



"A man should look for what is, and not for what he thinks should be."
(Albert Einstein)

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 em ações de boas empresas, com modelos de negócios vencedores, 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 através do conhecimento profundo das empresas e dos mercados em que estas estão inseridas, e investir em ativos cujo preço tenha uma boa margem de segurança.

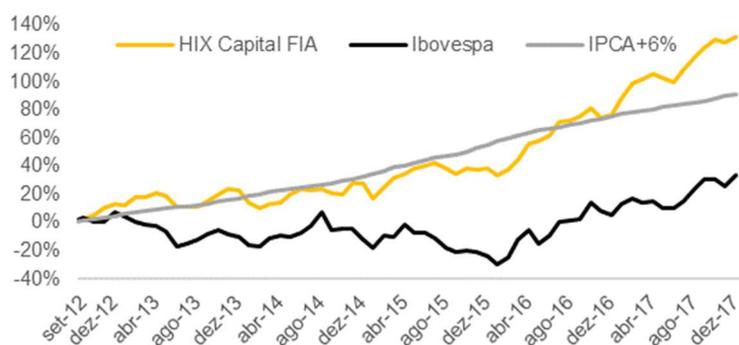
No ano de 2017, o HIX Capital FIA teve um ganho de 31,5%, comparado a 26,9% do Ibovespa. Desde o início, o HIX FIA acumula alta de 131,5% comparado a uma valorização de 33,9% do Ibovespa e um ganho de 73,8% do CDI. A carteira administrada pelos gestores do HIX Capital FIA valorizou-se 1.252,7% comparado a 198,6% do Ibovespa¹ 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%
2017	39,33%	31,48%	26,86%	9,93%
Desde o Início	72,50%	131,50%	33,90%	73,85%

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

Gráfico HIX FIA vs. Índices de Mercado



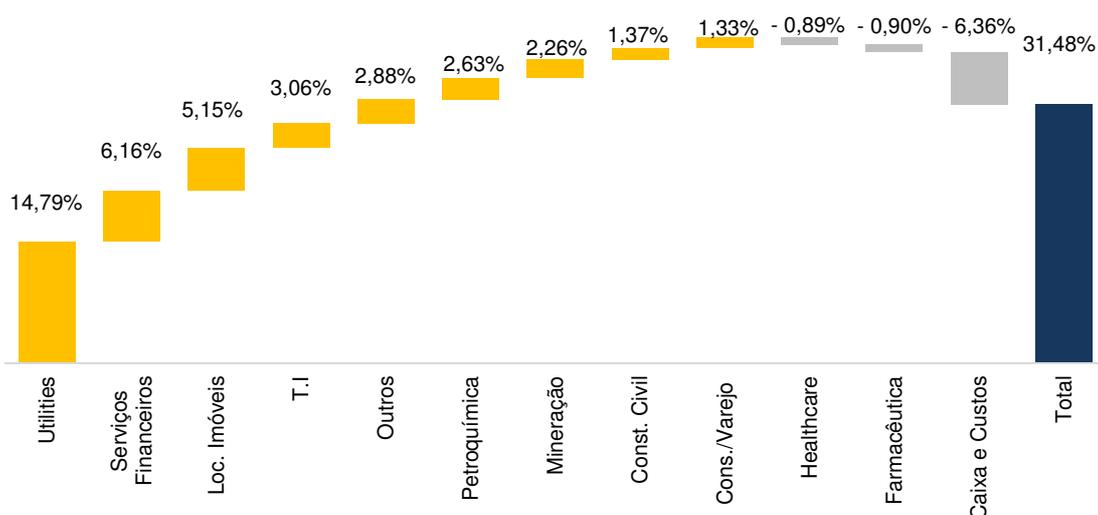
¹ Inclui a performance do *Clube de Investimentos Keep Investing* de maio de 2005 até agosto de 2012. A performance anualizada da carteira até dezembro de 2017 foi de 23,0% a.a. versus 9,1% a.a. do Ibovespa.

*Fonte: HIX Capital



As principais contribuições positivas para a performance dos fundos em 2017 vieram dos investimentos em Eneva, Jereissati Participações, Energisa e Equatorial. Em contrapartida, os investimentos em Alliar e Biotoscana, duas novas teses de investimento do portfólio, foram os principais detratores de performance no ano. 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 cenário atual dos mercados é bastante interessante do ponto de vista do investidor brasileiro. Por um lado, as bolsas dos países desenvolvidos, em especial o S&P, renovam suas máximas históricas consistentemente. Por outro lado, a bolsa brasileira, apesar de ter sofrido uma valorização relevante nos últimos dois anos, parece estar ainda no início de um processo de grande valorização.

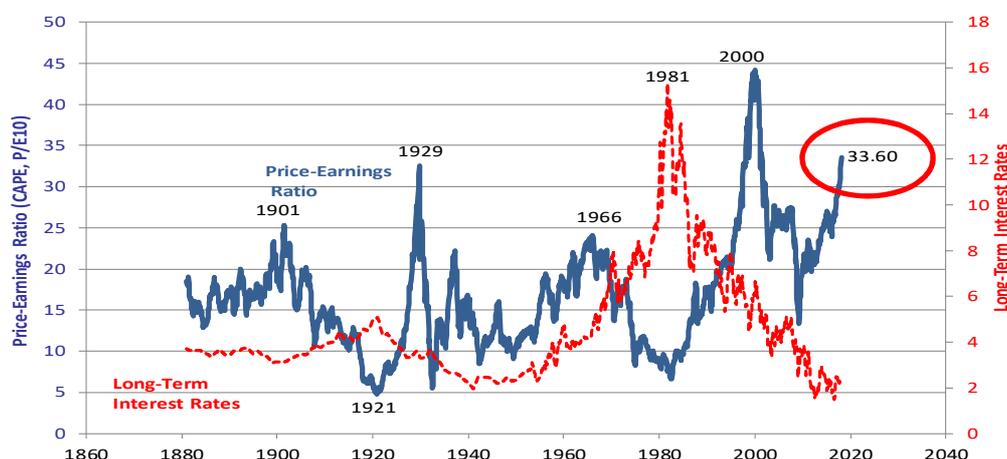
O atual múltiplo de lucro de Shiller² ("Schiller P/E"), ajustado para a ciclicidade do mercado americano, está em um nível que, na opinião de um bom número de investidores de sucesso³, tem alta probabilidade de preceder um "estouro" de uma bolha. Ao mesmo tempo, os juros americanos permanecem nas mínimas históricas, incentivando os investidores a continuarem comprando ações, mesmo que em níveis de *valuation* caros. O gráfico abaixo retrata uma história longa do P/E em relação a taxa de juros americana e demonstra de forma clara como a relação está em um dos maiores níveis já vistos.

