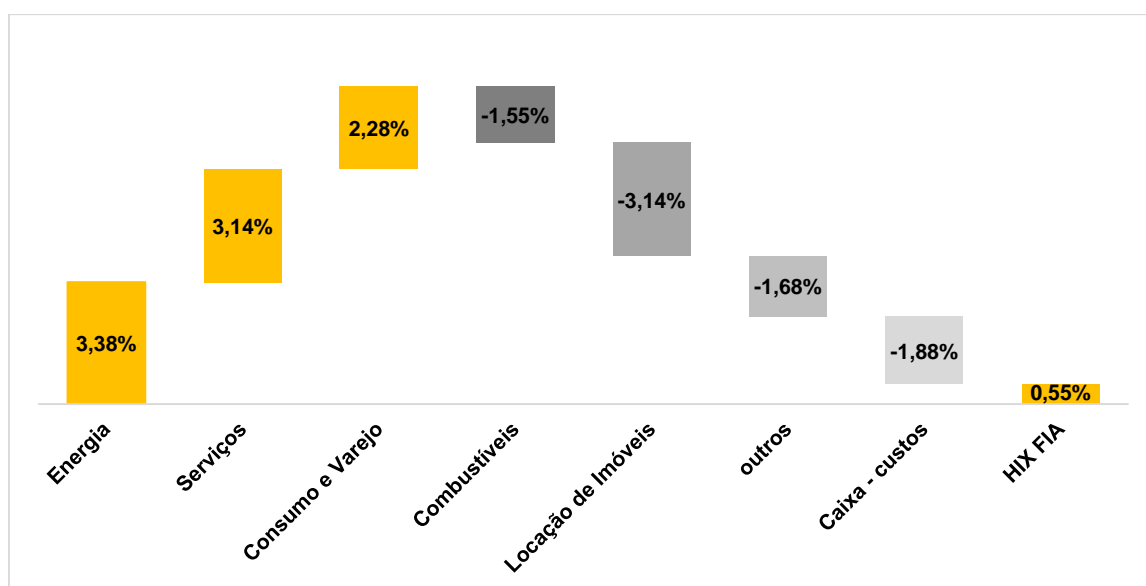
A HIX Capital é uma gestora independente focada em investir em ações brasileiras. O objetivo do HIX Capital FIA é maximizar o retorno sobre o capital investido através de um portfólio concentrado em empresas de qualidade, com modelos de negócios fáceis de entender, tocadas por bons gestores e que negociem a preços interessantes no mercado de capitais. Procuramos conhecer tão profundamente as empresas quanto é possível para um acionista que não seja *insider*.

Até junho de 2014, as cotas do HIX Capital FIA tiveram uma valorização de 0,57%, enquanto o Ibovespa valorizou-se 3,22%. Desde maio de 2005, a carteira administrada pelos gestores do HIX Capital FIA valorizou-se em 599%, comparado a 108% do Ibovespa. No ano, as principais contribuições positivas para o resultado do fundo foram Equatorial Energia, Tempo Assist e BB Seguridade, enquanto Cosan e General Shopping geraram as maiores perdas para o fundo no período.

Resultados Consolidados - HIX Capital FIA (%)

Ano	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	YTD	Ibovespa	IPCA+6%
2012	-	-	-	-	-	-	-	-	2,15	3,04	4,46	2,85	13,09	6,82	4,59
2013	(0,88)	4,97	0,61	1,79	(1,24)	(6,38)	0,50	0,04	2,80	4,56	3,52	(0,82)	8,78	(15,50)	12,24
2014	(7,25)	(3,09)	2,60	0,89	4,74	3,20	-	-	-	-	-	-	0,57	3,22	6,51

Atribuição de Performance – HIX Capital FIA



Fonte: Hix Capital



Continuamos com a visão de que a economia brasileira segue em processo de desaceleração e de que 2015 deverá ser um ano de ajuste. Essa visão tornou-se um consenso ao longo dos últimos meses e de certa forma está na expectativa da maioria dos investidores. É muito difícil prever o formato, magnitude ou quando este ajuste ocorrerá e isso torna ingrato o trabalho de prever o seu impacto nos resultados das empresas brasileiras. Neste contexto, a estratégia de construção da nossa carteira está baseada no investimento em empresas que tenham uma dinâmica de crescimento de lucros baseada em alavancas internas. Isto é, buscamos empresas que, para aumentar seus resultados nos próximos anos, dependam principalmente de fatores internos como corte de custos, melhorias operacionais, projetos novos ou que possuam tendências estruturais de crescimento. Desta forma, acreditamos que o nosso portfólio é bastante sólido, pouco correlacionado com a volatilidade do mercado e com alta probabilidade de conseguir crescer os resultados, mesmo em cenários econômicos mais desafiadores.

