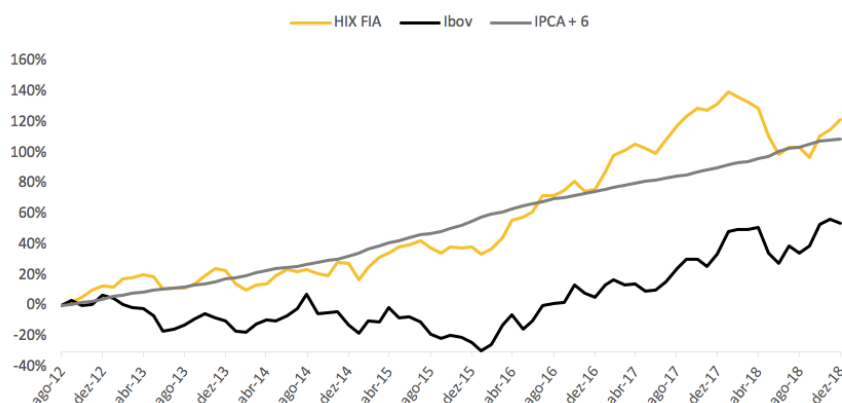


Sobre a HIX

Sobre a HIX Capital: 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 empresas sólidas, com modelos de negócios vencedores, vantagens competitivas claras, simples de entender, administradas por bons gestores e cujos papéis sejam negociados a preços atraentes. Acreditamos que a principal forma de mitigar o risco de perda permanente de capital é conhecer profundamente as empresas e os mercados nas que estão inseridas e investir em ativos cujo valuation tenha boa margem de segurança.

Performance Desde o Início



Ano	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2S2018	2018	Desde o Início
HIX INST	-	-	-	-1,43%*	25,59%	39,33%	14,02%	-0,53%	71,58%
HIX FIA	13,09%	8,78%	3,86%	8,28%	27,29%	31,48%	11,23%	-4,35%	121,46%
Ibovespa	6,82%	-15,50%	-2,91%	-13,31%	38,94%	26,86%	20,79%	15,03%	54,02%
CDI	2,26%	8,05%	10,81%	13,25%	14,00%	9,93%	3,15%	6,42%	84,90%

...it ain't about how hard you hit. It's about how hard you can get hit and keep moving forward...if you know what it's worth, then go out and get what it's worth, but you gotta be willing to take the hits¹

(Rocky Balboa, personagem)

Nessa Carta abordaremos os seguintes temas:

- Investindo na era das disrupções
- Capacidade de tomar decisões sob estresse
- Revisão de resultados

Aprofundaremos também o **case da Vulcabras**, nova posição do fundo.

Boa leitura!

¹ Na realidade, a citação original é, "...it ain't about how hard you hit. It's about how hard you can get hit and keep moving forward... if you know what you're worth, then go out and get what you're worth, but you gotta be willing to take the hits". Fizemos esta adaptação jocosa como provocação sobre a dificuldade de investir na contramão do mercado.

Caros Investidores,

No segundo semestre de 2018, o HIX Capital FIA ("HIX FIA") teve alta de +11,2% comparado à alta de 20,8% do Ibovespa. No ano de 2018, o HIX FIA teve queda de -4,4%, comparado à alta de 15,0% do Ibovespa. Desde o início das atividades da HIX, o HIX FIA acumula alta de 121,5% ou 13,4% a.a., comparado à valorização de 54,0% ou 7,1% a.a. do Ibovespa, além do ganho acumulado de 84,9% ou 10,5% a.a. do CDI. Desde o início das atividades, em maio de 2005, a valorização da carteira administrada pelos gestores do HIX FIA foi de 1.152,0% comparado à valorização de 245,5% do Ibovespa² e de 328,1% do CDI. Considerando os riscos, tais como a probabilidade de perda permanente de capital, acreditamos que atingimos os retornos mencionados com risco baixo em comparação ao Ibovespa. Buscamos sempre empresas sólidas com negócios defensivos, para atingir o melhor retorno em função do risco assumido.

O ano de 2018 terminou próximo ao início do 7º ano de existência da HIX; sem dúvidas, este foi um dos anos mais desafiadores do ponto de vista de gestão de carteira. As variáveis macro dominaram os movimentos do mercado e tornaram os fundamentos das empresas temporariamente menos relevantes. Este não foi o primeiro teste de robustez que passamos como empresa, e temos certeza que não será o último. Seguimos fiéis aos nossos princípios e filosofia de investimento; procuramos aperfeiçoar os nossos processos e continuamos reforçando nossa equipe, sempre com o intuito de atingir resultados best in class no longo prazo.

Dentre os diversos assuntos que temos debatido e analisado nos últimos meses, acreditamos que há duas questões interessantes a serem compartilhadas com nossos sócios investidores. O primeiro é o grande movimento que ocorreu em relação aos preços de empresas de tamanho pequeno e médio - ou de menor liquidez. O segundo é a grande mudança de paradigmas que está ocorrendo em alguns setores da economia e seus reflexos nas empresas que cobrimos.

Investindo na era das disrupções

Como o mercado é bastante volátil e no curto prazo pode haver distorções significativas de preços, acreditamos que a melhor forma de investir é comprar empresas que, caso a Bovespa parasse de aceitar compras e vendas hoje, ainda assim gostaríamos de mantê-las em nossa carteira por 20 anos. Charlie Munger, guru dos investimentos e sócio de Warren Buffet, resume bem o motivo para isso: "if a business earns 6% on capital (...) and you hold it for that 40 years, you're not going to make much different than a 6% return (...) Conversely, if a business earns 18% on capital over 20 or 30 years, even if you pay an expensive looking price, you'll end up with a fine result." Resumindo, o fator mais importante do retorno de longo prazo das ações é o retorno sobre capital que as empresas investidas têm capacidade de gerar. Pensando desta forma, poderíamos desenhar uma simples receita de bolo:

1. *Compre empresas em setores de crescimento*
2. *São dominantes em seu setor*
3. *Tenham retorno sobre capital significativamente acima de seu custo de capital*

Isso funcionou muito bem no Brasil durante os últimos 10-15 anos. Havia muitos exemplos de empresas focadas no mercado doméstico, com as características descritas acima, e negociadas a preços que permitiam bons retornos. Parecia fácil seguir os preceitos da "receita" acima; quanto menos desvio, melhor – melhor evitar distrações. E como pensar em relação às empresas de tecnologia? Melhor ficar longe daquilo que não conhecemos bem... E as empresas que vendem commodities? A ciclicidade dificulta achar o "preço certo" de entrada, melhor evitar...

² Inclui o desempenho do Clube de Investimentos Keep Investing de maio de 2005 até agosto de 2012. O desempenho anual da carteira até dezembro de 2018 foi de 20,0% a.a. versus 9,4% a.a. do Ibovespa. Os números dos fundos são apresentados líquidos de taxas.

A aceleração das mudanças na economia mundial tem feito com que o período em que as empresas conseguem surfar esta estabilidade de ambiente competitivo e com alto crescimento seja cada vez menor. Como gestores, temos que estar mais atentos às mudanças do que nunca:

Comprar ações dos maiores bancos privados brasileiros foi, por muito tempo, um dos investimentos mais rentáveis e óbvios da bolsa. Trata-se de um mercado oligopolizado, com grande poder de preços e que crescia a taxas interessantes. Entretanto, atualmente, empresas como PagueSeguro, Stone, Nubank e XP começam a ameaçar suas unidades de negócios mais rentáveis, tais como cartões de crédito, investimentos, serviços e seguros. Este movimento, apesar de ainda não ter derrubado os incumbentes, já conseguiu deixar as primeiras trincas na armadura (mercado de aquisição).

