



*“The Chinese use two brush strokes to write the word 'crisis.' One brush stroke stands for danger; the other for opportunity. In a crisis, be aware of the danger-but recognize the opportunity.”*  
(John F. Kennedy)

Caros Investidores,

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

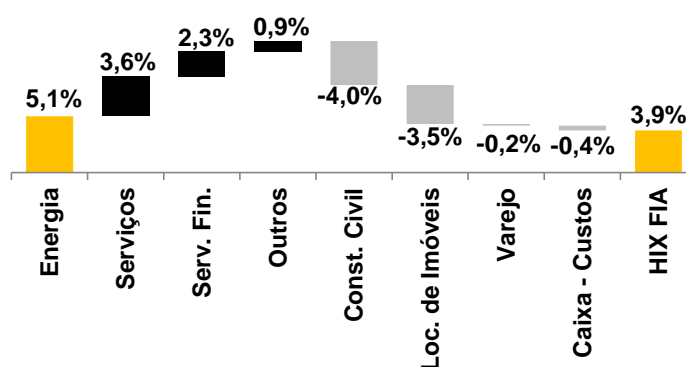
No ano de 2014, o HIX Capital FIA teve um ganho de 3,9%, enquanto o Ibovespa sofreu uma desvalorização de 2,8%. Desde maio de 2005, a carteira administrada pelos gestores do HIX Capital FIA valorizou-se em 622% comparado a 95% do Ibovespa<sup>1</sup>. No ano, as principais contribuições positivas para o resultado do fundo foram Equatorial Energia e Tempo Assist, enquanto Tecnisa e General Shopping geraram as maiores perdas para o fundo no período.

#### Resultados Consolidados - HIX Capital FIA (%)

Ano	HIX	Ibovespa	IPCA + 6%
2012	13,1%	6,8%	4,6%
2013	8,8%	-15,5%	12,2%
2014	3,9%	-2,8%	12,6%
Acumulado	27,8%	-12,3%	32,1%

Fonte: HIX Capital

#### Atribuição de Performance 2014 – HIX Capital FIA



Fonte: HIX Capital

A nossa crença desde o início do ano, de que a economia brasileira iria desacelerar, provou-se verdadeira. Já é cristalino na perspectiva de todos os agentes econômicos que a política fiscal,

<sup>1</sup> Inclui a performance do Clube de Investimentos Keep Investing de Maio de 2005 até agosto de 2012. A performance anualizada no período foi de 23,1% a.a. para a carteira versus 7,3% a.a. do Ibovespa.



monetária e, por consequência, grande parte das outras políticas de governo, deverão passar por um forte ajuste ao longo dos próximos anos.

O ajuste em si não é o fim mas o meio. O objetivo principal é controlar a inflação e a situação fiscal do país, dando aos investidores locais e estrangeiros uma perspectiva mais segura quanto à solidez financeira do Brasil no longo prazo, permitindo então, que os investimentos retomem um ritmo saudável e que a economia brasileira volte a crescer. Voltamos a reiterar que *ex-ante* é muito difícil prever o tamanho, a duração e o formato do ajuste, mas sabemos que, como qualquer remédio, terá um gosto amargo<sup>2</sup>.

Sob o risco de parecermos repetitivos, gostaríamos de reiterar que, neste contexto, a nossa estratégia de investimentos continua sendo buscar empresas que tenham uma dinâmica de crescimento de lucros baseada em alavancas internas (corte de custos, melhorias operacionais, novos projetos ou que atuem em mercados que possuam tendências seculares de crescimento).

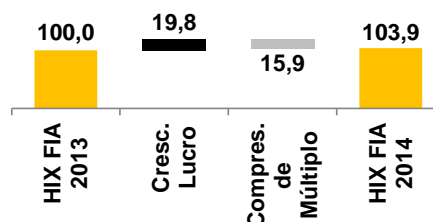
Acreditamos que o nosso portfólio seja bastante sólido, pouco correlacionado com a volatilidade do mercado e com alta probabilidade de crescimento de resultados, mesmo em cenários econômicos mais desafiadores.

