



*"It is not about ideas. It is about making ideas happen"*  
(**Scott Belsky**)

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 e com vantagens competitivas claras, simples de entender, tocadas por bons gestores e que negociem a preços atrativos. Nossa principal forma de mitigar risco de perda permanente de capital é analisar profundamente as empresas e os mercados que investimos.

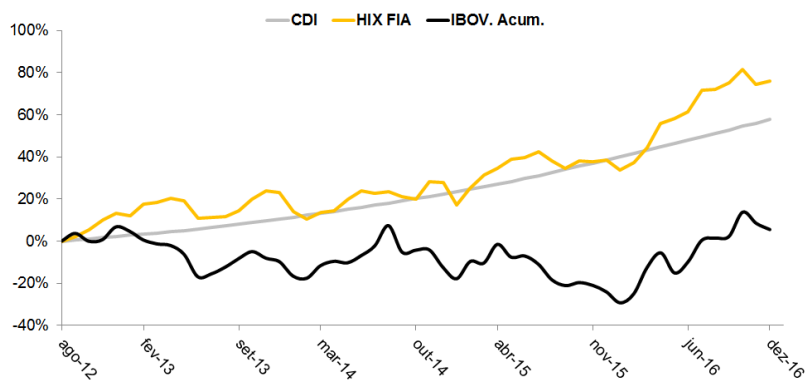
No ano de 2016, o HIX Capital FIA teve um ganho de 27,3%, enquanto o Ibovespa subiu 38,9%. Desde o início, o HIX FIA acumula alta de 76,1% comparado a uma valorização de 5,5% do Ibovespa e um ganho de 57,7% do CDI. A carteira administrada pelos gestores do HIX Capital FIA valorizou-se 895,3% comparado a 139,2% 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%
<b>Desde o Início</b>	<b>23,79%</b>	<b>76,10%</b>	<b>5,50%</b>	<b>57,67%</b>

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

Fonte: HIX Capital



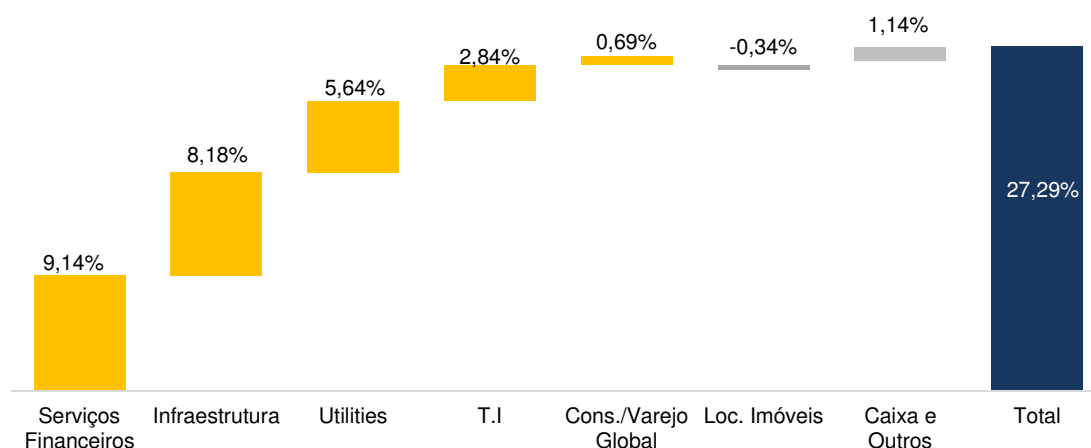
Durante o ano de 2016, as principais contribuições positivas para a performance do fundo vieram de nossos investimentos em Equatorial Energia, Rumo Logística, Par Corretora e Itaú Unibanco.

<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 dezembro de 2016 foi de 22,1% a.a. versus 8,2% a.a. do Ibovespa.



Em contrapartida, Renova, Dufry e Energisa foram as maiores detratoras de performance. A seguir, detalhamos as contribuições de performance do fundo por setor.

### Atribuição de Performance do Ano de 2016: HIX Capital FIA



Fonte: HIX Capital

### ATUALIZAÇÃO DE CENÁRIO E PORTFÓLIO:

O segundo semestre do ano foi extremamente volátil tanto do ponto de vista político quanto econômico. A bolsa continuou a se valorizar fortemente, enquanto o USD atingiu um patamar 15% mais apreciado comparado ao início do ano e 27% quando comparado ao seu menor nível do ano. Olhando para frente, enquanto os pessimistas poderiam enumerar diversos pontos de preocupação como: a queda de arrecadação, o baixo investimento e taxa de poupança, déficit fiscal relevante e um alto e crescente nível de desemprego, os otimistas já contam com algumas sinalizações e indícios de que o Brasil pode estar iniciando um novo ciclo positivo. São elas: a PEC dos gastos, a bem-sucedida ancoragem da inflação feita pelo BC, a forte balança comercial e, não poderíamos deixar de citar, a recuperação dos índices de confiança das pessoas e dos empresários. Até agora, o mercado preferiu focar nos pontos positivos e deu o benefício da dúvida ao governo Temer e ao seu “*Dream Team*” econômico.

Na HIX, estamos cautelosamente otimistas. Ainda mantemos cautela com o cenário econômico de curto prazo e com a continuidade da agenda de reformas políticas, mas por outro lado uma série de fatores nos deixam otimistas com as perspectivas para os investimentos em ações. Dentre os fatores positivos que acreditamos que podem suportar uma alta ainda expressiva dos mercados, gostaríamos de citar:

- i. **Crescimento de Lucro das empresas:** As margens de lucros das empresas podem melhorar significativamente nos próximos anos sem que haja a necessidade de aumentos relevantes de receitas, impulsionadas pelos seguintes fatores:
  - a. Muitas empresas passaram nos últimos anos por reestruturações financeiras e/ou operacionais relevantes para se ajustarem a nova realidade econômica e, graças a isso, estão melhorando significativamente os seus resultados a despeito de um ambiente econômico ainda desafiador.