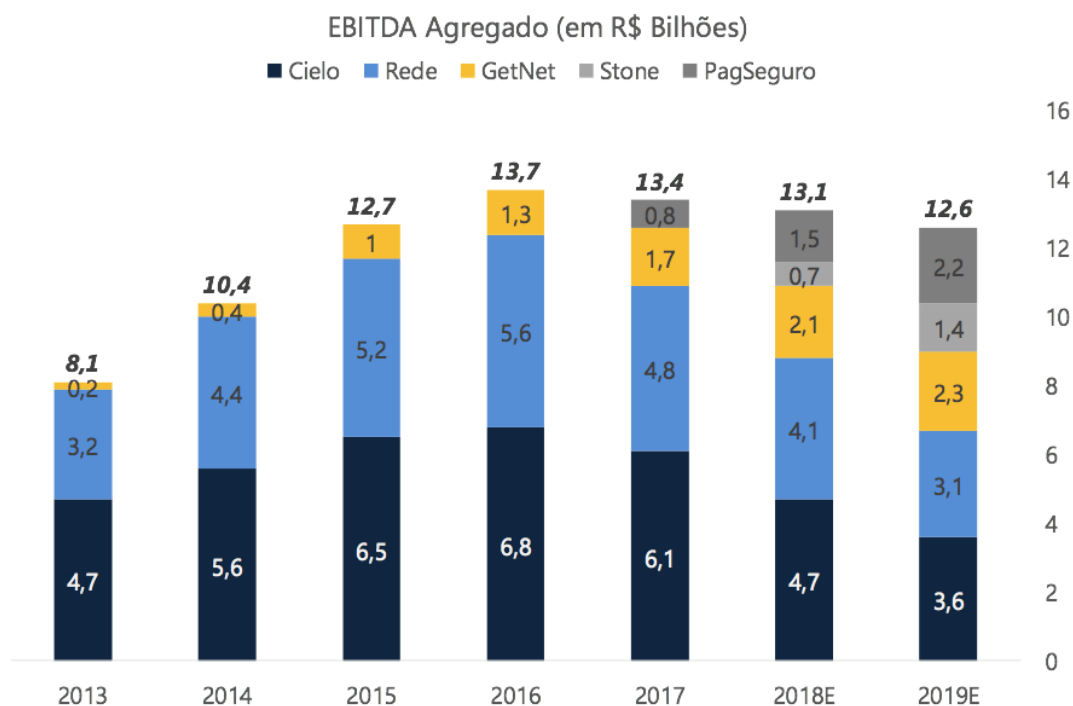
Outro setor que gerou grande valor aos seus acionistas foi o de distribuição de combustíveis. A demanda foi resiliente e crescente por muitos anos, e as características oligopolizadas do setor garantiram retornos extraordinários. No entanto, recentemente, a concorrência parece estar aumentando significativamente. Gigantes globais como a Total, Glencore e Vitol compraram distribuidores regionais (Zema, AleSAT e Rodoil, respectivamente) mostrando apetite para mudar a estrutura de baixa concorrência no setor. Como se isso não fosse o bastante, há também a ameaça dos carros elétricos. Como será que uma matriz de veículos elétricos mudaria a rentabilidade e potencial de crescimento de uma distribuidora de combustíveis como a Ipiranga?

Melhor investir em shopping centers então? Mas e se nas grandes cidades os serviços como o Uber reduzirem a demanda nos estacionamento (fonte relevante de receita destes estabelecimentos)? E o que dizer sobre o possível impacto da queda da frequência dos consumidores nos shoppings, devido ao crescimento do e-commerce?!

E quanto à estabilidade das vantagens competitivas? A escala nas compras e na distribuição por muito tempo foram grandes fortalezas dos grandes varejistas sobre seus concorrentes. Esse foi o grande motivo que tornou o Wal-mart o gigante que é hoje. No entanto, atualmente a tecnologia tem aproximado consumidores e empresas, reduzindo as barreiras, diminuindo, assim, o valor da escala. Ao mesmo tempo, a velocidade com que a informação circula faz com que a qualidade do serviço seja cada vez mais importante.

Um exemplo interessante é a competição entre a Via Varejo (formada em 2010 com a fusão das operações online da Casas Bahia, Pontofrio e Extra) e o Magazine Luiza. Em 2011, a Via Varejo estava entre as maiores anunciantes do Brasil e tinha 23% de participação de mercado e R\$ 26bi de faturamento bruto. Por outro lado, o Magazine Luiza tinha 3% de participação de mercado e faturamento de “apenas” R\$ 7,5bi. No e-commerce, importante driver de valor da Via Varejo, já tinha receita bruta significativa de R\$ 3,5 bi, enquanto que o Magazine Luiza “engatinhava” com R\$ 800 milhões. Apesar de toda essa desvantagem inicial de escala, hoje o MGLU tem lucro operacional equivalente ao da Via Varejo, com apenas metade de sua receita (EBITDA de R\$1,2 bi e R\$27,5 de ROL). O seu valor de mercado é de R\$ 33bi versus R\$ 6bi de sua concorrente.

Hoje é impossível ignorar o impacto das mudanças tecnológicas nos hábitos individuais e, consequentemente, na rentabilidade dos negócios tradicionais. Esse efeito de mudança e disrupção não é nenhuma novidade. O que parece ter mudado é a velocidade com que um novo entrante tem conseguido dizimar as vantagens competitivas dos incumbentes. A velocidade das mudanças vem sendo cada vez maior e o impacto nos incumbentes, mais significativo. Neste sentido, o crescimento da PagueSeguro e Stone, que abocanharam share da Cielo e Rede, é um exemplo bastante emblemático. Em aproximadamente 3 anos, estes pequenos conseguiram sair da irrelevância para assumir uma posição combinada de 28% de participação no profit pool do setor. Este cenário seria impensável, há alguns anos, para qualquer analista que olhasse para a competição destas empresas com os gigantes Itau, Bradesco, Banco do Brasil e Santander.



Fonte: Credit Suisse Research

Todas estas mudanças fizeram com que paradigmas como o que significa ser uma empresa com vantagens competitivas precisassem ser constantemente revisitados, para buscar bons retornos no mercado. Na HIX, procuramos estar sempre atentos e flexíveis às mudanças, o que faz com que a situação atual não seja tão diferente daquilo que sempre vivenciamos no mercado. No entanto, a velocidade das mudanças parece ter aumentado. Desta forma, é necessário redobrar a atenção em relação aos riscos. Assim como um mergulhador em águas turvas, o futuro dos negócios parece ter baixa visibilidade hoje. Algumas conclusões em relação ao que devemos estar atentos neste ambiente são:

- i. *Pode fazer mais sentido do que em outros momentos pagar valuation premiums em negócios com baixo risco de disrupção (pelo menos até que os cenários fiquem mais claros).*
- ii. *Por outro lado, em setores em que há risco e que não estejam muito bem precificados (i.e. muito desconto), o certo parece ser evitar estas compras.*
- iii. *Gestores não podem se dar ao luxo de ignorar as mudanças tecnológicas e no ambiente de negócios que estão ocorrendo no Brasil e no mundo. Já estamos concentrando os nossos esforços neste sentido.*
- iv. *A qualidade do time de gestão das empresas é cada vez mais importante. Grupos de alta performance, focados em evoluir sempre, têm maiores chances de conseguir antecipar mudanças e/ou reagir a elas, e se reinventar. As empresas e os times serão cada vez mais testados e terão que colocar essas habilidades à prova.*

Tomando decisões sob estresse (e oportunidades nestes momentos):

A melhor e mais simples maneira de encarar o mercado de ações é sempre assumir que as pessoas são racionais e que tudo o que é conhecido e relevante já está refletido nos preços. Isso é verdade na maior parte do tempo e em relação à maioria dos ativos. No entanto a complexidade da psicologia humana cria vez por outras algumas distorções de percepção em alguns ativos que geram grandes possibilidades de lucros (ou prejuízos).

O ano de 2018 foi duro para as ações de empresas pequenas e médias. A volatilidade associada às notícias referentes às eleições e o modo “esperar para ver” dos investidores internacionais juntaram-se ao ambiente externo incerto, fazendo com que o fluxo, para ações brasileiras, fosse determinado principalmente por fatores “macro”. Neste ambiente contrário à percepção do mercado, a liquidez das small e mid caps de fato diminuiu enquanto apenas as mid/ large ganharam liquidez. Isto afetou negativamente o valuation das empresas menores, fenômeno que acreditamos que provavelmente será revertido gradativamente ao longo de 2019, conforme o acelerar da economia. O Quadro a seguir demonstra este fenômeno de duas perspectivas: (i) A comparação da liquidez média das ações nos últimos 3 meses em relação aos últimos 24 meses, com as mesmas ações subdivididas por faixas de valor de mercado (Small, Mid e Large) (ii) a mesma análise foi desdobrada conforme as faixas de liquidez (menos de R\$500 mil por dia, entre R\$500 mil e R\$2 milhões, e assim por diante).