Abaixo demonstramos a evolução dos resultados das nossas empresas bem como as nossas projeções atualizadas. Vale ressaltar que os resultados até o terceiro trimestre de 2014, indicam 16,0% e 17,4% de crescimento de receita líquida e lucro líquido, respectivamente, muito próximos às nossas expectativas iniciais.

#### Evolução Resultados HIX FIA Holding

R\$ bilhões	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>Receita Líquida</b>	12,1	14,3	16,4	18,3
Cresc. %		14,9%	17,2%	11,3%
<b>Lucro Líquido</b>	2,1	2,7	3,2	3,7
Cresc. %		19,8%	23,9%	19,7%
<b>P/E Fwd.</b>	13,5 x	11,7 x		

#### Composição do Retorno HIX



Fonte: HIX Capital

Ao longo de períodos mais extensos, o retorno de uma determinada ação tende a refletir a evolução dos resultados operacionais da companhia; no entanto, no curto prazo o mercado é mais irracional. Em 2014, por exemplo, o lucro médio das empresas do nosso portfólio cresceu 19,8%, enquanto a rentabilidade do fundo foi de apenas 3,9%. A única explicação para o ocorrido é que houve uma compressão de múltiplos significativa, devido à deterioração das expectativas em relação à economia e, conseqüentemente, ao futuro operacional dessas empresas. Contudo, esta tendência não pode permanecer indefinidamente e em algum momento o retorno das ações deverá convergir ao ritmo de crescimento de seus resultados.

<sup>2</sup> Algumas iniciativas como aumento das taxas e redução dos volumes financiados em empréstimos do BNDES, volta da cobrança do IPI sobre automóveis e fortes cortes de orçamentos de alguns ministérios (como o MEC) já podem ser identificadas, assim como seus efeitos dolorosos aos setores afetados.



## PENSANDO FORA DA CAIXA

A convenção comum é que empresas só criam valor relevante aos seus acionistas quando crescem de forma expressiva. É verdade que muito valor pode ser criado quando empresas crescem com rentabilidade. Todavia, ao buscar taxas de crescimento acelerado é comum que, executivos cometam erros e deslizem na condução dos negócios, que acabam custando muito caro para as empresas e seus acionistas.

Exemplos desses deslizamentos de executivos em busca de um crescimento acelerado são:

- Leniência com as políticas de capital de giro (menos atenção aos níveis de estoques e aos prazos de recebimento), que acabam consumindo volumes desmedidos de caixa;
- Aumentos desordenados de “despesas não-estratégicas”<sup>3</sup>, como: consultorias, outras despesas administrativas ou fabris, que levam a uma redução das margens operacionais;
- Falta de foco na produtividade e eficiência das operações;
- Aprovação de investimentos embasados em premissas irrealistas, levando a baixos retornos;
- Aquisições a múltiplos elevados, justificadas por um suposto “valor estratégico” que termina não se materializando e que, eventualmente, leva a prejuízos;
- Emissão de ações no mercado de capitais buscando levantar recursos para financiar o consumo de caixa dos erros descritos acima, o que pode potencializar os efeitos negativos;
- Por último, mas não menos importante, muitas vezes em períodos de “vacas gordas”, alguns executivos buscam diversificar as operações de suas empresas e a perda de foco acaba por trazendo problemas relevantes nas atividades principais da companhia.

Assim como os governos, empresas também têm dificuldade de enxergar problemas em períodos de fartura. No entanto, em momentos difíceis, quando a corda estica e atinge o seu limite, os executivos não têm outra saída senão reestruturar suas operações buscando gerar resultados e caixa. Assim, em muitos casos, períodos de “vacas magras” são o prelúdio de ganhos muito expressivos de valor intrínseco nos anos subsequentes, desde que a lição de casa seja feita.

A seguir, buscamos apresentar alguns tipos de projetos ou iniciativas que são iniciadas principalmente em momentos mais difíceis da economia, e que podem levar a ganhos significativos aos acionistas.