² Caclulado pelo prêmio nobel Robert Shiller

³ Jeremy Grantham do GMO escreveu uma carta sobre esse tema recentemente (<https://www.gmo.com/docs/default-source/research-and-commentary/strategies/asset-allocation/viewpoints---bracing-yourself-for-a-possible-near-term-melt-up.pdf?sfvrsn=4>)



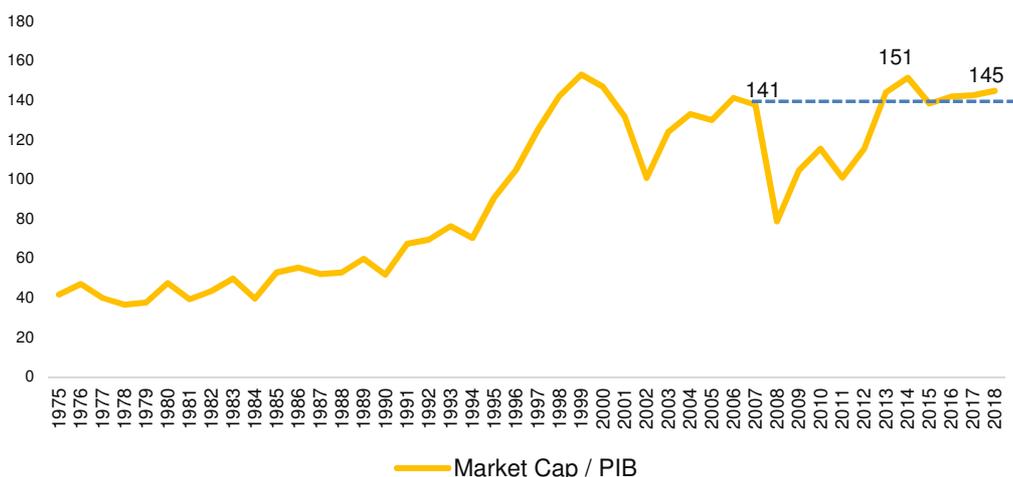
Evolução P/E vs. Juros de Longo Prazo nos EUA:



Fonte: <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>

Uma outra forma de analisar o *valuation* da bolsa americana é através da comparação entre o valor de mercado das companhias listadas em relação ao PIB dos Estados Unidos, indicador sugerido por Warren Buffett como o melhor termômetro para o mercado de capitais. Esse indicador já superou o nível da bolha do *subprime* e está próximo ao nível atingido durante a bolha da internet, conforme gráfico abaixo:

Evolução da Relação do Market Cap dos EUA x PIB Americano:

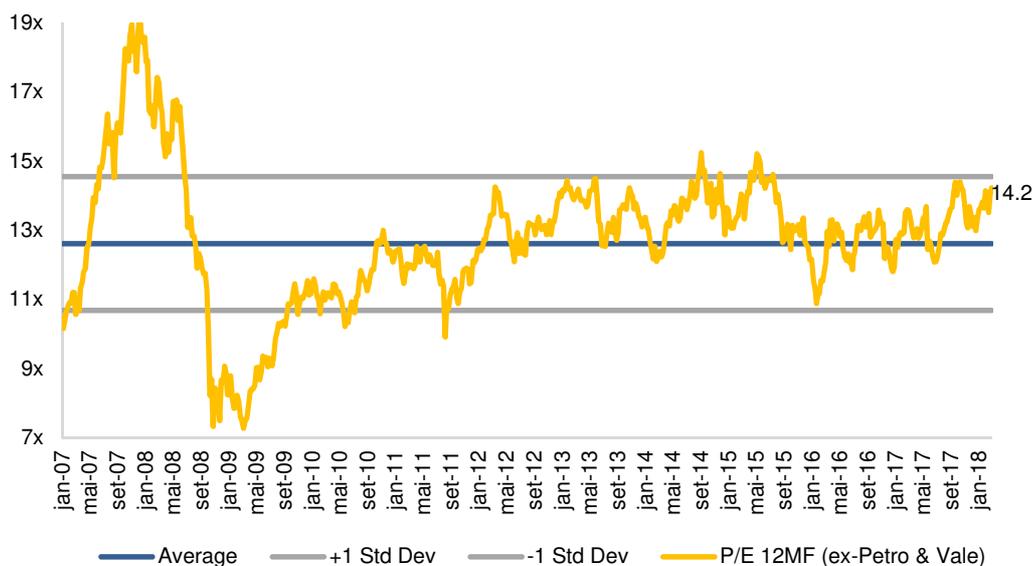


Fonte: <https://www.gurufocus.com/stock-market-valuations.php>



Evolução do Múltiplo P/E da Bolsa Brasileira

No Brasil, a situação é um pouco diferente. Apesar da valorização recente, a bolsa ainda não parece ter ficado cara, pois a evolução dos preços foi sustentada pelo crescimento dos lucros das empresas listadas, que avançou na média 25% em 2017 (ex-Petro e Vale), em linha com a valorização de 26,9% do Ibovespa em 2017.



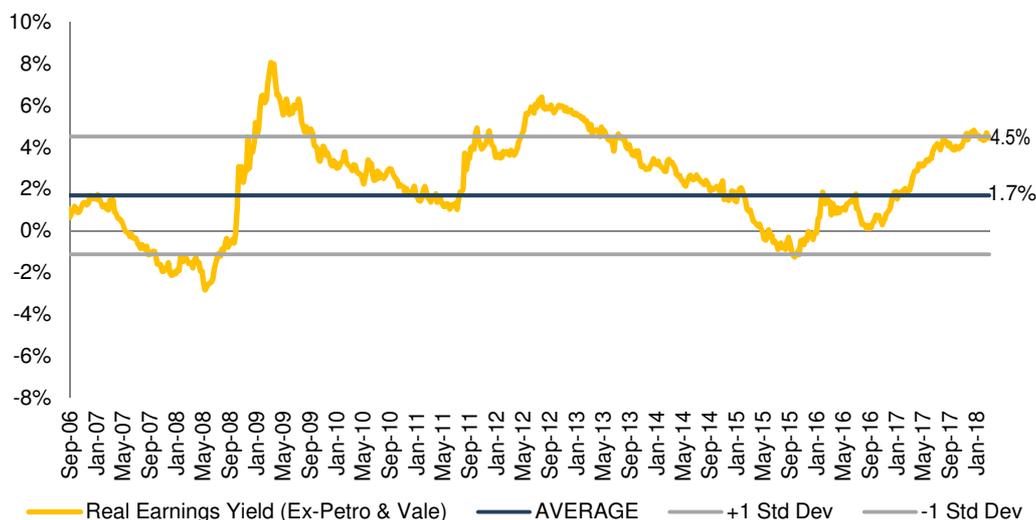
Fonte: BTG Pactual

Em nossa visão, desconsiderando o efeito do medo em relação às eleições presidenciais no Brasil, seria razoável que nesse momento a bolsa negociasse com um P/E acima da média histórica em função de dois fatores principais: (i) elevada expectativa de crescimento de lucro para os próximos anos e (ii) a mais baixa taxa de juros da história econômica do país.

Como o múltiplo não subiu, o prêmio de retorno para deter ações no Brasil está em um dos seus maiores níveis dos últimos 10 anos:



Evolução do Prêmio de Retorno para Deter Ações no Brasil:



Fonte: BTG Pactual

Do ponto de vista dos movimentos recentes, o segundo semestre foi muito positivo para os ativos de risco brasileiros. Apesar da manutenção das incertezas eleitorais e sobre a reforma da previdência, o mercado preferiu focar nos pontos positivos, tais como: crescimento do PIB, melhoria dos resultados das empresas, queda de juros e uma inflação controlada, levando o Ibovespa a alcançar 76 mil pontos em dezembro. Vale ressaltar, no entanto, que os investidores estrangeiros, (apesar de ter tido papel relevante no movimento de valorização das ações, com um fluxo positivo de R\$ 9,7 bilhões durante o 2º semestre), os investidores institucionais brasileiros e os individuais continuam com uma exposição historicamente baixa em ações de empresas brasileiras. Uma reversão desse cenário de baixa exposição poderia sustentar um longo período de valorização das ações e o surgimento de novas empresas listadas através de IPO's.