Acreditamos que no longo prazo o retorno das ações tende a convergir para o crescimento dos resultados das empresas. As empresas de nossa carteira apresentaram em 2013 um bom crescimento de receita e lucros e esperamos que o mesmo se repita pelo menos nos próximos 2 anos. Além disso, o *valuation* das mesmas, medida pelo múltiplo de fluxo de caixa, continua em patamares bastante interessantes. Abaixo detalhamos os números de nossa carteira combinada:

R\$ MM	2012	2013	2014 E	2015 E
Receita Líquida	57.521	64.250	75.527	85.582
Cresc. %		11,70%	17,55%	13,31%
Lucro Líquido	6.912	8.306	10.434	12.521
Cresc. %		20,16%	25,61%	20,00%
P / FCF			13,5 x	11,5 x

Fonte: Hix Capital

PESSOAS E CULTURA

Em nossa última carta, enfatizamos a importância do processo de análise qualitativa para encontrar companhias que criem valor ao longo do tempo. Nesta carta, achamos que seria interessante evoluir na discussão de quais são as características específicas que buscamos identificar nas empresas que investimos.

Não é nossa proposta apresentar um guia do modelo de gestão ideal de empresas, pois sabemos que no mundo corporativo existem diversas trilhas que levam ao sucesso. No entanto, algumas características são comuns entre as empresas excepcionais e buscamos refletir isso no nosso *framework* de análise de investimentos.

O nosso processo de análise se inicia com o entendimento do objetivo de longo prazo das companhias. Isso é muitas vezes chamado de Visão ou como Jim Collins gosta de



dizer, BHAG¹. Carlos Britto - CEO da Anheuser-Busch Inbev – resume bem o conceito, quando diz que a visão² é um objetivo de longo prazo que tem que:

- Ser difícil de ser atingido, mas que o time acredite ser possível;
- Demandar muito esforço das equipes;
- Motivar todo o time a atingi-lo;
- Por último e a nossa crença mais importante, tenha a capacidade de alinhar o time todo e fazer cada profissional entender como o seu papel impacta o atingimento das metas globais da organização.

Acreditamos que companhias que não definem objetivos relevantes de longo prazo acabam se perdendo no caminho e muitas vezes focando demais no resultado de curto prazo, colocando em risco a construção de um grande futuro. No entanto, depois de muito analisar empresas, percebemos que a maior parte delas geralmente tem um objetivo grandioso de longo prazo e ainda assim muitas não conseguem chegar lá, seja por uma má leitura do mercado - portanto uma estratégia equivocada - seja por falhas de execução. Nessa carta, não pretendemos discutir as estratégias estabelecidas pelas companhias, mas sim algumas características comuns naquelas que conseguiram.

Nos últimos anos, tivemos a oportunidade de implementar algumas iniciativas em empresas das quais somos sócios. Nos envolvemos profundamente na operação e dia-dia destes negócios, o que nos deu uma bagagem de vivência na economia real e na administração de empresas. Além disto, acompanhamos diversas outras experiências de gestão em empresas próximas ou investidas. Chegamos então a diversas conclusões que utilizamos para desenhar o *framework* do processo de análise de empresas da HIX Capital. A seguir, tentaremos resumir as principais características das empresas que conseguem atingir suas metas e como procuramos identificá-las nos cases que acompanhamos.

Separamos nossa análise em dois tópicos que são fundamentais nas empresas vencedoras: Pessoas e cultura.

1. Pessoas

Warren Buffet tem uma famosa frase que diz que *“para entender a capacidade de criação de valor de uma companhia o mais importante é entender quão fundo é o fosso ao redor do meu castelo. O que eu amo – é claro – é um castelo grande com um fosso bem profundo, cheio de piranhas e crocodilos, para defendê-lo”*³. O interessante, entretanto, é que as empresas estão inseridas em ambientes tão dinâmicos que é praticamente impossível sustentar no longo prazo qualquer vantagem competitiva sem um time capaz de desenvolvê-las todos os dias. Produtos podem ser copiados, estratégias replicadas, tecnologias adquiridas. A única forma de se manter à frente de seu mercado é garantir que todos os dias o seu time esteja cavando mais profundamente este fosso através de melhorias de processos e inovações.

Apesar de não ser senso comum, acreditamos que as vantagens competitivas das companhias estão intimamente ligadas aos seus profissionais e a sua cultura. Por conta disto, as empresas que têm a capacidade não apenas de atrair talentos, mas também

¹ Termo cunhado no livro *Build to Last* cuja tradução livre seria Objeto Grande, audacioso e cabeludo.