Média Liquidez Diária por Market Cap - (em R\$ mil)			
Market Cap	ADTV Total - Últimos 3 Meses	ADTV Total - Últimos 24 Meses	Variação
Small	49,388	56,661	-12.8%
Mid	605,729	514,615	17.7%
Large	11,823.84	8,336,441	41.8%
Total	12,478,961	8,907,717	40.1%

Média Liquidez Diária por Volume Negociado Diariamente - (em R\$ mil)			
Volume Médio Diário	ADTV Total - Últimos 3 Meses	ADTV Total - Últimos 24 Meses	Variação
Menos de 500 Mil	14,334	21,017	-31.8%
500 Mil - 2 Milhões	29,564	52,481	-43.7%
2 Milhões - 5 Milhões	68,346	88,911	-23.1%
5 Milhoes - 10 Milhões	165,661	163,286	1.5%
Acima de 10 Milhões	12,201,057	8,582,022	42.2%
Total	12,478,961	8,907,717	40.1%

Fonte: Bloomberg

Diversas oportunidades bastante interessantes vêm à tona neste ambiente onde algumas empresas perderam liquidez, e, por consequência, foram excluídas dos filtros de análises da maioria dos investidores. Muitas vezes, a psicologia humana leva o mercado a tomar decisões erradas ou realizar análises incorretas, por estar sob o efeito de uma dor muito grande relacionada a alguma perda relevante em um determinado ativo. Daniel Kahneman, ganhador do prêmio Nobel de economia de 2002, e seu parceiro de pesquisa Amos Tversky, definiram o conceito de aversão à perda, e explicam que a dor ocasionada pela perda é psicologicamente duas vezes mais forte do que o prazer de ganhar. Sendo assim, as pessoas tendem a tomar mais riscos para evitar perdas do que para buscar ganhos. Acreditamos que este efeito, levado a extremos, faz com que algumas empresas se tornem indesejáveis a qualquer preço.

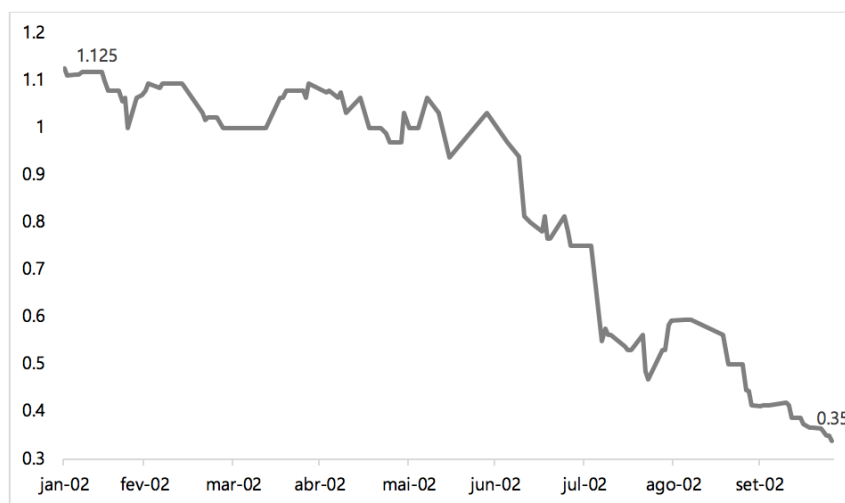
Escolhemos alguns casos para ilustrar melhor este conceito (que não faziam parte do portfólio da HIX), e que aconteceram no passado, para mostrar como, no curto prazo, os preços podem se descolar de forma relevante dos fundamentos:

3 Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk.

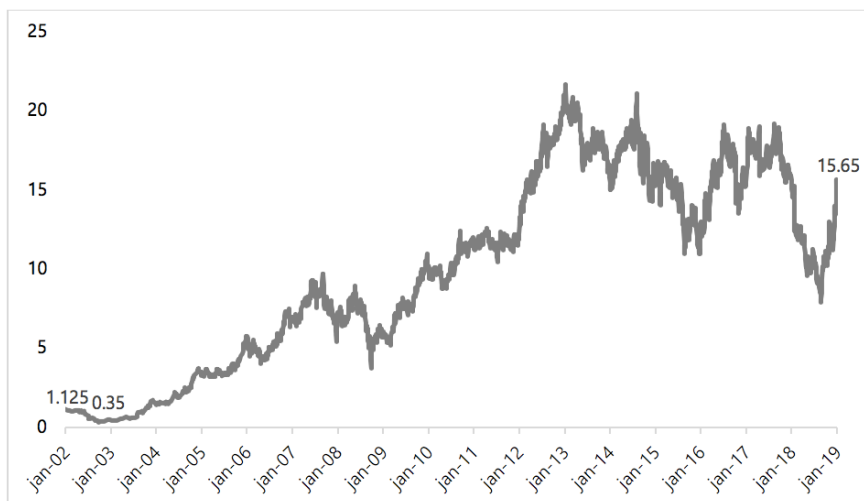
Kahneman, D. & Tversky, A. (1992). "Advances in prospect theory: Cumulative representation of uncertainty". Journal of Risk and Uncertainty. 5 (4): 297-323

CCR (CCR03) em 2002:

Logo após o seu IPO, a CCR, que tinha levantado recursos através de uma dívida denominada em USD, passou por um momento no qual os investidores temeram pelo seu risco de solvência. Os investidores entraram em pânico e não quiseram as ações a nenhum preço, levando à queda de 68,1% em pouco tempo. Muitos investidores venderam as suas ações naquele momento para evitar perdas maiores:



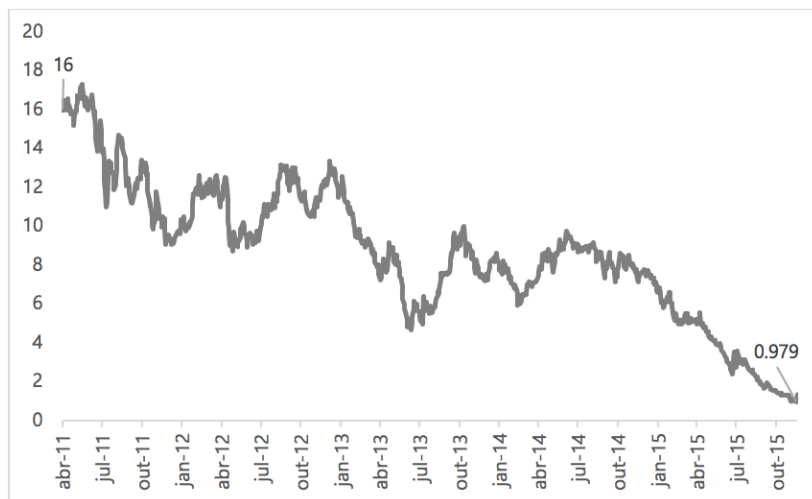
Em contrapartida, quem investiu no IPO e teve sangue frio para não entrar em pânico, que acreditou nos fundamentos e na capacidade da empresa de reorganizar o seu balanço, e que não vendeu as suas posições viram seu capital se multiplicar catorze vezes em 10 anos. Enquanto isso, quem vendeu suas ações naquele momento de maior estresse viu as ações se multiplicarem 41 vezes em relação ao low nos anos subsequentes. Isso sim pode ser chamado de “dor de cotovelo”.



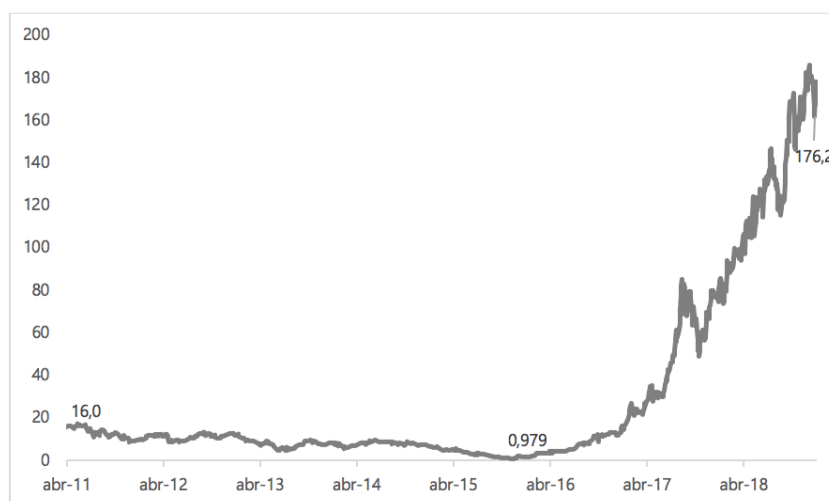
MAGAZINE LUIZA (MGLU3) em 2015:

Desde seu IPO em 2011 até 2015, os investidores do Magazine Luiza amargaram a perda de 94% do capital inicial investido. Apenas em 2015, as ações caíram 71%.