Neste momento, a visão da HIX é que este ano o ambiente político deve dominar os mercados e aumentará sensivelmente a volatilidade dos mesmos. O lado positivo deste efeito é que a volatilidade dos ativos ao longo do tempo é a matéria-prima para o nosso trabalho de "stock-pickers". Nos momentos de volatilidade, não é raro os preços dos ativos se descolarem de seus fundamentos, gerando oportunidades de investimentos. Com a diligência adequada, acreditamos ser possível encontrar companhias com características atraentes e que possam se tornar excelentes investimentos.

O grande *driver* para a valorização do nosso portfólio sempre será o crescimento do lucro das empresas. Acreditamos que a recuperação econômica em curso deve se sustentar por algum tempo e permitir que os lucros das empresas listadas em geral continuem a evoluir. Em relação ao resultado ponderado da nossa carteira (carinhosamente apelidado de HIX Holding), o crescimento esperado de resultados é bastante promissor. Após um bom crescimento consolidado dos resultados do nosso portfólio em 2017, temos confiança de que 2018 não será diferente.



Acreditamos que o lucro médio ponderado do portfólio de empresas detidos pelos fundos da HIX deve crescer 41% em 2018. Como o número é muito alto, decidimos fazer uma análise mais detalhada no assunto. A expectativa de crescimento é composta por um crescimento de 7% da receita líquida, que deve permitir uma alavancagem operacional relevante e, por consequência, uma melhoria da margem operacional em 2,4 p.p., com o resultado operacional (EBIT) crescendo na ordem de 17%. A forte queda da Selic e a maior abertura do mercado de crédito⁴ devem gerar uma redução expressiva de aproximadamente 24% das despesas financeiras das empresas do nosso portfólio, o que também contribui para o aumento do lucro:

Crescimento Portfólio (base 100)	2016	2017	2018	2017 x 2018
Receita	100	109	117	6,9%
EBIT	24	28	33	16,9%
Margem EBIT	24%	26%	28%	2,4%
Result. Fin.	-11	-9	-7	-23,5%
Custo dívida (% ROL)	-11%	-8%	-6%	2,3%
IR	-5	-5	-6	23,1%
Custo IR (% ROL)	-5%	-5%	-5%	-0,7%
Lucro Líq.	8	14	20	40,5%
Margem Líq. (%)	8%	13%	17%	4,1%

Vale destacar que, apesar de um perfil bastante conservador e diversificado da carteira, a o múltiplo P/E para 2018 está em um dos menores níveis da história da HIX e com a melhor perspectiva de crescimento dos resultados projetados.

Evolução de Resultados (Simulação HIX FIA Holding)

	2014A	2015A	2016A	2017 E	2018 E
Cresc. Receita Líquida %	17,8%	12,4%	8,9%	9,3%	6,9%
Cresc. Lucro Líquido %	17,8%	23,7%	25,1%	16,6%	40,5%
P/E Fwd.	11,7X	13,4X	13,6X	12,8X	12,0X

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

O Dilema do Gestor: Versão romântica ou filosófica? O pesado e o leve de seguir ou romper com os ciclos do passado

O escritor Milan Kundera em seu romance “*A insustentável leveza do ser*”, questiona a filosofia de Friedrich Nietzsche do Eterno Retorno. O conceito de Nietzsche propõe que todos os eventos do universo se repetirão *ad infinitum*, diante da eternidade do tempo e da finitude da vida. Kundera, apesar de não discordar do conceito, se rebela contra ele, taxando-o de pesado. Bem melhor seria levar a vida de um jeito mais leve, assumindo que aquilo que ocorre nesta vida nunca se repetirá.

⁴ O IPO de Eneva e a venda de um precatório Federal na Cosan também contribuíram para reduzir a dívida absoluta e, por consequência, o custo financeiro.

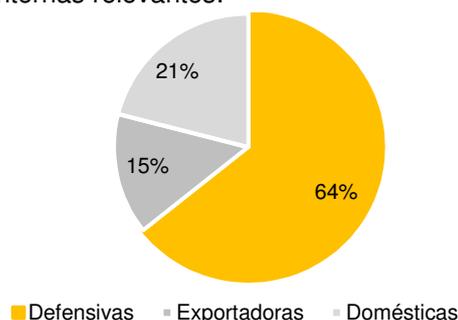


Mesmo sem acreditar cartesianamente no conceito emprestado da filosofia, a necessidade da escolha entre o pesado-leve se impõe diante de um gestor de recursos pela síntese de movimentos direcionais para o novo e de voltas para o passado, impulsionando-se adiante e ciclicamente. Os avanços da humanidade são inegáveis e demonstrados por mais produtividade, cultura, tecnologia, medicina, mais alimentos e assim por diante. Daí, poderíamos conceituar que a história da humanidade é leve, sendo cada vez mais próspera. Mas, por outro lado, a nossa história econômica global é permeada de ciclos de euforia e depressão, de altas e de baixas, de sobre e sub oferta, juros para baixo/preços para cima e juros para cima/preços para baixo que se repetem sucessivamente. Queremos acreditar na leveza, como se o que passou nunca voltará (agora é diferente, há fundamentos de longo prazo para um salto de prosperidade sustentável), ou pesada, como se tudo o que viesse a partir daqui levará inevitavelmente ao ponto de partida (mais incompetência política e uma nova crise econômica)?

O analista de investimentos se depara com a escolha entre acreditar no leve ou no pesado todos os dias. Quando um CEO assume uma nova companhia prometendo a leveza de romper com resultados repetitivamente ruins, temos que decidir se acreditamos que ele terá sucesso ou o peso da indústria irá abater mais um sonhador com promessas que não poderá entregar. O Brasil, ao mesmo tempo, também poderia ser enquadrado nessa dicotomia. Atualmente, estamos diante de uma oportunidade única, onde assuntos muito relevantes como a Reforma da Previdência e o tamanho do Estado estão sendo debatidos pela classe política e questionados pela sociedade. Sob esse aspecto, caberá a nós decidir se estamos prontos para a leveza de romper com o histórico do passado ou se iremos sucumbir ao peso de sermos o eterno país do futuro.

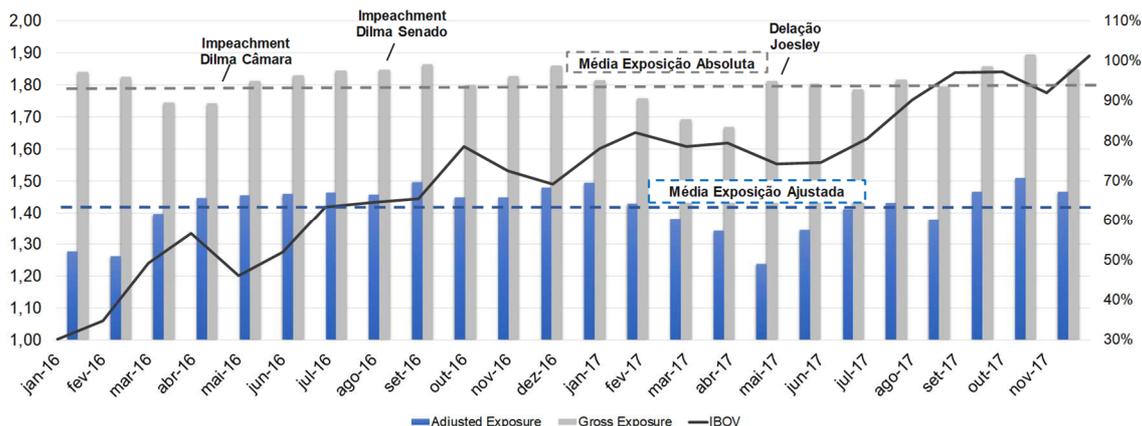
Um aprendizado que tivemos com um grande gestor brasileiro é que o papel de um gestor de recursos não é saber o que vai acontecer, mas sim o que está refletido nos preços. Assim, é possível se posicionar cnicamente, aproveitando as assimetrias mais interessantes. Neste momento, por acreditarmos que uma recuperação está parcialmente precificada, a carteira do nosso fundo está posicionada acreditando na potencial evolução do país, mas preparada para lidar com o peso de encontrarmos novamente com fantasmas do passado.