- b. A forte redução dos juros deve levar as empresas alavancadas<sup>2</sup> a reduzir significativamente as suas despesas financeiras e, conseqüentemente, a aumentar seus lucros. O aumento dos lucros pode viabilizar os investimentos em projetos com altos retornos sobre o capital.
- c. Uma eventual retomada no crescimento do país poderia trazer uma alavancagem operacional relevante para os resultados de companhias que estão operando com significativa ociosidade operacional, o que impactaria diretamente as margens operacionais e o crescimento de seus lucros.
- ii. **Preço das commodities:** A alta dos preços das commodities, que depois de dois anos de fortes quedas, vem aos poucos se recuperando (vide gráfico A<sup>3</sup>). Essa recuperação ajuda a economia brasileira e dá fôlego às empresas exportadoras, reforçando a sua capacidade de investimentos e atraindo mais investimentos em infraestrutura, dentre outros efeitos positivos.

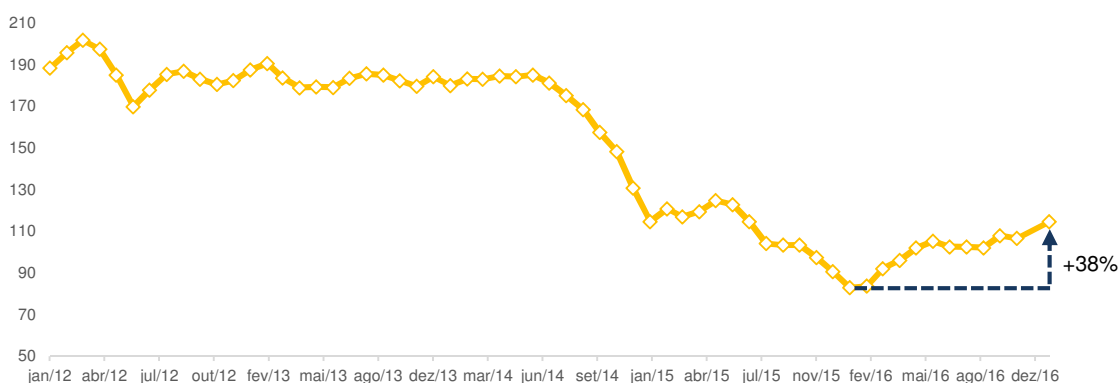


Gráfico A: Índice commodities. 2005 = 100. (IMF -

<http://www.indexmundi.com/commodities/?commodity=commodity-price-index&months=12>)

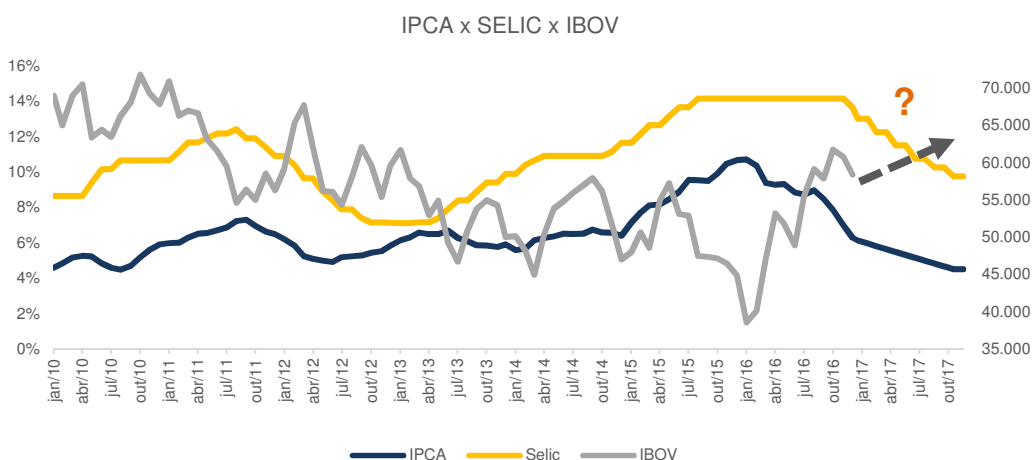
- iii. **Convergência da Inflação:** A convergência da expectativa de inflação para a meta abriu uma oportunidade de queda relevante dos juros no Brasil. O mercado<sup>4</sup> espera que a taxa SELIC caia de 13,75% no final de 2016 para 9,75%. A queda da taxa de juros afeta diretamente a valorização dos ativos reais como imóveis e ações. Apenas para efeito de ilustração do efeito que a queda da taxa de juros pode gerar em uma ação, o múltiplo justo das ações de uma empresa<sup>5</sup> qualquer deveria se valorizar entre 30% e 50% com a queda de 4 pontos percentuais esperada pelo mercado. Se isso irá de fato ocorrer ou não é algo que não podemos prever, pois existem inúmeras outras variáveis que impactam os *valuations* do mercado. Abaixo demonstramos essa correção entre os fatores de forma gráfica.

<sup>2</sup> Vale lembrar que a média das empresas do Ibovespa tem alavancagem de 3x EBITDA, o que assumindo um custo de CDI + 3% a.a. leva a um comprometimento de 52% do EBITDA para pagamento de juros. Isso deve cair até o final do ano para 39% o que levaria a uma melhora de 30% nos lucros médios das empresas.