## RACIONALIZAÇÃO DAS OPERAÇÕES

A oportunidade de racionalização e a busca por eficiência das operações é muito mais perseguida por executivos em momentos difíceis. Os exemplos de planos que podem derivar destas iniciativas são inúmeros e a seguir vamos apontar alguns exemplos de casos desse tipo em empresas do nosso portfólio.

### Redução de Custos e de Despesas Administrativas (Itaú 2012 - 2014):

Em 2010, sendo o Brasil um dos países que melhor saíram da crise de 2008<sup>4</sup>, o Itaú-Unibanco entendeu que as novas alavancas de crescimento de crédito para os próximos anos seriam os financiamentos de veículos e empréstimos para pequenas e médias empresas.

Esta estratégia permitiu que acelerasse de forma expressiva a concessão de crédito, levando o crescimento da carteira a taxas recordes (19% a.a.), junto com as expectativas de lucratividade. No entanto, as expectativas não podiam estar mais equivocadas. A inadimplência efetiva foi significativamente acima da projetada e, como consequência, os resultados do banco sofreram.

<sup>3</sup> Termo cunhado por Bob Fifer em seu livro “*Double Your Profits in Six Months or Less*”, que significa qualquer tipo de despesa que não leve a aumentos de vendas.

<sup>4</sup> Em 2010, o PIB brasileiro avançou 7,5%.



Em 2012, contrariando as piores expectativas, o Itaú apresentou queda de lucro e foi o pior ano de rentabilidade desde a crise de 2008<sup>5</sup>.

Motivado pelo desafio de retomar a posição de banco mais rentável do país<sup>6</sup>, os executivos do banco iniciaram um processo de ajuste de estrutura com corte de despesas e revisão do mix de crédito, visando uma maior rentabilidade e diminuição do perfil de risco de suas carteiras. Dentre as principais medidas, vale destacar: (i) corte de mais de 20 mil funcionários, (ii) renegociação de contratos com milhares de prestadores de serviços, (iii) revisão da estratégia de concessão de crédito, (iv) melhora na gama de produtos e serviços financeiros e (v) venda de algumas carteiras de seguros (auto, grandes riscos, etc) que vinham se mostrando pouco rentáveis.

A consequência foi que em 2013 o resultado do Itaú voltou a crescer de forma acelerada e em 2014 o lucro aumentou 29%, mesmo com um baixo crescimento da carteira de crédito.

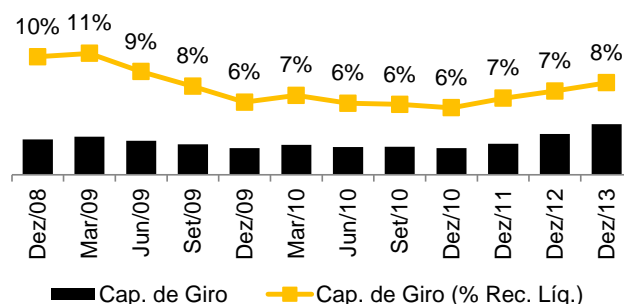
Itaú	2010	2011	2012	2013	2014
ROAE	23,1%	22,1%	19,3%	20,4%	23,4%
Cresc. de Lucro	46,2%	13,8%	-4,1%	12,7%	29,3%
Cresc. Cart. Crédito	19,8%	19,1%	7,5%	13,3%	8,3%

Fonte: Itaú Unibanco

#### Melhorias de Capital de Giro (Dufry 2008 - 2010):

No final de 2008, no ápice da última grande crise mundial, o fluxo de passageiros caiu drasticamente e colocou a Dufry em uma posição de alavancagem delicada (sob risco de quebra de *covenants* dos títulos de suas dívidas). Naquela época, a Dufry operava com um nível de capital de giro de 10% a 11% de sua receita líquida, patamar que os executivos achavam adequado. Como diz o dito popular, “a necessidade foi a mãe da criatividade”. Sob o risco de ter o vencimento antecipado de suas dívidas, os executivos da Dufry montaram um plano, onde buscariam reduzir suas despesas em CHF 25 milhões<sup>7</sup> e reduzir o volume de capital de giro em 10%.