Atualmente 58% das empresas na nossa carteira estão inseridas em setores que podem ser considerados defensivos. Exemplos desses são: Energia Elétrica, Saúde, Saneamento e TI. Desta forma, uma grande parte do fundo tem características de baixa alavancagem ao PIB anual e, por isso, deve navegar bem nos próximos anos em qualquer cenário. Por outro lado, 21% da carteira se beneficiaria de forma relevante com um forte crescimento sustentável do PIB nos próximos anos. Por último, mas não menos importante, aproximadamente 14% são empresas exportadoras que experimentaríamos uma expansão de margem caso o dólar ganhasse força contra o real (cenário de piora das expectativas para o Brasil), por outro lado, em alguns casos também se beneficiam de um crescimento no mercado doméstico, que traz melhores margens, além de terem oportunidades de melhorias internas relevantes:





Outra forma interessante de avaliar o modo de como estamos nos posicionando é analisar a evolução de exposição absoluta e ajustada de nossa carteira. No conceito de exposição absoluta, qualquer ativo que não seja caixa conta como exposição. Já na ajustada, consideramos empresas que tenham suas receitas dolarizadas como um *hedge* reduzindo a exposição do portfólio. Ao mesmo tempo, também ajustamos cada empresa para o seu índice de correlação com a evolução do PIB brasileiro. O gráfico abaixo demonstra a evolução.



Neste exato momento, estamos com o fundo 98% comprado do ponto de vista absoluto, o que pode ser considerado uma alta exposição. Esse é inclusive um dos pontos mais altos dos últimos dois anos. No entanto, ao observar nossa exposição ponderada, acreditamos estar mais próximo de 65% correlacionados ao PIB doméstico (também um ponto alto histórico, mas não tão alto do ponto de vista absoluto). Isso quer dizer que estamos otimistas com o futuro (acreditamos na leveza da história), mas sem deixar de estarmos preparados para um cenário mais difícil.

ATUALIZAÇÃO DE TESES DE INVESTIMENTO:

Biotoscana

Iniciamos um investimento no Grupo Biotoscana em 2017, alguns meses depois de seu IPO. A empresa é uma farmacêutica focada em licenciamentos de medicamentos para doenças raras (alta complexidade). O que nos chamou a atenção para analisarmos a companhia foi o fato de: (i) estar inserida em um setor com uma tendência secular de forte crescimento, sendo que a expectativa de crescimento do setor farmacêutico na América Latina é de 7% a.a. entre 2017 e 2021 em USD⁵. Além de, (ii) historicamente, as grandes empresas desse setor foram fortes geradoras de caixa, com margens muito altas.

O projeto de crescimento e consolidação do Grupo começou em 2011, quando a Advent⁶ adquiriu a Biotoscana na Colômbia. Posteriormente, realizaram mais algumas aquisições, das quais as mais relevantes foram a United Medical no Brasil em 2014 e a LKM na Argentina em 2016. Atualmente, a empresa tem operações em 10 países na América Latina e suas principais parceiras

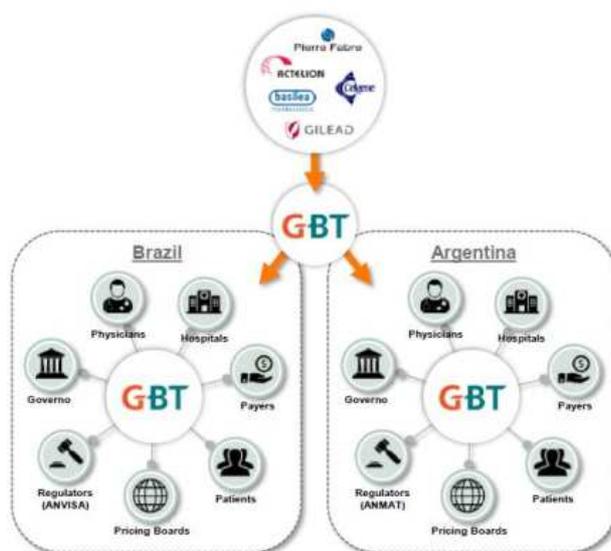
⁵ Business Monitor

⁶ Grupo de Private Equity



são empresas globais de vanguarda focadas em pesquisa e desenvolvimento (P&D) de novas drogas como Gilead, Celgene, Eisai, Basilea e Actellion.

O modelo de negócios da empresa envolve fazer parcerias de licenciamento com empresas de P&D Globais (Biotech e Start-ups) para distribuir seus produtos na América Latina. Os segmentos alvo são os de especialidades, com maior foco em: oncológicos, anti-infecciosos, respiratórios, sistema nervoso central e doenças raras. A companhia atua desde o processo regulatório das aprovações, importação, treinamento e marketing com médicos e hospitais até a comercialização dos produtos. Em complementação a este mercado, a empresa também atua na fabricação e comercialização própria de drogas similares. O quadro a seguir ajuda a esclarecer as principais atividades exercidas pela Biotoscana:



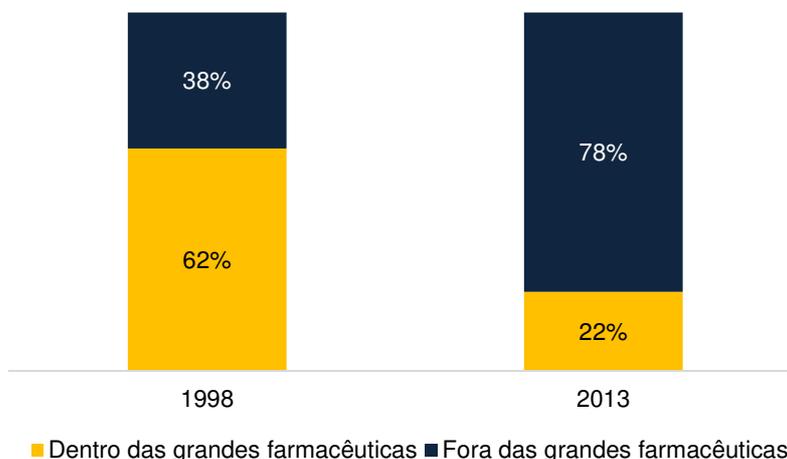
Fonte: Biotoscana

A oportunidade de crescer muito neste modelo de licenciamento é significativa devido a algumas tendências e características do mercado:

(i) O mercado de P&D de drogas no mundo está cada vez mais centrado nas mãos de pesquisadores acadêmicos e de universidades e/ou Biotech e Start-ups. Em 1998, 62% do desenvolvimento de novas moléculas vinha das grandes farmacêuticas, enquanto que em 2013 esse número já tinha caído para 22%;



Moléculas desenvolvidas



Fonte: Evaluate Pharma

(ii) diferente das grandes farmacêuticas, que têm presença e distribuição global, as Biotechs atuam em um modelo de negócio mais focado no P&D do que na comercialização das drogas. Mesmo as maiores, que tem alguma estrutura de distribuição, focam seus esforços nos EUA, Europa e Japão, que são os grandes mercados. O mercado da América Latina representa apenas ~6%-7%⁷ do mercado global de especialidades, sendo ainda divididos em mais de 10 países. Dessa forma, a complexidade de entender e gerir cada um dos pequenos mercados com modelos de regulação, de vendas e de marketing completamente diferentes entre si, dificultam a atuação direta destes players menores neste mercado e faz com que prefiram atuar via o modelo de licenciamento com algum parceiro.