<sup>3</sup> <http://www.indexmundi.com/commodities/?commodity=commodity-price-index&months=60>

<sup>4</sup> Pesquisa FOCUS do Banco Central do Brasil na data de 13/01/2017

<sup>5</sup> Assumindo que a mesma não tenha dívidas relevantes, apresente crescimento de volume zero e ROE entre 15% e 20%.



iv. **Confiança e CDS:** Por último, mas não menos importante, a retomada da confiança dos investidores estrangeiros com o Brasil – como pode e se observar na evolução do CDS<sup>6</sup> no gráfico B - pode trazer grandes fluxos de investimento ao país, principalmente em setores como infraestrutura e energia e ajudar a acelerar a economia do país.

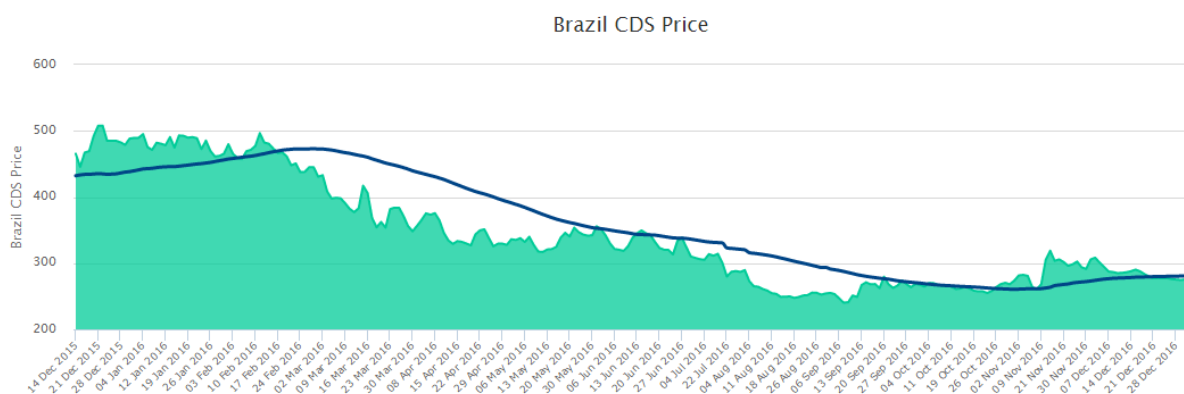


Gráfico B: CDS Brasil ( <https://www.assetmacro.com/brazil/brazil-cds/> )

Com tudo isso, estamos animados com as oportunidades disponíveis para comprar boas empresas, com resultados previsíveis e vantagens competitivas sustentáveis ainda a preços interessantes. A divergência de expectativas que ocorre em momentos de virada como este é positiva para “*Stock Pickers*” como nós, pois permite que identifiquemos oportunidades onde outros ainda não estão enxergando. Ao final de dezembro, o fundo tinha um *net exposure* de 92,5%, um dos pontos mais altos dos últimos anos o que reflete nosso otimismo em relação ao portfólio.

<sup>6</sup> CDS ou Credit Default Swaps são o custo de adquirir um seguro contra a inadimplência da dívida de um país (<https://www.assetmacro.com/brazil/brazil-cds/>)



## Evolução Resultados (Simulação HIX FIA Holding)

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
<b>Cresc. Receita Líquida %</b>		17,8%	12,4%	8,9%	13,4%
<b>Cresc. Lucro Líquido %</b>		17,8%	23,7%	25,1%	20,1%
<b>P/E Fwd.</b>	<b>13,5X</b>	<b>11,7X</b>	<b>13,4X</b>	<b>13,6X</b>	<b>13,3X</b>

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

O crescimento do lucro das empresas da nossa carteira será o grande *driver* para a valorização nos próximos anos. O bom crescimento dos lucros das empresas do portfólio em 2016 fez com que apesar da valorização dos ativos, o múltiplo de avaliação do portfólio combinado continuasse atrativo. Esperamos uma continuidade do cenário em 2017, com crescimento de resultado acima do crescimento de receita. O múltiplo P/E combinado segue em 13,3x, muito em linha com o nível anterior e atrativo considerando perfil de crescimento de lucro do portfólio e a qualidade das empresas.

## INOVAÇÃO EM COMPANHIAS E INVESTIMENTOS:

Recentemente, o processo de inovação tem tomado parte relevante de nossas discussões. Em um ambiente onde companhias inovadoras como as FANGs<sup>7</sup> vêm transformando a forma como empresas e pessoas consomem produtos e serviços, novas tecnologias como carros autônomos e inteligência artificial veem à tona ameaçando mudar completamente diversos mercados. Frases de efeito como *fintechs* e *internet of things (IoT)* dominam a mídia. Portanto, ter um plano de inovação consistente e estar atento ao impacto das novas tecnologias nos mercados tornou-se imperativo para as empresas, executivos, empreendedores e também para nós investidores.

Nós acreditamos que ignorar estas tendências é muito perigoso e temos buscado estar muito atentos a mudanças tecnológicas relevantes e como estas podem afetar as empresas que investimos. Por outro lado, ao analisar o histórico de empresas bem-sucedidas no Brasil e no mundo, alguns pontos valem ser mencionados:

- Algumas das *performances* mais excepcionais em companhias foram obtidas através da simples cópia e do aperfeiçoamento de melhores práticas de outras companhias. Um claro exemplo disso é a Ambev<sup>8</sup>, que copiou o OBZ<sup>9</sup>, adotou o PDCA<sup>10</sup> e diversas outras boas práticas de mercado, as aperfeiçoou e acabou virando *benchmark* mundial de gestão;
- Algumas das mais bem-sucedidas companhias “inovadoras” do mundo como Oracle, Google e as nossas brasileiras Totvs e Linx construíram boa parte de seus portfólios de produtos e serviços adquirindo pequenas empresas, que haviam desenvolvido produtos inovadores e souberam multiplicar seu impacto, os levando ao mercado de forma competente;
- Algumas das companhias mais inovadoras do mundo, que se tornaram sinônimas de produtos muito relevantes, desapareceram ou se tornaram pouco relevantes por estarem

<sup>7</sup> Acrônimo para Facebook, Amazon, Netflix e Google.