3 Houve algum descolamento entre os dois uma vez que o custo de capital no Brasil caiu dramaticamente de 1997 até hoje, fazendo com que o múltiplo justo de lucro tenha subido um pouco. Em 1997, o risco Brasil (EMBI) era de 532 pontos enquanto hoje é de 330 pontos



Os investidores que compraram no IPO, tiveram o sangue frio de segurar as pontas durante a crise e acreditar na transformação que Frederico Trajano estava desenhando no negócio, viram suas ações atingir R\$ 180 ou 11x o capital original. Já os que venderam no vale tiveram que sofrer vendo as ações se multiplicarem por 180x, a maior multiplicação de capital vista na bolsa nas últimas décadas.

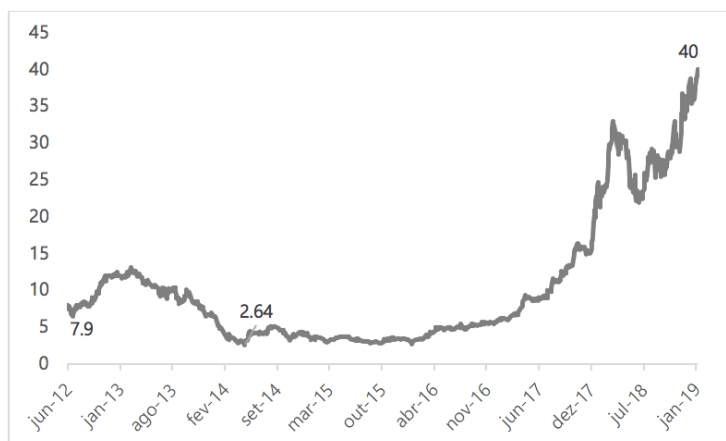


LOCAMÉRICA (LCAM3) em 2012:

As ações de Locamérica passaram por um movimento parecido. Após a abertura de capital em 2012 na casa de R\$ 8 por ação, as ações chegaram a bater R\$ 13,30, antes de iniciar um doloroso processo de baixa, atingindo em abril de 2014 R\$ 2,64.



Quem não aguentou ver a queda de 37% e acabou vendendo naquela ocasião, deixou na mesa uma multiplicação de mais de 15x o capital e mais de 5x desde o IPO.



Estes três exemplos não são uma tentativa – superficial – de argumentar que sempre que uma empresa cai muito, ela se torna uma grande oportunidade. Algumas empresas de fato quebram e outras se tornam Value Traps⁴, por conta de fundamentos ruins. Por outro lado, quedas muito expressivas também não são necessariamente o presságio do fim da vida de certas empresas. Em determinados momentos a “dor coletiva” do psicológico dos investidores os leva a empurrar os preços de determinadas ações a valores que descolam de seus fundamentos. Para qualquer investidor é extremamente importante, nestes momentos, buscar conhecer profundamente os fundamentos das empresas para tomar sua decisão de maneira consistente.

Como comentamos anteriormente, muitas empresas pequenas sofreram fortemente durante o ano de 2018, muitas com quedas superiores a 30%, e outras superiores a 50%. Isso significa que apenas para voltar ao seu ponto de partida, estas empresas teriam que subir mais que 50% (ou 100% ,nos casos das quedas de mais de 50%!). Tecnisa, Vulcabrás, Qualicorp, Biotoscana, Kraft Heinz, BR Properties, Alliar, Smiles e AES Tiete são alguns exemplos de empresas que estavam em nosso universo de cobertura e passaram por este movimento. Infelizmente não acreditamos que todas elas se tornariam oportunidades extraordinárias de investimento e acabamos desinvestindo em algum momento, enquanto que outras se tornaram excelentes oportunidades. Continuaremos sendo bastante criteriosos na avaliação destas oportunidades e ao escolhermos aquelas nas quais concentraremos as nossas apostas, para então compará-las às demais oportunidades disponíveis no mercado.

⁴ Empresas que, apesar de poderem ser consideradas baratas, do ponto de vista de valuation, permanecerão baratas neste sentido, pois os seus resultados são decrescentes.

As principais contribuições ao desempenho do fundo **HIX Capital FIA** no ano de 2018 foram:

Top 5 Contribuições		%	% Total
1	Eneva	2,68%	20,80%
2	Itau	1,77%	13,80%
3	Braskem	1,09%	8,50%
4	Equatorial	0,96%	7,50%
5	Sanepar	0,93%	7,20%
20	Total Positivas	12,86%	100,00%

Piores 5 Contribuições		%	% Total
1	Biotoscana	-7,93%	46,10%
2	Kraft Heinz	-2,29%	13,30%
3	Tecnisa	-2,13%	12,40%
4	Qualicorp	-1,73%	10,10%
5	Klabin	-1,23%	7,10%
10	Total Negativas	-17,22%	100,00%

As principais contribuições ao desempenho do fundo **HIX Institucional FIA** no ano de 2018 foram:

Top 5 Contribuições		%	% Total
1	Eneva	2,77%	17,50%
2	Vale	2,59%	16,40%
3	Itau	2,18%	13,80%
4	Braskem	1,46%	9,20%
5	Equatorial	1,19%	7,50%
17	Total Positivas	15,82%	100,00%

Piores 5 Contribuições		%	% Total
1	Biotoscana	-9,04%	61,60%
2	Tecnisa	-2,34%	15,90%
3	Qualicorp	-1,93%	13,20%
4	Alliar	-0,75%	5,10%
5	Klabin	-0,25%	1,70%
10	Total Negativas	-16,34%	100,00%

No 2º semestre de 2018, como sempre, fizemos algumas alterações na composição do portfólio. Das 22 empresas que faziam parte do portfólio em junho de 2018 (com 93,2% de exposição), desinvestimos de 5, representando a liberação de recursos de 11,2%. Quatro destas vendas foram motivadas, em sua maioria, por mudanças de percepção em relação às perspectivas destas empresas, e uma por valuation. Em contrapartida, adicionamos 6 novas companhias ao portfólio, das quais 2 já haviam sido objeto de investimento do fundo no passado. As maiores posições do fundo em dezembro de 2018 eram (em ordem decrescente) Eneva, Biotoscana, Klabin, Jereissati Participações e Sanepar. Juntas, as Top 5 representavam 47% do nosso portfólio e o caixa estava em 4%.

Revisão de Resultados (Simulação HIX Holding)

Apesar da materialização das expectativas de resultados das empresas do nosso portfólio no ano de 2018, a sua precificação não foi uma realidade. Ainda não temos os números fechados do ano em relação à maioria das empresas, mas, a esta altura, as surpresas em relação ao 4Q18 devem ser pequenas. Sendo assim, é possível afirmar que 2018 foi um bom ano para as empresas de nossa carteira, o que não se refletiu em múltiplos materialmente maiores, como esperávamos. Acreditamos que o nosso portfólio é composto de excelentes empresas, posicionadas em mercados interessantes, administradas por profissionais competentes e precificadas com margem de segurança significativa para os seus valores intrínsecos. Ao longo do tempo, estas deveriam ter evoluções de preços similares às evoluções de sua lucratividade.

Crescimento Portfólio Base 100	2016	2017	2018	17x18
Receita Líquida	100	109	123	12,5%
EBIT	24	28	33	17,9%
Margem EBIT	24,0%	25,7%	26,9%	4,8%
Resul. Financeiro	-11	-9	-7	-22,2%
Custo Dívida (% ROL)	-11%	-8%	-6%	-30,8%
IR	-5	-5	-6	20,0%
Custo IR (% ROL)	-5%	-5%	-5%	6,7%
LL	8	14	20	42,9%
Margem Líquida	8%	13%	16%	27,0%

O segundo semestre corrigiu diversas das fortes distorções de preço vistas até o mês de junho. Com a valorização do portfólio de 11,23% nos últimos 6 meses do ano, o múltiplo médio de nossa carteira, se congelada, teria evoluído de 10,2x para 10,8x. Ao recalcular este múltiplo, e ajustando-o sobre nossas expectativas para 2019, dois efeitos merecem ser destacados:

- Realizamos uma série de mudanças na carteira, adicionando participações em algumas empresas que negociam a múltiplos significativamente superior à média anterior (como Totvs, Hapvida e BR Properties), pois acreditamos que estas têm potencial de crescimento de lucro bastante elevado. Por outro lado, reduzimos participações em outras que negociavam a múltiplos mais baixos, como Braskem, Qualicorp e Itausa.
- Por outro lado, a expectativa de crescimento de resultados de 2019 versus 2018 faz com que o múltiplo volte a se reduzir.