² No caso, a ABI gosta de chamar o conceito de visão de sonho.

³ Linda Grant, *“Striking Out at Wall Street,”* U.S. News & World Report, June 12, 1994



incentivá-los a se entregar de corpo e alma e permanecer por muitos anos, têm uma maior probabilidade de desenvolver e manter suas vantagens competitivas ao longo do tempo. Jim Collins, em seu livro *Good to Great* argumenta que empresas excepcionais procuram primeiro “quem” para depois definir claramente “para onde” querem ir⁴. O ponto não é que a estratégia seja algo de menor importância e sim que uma companhia com pessoas excepcionais tem uma maior probabilidade de desenvolver uma estratégia excepcional, executá-la de forma disciplinada e incansável e realizar as correções de rumo quando necessário.

Também acreditamos que tão importante quanto colocar as pessoas certas no barco é remover as erradas. É justamente neste ponto, na complacência com resultados ruins⁵, que as empresas mais tendem a falhar.

Nessa linha, alguns pontos-chave que buscamos identificar nas empresas que analisamos são:

a) Executivos com visão de dono

Um conceito muito difícil de definir, mas que é extremamente importante é o que chamamos de visão e atitude de dono. Donos sentem no estômago os sucessos e fracassos de suas⁶ empresas, vibram com as conquistas e fazem o que tiver que ser feito para evitar os fracassos. Donos não têm um plano B caso seus navios afundem, eles fazem o que tiver que ser feito para evitar que isso aconteça. Eles não procuram o sucesso de um projeto para que possam colocá-lo em seu *curriculum vitae* e galgar mais um degrau da escada corporativa e sim para garantir que a sua empresa esteja sempre um passo a frente de seus concorrentes. Sua ambição por grandeza é direcionada à empresa e não ao reconhecimento próprio. Enquanto donos convivem com as consequências de suas decisões, executivos já terão pulado para sua próxima posição.

Enquanto investidores de empresas listadas, é difícil visualizar até que ponto o time de uma companhia está alinhado à sua estratégia e tem sua cultura bem enraizada. A melhor forma de analisar isso é conversando com executivos do mais alto até o mais baixo escalão, com concorrentes, clientes e fornecedores sobre a postura dos executivos e da empresa - o que leva um certo tempo. Na HIX Capital, investimos todo o tempo e recursos necessários para entender isso bem, pois acreditamos que é muito relevante na criação de valor para os *stakeholders* no longo prazo.

b) Meritocracia

“Nenhuma empresa pode aumentar suas receitas consistentemente mais rápido que sua habilidade de atrair a quantidade necessária das pessoas certas para executar tal crescimento”⁷. Apesar de parecer óbvia, esta afirmação traz à tona um problema relevante para a maioria das empresas: as melhores pessoas só gostam de trabalhar e desenvolver todo o seu potencial em ambientes meritocráticos, no qual elas crescem de acordo com seu próprio talento, capacidade de vestir a camisa, de inspirar seus times,

⁴ Referência ao capítulo *First Who... then What*.

⁵ Pessoas talentosas se motivam ao trabalhar em times de alto desempenho, mas também se desmotivam ao ver ao seu redor pares que não entregam resultados. Para evitar isso, é muito importante ter a disciplina de manter no time apenas os melhores.

⁶ Não a empresa em que trabalha, mas sim a SUA empresa.

⁷ Frase de David Packard, fundador e CEO de uma das empresas de maior sucesso do mercado de tecnologia, a *Hewlett-Packard*.



atingir metas, etc⁸. Em vista disso, procuram uma companhia onde podem evoluir com base no seu próprio ritmo e performance.

Por ser um conceito muito amplo, é difícil de identificar quando uma empresa exerce a meritocracia de fato, mas gostamos de entender uma série de fatores como:

- A metodologia e frequência de avaliação das pessoas;
- O nível de abertura de diálogo no ambiente corporativo;
- O modelo de gestão de times imprimido pelos líderes;
- A clareza e divulgação do planejamento estratégico e se as metas são claras e desdobradas para os diversos níveis e áreas da organização;
- A estrutura de incentivos financeiros e de alinhamento dos executivos e conselheiros com os acionistas da empresa.