<sup>8</sup> Jorge Paulo Lehman já comentou em diversas ocasiões que “não temos vergonha de copiar dos melhores”.

<sup>9</sup> Foi inventado por Peter Pyhrr, que era um Contador no Texas Instruments, na década de 70 ([https://en.wikipedia.org/wiki/Zero-based\\_budgeting](https://en.wikipedia.org/wiki/Zero-based_budgeting)).

<sup>10</sup> <https://en.wikipedia.org/wiki/PDCA> - Difundido por W. Edwards Deming e muito utilizado anteriormente pela Toyota.



inseridas em mercados de evolução rápida e não conseguem emplacar novos produtos na velocidade necessária. Alguns exemplos são: Kodak (filmes fotográficos), Polaroid (fotografias instantâneas), Xerox (Fotocopiadoras), dentre outros.

- A tecnologia de “Busca” já existia há anos, quando o Google surgiu e levou-a ao extremo da eficiência e dominou este mercado. O conceito de rede social também já existia, mas foi somente o Facebook que alçou sua usabilidade a um outro patamar e se tornou uma empresa dominante no exercício de “conectar” as pessoas e foi capaz de rentabilizar o negócio. A Amazon não criou o e-commerce, mas a busca incansável por inovação e excelência em execução fez com que ela se tornasse referência sem comparáveis nesse segmento e o mudasse completamente.

Acreditamos que o exercício de inovação, só traz resultados relevantes para as empresas quando a estratégia e a inovação estão associadas a uma forte cultura de execução. Os americanos costumam dizer que *“execution eats strategy for breakfast”*<sup>11</sup>. Na prática, parte muito relevante do valor criado pelas companhias vem de uma execução excepcional e não de uma ideia ou da criação de um novo produto ou processo. Quando uma empresa é bem gerida, na maioria das vezes, desenvolve a capacidade de estar conectada ao mercado e de buscar as pequenas e grandes inovações que as fazem florescer. Quando algum pequeno competidor surge com alguma inovação relevante, essas empresas são rápidas em reagir para adquiri-la, copiá-la ou quando estas atitudes não forem possíveis, fazer ajustes em seus modelos de negócios<sup>12</sup> para permanecerem vivas.

Transferindo o raciocínio sobre inovação ao mundo de investimentos, a conclusão não é muito distinta. A complexidade do mundo econômico atual faz com que investir seja praticamente um jogo de tentativa e erro onde alguns axiomas chave permanecem sempre válidos. Nesse ambiente, é impossível para uma única pessoa ou grupo evitar completamente os erros. Como não é possível antecipar todas as evoluções do mercado, temos que trabalhar a nossa capacidade de nos adaptarmos e reagirmos a inovações de terceiros. Como Charlie Munger costuma dizer: *“investing is ignorance removal”*<sup>13</sup>. Ele quer dizer que é necessário estudar constantemente para reduzir a nossa ignorância em assuntos pertinentes e, por consequência, evoluir evitando erros. O importante é buscar acertar mais do que errar e tentar acertar grande e errar pequeno. Isso não é tarefa fácil e trabalhamos duro, buscando inovações constantes para tentar nos aperfeiçoar nesse ambiente em constante transformação.

Na HIX, estamos sempre atentos a oportunidades de inovar em frentes como processos internos, ferramentas de análise, forma de analisar empresas, cultura empresarial e formação da equipe, estrutura de produtos, etc. Outro ponto muito importante de mencionar é que nos últimos anos percebemos que uma forma eficiente de evoluir isso é aprender com os erros dos outros. Desta forma, conseguimos capturar boa parte do conhecimento existente enquanto evitamos a dor dos prejuízos. Um exemplo de processo que usamos na HIX para aprender com os erros dos outros e evitar de análises internas enviesadas é validar as nossas teses de investimentos no “campo”, buscando *inputs* de terceiros - idealmente aqueles que pensam diferente dos players do mercado

<sup>11</sup>Alguns dizem que o autor desta citação é o famoso guru de gestão Peter Drucker, mas isso não é um consenso (<https://www.quora.com/Did-Peter-Drucker-actually-say-culture-eats-strategy-for-breakfast-and-if-so-where-when>).

<sup>12</sup> Exemplos aqui são diversos como a American Express que nasceu como uma empresa de entrega expressa de correspondências e hoje é uma das maiores companhias do setor financeiro do mundo, até pequenas inovações como o *Home Refill* que a Gillette recentemente criou no Reino Unido e no Brasil, como um teste de programa de assinatura para combater o avanço do *Dollar Shave Club*.

<sup>13</sup>Curiosos podem ver este com um curto vídeo dele onde ele comenta sobre a importância do aprendizado constante no mundo de investimentos no link: <https://youtu.be/NkLHxMWAZgQ>



financeiro, como por exemplo acionistas estratégicos, executivos, operadores e empresários<sup>14</sup> - buscando perspectivas diferenciadas sobre gestão, mercados, projetos e investimentos. Claro que ao trabalhar em cima desse tipo de informação é necessário evitar os próprios vieses das fontes e realizar análises com a diligência adequada.