Assim, o múltiplo P/E da carteira atual, revisto para o ano de 2019 (P/E Fwd), é de 10,6x. Este múltiplo é bastante atraente comparado ao histórico e à qualidade da carteira. O crescimento de lucro esperado para as empresas da carteira em 2019 é de 28%. A média da TIR esperada dos ativos do portfólio para os próximos 5 anos está em 20,2%, relativamente abaixo do número que vislumbrávamos em junho de 2018, mas ainda assim um excelente patamar.

Atualização das teses de investimento

Nesta carta, iremos abordar uma nova tese de investimentos no segmento varejista, setor que investimos pouco nos últimos anos mas que voltou ao nosso radar e subsequentemente ao nosso portfólio. O ambiente econômico mais favorável, associado ao fato de termos encontrado uma empresa de alta qualidade a um valuation que oferece alta margem de segurança nos levou a montar uma posição de tamanho médio nas ações da Vulcabras (VULC3).

Vulcabras Azaleia

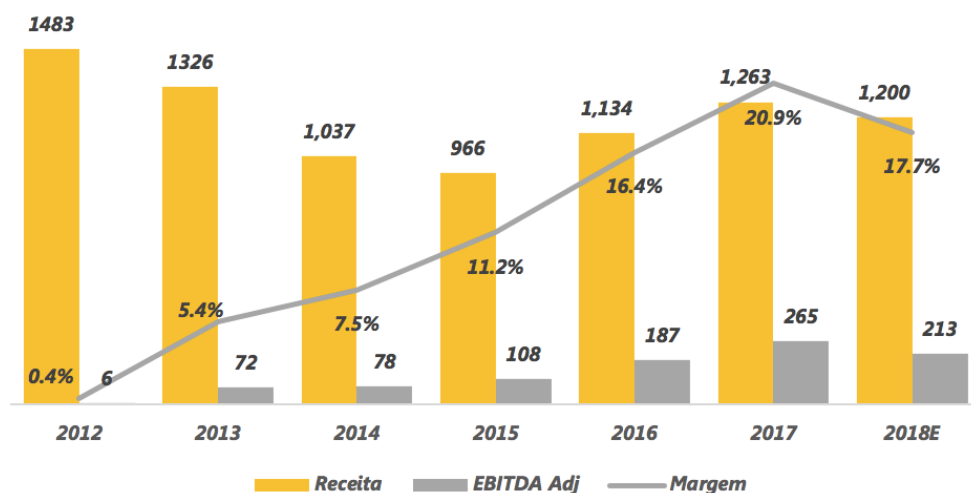
Uma história de décadas de experiência em calçados esportivos



Histórico

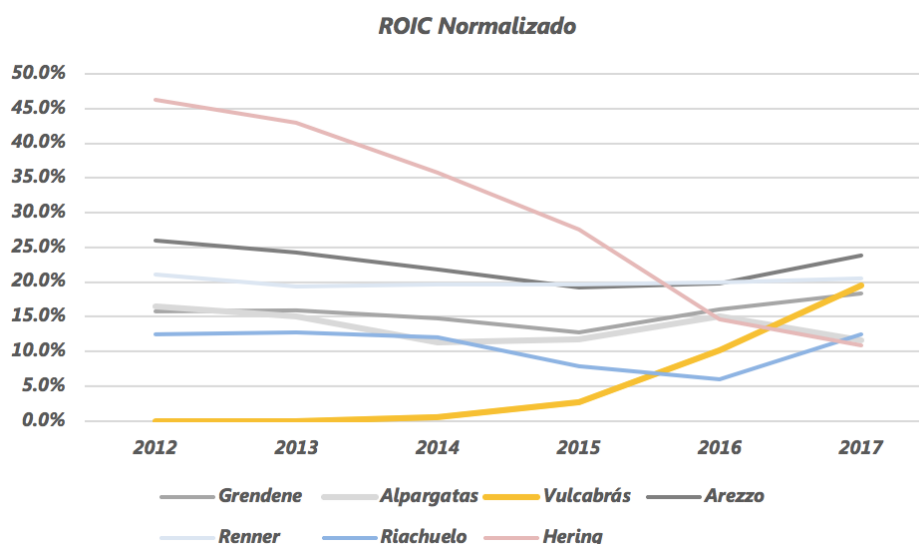
Fundada em 1952, a Vulcabras é uma fabricante de calçados que começou sua operação através de licenças de marcas internacionais como Adidas, Puma, Reebok e Keds, cujos produtos a Vulcabras fabricava e vendia no mercado brasileiro. Paralelamente, a empresa foi construindo seu conjunto de marcas próprias, tais como Vulcabrás, Opanka e Dijean. Em 2007, antecipando-se ao encerramento de sua licença e à JV da marca Reebok no Brasil, que acabou sendo adquirida pela Adidas, a companhia comprou a Azaleia, proprietária das marcas Azaleia e Olympikus. A partir daquele momento, a empresa decidiu focar em desenvolver suas próprias marcas. A estrutura fabril da Azaleia era complexa (25 fábricas e 47 mil funcionários), e juntamente com a crise que assolou o país e problemas de gestão, a situação financeira da empresa ficou bem complicada. Em 2012, os acionistas contrataram a Galeazzi & Associados para ajudar a executar o turnaround operacional na companhia.

Durante os 4 anos seguintes, a companhia reduziu o número de plantas de 25 para 3, ajustou o número de funcionários, melhorou seus processos internos, reformulou sua linha e estratégia de produto e reorganizou seu modelo comercial para que pudesse reagir de forma mais rápida e assertiva à demanda do varejo (uma das principais vantagens competitivas em relação as marcas internacionais que não tem plantas no Brasil). Dessa forma conseguiram melhorar significativamente seus resultados, conforme demonstrado abaixo:



No final de 2017, a empresa fez Follow On e usou os recursos para quitar suas dívidas e voltar a se preparar para a continuidade à sua trajetória de crescimento. Após a oferta, a empresa teve a sua estrutura societária alterada e a família Grendene permaneceu no controle com 69% de participação, enquanto 31% ficou no free float.

Por fim, com o processo de turnaround, a mudança na estratégia comercial e o aumento de capital realizado em 2017, a empresa preparou-se para o seu novo ciclo de expansão, com estrutura de capital adequada e retorno sobre o capital investido entre os melhores do setor (o quadro abaixo mostra o ROIC normalizado dos principais peers varejistas).



Acreditamos que um dos principais ativos da empresa são as suas marcas (além da forte estrutura fabril, know how de desenvolvimento de produto e força comercial), de forma que segue a análise resumida sobre as 3 principais marcas da companhia: Olympikus, Under Armour e Azaleia.