2. Cultura

Todos nós sabemos o que temos que fazer para emagrecer: comer bem e praticar exercícios físicos. Todavia, é exatamente na hora de executar isso de forma disciplinada no dia-dia que as pessoas, em geral, falham. Empresas funcionam da mesma forma e uma cultura bem estruturada ajuda a assegurar a execução de uma estratégia bem definida, garantindo o atingimento dos resultados esperados. Entre os principais pontos do pilar de cultura que analisamos estão:

a) Foco em Resultados

Os consumidores não compram esforços das organizações, tampouco remuneram boas intenções do time de gestão. Eles são frios e buscam comprar sempre o melhor produto ou serviço.

Diferentemente do que escutávamos quando crianças, no mundo corporativo o importante não é competir e sim vencer o concorrente. Nós gostamos muito quando encontramos companhias com humildade enraizada na sua cultura, empresas capazes de reconhecer que sempre haverá companhias melhores em uma ou mais atividades e, com isso, aprender e encontrar oportunidades de melhorias nos seus produtos, processos e serviços ou custos. Gostamos ainda mais quando os executivos usam este reconhecimento para elevar a barra dentro da companhia através de *benchmarks* internos e externos.

Como no salto em altura, para atingir resultados consistentemente superiores e crescentes é necessário que as empresas sempre elevem as suas barras. Para isso, é necessário quantificar e medir os resultados de todos os indicadores relevantes de desempenho de forma contínua, elevando as metas sempre que sejam identificados *gaps* de desempenho. O Professor Vicente Falconi, CEO e Fundador de uma das mais importantes consultorias de gestão brasileira, costuma dizer que “onde não tem meta não tem gestão e pronto!”

Para identificar esta característica buscamos:

⁸ Este é um conceito bastante complexo e se algum dos leitores tiver interesse em se aprofundar nos conceitos, recomendamos assistir o vídeo *View From The Top: Carlos Brito, CEO, Anheuser-Busch InBev.* (<http://www.youtube.com/watch?v=xhFw4mBre0>) que reflete diversos pontos de uma das culturas mais meritocráticas que conhecemos.



- Entender como os objetivos estratégicos são desdobrados em metas para seus colaboradores;
- Conhecer a forma e frequência de mensuração e acompanhamento dos resultados de cada período;
- Entender a metodologia adotada para correções de rumo no caso de não atingimento.

A compreensão desta rotina é fundamental para entendermos o tipo de doutrina e nível de controle da companhia e, por consequência, a capacidade de impor um sistema de melhoria contínua de processos e resultados.

b) Estrutura de Custos Enxuta

Nós nunca conhecemos uma empresa que se considerasse “inchada” em termos de custos e despesas. Entretanto, algumas entendem que o esforço de redução de despesas traz uma enorme vantagem competitiva. Ao gastar menos com despesas supérfluas, as companhias podem priorizar recursos financeiros para projetos ou áreas que vão de fato levar ao crescimento de receita e fortalecimento da sua posição competitiva, criando um círculo virtuoso.

A grande dificuldade, contudo, não consiste em aplicar uma primeira onda de redução de custos, mas sim de forma contínua garantir a manutenção da base de custos e buscar uma ainda mais enxuta. É muito comum que as empresas façam um corte profundo de despesas e, após um ou dois anos, estejam de volta no ponto de partida com uma estrutura inchada e ineficiente. Por isso, é essencial uma metodologia permanente de melhorias focada em manter a estrutura enxuta e com alta produtividade para trazer resultados expressivos e sustentáveis. Uma das ferramentas de maior sucesso para isso é o Orçamento Base Zero⁹.

c) Remuneração

A remuneração em si não é suficiente como ferramenta de motivação de executivos, mas a ausência de uma remuneração adequada pode ser um fator de desmotivação, dificultando a atração e a retenção. Normalmente, políticas com percentuais mais baixos de remuneração fixa, compensadas por um volume significativo de remuneração variável atrelada aos indicadores de desempenho, tendem a ter resultados positivos em relação ao atingimento de metas. Incentivos de longo prazo como programas de compra incentivada de ações tendem a alinhar os executivos com o futuro da companhia, pois fazem com que parcela relevante de seu patrimônio esteja atrelado ao resultado futuro da companhia. Por outro lado, os planos de remuneração não garantem por si só um desempenho sólido de criação de valor ao longo do tempo. São inúmeros os casos de companhias com os tais “programas de alinhamento de longo prazo”, cuja criação de valor é questionável. Entendemos que muito mais do que a remuneração em si, a cultura e o quão enraizada ela é na companhia é o que de fato alinha executivos e o time como um todo para uma agenda de criação de valor positiva.