Resumindo, apesar de muito tempo e dinheiro ser dedicado no desenvolvimento de inovações disruptivas, as empresas que colhem os resultados financeiros e de negócios mais relevantes parecem ser aquelas que tendo criado, aperfeiçoado ou até adquirido uma tecnologia já existente, têm a capacidade de aplicá-la de forma mais eficiente e eficaz do que outros competidores. O que gostaríamos de observar nas empresas que investimos - assim como na HIX- é a combinação entre capacidade de inovar e se adequar às evoluções ou transformações de mercado, com uma cultura e filosofia de gestão orientada a resultados e capacidade de execução.

### ATUALIZAÇÃO DE TESES DE INVESTIMENTO:

Nesta carta, resolvemos fazer um *update* mais curto por empresa, porém mais abrangente em termos de quantidade de empresas. Selecionamos alguns dos principais investimentos do fundo e detalhamos abaixo as principais atualizações.

#### Equatorial Energia:

Em 28 de novembro de 2016, a Equatorial surpreendeu o mercado ao sair vencedora de 7 lotes do leilão de novas linhas de transmissão. O mercado já esperava que a companhia fizesse lances por alguns trechos, mas a surpresa veio da quantidade de trechos que ganhou. Foram 30% dos lotes transacionados e um volume total de investimentos de R\$3,9 bilhões ao longo dos próximos anos. Os lotes estão em boa parte localizados em regiões contíguas de forma que a empresa deverá colher alguns benefícios de escala. Além disso, eles devem contar com benefícios fiscais da Sudam/Sudene e, por último, mas não menos importante, a qualidade da gestão da Equatorial no acompanhamento da execução das obras.

Lote	Localização	Km	Investimento Estimado R\$ mil	RAP Máxima R\$ mil	RAP Contratada R\$ mil	Deságio	Início de Operação
8	BA	251	444.834	92.657	77.832	16,00%	fev/22
9	BA	213	466.115	98.038	70.588	28,00%	fev/22
12	BA / PI	380	547.501	114.332	102.900	10,00%	fev/22
14	MG / BA	594	1.060.089	223.057	185.598	16,79%	fev/22
15	MG / BA	257	433.199	91.108	85.642	6,00%	fev/22
16	MG	330	504.598	106.179	106.179	0,00%	fev/22
23	PA	125	426.985	89.785	89.784	0,00%	fev/22
<b>TOTAL</b>		<b>2.150</b>	<b>3.883.321</b>	<b>815.156</b>	<b>718.523</b>	<b>11,9%</b>	

De acordo com os nossos cálculos, os projetos contratados terão um retorno estimado de 15% a.a. + IGPM e devem agregar por volta de R\$540 milhões ao valor justo da companhia (ou R\$ 2,7 por ação). Mais uma vez, a Equatorial nos surpreendeu positivamente, com um novo investimento que deve gerar muito valor aos acionistas, e que *ex-ante*, não conseguiríamos “colocar nas contas”.

<sup>14</sup> Aqui é muito importante evitar buscar a inovação apenas nos nossos pares da Faria Lima ou do Leblon, pois estes dificilmente nos trarão uma idéia ou perspectiva inovadora e única.



### Senior Solution:

No dia 28/11/2016, foi anunciada a aquisição da att/PS ([www.attps.com.br](http://www.attps.com.br)), a nona e maior já feita pela Senior Solution na sua história. A att/PS tem um encaixe único e estratégico, devido à alta complementariedade de produtos (Crédito, *Core Banking*, Previdência e Saúde) e baixa sobreposição de clientes, consolidando a Senior como a maior e mais completa empresa de *software* focada no setor financeiro do Brasil, com mais de R\$130 milhões de faturamento combinado estimado pra 2017. O valor da transação foi de R\$50 milhões, sendo R\$35 milhões à vista e R\$15 milhões a prazo (múltiplo de EV/Receita Líquida foi de 1,0x, menor do que o múltiplo atual da Senior Solution de 1,3x). Existe também um *earn-out* de até R\$14 milhões que está proporcionalmente vinculado ao atingimento de uma meta de receita líquida para 2017. Estamos confiantes com a capacidade do time de gestão da Senior e dos executivos da att/PS que ficam na operação em capturar um volume importante de sinergias ao longo dos próximos anos e, conseqüentemente, no potencial financeiro de geração de valor dessa aquisição.

A nossa tese de que a Senior seria a plataforma de consolidação desse mercado vem se provando verdadeira e essa tendência de consolidação deverá continuar nos próximos anos.

### Klabin:

No dia 04/03/2016, a Klabin iniciou a produção de celulose em sua nova planta em Ortigueira-PR ("Projeto Puma") e no 3º trimestre já atingiu uma receita de R\$ 491 milhões e um EBITDA de R\$101 milhões. Vejam abaixo uma foto do complexo fabril e alguns destaques do trimestre:

- Atingiram uma boa estabilidade operacional na planta com um nível de 95% da capacidade nominal. Com os ajustes necessários que devem ser executados na parada anual de março/17, atingirão 100% da capacidade. Estão perfeitamente alinhados com o *budget* original de produção para o seu primeiro ano de operação.
- A produção de Fluff tem encontrado uma boa comerciabilidade, já estão atendendo cerca de 50% dos produtores de fraldas no Brasil e estão trabalhando para ganhar contratos com os principais *players* globais. Os clientes estão muito satisfeitos com a qualidade do produto e, por consequência, ganhar mercado não tem sido muito desafiador pra Klabin.