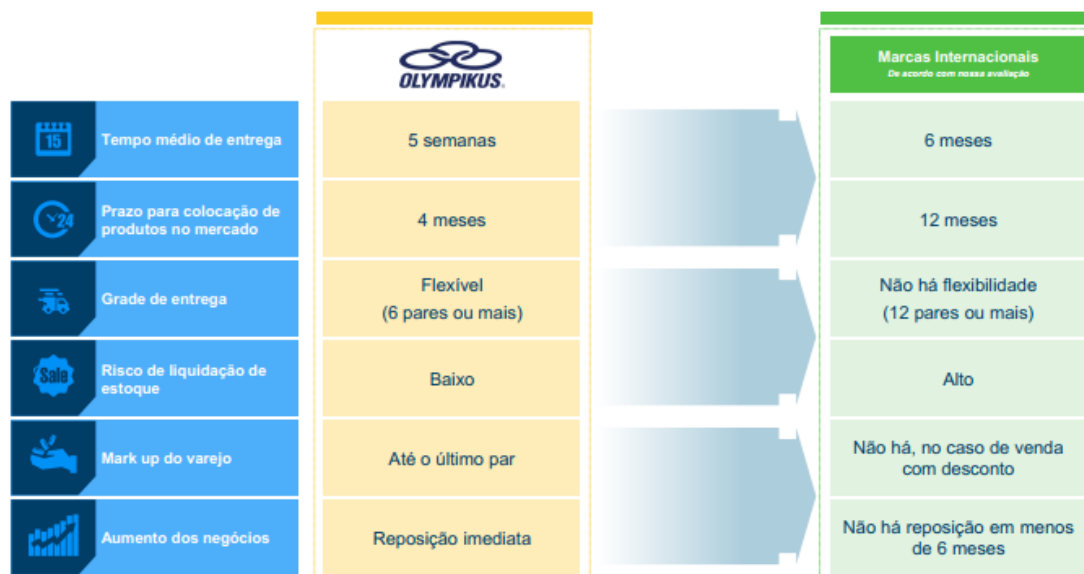
Olympikus

A Olympikus é a marca de calçados esportivos líder em volume de vendas no Brasil, com market share pouco acima de 10%⁶. Pesquisas feitas pela Kantar mostram que a Olympikus saiu de 16% na preferência do consumidor para 22% entre 2014 e 2017, ficando atrás apenas da Nike.

A Companhia tem uma capilaridade de vendas relevante no segmento esportivo; são 55 escritórios de representação comercial com mais de 300 pessoas dedicadas às vendas e merchandising em todo o Brasil.



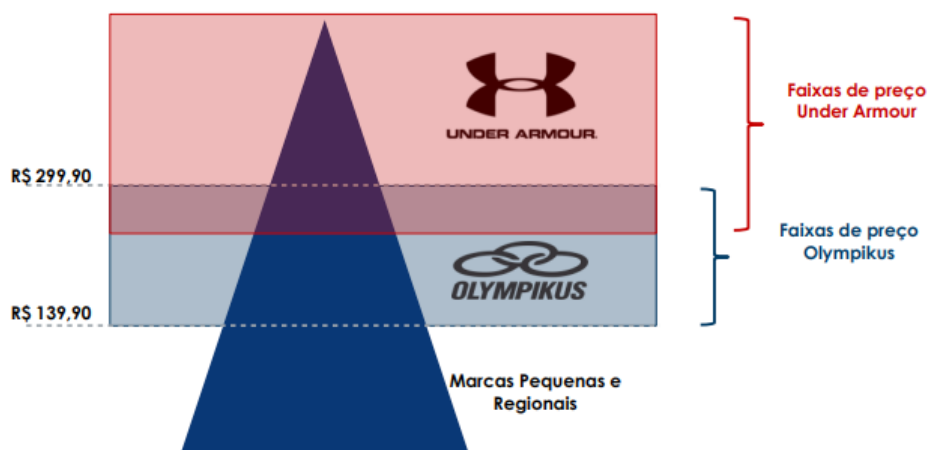
A Olympikus possui um parque fabril local bem eficiente, de forma que consegue ser flexível em tempo e grade de entrega. Além disso, a companhia consegue estar próxima do cliente, entender suas vendas e trabalhar melhor as reposições, modelo que as marcas internacionais não conseguem replicar, conforme o comparativo feito no gráfico a seguir:



Entendemos que a operação da Olympikus já está redonda, no que diz respeito às vendas, e que deve continuar crescendo em linha com o mercado de calçados esportivos. Por outro lado, há também a oportunidade de modernização do parque fabril que a companhia já está executando, o que pode resultar na melhora significativa das margens nos próximos anos.

Under Armour

No final de 2018, a Vulcabras concluiu a aquisição da Under Armour Brasil em termos bastante atraentes, e agora tem o direito de comercializar a marca por pelo menos 10 anos⁷. Esta nova oportunidade no segmento esportivo complementa o portfólio da companhia com uma marca premium que já é a terceira maior do mundo. Além disso, a Under Armour é bastante forte na linha de vestuário, mercado no qual a Olympikus pretende crescer, e a expertise em desenvolvimento de produto, acesso a sourcing e canais de venda pode ajudar a alavancar as vendas deste segmento com a marca Olympikus.



A Under Armour é uma marca ainda com pouca expressão no Brasil, e a expertise da Vulcabras no desenvolvimento de produtos para o segmento esportivo local, alinhada à sua capilaridade comercial e agilidade fabril, podem ser fatores essenciais para fazer da marca um sucesso como é nos EUA.

Atualmente, a Under Armour tem menos de 1% de market share no Brasil e acreditamos que a marca tenha potencial para no mínimo dobrar esta posição e faturar algo em torno de R\$ 500mm até 2023 (nos EUA, a marca tem 2,5% de market share de calçados e 5,2% de vestuário).

Azaleia

A Azaleia já foi uma importante marca de calçados femininos no passado (marca Top of Mind em 2013⁸) e ainda tem um recall muito relevante. Isso não está refletido no tamanho da marca atualmente, que possui menos de 3% de market share do segmento de calçados femininos.

Ranking of main women's brands in Brazil
(% of sales in number of pairs)

	Q1'17
Brand L	20.6%
Brand M	6.7%
Brand N	4.0%
Brand O	3.7%
azaleia	2.7%
Brand P	2.1%
Brand Q	2.0%

Recentemente, a empresa parece ter encontrado o caminho correto na sua divisão Azaleia, que passou por um período de contração e remodelação de seus produtos em 2017 e começou a mostrar crescimentos robustos de ~15% nos últimos dois trimestres, com boas indicações e continuidade deste movimento no final do ano.

Acreditamos que essa remodelação de produtos recente, alinhada ao forte recall da marca, deve fazer com que a Azaleia volte a ganhar participação de mercado, que estimamos que possa atingir 3,5% até 2023.

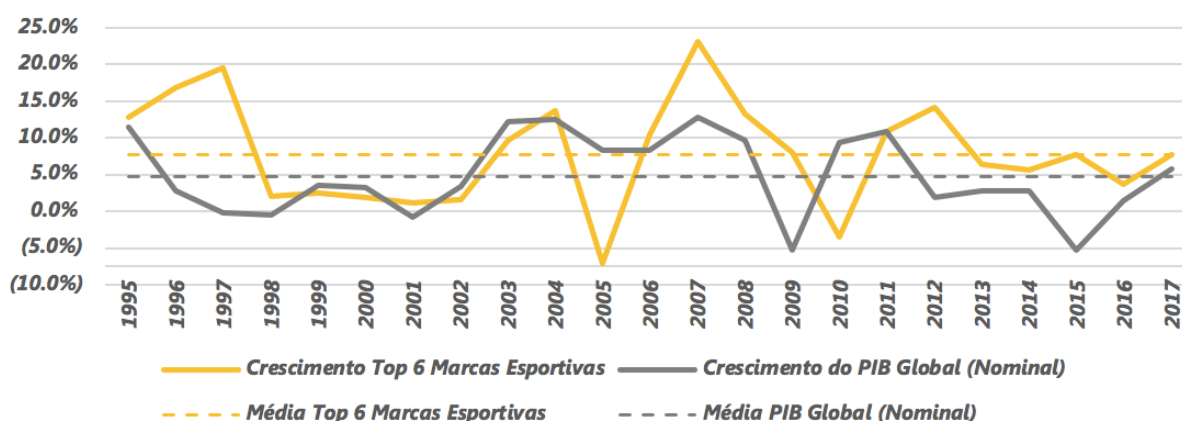
Setor de calçados esportivos no mundo e no Brasil tem forte tendência de crescimento

O mercado de calçados esportivos é altamente impulsionado pela busca de hábitos mais saudáveis e do crescimento das categorias fitness e running no dia a dia da população. Nos últimos 23 anos, as 6 maiores marcas do segmento cresceram 7,7% a.a., comparado ao PIB Global de 4,7%⁹ em termos nominais. Mesmo nos últimos 10 e 5 anos, as maiores marcas cresceram mais que o dobro do PIB Global (7,3% e 6,2% a.a., respectivamente).