Acreditamos ainda que a remuneração fixa e variável é importante para um executivo, mas o seu reconhecimento e crescimento na companhia podem ser fatores ainda maiores de motivação. Os melhores executivos buscam projetos e desafios que

⁹ Ferramenta muito famosa e adotada por uma série de empresas de sucesso. Por ser uma metodologia complexa, é comum que as empresas iniciem atividades de cortes de custos com ferramentas que demandem menos habilidades de seus executivos e evoluam para esta ferramenta no tempo.



acreditem e empresas onde elas possam desenvolver todo o seu potencial e ser reconhecidos, mais do que só um bom salário. Dessa forma, novamente cruzamos com a importância da meritocracia, do planejamento e de projetos claros que permitem a satisfação emocional e financeira dos executivos de primeira linha, ao alinhar a remuneração total potencial dos mesmos aos resultados atingidos.

CONCLUSÃO:

Colocar todos esses pontos em perspectiva ao analisar uma empresa é parte relevante do nosso tempo. No mundo real é raro encontrarmos companhias que preencham todas essas “caixinhas” ou que não tenham outras falhas. Além do mais, quando encontramos as tais companhias excepcionais, que têm a maioria destas características, não é raro que estejam tão caras que sobra pouca margem de segurança para o nosso investimento. No entanto, acreditamos que, ao buscar entender cada um destes pontos, tornamos nossas decisões de investimento mais embasadas em conceitos que levam à criação de valor para o acionista, evitando as famosas armadilhas de valor¹⁰.

ATUALIZAÇÃO DE CARTEIRA:

Durante os últimos meses fizemos pequenos ajustes visando otimizar o perfil de risco e retorno da nossa carteira. Entre os ajustes, vale ressaltar o aumento significativo em nossa posição em Equatorial Energia¹¹, pois acreditamos que o *turnaround* da operação de CELPA está evoluindo mais rápido do que inicialmente esperávamos.

Algumas teses estão maturando neste momento e gostaríamos de compartilhar a evolução de uma delas, a da Tempo Assist.

1. Tempo Assist

A empresa iniciou suas atividades em 2000 como Connectmed. Cresceu através de dez fusões e/ou aquisições e abriu o capital em 2007. A estratégia da Tempo era se tornar uma empresa “*one-stop-shop*” na prestação de serviços para principalmente seguradoras.

Expansão por Aquisições (M&A)

Com os R\$394 milhões captados em sua abertura de capital, a Tempo adquiriu outras cinco empresas e fez uma *joint-venture*, tornando-se uma *holding* composta por 5 unidades de negócios:

¹⁰ Conhecidas como *Value Traps* são companhias que negociam a valores muito baixos e parecem ser bons investimentos, mas como não evoluem com o tempo, acabam investimentos ruins.

¹¹ Detalhamos a tese de Equatorial Energia em nossa última carta aos investidores.



#	Unidade de Negócios	Descrição	# M&A's
1	Assistência (USS)	Maior empresa de assistência (automotiva, residencial e pessoas) do Brasil	2 aquisições
2	Homecare (Medlar)	Segunda maior empresa de de homecare do Brasil com 1,7 mil pacientes	2 aquisições
3	Saúde Soluções (CRC/Gama)	Serviços tecnológico e administrativos para seguradoras, medicinas de grupo e governo	3 aquisições
4	Seguradora de Saúde	Seguradora de saúde com 66 mil vidas	1 aquisição
5	Seguradora Dental	Seguradora odontológica com 535 mil vidas	8 aquisições

Fonte: Hix Capital e Tempo Assist

A resultante da combinação destas 16 empresas adquiridas foi uma organização complexa, com pouca capacidade de extrair sinergias entre si e foco gerencial disperso. Além disso, como consequência natural de uma empresa que opta por crescer de forma rápida e inorgânica, a integração dos negócios demandou muita energia impactando diretamente o nível de serviço das unidades de negócios da companhia. Consequentemente, o crescimento, rentabilidade e geração de caixa da companhia foram impactados, além do acúmulo contínuo de créditos fiscais.

Consolidado (R\$ mm)	2007	2008	2009	2010	2011
Receita Líquida	321	430	739	944	728
Var. %		33,7%	72,1%	27,8%	-22,9%
EBITDA	23	66	64	64	46
Mg. EBITDA %	7,0%	15,3%	8,6%	6,8%	6,3%

Fonte: Hix Capital e Tempo Assist

Planejamento Estratégico e *Turnaround* Operacional

Em 2011, após a troca dos seus principais executivos (inclusive do *CEO* – mais de uma vez até então), iniciou-se um trabalho simultâneo de (i) redesenho da estratégia, (ii) *turnaround* operacional e (iii) melhoria da estrutura de capital. Foi neste momento que começamos a acompanhar a empresa e iniciamos o investimento em setembro de 2012.