Projeto Puma em Ortigueira (PR)

Quando operando em plena capacidade, o Puma atingirá uma produção de 1,5 milhões de toneladas por ano, sendo 400k de fibras longas e fluff e 1,1 milhões de fibras curtas. No entanto, no trimestre, teve uma receita equivalente a apenas 84% desta capacidade. Com o atingimento da plena capacidade, a partir do fim do 1º trimestre de 2017, a Klabin deve dobrar a sua geração





de caixa operacional anual e passar por um forte processo de desalavancagem, que deve levar o seu endividamento de 4,9x EBITDA no final de 2016 para aproximadamente 3,3x no final de 2017.

### Projeto Puma: Projeções HIX

PUMA	2T16	3T16	4T16	2016	2017
Op. Ratio	48,6%	83,9%	95,1%	75,9%	100,0%
Volumes (mt)	182	315	357	854	1.500
Receita (R\$ mil)	286	491	779	1.556	2.953
EBITDA (R\$ mil)	59	101	354	513	1.670

### Tecnisa

A Tecnisa passou por alguns eventos em 2016 que valem mencionar. Os acionistas controladores, com objetivo de reduzir o risco financeiro da companhia, propuseram um aumento de capital de até R\$ 200 milhões em que juntamente com a Cyrela garantiram um aumento de capital mínimo de R\$130 milhões. Com isso a Cyrela adquiriu uma participação de ~ 13,5% na Tecnisa e assinou um acordo de acionistas que lhe assegurou um assento no conselho de administração que foi ocupado por Efraim Horn (Co-Presidente da Cyrela). Acreditamos que a estratégia da companhia continua focada em entregar as obras atuais monetizando os ativos e ao mesmo tempo continuar reduzindo os custos esperando uma melhoria do mercado antes de voltar a lançar projetos.

Durante o ano a companhia entregou aproximadamente R\$ 2 bilhões em empreendimentos e com isso falta apenas mais R\$ 1bilhão para 2017 para terminar 100% de seus projetos em andamento. As despesas operacionais da Tecnisa também vêm sendo reduzidas e devem cair mais de 30% em 2017. Apesar dos distratos e dos altos gastos com construção para entrega dos projetos, a companhia conseguiu gerar caixa e desalavancar em 2016. Acreditamos que os distratos devem diminuir em 2017 ajudando a companhia a melhorar o seu volume de vendas líquidas e por consequência o fluxo de caixa.

Estamos otimistas com o novo desenho do conselho que aliada a uma expectativa de um momento mais favorável para companhia com a aceleração da monetização dos estoques e por consequência da geração de caixa, nos levou a aumentar a posição durante o aumento de capital.

### Energisa

O destaque da Energisa no semestre foi a realização do Re-IPO com captação de aproximadamente R\$1,5 bilhões. Com isso, a companhia conseguiu reduzir a sua alavancagem consolidada de 4,2x de dívida líquida/EBITDA para 3,3x, fortalecendo a sua estrutura de capital. Isso permitirá que sejam intensificados os investimentos nas suas concessões, as quais irão passar pela revisão tarifária em 2017 e 2018, o que deverá sustentar um alto crescimento dos seus resultados futuros.

Em 2016, a companhia já intensificou o seu ritmo de investimentos visando as próximas revisões tarifárias. No acumulado dos 9M16, a empresa investiu R\$947 milhões em ativos elétricos, 16,7% de crescimento em relação aos 9M15. Nas concessões incorporadas com a compra do Grupo Rede, que estão mais subinvestidas, os investimentos aumentaram 25,9% em relação a 2015.

Vale mencionar também que a companhia tem melhorado continuamente os seus indicadores operacionais, principalmente nas empresas que adquiriu do Grupo Rede, o qual estava em recuperação judicial. Por exemplo, os indicadores de qualidade apresentaram melhoria significativa nas concessões do Nordeste, Mato Grosso e Tocantins, fazendo com que a Energisa atingisse o



seu melhor nível histórico dos indicadores operacionais nos Estados de Sergipe, Paraíba e Mato Grosso. Além dos indicadores de qualidade, houve uma forte redução de 13,6% no 3T16 dos custos operacionais das concessões do Grupo Rede.

Nos próximos trimestres, esperamos ver também um maior esforço da companhia no combate às de perdas de energia, à medida que as revisões restantes tarifárias forem ocorrendo.

### **Par Corretora**

Em linha com a nossa tese de investimento inicial, o aumento de penetração nas transações e nos clientes da Caixa Econômica Federal (CEF) vem sendo mais que suficiente para fazer com que a PAR Corretora descole do resto da economia brasileira e continue crescendo de forma relevante. A Par aumentou o seu lucro líquido de R\$9 milhões em 2011 para mais de R\$150 milhões em 2016<sup>[1]</sup> (CAGR 75% a.a.).

Nos nove meses de 2016, a companhia cresceu 6,9% a sua receita líquida e 14,0% o seu lucro, resultado excelente levando em consideração alguns fatores que impactaram negativamente a companhia, como: (i) greve bancária que a CEF passou no 3º trimestre, que fez com que tivessem 28% a menos de dias úteis de agências abertas para vender produtos de seguros (principalmente seguro de vida), (ii) forte queda na velocidade de crescimento do crédito habitacional por conta da alta da SELIC, baixa captação de poupança (SBPE) e baixa confiança do consumidor, que impactou diretamente nas corretagens recebidas pela Par e (iii) atraso na implementação de alguns projetos relevantes nos produtos prestamista que foram postergados pra 2017. Olhando pra 2017 e para os próximos anos, o cenário deverá ser ainda melhor que 2016, levando em conta a forte expectativa de queda da SELIC e a melhoria da economia brasileira, que deve impulsionar a atividade bancária e, por sua vez, aumentar as vendas de seguros nas agências da CEF. Acreditamos que a Par deverá continuar crescendo de forma relevante nos próximos anos e continuará sendo uma grande pagadora de dividendos em função de sua alta geração de caixa e baixíssima demanda por investimentos para crescer.