A execução do plano foi bem sucedida e ao final de 2010 a necessidade de capital de giro da empresa como percentual de sua receita líquida tinha caído 35%, chegando a 6,5%. Passado o risco financeiro, a empresa nunca mais voltou a operar no patamar anterior, mantendo sempre níveis entre 6% e 8% o que gerou um valor significativo aos seus acionistas.



Fonte: Dufry

<sup>5</sup> Referência à crise do mercado imobiliário americano de 2008, que se tornou sistêmica.

<sup>6</sup> Em 2012, o Bradesco ultrapassou o Itaú em rentabilidade, medida como ROE ou lucro sobre o patrimônio líquido.

<sup>7</sup> Foram capazes de atingir uma redução de CHF 27 milhões superando a previsão inicial.



### **VENDAS DE ATIVOS NÃO ESTRATÉGICOS (Tempo Assist 2012-2014):**

Muitas vezes, empresas adquiridas não se adequam na cultura ou operação da empresa que a adquiriu e as tão esperadas sinergias acabam não se materializando. Nesses casos, muitas vezes o “1 + 1 = 3” pode acabar virando menos que 2 e a destruição de valor fica evidente,

Em alguns casos, quando é possível identificar este tipo de problema cedo o bastante para que as qualidades operacionais não tenham sido completamente perdidas, ainda é possível vender este ativo por um bom valor. Além de eventualmente recuperar algum valor, a desmobilização desta operação permite que os executivos possam focar em melhorar a performance de sua atividade principal. Contaremos, a seguir como exemplo, o caso da Tempo.

A Tempo Assist iniciou suas atividades em 2000 e cresceu através de dez fusões e/ou aquisições e abriu o capital em 2007. A estratégia da Tempo era se tornar uma empresa “one-stop-shop” na prestação de serviços, principalmente para seguradoras. Com os recursos levantados na abertura de capital, a Tempo adquiriu diversas empresas e não é surpresa que os resultados das empresas adquiridas ficaram significativamente aquém das expectativas originais. O resultante de tantas aquisições foi uma organização complexa, com pouca capacidade de extrair sinergias, com foco gerencial disperso e baixa rentabilidade.

A partir de 2010, com a desaceleração dos resultados de sua principal subsidiária<sup>8</sup>, a Tempo teve que iniciar um processo de revisão estratégica.

Em 2011, após a troca dos seus principais executivos (inclusive do CEO), iniciou-se um trabalho simultâneo de (i) *turnaround* operacional e (ii) venda de ativos não-estratégicos. A partir de então, a Tempo começou a colher os resultados de todo esse trabalho.

Como descrevemos na nossa carta de Junho de 2014, a Tempo completou os desinvestimentos dos ativos não estratégicos, que representavam apenas 5% do seu resultado operacional, tendo liberado em contrapartida aproximadamente R\$350 milhões de caixa para os acionistas entre dividendos e redução de capital (40% do seu valor de mercado da época).

Além disso, a simplificação das operações e o maior foco impactaram positivamente seus resultados: o lucro operacional da USS aumentou de R\$25 milhões em 2011 para mais de R\$80 milhões em 2014 e as despesas corporativas foram reduzidas em 20% em 2014 em relação à 2013.

### **OPORTUNIDADES DE GANHOS DE MARKET-SHARE (Equatorial):**

Os mercados são tipicamente ambientes competitivos onde as empresas disputam sistematicamente aumentar o seu *market-share*.

Em momentos favoráveis de mercado, quando a margem média de um mesmo setor é alta, a maioria dos players, independentemente de sua qualidade, tendem a ganhar dinheiro (apesar que em proporções distintas). São nesses momentos que a competição aumenta e qualquer operador tem a capacidade de acompanhar os movimentos de seus concorrentes.