No processo de revisão do planejamento estratégico, concluiu-se que a Tempo deveria simplificar a sua operação e focar nos negócios que: (i) faziam parte do seu DNA, (ii) possuíam diferenciais competitivos e (iii) estivessem em mercados grandes e de alto crescimento. Em contrapartida, desinvestiria de ativos não estratégicos ou que não possuíam tais características. Nesta linha, foi decidido que, nos anos subsequentes, a



cia iria dedicar maior foco gerencial nos negócios de Assistência, *Homecare* e Saúde Soluções e desinvestir das seguradoras (Saúde e Dental).

Nos dois anos subsequentes (entre 2011 e 2013), a Tempo gastou muita energia para melhorar a sua operação, cujo resultado vinha sendo penalizado ano após ano. Visando a captura de melhorias operacionais, a companhia promoveu uma extensa reestruturação interna. Junto com a mudança de boa parte do time gerencial, processos foram redesenhados visando melhorar a eficiência e controle, contratos deficitários foram renegociados e a cultura interna foi ajustada, passando a dar mais importância e atenção para a qualidade do serviço prestado e o relacionamento com o cliente. Como resultado, depois de um intenso processo de *turnaround* operacional, a Tempo voltou a ganhar contratos e a crescer conforme demonstrado nos números a seguir:

Consolidado (R\$ mm)	2011	2012	2013
Receita Líquida	728	894	965
Var. %	-22,9%	22,7%	8,0%
EBITDA	46	49	54
Mg. EBITDA %	6,3%	5,5%	5,6%

Fonte: Hix Capital e Tempo Assist

Adicionalmente, a companhia pagou aos seus acionistas aproximadamente R\$ 120 milhões de dividendos nos últimos dois anos, iniciando o processo de melhoria da sua estrutura de capital.

Venda de Ativos *Non-Core*

Após ter focado por alguns anos no *turnaround* operacional, iniciou-se o plano de desinvestimento de ativos *non-core*. Com isso, no final de 2013 e início de 2014, a Tempo anunciou o desinvestimento de ativos pouco lucrativos ou deficitários, os quais agregavam pouco ou nenhum valor à empresa, porém demandavam muita energia gerencial e consumiam capital.

- **Seguradora de Saúde:** A carteira de clientes da Seguradora de Saúde – que era deficitária – foi vendida para a Unimed por R\$30 mm e todo o capital alocado na operação será liberado. Estimamos um impacto positivo de R\$0,30 por ação de valor decorrente da venda desta subsidiária.

Seguradora Saúde (R\$ mm)	2010	2011	2012	2013
Receita Líquida	193	276	284	288
Var. %	0,0%	43,3%	3,0%	1,5%
Resultado Operacional	n/a	7	(8)	(10)
Mg. Operacional %	0,0%	2,6%	-2,8%	-3,5%
# Vidas (000)	81	91	103	73

Fonte: Hix Capital e Tempo Assist



- **Seguradora Dental:** A operação foi vendida para a Caixa Seguros por R\$134 milhões, criando em nossas estimativas R\$0,6 por ação de valor.

Seguradora Dental (R\$ mm)	2010	2011	2012	2013
Receita Líquida	93	71	74	85
Var. %	-7,0%	-22,9%	3,8%	14,8%
Resultado Operacional	15	10	10	14
Mg. Operacional %	16,4%	13,7%	13,8%	17,0%
# Vidas (000)	520	562	567	511

Fonte: Hix Capital e Tempo Assist

- **Saúde Soluções:** A Tempo receberá até 6,3 mm de ações da Qualicorp pela venda da operação de Saúde Soluções, o equivalente a R\$190 milhões - sendo 40% retidos através de um *earn-out*¹². Apesar desta unidade de negócios apresentar oportunidades interessantes de crescimento e de resultado, o comprador ofereceu – visando uma enorme sinergia com suas operações - um prêmio significativo, o que motivou a sua venda. Esta venda gerou em nossas estimativas R\$1,3 por ação de valor.

Saúde Soluções (R\$ mm)	2010	2011	2012	2013
Receita Líquida	440	451	334	235
Var. %	-1,9%	2,5%	-26,1%	-29,6%
Resultado Operacional	34	33	24	1
Mg. Operacional %	7,7%	7,4%	7,1%	0,5%

Fonte: Hix Capital e Tempo Assist

Ao combinar o valor estimado líquido destas três transações, estimamos que a Tempo poderá distribuir aos seus acionistas dentro dos próximos 12 meses cerca de R\$300 milhões em dividendos e/ou recompras de ações, o que representa 40% de seu valor de mercado. Vale lembrar que a redução de resultado operacional decorrente destas vendas foi de apenas 5%.