(iii) existem poucos players que atuam de forma abrangente como a Biotoscana na América Latina, sendo que os poucos competidores atuam individualmente em países específicos. A atuação regional é uma vantagem relevante para as Biotechs, que preferem lançar seus produtos na América Latina com um parceiro único, evitando gerenciar muitos relacionamentos. Um exemplo desse processo é o relacionamento com gigantes como a Gilead e a Eisai (esta recentemente decidiu passar boa parte de seu portfólio para a Biotoscana).

Para dar uma dimensão do potencial de novas moléculas, vale notar que apenas 50%⁸ das drogas comercializadas no mercado americano já estão na América Latina, evidenciando o tamanho de mercado e oportunidade de crescimento pra Biotoscana.

O racional de nosso investimento nas ações da companhia está calcado nos seguintes pilares:

- 1) Potencial de crescimento graças a um pipeline de moléculas já contratado: a Biotoscana tem contratos e parcerias assinadas para 16 novas drogas que serão lançadas no futuro próximo, que acreditamos ter potencial de dobrar o tamanho da companhia nos próximos 5 anos.
- 2) Plataforma preferencial para os laboratórios: A Companhia tem fortes vantagens competitivas e caminha para se tornar a plataforma de comercialização mais robusta para as Biotechs que queiram vender seus produtos na América Latina:

⁷ Business Monitor

⁸ IMS Health



- a. Abrangência em toda a região com forte expertise regulatória, de vendas e marketing nos principais países da região (especialmente no Brasil, Argentina, Colômbia e crescendo no México).
 - b. *Track record* de vendas consolidado, que permitiu renovar parcerias com grandes empresas, como Gilead e Celgene, mesmo em drogas já consolidadas nos últimos 10 anos.
 - c. Forte portfólio de parceiros ajuda a fechar novas parcerias (Basilea, Eisai, Pierre Fabre e Dipharma).
 - d. Player com processos de compliance e farmacovigilância comprovados pelas suas parcerias de longo prazo (20 anos com a Gilead).
- 3) Business *asset light*, com alto ROIC e grandes oportunidades de crescimento
- a. O negócio de licenciamentos é *asset light* e tem um grande potencial de crescimento para ser explorado devido a moléculas que ainda não chegaram na América Latina.
 - b. Além disso, o negócio de similares traz um importante fator de complemento para o Grupo, adicionando um posicionamento defensivo muito interessante para o valor de plataforma da companhia sem comprometer o ROIC e a geração de caixa da Biotoscana.
- 4) Management de alta qualidade, com vasta experiência no setor farmacêutico, alinhados com o longo prazo da companhia e com uma estratégia muito clara de crescimento

O retorno que esperamos para os próximos 5 anos é de 30% a.a. e uma multiplicação do nosso investimento por 3x.

VALE

Começamos a avaliar de forma mais profunda um investimento na Vale no início de 2017, quando os controladores anunciaram o plano de transformar a empresa em uma *Corporation*⁹ e um novo CEO assumiu a companhia. Naquele momento, enxergamos a oportunidade da empresa passar por uma transformação relevante em relação a sua estratégia de alocação de capital, qualidade da execução de projetos e operações, margens operacionais e governança corporativa. A potencial melhoria viria de uma evolução significativa da conversão de EBITDA em fluxo de caixa para o acionista, aliada a uma convergência de múltiplo (EV/EBITDA) para níveis mais próximos de seus pares australianos.

A Vale foi fundada pelo Governo Brasileiro em 1942, com o objetivo de explorar e comercializar minérios de ferro das minas de Itabira. O processo de privatização da Companhia foi iniciado em 1997 e em 2002 foi realizada uma Oferta Pública Secundária de Ações, na qual a União e o BNDES alienaram ações ordinárias da companhia.

Durante o período de 2002 até 2011, a Vale se aproveitou do chamado “superciclo” das *commodities* e, conseqüentemente, cresceu suas operações, receitas e resultado. Atualmente, a Vale é a maior produtora mundial de minério de ferro, pelotas e níquel. Também produz minério de manganês, ferroligas, cobre, carvão térmico e metalúrgico, cobalto, metais do grupo da platina, ouro e prata. A Vale opera grandes sistemas de logística no Brasil e em outras regiões do mundo, incluindo ferrovias, terminais marítimos e portos, integrados às suas operações de mineração.

⁹ Empresa sem controle definido



Com o fim do “superciclo”, a partir de 2011, o cenário começou a se inverter para a companhia. Junto com o movimento de expansão desenfreado, a empresa tomou decisões de investimento equivocadas, que levaram a operações deficitárias e investimentos com retornos baixos ou até negativos. O ato derradeiro foi a queda significativa do preço do minério de ferro em 2014, levando os resultados operacionais da Vale a um ciclo negativo, concomitantemente a uma situação financeira complicada.

Evolução de Resultados da Vale

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E
Receita Líquida	45.293	58.990	45.395	48.050	37.539	23.385	29.363	33.625
EBITDA Ajustado	24.955	32.721	18.675	21.844	13.128	9.901	12.174	15.285
Margem EBITDA	55%	55%	41%	45%	35%	42%	41%	45%
Lucro Líquido Ajustado	17.358	21.886	9.673	7.548	2.057	-6.398	6.654	6.337
Dívida Líquida	15.185	19.548	24.396	31.303	31.311	30.139	31.151	16.137
Dívida Líquida / EBITDA	0,61	0,60	1,31	1,43	2,39	4,84	2,63	1,06

Em USD Bi. Fonte: Vale e Estimativas HIX

Cotação VALE3



Fonte: Bloomberg



Modelo de Negócios e Descrição das operações

As operações da Vale são divididas em três principais divisões: (i) Minerais Ferrosos, (ii) Metais Básicos e (iii) Carvão. A divisão de Minerais Ferrosos representa 74% da Receita Líquida e ~ 87% do EBITDA ajustado. Metais Básicos compreende a produção de minerais não ferrosos, incluindo as operações de níquel, cobre e investimentos em coligadas de alumínio. Esta representa 20% da Receita Líquida e ~ 12% do EBITDA ajustado. Já a divisão de Carvão representa 5% da Receita Líquida e ~ 2% do EBITDA ajustado.

A divisão de Ferrosos, apesar de sofrer com a volatilidade de preço da *commodity*, sempre foi uma operação geradora de caixa. É uma operação eficiente e diferenciada mundialmente do ponto de vista de volume e qualidade do minério produzido. É uma tradicional *cash cow* de acordo com a definição dos livros texto.