8 Revista Amanhã Magazine

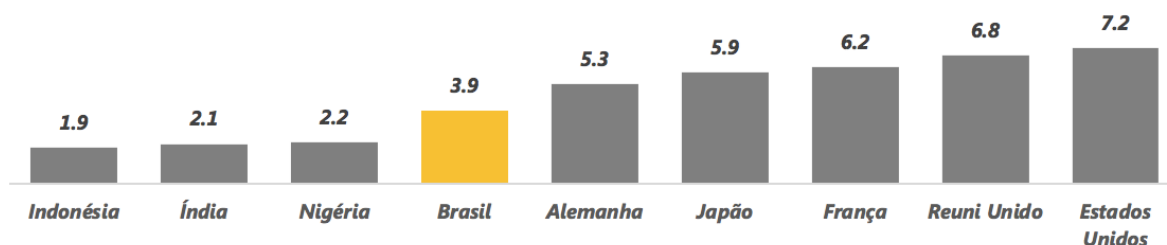
9 Bloomberg, World Bank

As maiores marcas esportivas cresceram mais que 1,5x PIB Global desde 1995



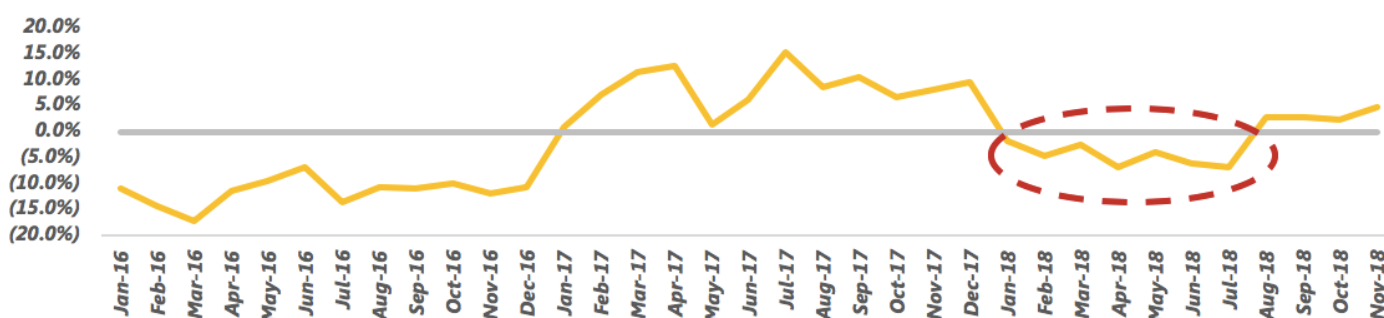
O mercado brasileiro ainda apresenta consumo de calçados per capita muito baixo, o que indica que um eventual aumento de renda pode acelerar o crescimento do setor. Além disso, o consumo de chinelos ainda é muito alto e já está em movimento de queda (saiu de 45,8% dos calçados em 2015 para 45,4% em 2017), dando espaço para esportivos, que vem crescendo mais que o mercado (foi de 9,3% para 10% no mesmo período)

Consumo per capita em pares



Apesar da dinâmica setorial favorável no longo prazo, 2018 foi um ano difícil para o segmento no Brasil. Durante o ano ocorreram dois fatores que impactaram muito o mercado de calçados esportivos: (i) a greve dos caminhoneiros e (ii) as marcas internacionais tinham feito um planejamento com grande expectativa para 2018 e, frustraram-se com vendas muito mais fracas em função da greve dos caminhoneiros e outras situações. Com isso, elas foram obrigadas a liquidar de forma agressiva o estoque, afetando toda a concorrência. O gráfico abaixo mostra como as vendas do ano de 2017 vinham fortes, indicando um bom ano de 2018, que não se materializou até agosto, quando o varejo voltou a crescer.

Vendas no Varejo - 1S18 foi bem negativo depois de um 2017 forte

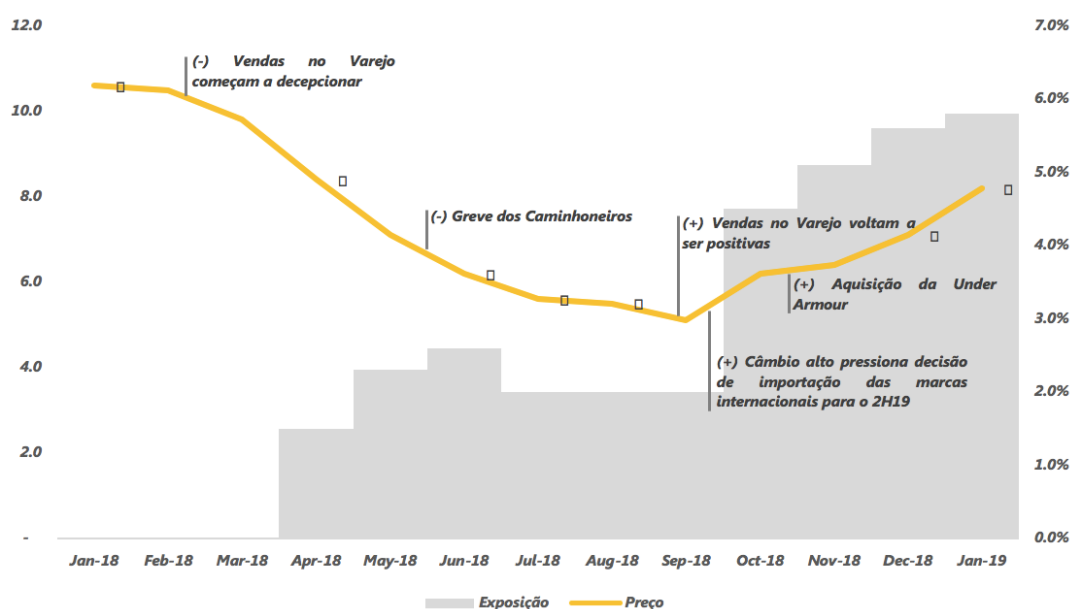


Momento difícil de 2018 trouxe a oportunidade de investir na Vulcabras

A forte expectativa que se tinha em 2017 sobre a economia em 2018 fez com que as marcas internacionais importassem um número muito agressivo de pares de calçados. Como a importação precisa ser planejada com 6 a 9 meses de antecedência, os lotes que chegaram às lojas de março a junho de 2018 foram planejados no segundo semestre de 2017, em meio a certa euforia no varejo. A combinação do estoque alto com a forte desaceleração em função da greve dos caminhoneiros e seus efeitos secundários, tais como o aumento do dólar (que tornou os calçados mais caros), fez de 2018 um ano muito desafiador, principalmente para as marcas globais. A sua reação foi realizar grandes promoções com o intuito de desovar os estoques, de forma que os seus preços afetaram fortemente o giro dos produtos Olympikus no mercado.

Acreditamos que os efeitos sentidos pela empresa em 2018 foram conjunturais e não estruturais. Assim, enxergamos a queda das ações no meio do ano como uma oportunidade de montar uma posição mais relevante de Vulcabras, com valuation bastante atraente.

No gráfico abaixo, demonstramos como a exposição do fundo evoluiu ao longo do tempo, e como foi o comportamento de preço no mesmo período.

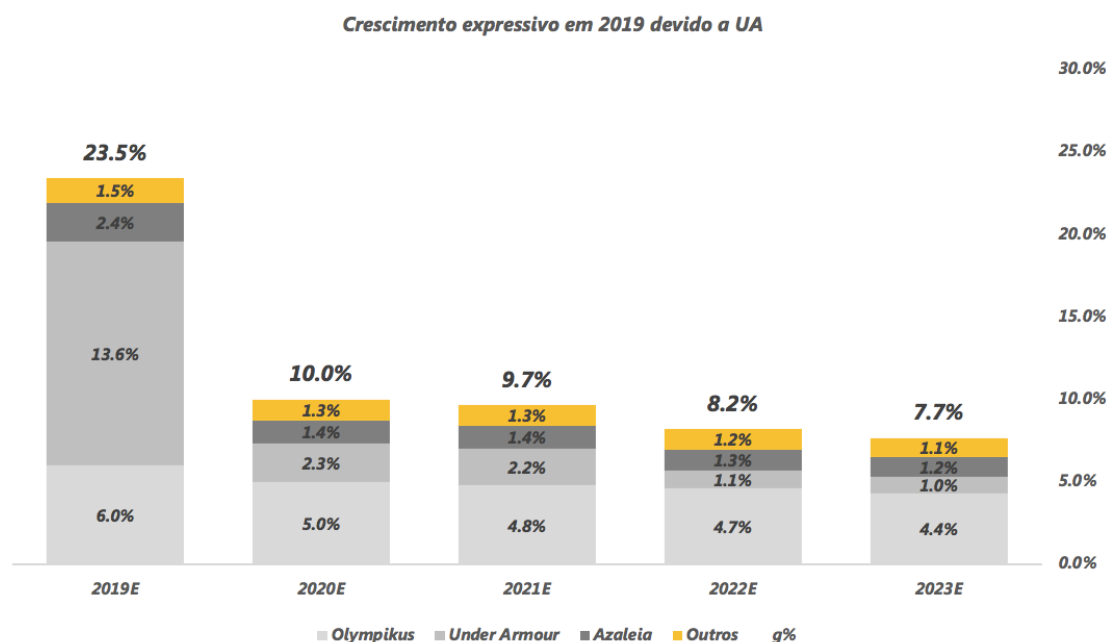


A dinâmica positiva de mercado a partir de 2019 deverá ser benéfica para a Vulcabras