Assistência (USS):

A unidade de negócios de Assistência da Tempo Assist é a sua maior operação, sendo considerada a maior prestadora de serviços de assistência do Brasil, com cerca 33% de *market-share*. A empresa tem contratos de serviços de assistência a veículos, residências e pessoas, com seguradoras, montadoras de veículos e pessoas físicas. Este último é vendido através do canal de afinidades¹³.

A USS possui uma estrutura diferenciada que gera uma série de vantagens competitivas e têm sido um dos principais fatores que permitiram que a companhia ganhasse novos contratos nos últimos anos e tivesse uma alta taxa de renovação dos

¹² Valor que apenas será pago pelo comprador se a companhia atingir metas específicas em um prazo pré-definido.

¹³ Canal de vendas onde o produto é vendido por parceiros comerciais como varejistas, empresas de cartões de crédito ou de telefonia.



atuais. Dentre os diferenciais competitivos da empresa podemos citar: (i) grande escala com uma rede de mais de 20 mil prestadores de serviços e abrangência nacional¹⁴, (ii) melhor infraestrutura de TI e *call-center* garantindo maior estabilidade operacional e (iii) alta qualidade do serviço prestado.

O serviço de assistência é extremamente crítico para as seguradoras e montadoras. Além de ser uma linha importante de custos, é um dos poucos pontos de interação com o cliente final e acontece em momentos delicados e críticos para os mesmos (quando ocorre o sinistro). Portanto, além do custo, a qualidade do atendimento da empresa de assistência e a estabilidade operacional interferem de forma relevante na sua imagem. Ao falarmos com diversos clientes da USS, percebemos que a companhia evoluiu muito na qualidade do serviço prestado nos últimos anos, tornando-se a empresa de menor custo e, ao mesmo tempo, de melhor serviço.

Acreditamos que, além do potencial de ganhar novos clientes, ainda há uma avenida relevante de crescimento dentro dos próprios clientes da USS, dada a baixa penetração de seguros no Brasil.

No canal de afinidades, a oportunidade de crescimento é enorme. Apesar do forte crescimento deste canal no mix de receitas da USS nos últimos anos, a empresa ainda tem apenas dois grandes contratos com varejistas, o que acreditamos que deverá mudar nos próximos anos. Neste canal, a companhia vende um combo de serviços de assistência, produto que pode ser considerado um substituto para seguros para pessoas de baixa renda. Muitas vezes, o cliente não possui recursos para ter um seguro automotivo, mas com a USS, o cliente tem acesso a um serviço de guincho e mecânico de emergência, por exemplo. Para os varejistas, este é um produto de receita adicional, de fácil venda e com alta margem. Acreditamos que nos próximos anos a Tempo deverá fechar contratos com novos parceiros.

A USS obteve excelentes resultados nos últimos anos e acreditamos que essa unidade de negócios ainda tem um grande potencial de crescimento com uma baixa necessidade de capital para crescer¹⁵. Por consequência, deve gerar bastante caixa nos próximos anos, sustentando o aumento dos resultados.

Assistência (R\$ mm)	2010	2011	2012	2013
Receita Líquida	227	264	401	467
Var. %	18,8%	16,2%	52,1%	16,5%
Resultado Operacional	35	29	54	67
Mg. Operacional %	15,5%	10,9%	13,5%	14,3%

Fonte: Hix Capital e Tempo Assist

Conhecemos grande parte dos executivos, gerentes e os acionistas controladores da Tempo e acreditamos que a empresa está pronta para uma onda de crescimento de resultados. A capacidade de execução do time, demonstrada na primeira fase da reestruturação, nos dá tranquilidade em acreditar que após a conclusão dos

¹⁴ Leva a maior poder de barganha nas negociações e menor custo nos processos competitivos.

¹⁵ ROIC na casa de 30%.



desinvestimentos, o crescimento da companhia deve ser muito mais sustentável suportado pela a evolução da cultura e do time da companhia.

Valuation:

As ações da Tempo (TEMP3) se valorizaram aproximadamente 40% desde o início do ano, uma das principais contribuições para o resultado do fundo. Apesar disso, acreditamos que após todos os eventos que descrevemos e ocorreram nos últimos 12 meses, o seu atual valor de mercado ainda apresenta um significativo desconto em relação ao seu valor intrínseco. Com isso, ainda enxergamos uma oportunidade de investimentos muito interessante. As ações estão negociando a aproximadamente 3,7x EV/EBITDA 2014 e 2,6x 2015 com um FCF Yield de 11,8%¹⁶ para 2014, indicadores atraentes para uma companhia com boas perspectivas de crescimento, com alta conversão de EBITDA em caixa e boa pagadora de dividendos.