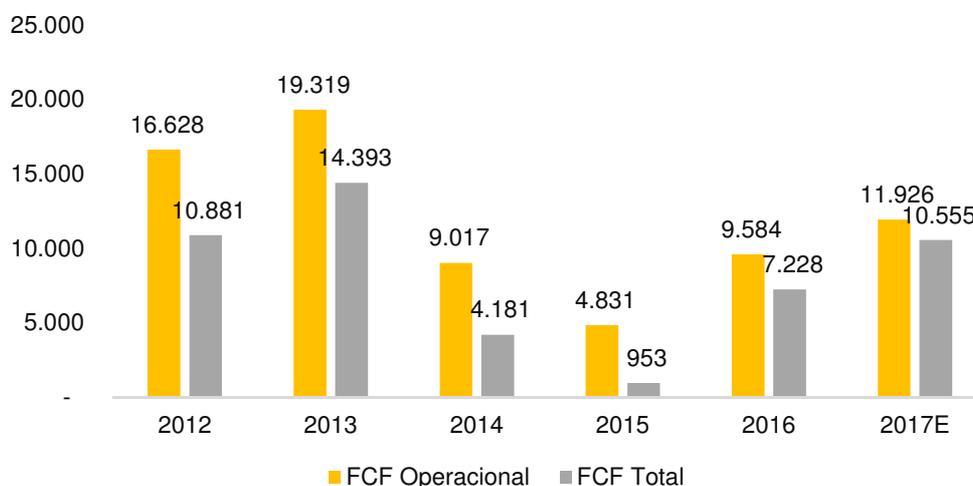
A oferta de minério de ferro é dominada por 4 *players*: Vale, Rio Tinto, BHP and Fortescue, os quais representam por volta de 76% do mercado, o que traz a este mercado uma característica oligopolista. Do lado da demanda, a China representa o principal mercado (70% do mercado) – sendo o grande driver de produção de aço na China a construção civil.

Indicadores Financeiros e Operacionais – Divisão Minério de Ferro

Minerais Ferrosos	2012	2013	2014	2015	2016	2017E
Minério de Ferro - mi de Toneladas	258	265	270	289	293	290
Pelotas - mi de Toneladas	45	41	44	46	48	51
Receita Líquida	32.270	35.271	26.140	16.562	20.351	24.965
EBITDA Ajustado	19.333	21.543	11.321	5.899	10.476	13.348
Margem EBITDA	60%	61%	43%	36%	51%	53%
Investimento Projeto	5.747	4.926	4.836	3.878	2.356	1.371
Investimento Manutenção	2.705	2.224	2.304	1.068	892	1.422
Investimento Total	8.452	7.150	7.140	4.946	3.248	2.793
FCF Operacional	16.628	19.319	9.017	4.831	9.584	11.926
FCF Total	10.881	14.393	4.181	953	7.228	10.555

Em USD Bi. Fonte: Vale e Estimativas HIX

Evolução Geração de Caixa – Divisão Minério de Ferro



Em USD Bi. Fonte: Vale e Estimativas HIX



As principais minas de níquel e operações de processamento do metal pela Vale ficam no Canadá, apesar da companhia também operar uma mina relevante na Nova Caledônia. O principal uso do níquel atualmente é a produção de aço inoxidável, mas a sua importância para baterias levou a expectativa de um grande aumento na demanda do metal dado o crescente mercado de carros elétricos. O segmento de níquel foi responsável por retornos baixos e pouco atraentes no passado da companhia. Entre a compra da canadense Inco em 2006 e investimentos em novas operações, a Vale investiu cerca de USD 40 bilhões, sendo o EBITDA gerado em 2017 cerca de USD 780 milhões, ou seja, uma enorme destruição de valor para os acionistas.

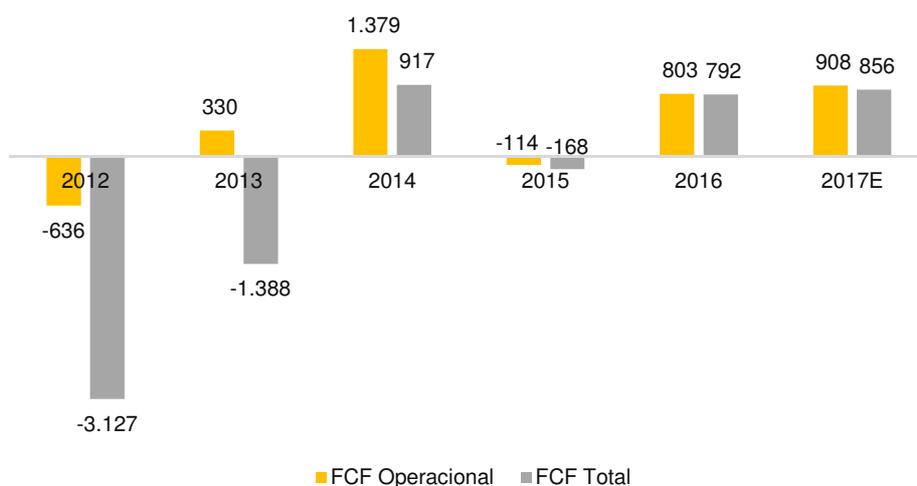
As operações de cobre da Vale são rentáveis e ficam localizadas no Brasil, no Canadá e na Zâmbia. O cobre tem uma ampla diversidade de uso, sendo utilizado no setor de construção civil, indústria automobilística, e energia solar.

Evolução Geração de Caixa – Divisão Metais Básicos

Metais Básicos	2012	2013	2014	2015	2016	2017E
Níquel - mil toneladas	232	259	272	291	311	294
Cobre - mil toneladas	282	351	352	397	430	424
Receita Líquida	7.133	7.299	7.694	6.163	6.139	6.711
EBITDA Ajustado	1.052	1.639	2.521	1.388	1.848	1.897
Margem EBITDA	15%	22%	33%	23%	30%	28%
Investimento Projeto	2.491	1.718	462	54	11	52
Investimento Manutenção	1.688	1.309	1.142	1.502	1.045	989
Investimento Total	4.179	3.027	1.604	1.556	1.056	1.041
FCF Operacional	- 636	330	1.379	- 114	803	908
FCF Total	- 3.127	- 1.388	917	- 168	792	856

Em USD Bi. Fonte: Vale e Estimativas HIX

Evolução Geração de Caixa – Divisão Metais Básicos



Em USD Bi. Fonte: Vale e Estimativas HIX

A Vale executa suas operações de carvão principalmente em Moçambique. A companhia também está presente na Austrália e possui participação em duas *joint ventures* na China.



Tese de Investimentos

Acreditamos que a mudança que está ocorrendo na Vale deve gerar muito valor aos acionistas e pode ser resumida pelos seguintes pilares:

- **Racionalização na alocação de capital**
 - Historicamente, a grande geração de caixa do segmento de Minerais Ferrosos financiou uma expansão “desenfreada” dos demais negócios da companhia. Isso gerou uma série de investimentos com retornos negativos. O novo time de gestão já indicou que cada operação da empresa deve se provar rentável e sustentável por si só. As operações deficitárias deverão ser transformadas em rentáveis ou então serão alienadas ou até descontinuadas - em último caso não haja solução.
 - Novos investimentos só serão realizados caso o retorno se prove atrativo sob premissas conservadoras de curvas de preços futuras dos minérios.
 - A empresa divulgou um *guidance* de investimentos indicando uma redução significativa dos investimentos em expansão de capacidade. Assim, o novo patamar de CAPEX deve ficar na casa de USD3,5 bi a USD2,5 bi, comparado com um orçamento de mais de USD16 bi em 2012.