### **Hypermarcas**

O ano de 2016 foi importante do ponto de vista de consolidação do seu posicionamento estratégico. Havia sido definido que o foco da Hypermarcas seria o negócio de produtos de farma e que as demais unidades de negócios seriam vendidas. Em 2016, foram vendidos os negócios de consumo pra Coty, de preservativos para a Reckitt Benckiser e de fraldas para a Ontex por R\$5,5 bilhões entre os três negócios, valor que representa mais de 30% do valor de mercado da companhia de hoje e menos de 15% do seu EBITDA, evidenciando a alta geração de valor para os seus acionistas. Com isso, a companhia vai ficar com uma posição de caixa líquido R\$1,7 bi (comparado com dívida líquida de R\$2,2 bi em 2015) que deve ser retornada aos acionistas ao longo dos próximos anos.

Sendo um player puro farma, esperamos a Hypermarcas ainda mais focada ao longo dos próximos anos para continuar ganhando market-share e se consolidando com uma das principais empresas do setor no Brasil. Acreditamos que há ainda bastante crescimento e ganhos de market-share para os próximos anos, que virão através do lançamento de novos produtos, entrada mais forte nas grandes redes, expansão do varejo farma e envelhecimento da população. Na nossa visão, esse crescimento será muito gerador de valor, dado o alto ROIC da Hypermarcas (30% excluindo o

---

<sup>[1]</sup> Estimativa HIX Capital



ágio) e a baixa necessidade de investimentos incrementais nos próximos anos. Boa parte dessa geração de caixa deverá voltar para os acionistas através de recompra de ações e dividendos.

### **BR Properties:**

Em dezembro de 2016, a companhia divulgou um fato relevante comunicando a aquisição do empreendimento Passeio Corporate no Rio de Janeiro. A negociação já estava avançada desde agosto, porém algumas condições (liberação do habite-se por exemplo) ainda estavam pendentes.

O valor da transação foi de R\$ 715 milhões, sendo aproximadamente R\$300 milhões à vista e o restante a prazo no período total de doze anos. O empreendimento é um complexo misto “*triple A (AAA)*” localizado no centro do Rio de Janeiro e conta com 77 mil m<sup>2</sup> de ABL de lajes corporativas e 6 mil m<sup>2</sup> de ABL de área comercial no pavimento térreo. O valor da aquisição (sem ajuste sobre o pagamento a prazo) fica em torno de 8.600 R\$/m<sup>2</sup>. Se por um lado o mercado de lajes corporativas no RJ ainda sofre com uma economia altamente correlacionada com a indústria de *oil&gas*, o valor pago pelo empreendimento nos parece extremamente atrativo e com uma boa margem de segurança. Quando comparamos o valor pago com o custo de reposição, vemos um desconto na casa de 40%, sem mencionar que a própria reposição em si nem sempre é possível dada a limitação geográfica da região. Além disso, a oferta de “*triple A*” no centro do RJ é limitada, e as empresas na maioria das vezes ocupam prédios antigos e de nível inferior. Assim, acreditamos que a ocupação desse ativo será gradual e deverá ocorrer ao longo dos próximos anos, dada a qualidade do empreendimento e o preço ofertado e que a aquisição deverá se provar um bom investimento para a companhia.

### **Itaú Unibanco**

Em outubro de 2016, o Itaú adquiriu a operação de varejo (pessoas físicas) do Citibank Brasil por R\$710 milhões. Além das operações de empréstimos, depósitos, cartões de crédito, gestão de recursos e corretagem de seguros, a transação também inclui as participações societárias na TECBAN e na Cibrasec. A operação de varejo do Citibank no Brasil conta com: i) 315 mil correntistas, ii) R\$35 bilhões entre depósitos e ativos sob gestão, iii) 1,1 milhões de cartões de crédito e iv) R\$6 bilhões de carteira de crédito. Apesar de pequena (0,3% mkt cap do Itaú) a transação é consistente com a estratégia do banco em utilizar o excesso de capital na aquisição de ativos estratégicos. Além disso, em novembro o banco anunciou o seu novo comitê executivo, em linha com o processo de transição planejado. Roberto Setubal deixará o cargo de CEO e irá dividir a presidência do Conselho de Administração com Pedro Moreira Salles e o Candido Bracher assumirá como novo presidente a partir de 2017. A transição vinha sendo desenhada e planejada durante os últimos anos e não acreditamos em qualquer tipo de ruptura em termos de gestão.

### **Rumo**

O ano de 2016 foi um ano atípico em termos de volumes para a Rumo e muito bom em termos de execução do plano de negócios. Em relação aos volumes, houve uma concentração das exportações de soja em abril e a quebra da segunda safra de milho impediu a Rumo de operar a 100% de sua capacidade de transporte. Por outro lado, a companhia conseguiu compensar parte desses efeitos com o aumento no transporte de açúcar e a extensão da safrinha de milho no 1T16, fazendo com que o volume na operação norte (90% do EBITDA da companhia) ficasse praticamente estável em relação a 2015.