2. Brasil Agro

A Brasil Agro é um investimento de nosso fundo há pouco mais de um ano e descrevemos nossa tese de investimento em nossa carta de junho de 2013. Dada a recente operação de venda de uma de suas fazendas, achamos o momento oportuno para uma breve atualização.

Em linha com a estratégia da companhia de comprar terras brutas (cerrado ou pasto), transformá-las e depois vendê-las como terras agricultáveis, esta anunciou no dia 15/07/2014 a venda de mais um pedaço da Fazenda Araucária (GO), que possui um total de 8.124 hectares e 5.982 hectares agricultáveis remanescentes após a venda. A transação envolveu a venda de uma área de 913 ha agricultáveis¹⁷ por R\$41,3 milhões. O preço implícito por hectare agricultável dessa venda foi de R\$45 mil, 18% acima do preço por hectare da última venda de 310 hectares da mesma fazenda realizada em 2013 e 85% acima da avaliação interna reportada em 2013 pela companhia. A TIR implícita na transação foi de 19% e o MOIC¹⁸ de 3,9x.

Nos últimos seis anos, a Brasil Agro vendeu aproximadamente 50 mil hectares ou R\$245 milhões em fazendas, pouco menos que a metade do que o valor levantado em seu IPO. Todas as vendas foram executadas com taxas de retorno atraentes e sempre acima da nossa avaliação dos ativos, reforçando a tese de que o modelo de negócios da companhia tem potencial de gerar muito valor.

#	Data Compra	Data Venda	Fazenda	UF	# ha	# ha Agric.	Valuation (R\$ mm)	Custo (R\$ mm)	000 R\$/ha	MOIC	TIR
1	Abr/07	Jun/14	Araucária	GO	1.164	913	41	11	45	3,9	19,2%
2	Dez/13	Abr/14	Paraguai	Paraguai	24.624	12.312	33	19	3	1,7	n/a
3	Out/06	Mai/13	Cremaq	PI	4.895	3.201	37	11	12	3,4	23,8%
4	Abr/07	Mai/13	Araucária	GO	394	310	10	4	33	2,7	20,2%
5	Abr/10	Out/12	Horizontalina	MA	14.359	8.500	75	53	9	1,4	27,0%
6	Set/06	Out/11	São Pedro	GO	2.447	1.724	26	10	15	2,5	19,0%
7	Jan/07	Jun/08	Engenho	MS	2.022	2.022	22	10	11	2,2	29,7%
Total					49.905	26.960	245	118	9	2,1	

Fonte: Hix Capital e Brasil Agro

¹⁶ Consideramos aqui que a companhia tem R\$ 69 milhões de créditos fiscais dos quais consideramos apenas R\$34 milhões monetizáveis.

¹⁷ Área total de 1.164 hectares.

¹⁸ Multiplo de vezes o capital investido.



As ações da Brasil Agro continuam negociando no mercado com um desconto significativo e, em nossa opinião, injustificado em relação ao valor de seu portfólio de terras. Enquanto persiste na execução da sua estratégia de criar valor na transformação das terras - o portfólio de fazendas da companhia vem se valorizando a 18% a.a. nos últimos anos – o valor justo de seus ativos se apreciou em 13,5% a.a. desde o *IPO*. Com as ações negociando a 56% do seu *NAV*¹⁹ o investimento continua sendo extremamente atraente.

ATUALIZAÇÃO HIX CAPITAL:

A HIX Capital encerrou junho de 2014 com aproximadamente R\$70 milhões sob gestão investidos em ações, aumentando consistentemente a sua base de ativos. Este aumento foi novamente puxado por investidores próximos que entendem nossa estratégia de investimentos e que estão alinhados com o nosso horizonte de criação de valor.

Fechamos durante o semestre também, a captação e investimento do nosso primeiro fundo exclusivo de co-investimento para *Special Opportunities*, o HIX SPO I, um fundo que investe exclusivamente em Equatorial, a maior posição do HIX Capital FIA atualmente. Este é um novo capítulo da história da HIX e estamos animados com as perspectivas desta oportunidade.

Continuamos animados com as perspectivas de crescimento da HIX e confiantes da capacidade do time de continuar crescendo e encontrando boas oportunidades de investimentos para os sócios e investidores.

Agradecemos a confiança,

Equipe de Gestão HIX Capital

¹⁹ Termo em inglês que quer dizer o valor líquido justo dos seus ativos.