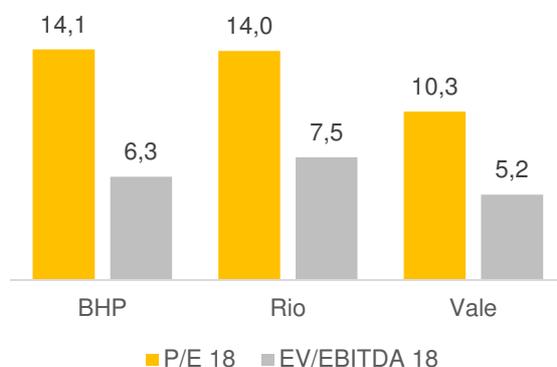
- **Redução de custos operacionais:** A Companhia está trabalhando em diversas iniciativas de redução de custos operacionais, as quais devem reduzir o custo caixa da companhia em USD3-5 por tonelada. Essas iniciativas podem trazer um ganho aproximado de USD1 a USD2 bilhões de EBITDA anualmente. Dentre os projetos, podemos mencionar:
 - Projeto com a PIP Inovação/Automação – PIP é uma consultoria internacional com ampla experiência no setor de mineração, tendo auxiliado mudanças e melhorias em processos, gargalos e drivers críticos de volume e custo nas principais empresas do setor.
 - Gestão estruturada de custos com a Falconi – Companhia contratou a consultoria Falconi com o objetivo de traçar um plano de redução de custos e despesas.
 - Entrada de S11D – Localizada em Carajás no sudeste do Pará é o maior complexo minerador da Vale com capacidade nominal de 90 milhões de toneladas ano. O projeto detém a mais alta tecnologia do setor, o que reduz o custo médio de produção da companhia (7,7 USD/ton S11D vs 13 USD/ton média), e ainda possui o minério de maior qualidade do mercado – 65% teor Fe.
 - Centro de Operações integradas – A Vale deu início as atividades do Centro de Operações Integradas (COI) com o objetivo de aperfeiçoar a análise e monitoramento de toda sua cadeia de produção. Dessa forma, a operação auxilia a integração da área de operações com a área de vendas, favorecendo a realização de preços e o aumento da produtividade.

- **Redução da alavancagem:** A melhoria na geração de caixa tem permitido que a Vale reduza a sua alavancagem de forma significativa. A diretoria colocou como objetivo atingir um número de dívida líquida abaixo de USD10 bilhões até o final de 2018. Com isso, a estrutura de capital da companhia garantirá a solidez necessária para que a empresa atravesse os ciclos econômicos com mais segurança. Acreditamos que estes pontos sozinhos já seriam suficientes para tornar a empresa mais valiosa para seus acionistas. No entanto, alguns outros pontos são importantes na nossa tese de investimentos e merecem ser pontuados:

- **Melhoria da Governança Corporativa:** A empresa concluiu em 2017 a migração para o Novo Mercado, nível mais alto de governança corporativa da bolsa. Após o processo, a companhia se tornou efetivamente uma *Corporation* com elevados padrões de governança

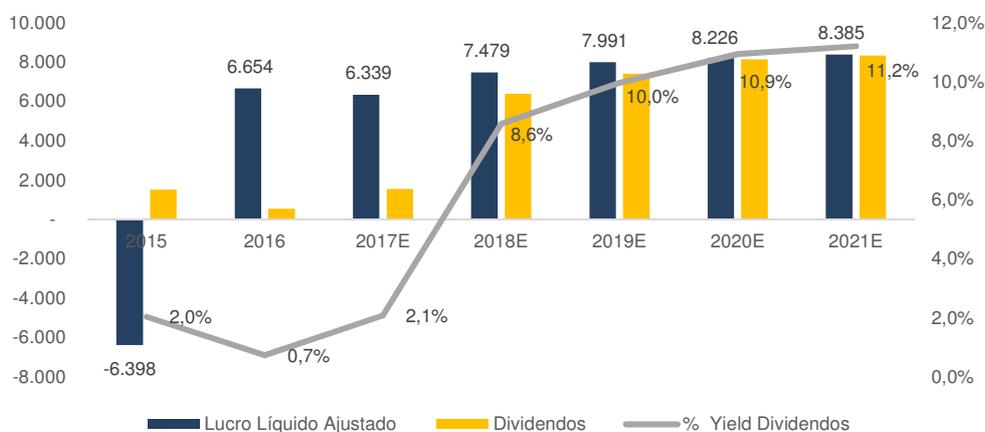


e dois membros independentes no Conselho de Administração indicados por minoritários (Isabella Saboya e Sandra Guerra). Acreditamos que a melhoria de governança deve ajudar a diminuir o desconto de múltiplo que a companhia tem frente aos principais pares:



Fonte: HIX Capital

- Potencial aumento nos dividendos:** Dado o novo cenário de geração de caixa e desalavancagem, a Vale tem potencial de se tornar uma forte pagadora de dividendos sem afetar seus resultados ou nível de endividamento. Uma simples estimativa desse volume pode ser observada na tabela a seguir (Considerando a curva do IODEX 62% em 60 USD/ton):



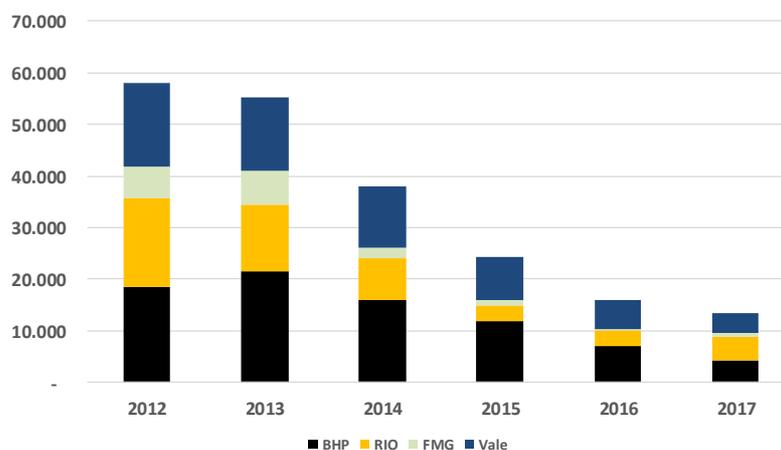
(em US\$)

Fonte: Vale e Estimativas HIX

- Racionalização de Mercado:** Os *players* dominantes na oferta de minério de ferro estão mais racionais em termos de investimento em expansão da produção. O volume de investimentos destes 4 principais produtores de minérios caiu significativamente nos últimos anos, mostrando que os principais *players* estão preferindo garantir rentabilidade sobre *share* de mercado:



Evolução Investimento principais Players



Fonte: Vale, BHP, Rio Tinto e Fortescue

- **Suporte aos preços do minério de ferro¹⁰**

A China colocou em prática nos últimos anos uma agenda de redução de emissões de dióxido de carbono. Isso levou ao fechamento de 250 milhões toneladas de aço nos últimos 5 anos. Como consequência, a demanda por minérios de maior qualidade¹¹ aumentou de forma expressiva. Esse fato levou o prêmio do minério com 65% de Fe a USD15,5 por tonelada, valor que historicamente foi em torno de USD7-8. O oposto ocorre com o minério de baixo teor de Fe que, pelo seu alto efeito poluente, está tendo baixa demanda e, assim, sendo negociado hoje com um desconto elevado. A Vale como a empresa com a maior reserva mundial de minério de alta qualidade tem nas mãos a oportunidade de se aproveitar dessas reservas para maximizar os seus resultados.