Apesar dos contratemplos, a companhia investiu cerca de R\$1,9 bilhões em 2016, sendo R\$1,2 bilhões em expansão. Esses investimentos foram concentrados na aquisição de 65 locomotivas (43 para operação norte), 925 vagões (todos para operação norte) e na revitalização de 472 km de via (73 km na operação norte). Com isso, a companhia conseguiu aumentar a sua capacidade média de transporte em cerca de 10% e reduzir o consumo de combustível em 6% (nominal). Com os ganhos de capacidade que a companhia vem entregando e a normalização dos embarques de grãos, o volume na operação norte tem potencial para crescer de 25% a 30% em 2017.

Outro fato relevante para empresa foi a MP 752, chamada MP das Concessões, que trouxe sinais positivos para a renovação da Malha Paulista. Esperamos que em 2017 a renovação antecipada dessa concessão seja concretizada.

## Alupar

Assim como na Equatorial, o grande destaque do semestre na Alupar foi a participação no leilão de transmissão ocorrido em outubro de 2016. Na ocasião, a Alupar arrematou três lotes localizados em regiões da Bahia, Minas Gerais e Espírito Santo, com entrada em operação prevista para 2021/2022. Desses lotes, dois deles foram arrematados através da holding da Alupar com parceria da Perfin Investimentos como investidor financeiro e o terceiro foi arrematado através da TBE, empresa em que a Alupar é sócia da Taesa.

No total, a Alupar contratou uma RAP adicional de R\$304 milhões com investimentos previstos pela Aneel de R\$1,6 bilhões. A empresa conseguiu elaborar soluções de engenharia que reduziram em até 20% o investimento necessário para cada lote, fazendo com que os projetos tenham uma taxa implícita de retorno para o equity da ordem de 18% a.a. real (no lote ganho através da TBE, retorno real para o equity é mais próximo dos 20% a.a. real).

Lote	Parceiro	Localização	Part. Alupar	RAP (mm)	Deságio	Investimento - Aneel (mm)
Lote 2	Perfin	Bahia e Minas Gerais	70%	214.7	18.9%	1269
Lote 6	Perfin	Minas Gerais e Espírito Santos	70%	146.0	0.0%	698.8
Lote 22	Taesa	Espírito Santo	51%	101.0	0.0%	485.8
<b>Total</b>				<b>461.7</b>	<b>9.7%</b>	<b>2454</b>
<b>Total (Ponderado pela % Alupar)</b>				<b>304.00</b>	<b>10.3%</b>	<b>1625.2</b>

Além disso, a Alupar também venceu um leilão de transmissão na Colômbia, com cerca de USD22.5 milhões de RAP prevista para iniciar em 2021 e um investimento previsto de USD130 mm. Além de conseguir ótimas condições de financiamento, será possível centralizar parte da operação da linha com a operação de uma PCH detida pela Alupar na Colômbia, a Risaralda. Assim, a empresa espera obter retornos reais para o equity de 18% a.a. em USD.

Outro destaque do semestre foi a venda de sua participação na Transchile por USD58,9 milhões para a Ferrovial S.A.. A venda deste ativo serviu para fortalecer a estrutura de capital da companhia.

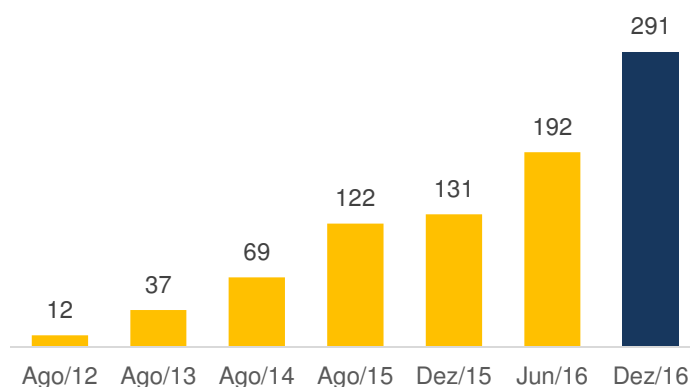
Em 2017, os leilões de transmissão têm um investimento estimado de R\$26,5 bilhões. Acreditamos que esse novo ciclo de intensos investimentos em transmissão de energia juntamente com todo *know how* da companhia na análise e implantação dos projetos serão uma oportunidade interessante de crescimento para a Alupar.



## ATUALIZAÇÃO HIX CAPITAL:

A despeito do cenário desafiador dos últimos semestres, a HIX Capital conseguiu atingir mais uma vez um crescimento expressivo do seu patrimônio sob gestão (AuM Total). Fechamos o ano de 2016 com pouco menos de R\$300 milhões sob gestão investidos em ações, através de veículos abertos de portfólio e fundos de co-investimento.

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



Durante o ano de 2016, lançamos um fundo para que investidores estrangeiros possam investir na mesma estratégia que o HIX FIA através de um portfólio “espelho”, o HIX Fund. O veículo já conta com praticamente US\$20 milhões e estamos animados com as perspectivas.

No mercado local, tanto o HIX FIA Institucional quanto o HIX FIA cresceram de forma relevante, e os resgates ou *turnover* da base de investidores foram baixíssimos (praticamente inexistente). A estabilidade da nossa base de investidores nos deixa muito felizes e tranquilos para continuar investindo com visão de longo prazo.

Do ponto de vista de equipe, contamos hoje com um time sólido e entrosado composto por 9 membros. Nos preocupamos desde o início em criar uma cultura de excelência nos processos, controles e investimentos e ficamos felizes com a evolução constante que temos atingido.

O sistema de controladoria que implantamos no primeiro semestre nos permitiu melhorar os controles internos, as informações gerenciais e o *compliance* e, assim, seguiremos nos preparando para crescer com segurança e controle. Resultados positivos, só valem ser comemorados se forem acompanhados de mérito e processos adequados, essa é nossa busca constante.

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

Agradecemos a confiança,

Equipe HIX Capital