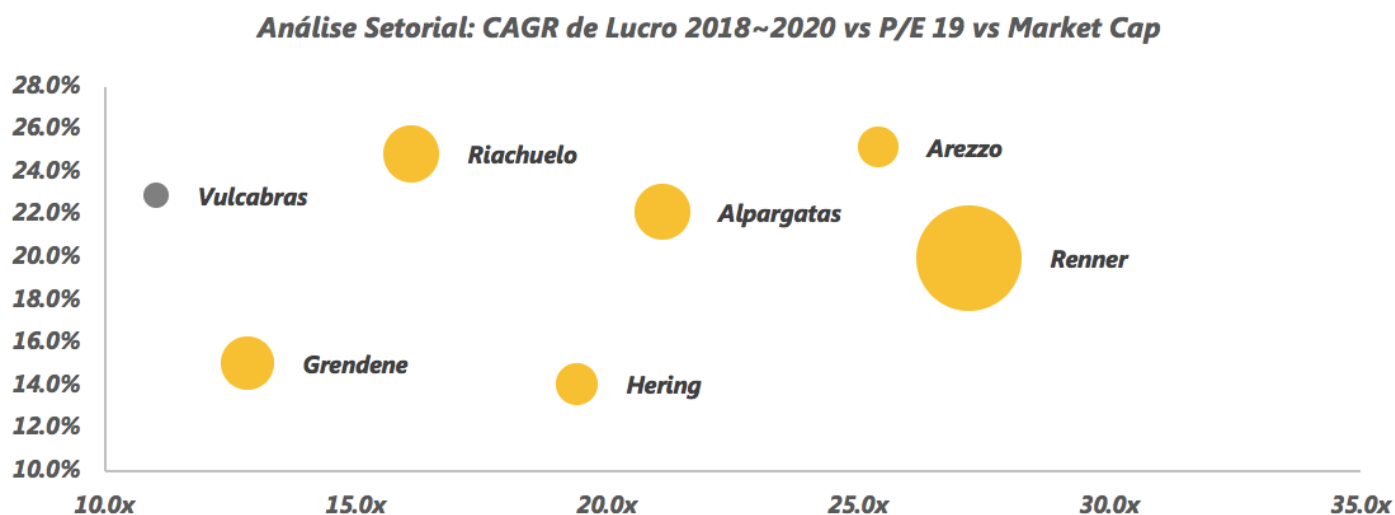
De 2014 até 2016, anos da Copa do Mundo e das Olimpíadas no Brasil, as marcas internacionais enxergaram o país como palco para seus investimentos em marketing e queimaram muito dinheiro. A partir de 2017, as companhias foram mais conservadoras e buscaram ganhar rentabilidade. Ainda assim, o ano de 2018 foi muito difícil pelos fatores que já comentamos. Nossas validações indicam que os volumes de produtos importados devem cair este ano.

Por conta disso, acreditamos que o ambiente setorial de 2019 será bem mais favorável por alguns motivos: (i) a decisão da importação em 2019 das marcas internacionais foi tomada no começo de outubro de 2018, quando o dólar ainda estava oscilando perto de R\$4,00 e existia um temor do risco eleitoral (com esse câmbio, as companhias deveriam reduzir volume e concentrar venda em produtos mais premium), (ii) depois de sofrer ano passado, as marcas internacionais estão mais conservadoras em volume de importação e (iii) o ambiente macro de 2019 em diante tem chance de ser bastante positivo.

Esperamos que graças ao crescimento de Olympikus, da nova operação de UA e à reorganização da marca Azaleia, a Vulcabras tenha margem para crescer significativamente nos próximos anos. O quadro a seguir apresenta a nossa estimativa do crescimento potencial que cada uma das marcas pode trazer:



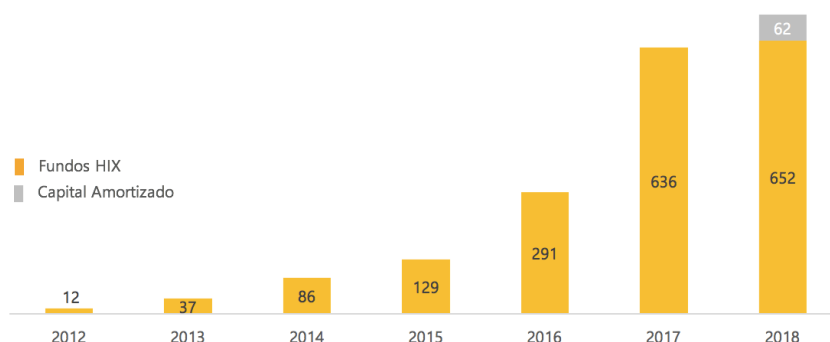
Em resumo, a conjuntura setorial de 2019 deve favorecer de forma relevante o setor de calçados esportivos com produção local, e a Vulcabras, cujas marcas são importantes e bem geridas, e que tem uma série de oportunidades de melhorias operacionais, deve se aproveitar deste cenário e conseguir crescer a taxas muito interessantes. Apesar de todas as características positivas da empresa, ela ainda é a mais descontada do setor de vestuário:



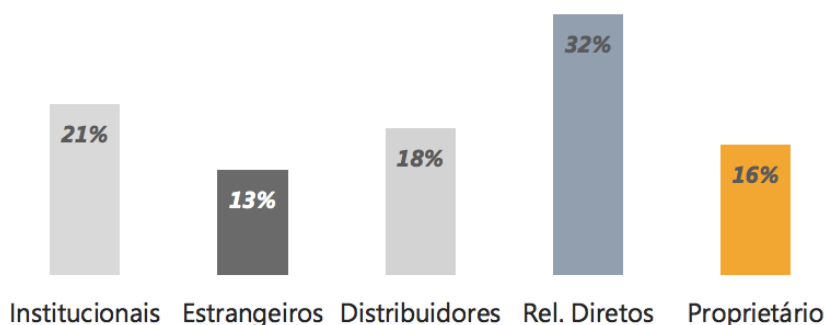
Atualização HIX Capital

Em 2018, a HIX teve captação líquida positiva de ~R\$80 milhões em seus fundos abertos (HIX Capital FIA, HIX Institucional FIA e HIX Equities 1). O principal destaque do ano foi a evolução do trabalho no segmento de fundos de pensão, além da conquista de novos clientes internacionais (offshore). No final de 2018, o AuM da HIX era de R\$ 652 milhões investidos nos fundos de ações.

Evolução Aum



A distribuição atual da base de clientes é bastante diversificada e, de certa forma, bastante sofisticada, fato que consideramos um pilar importante para a evolução da gestora, no qual trabalhamos com muito cuidado. Além do passivo proprietário de 16% (os sócios da HIX são os maiores clientes individuais da gestora), 32% do passivo vem de relacionamentos diretos – clientes e parceiros de longa data, que são próximos da gestora e entendem de forma profunda a nossa filosofia e estratégia de investimentos:



No final de 2018, começamos o processo de abertura de um fundo de previdência que seguirá a mesma estratégia dos principais fundos da casa. Será um dos primeiros fundos de previdência para investidores qualificados, e, por tanto, um dos únicos fundos de previdência que têm o poder de replicar 100% da nossa estratégia principal, com a oportunidade de alocar a totalidade de sua carteira em ações. Estamos muito animados com as perspectivas do portfólio HIX, e continuamos trabalhando rigorosamente para entregar retornos atraentes para os nossos parceiros e investidores.

Agradecemos a confiança,

Equipe HIX Capital



CARTA SEMESTRAL AOS INVESTIDORES
2º Semestre, 2018