A Fortescue, quarta maior mineradora de ferro, produz atualmente ~9% de todo o minério do mundo, sendo um player muito relevante para o equilíbrio de oferta e demanda. Com o desconto médio que o minério com teor de 58% de Fe (principal produto produzido pela Fortescue) está sendo negociado, a margem caixa da empresa ficaria praticamente no *breakeven* com o IODEX 62¹² a 55 USD/Ton. Por isso, dentre outros motivos, acreditamos que este nível deveria ser uma espécie de piso onde a oferta e a demanda se equilibrariam mesmo em um remoto cenário de queda de 20% de volume de compras da China.

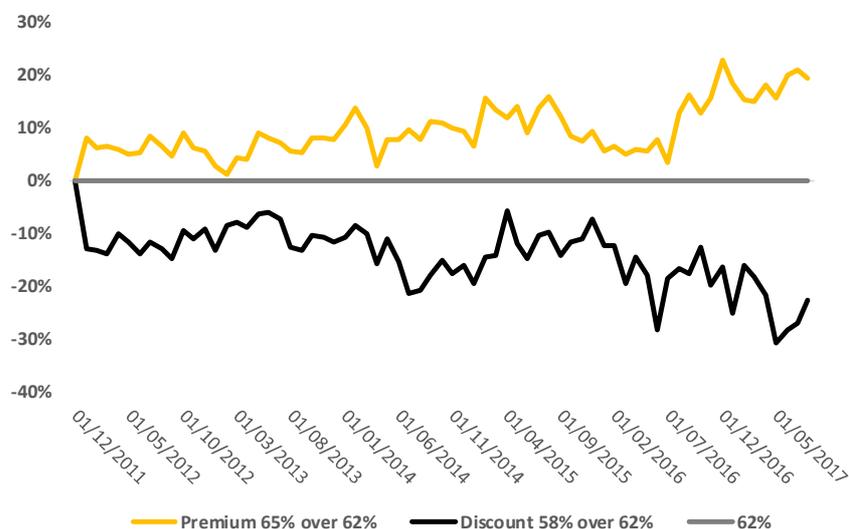
¹⁰ Aqui cabe um *caveat* de que qualquer projeção ou análise que fizemos em um mercado de commodities como o minério de ferro provavelmente está errada. Ainda assim, acreditamos que vale pontuar algumas tendências.

¹¹ Quanto maior o teor de Fe no minério, menor o consumo de carvão para a produção de um mesmo volume de aço.

¹² Índice de preços do minério com 62% de teor de Fe.



Prêmio e desconto do minério de alta e baixa qualidade sobre IODEX



Fonte: Bloomberg

Concluindo, acreditamos que as mudanças que estão sendo realizadas do ponto de vista operacional e de governança corporativa na Vale abrem espaço para um investimento muito interessante. Ao mesmo tempo, o maior risco do investimento é o preço do minério e acreditamos que este risco seja baixo, pois o cenário precificado pelo mercado é conservador – caso consideremos parte dos ganhos de eficiência e de alocação de capital – em um nível de preço do minério de 55 usd/ton.

Em um cenário conservador acreditamos em um retorno de aproximadamente 17,5% a.a. em USD (e 22,5% em R\$, já considerando o *hedge* da moeda).



ATUALIZAÇÃO HIX CAPITAL:

Depois de mais de 5 anos trabalhando duro para transformar a HIX em uma gestora excelente, dá para dizer que os resultados obtidos até agora apontam que estamos no caminho certo. Começamos a empresa com R\$20 milhões sob gestão e terminamos o ano de 2017 com R\$637 milhões, tendo entregado uma TIR líquida de taxas para os nossos cotistas de 16,8%, contra 5,5% do Ibovespa e 10,8% do CDI. Sem dúvida, quando refletimos sobre a trajetória, sentimos muito orgulho (quem sabe até com uma ponta de vaidade) em relação a trajetória construída até aqui.

No entanto, logo nos lembramos que hoje não somos diferentes de ontem e o motivo que conseguimos conquistar quaisquer resultados até hoje tem muito a ver com a nossa consistente insatisfação com o *status quo*, o ímpeto empreendedor, a busca por crescimento e a melhoria contínua. Além disso, no mercado em que atuamos, a cada dia 31 de dezembro tudo o que fizemos no ano anterior não importa mais, a contagem é reiniciada e uma nova etapa da corrida se inicia. A provocação que nos colocamos internamente é tratar todos os dias como se fossem, como diria Jeff Bezos, o “Day One”. Todo dia é dia de repensar os processos, os incentivos, as ferramentas, os investimentos e etc. para melhorar e sustentar os resultados. Essa cultura vem sendo disseminada na HIX ao longo dos últimos anos, de modo que todo o nosso time está cada vez mais maduro e aderente à nossa cultura, que é baseada em humildade e trabalho duro. A cada dia que passa ficamos ainda mais animados, pois temos a vantagem de começar sem o esforço da quebrar a inércia de sair do zero e com mais bagagem, fruto dos erros cometidos que evitaremos repetir pra frente.

Aproveitando o ensejo sobre cultura e equipe, ficamos muito felizes em anunciar que três membros da Equipe HIX foram convidados a se tornarem sócios pelo programa de *partnership* da HIX no início de 2018. Adicionalmente, em 2017 reforçamos nosso time com a contratação de mais 2 analistas para a equipe de investimentos, além de um analista adicional para o Back Office. Atualmente, o time da HIX conta com 12 membros, dos quais 8 são sócios e 7 pessoas dedicadas exclusivamente a análise de investimentos.

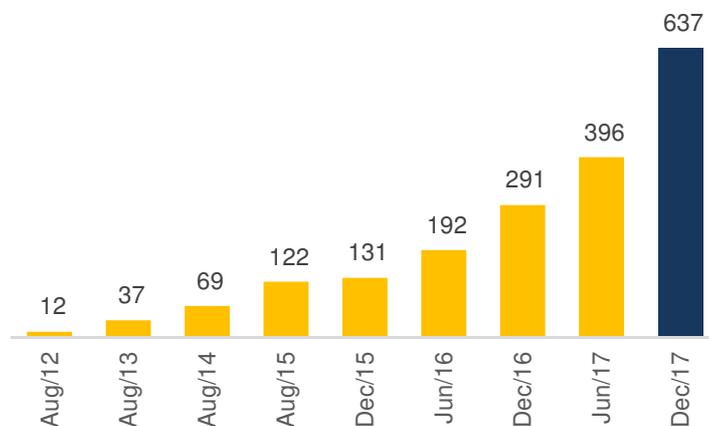
Durante os últimos anos, aprimoramos os nossos processos de análise de investimento, organizamos melhor o nosso funil de ideias, evoluímos o nosso processo de monitoramento das empresas investidas e tornamos o processo de ajustes de carteira mais eficiente e dinâmico.

Em nossas áreas de Operações e Back Office, tivemos melhorias significativas devido a implantação de sistemas e melhoria contínua de processos. Temos um forte pipeline de projetos para torná-la ainda mais robusta e suportar de forma ainda melhor a área de gestão e os procedimentos de risco e compliance.

Tivemos bastante sucesso na captação de recursos para os nossos veículos abertos em 2017, atingindo R\$637 milhões sob gestão ao final do ano. Atualmente, cerca de 70% dos recursos da HIX estão nos fundos de portfólio (HIX Capital FIA, HIX Institucional FIA e HIX Fund - espelho dos veículos locais para investidores estrangeiros) e o restante nos veículos de co-investimento.



Evolução Aum



Estamos animados com as perspectivas de crescimento e com os desafios de 2018 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