---

<sup>8</sup> A USS – empresa de assistência



Por outro lado, em momentos difíceis, quando a margem média de uma indústria chega a patamares menores, a dispersão de retorno entre os diferentes *players* tende a levar os ineficientes a perder dinheiro, enquanto os eficientes continuam ganhando. É justamente nestes momentos que surgem as oportunidades de ganhos relevantes de *market-share*, seja através do ganho de espaço em cima de um *player* moribundo, ou através de aquisições a *valuations* atraentes.

Exemplificando, as distribuidoras de energia elétrica são exemplos de empresas que estão passando por momentos difíceis de mercado. O resultado médio do setor está muito pressionado e o setor está muito alavancado como um todo. Enquanto os operadores eficientes como a CPFL e a Equatorial continuam ganhando algum dinheiro, os operadores ineficientes estão lutando para permanecerem vivos. Acreditamos, assim, que nos próximos anos aparecerão oportunidades de aquisições desses *players* ineficientes em termos interessantes, assim como aconteceu quando a Equatorial adquiriu a CEMAR em 2003 e a CELPA no final de 2012.

Em linha com a estratégia da Equatorial de comprar distribuidoras mal geridas e com problemas financeiros e realizar um *turnaround*, acreditamos que em um futuro próximo possam aparecer outras potenciais distribuidoras pra serem adquiridas. Caso um evento como este aconteça, podemos ver mais uma vez um grande processo de criação de valor.

## RECOMPRA DE AÇÕES

Uma das oportunidades mais interessantes em mercados difíceis são os programas de recompra de ações. Estes programas são muito comuns em qualquer momento da economia, mas apenas quando realizados a preços baixos é que eles realmente geram valor aos acionistas.

É muito comum que executivos iniciem programas de recompra com o objetivo de segurar o nível do preço de suas ações em patamares elevados. No entanto, via de regra, esta prática gera muito pouco ou nenhum valor<sup>9</sup> aos acionistas, pois o preço pago é tipicamente próximo ao seu valor intrínseco. Por outro lado, em momentos de crise, quando o mercado precifica os papéis das empresas de forma exageradamente conservadora e, por consequência, significativamente abaixo de seu valor intrínseco, um programa de recompra tende a criar muito valor.

Neste momento, algumas empresas do nosso portfólio estão estudando e/ou já iniciaram programas de recompra de ações, como é o caso da Even<sup>10</sup> e da Brasil Agro<sup>11</sup>, que estão extremamente descontadas em relação ao valor de seus ativos. A seguir exemplificamos o impacto da recompra na Even.

A Even negocia hoje a um valor de mercado extremamente descontado em relação ao valor de seus ativos. Um programa para recomprar 5% de suas ações demandaria aproximadamente R\$ 50 milhões, montante que não afeta de forma significativa a sua liquidez<sup>12</sup>, da companhia, levando a sua alavancagem de 56% para 60% de seu patrimônio líquido. Ao mesmo tempo, o cancelamento destas ações levaria a um impacto positivo no seu lucro por ação de 3% e um aumento do patrimônio líquido por ação de 3%, o que é muito positivo. Outra forma de analisar a mesma conta é que o ganho esperado na aquisição destas ações pela Even seria de 29% ao ano, com baixo risco.

<sup>9</sup> E não é raro que leve a destruição de valor aos acionistas.

<sup>10</sup> Já recomprou 3 milhões de ações em 2014 e esta estudando abrir um novo programa.

<sup>11</sup> A empresa tem um programa de recompra aprovado mas depende da venda de algumas fazendas para ter o caixa disponível para realizar o mesmo.

**CONCLUSÃO:**

Momentos de ajuste como o que o Brasil está vivendo são complexos e tipicamente ficamos assustados ao perceber que a economia irá passar por turbulências. No entanto, muitas vezes, estas turbulências criam diversas oportunidades internas de melhoria operacional e de criação de valor. Em nossa busca pelos melhores investimentos possíveis, temos olhado atentamente para a resiliência dos resultados das empresas investidas bem como para as potenciais oportunidades destes projetos de eficiência.

Na HIX Capital, estamos olhando para este momento com cautela e, ao mesmo tempo, animados com as oportunidades em algumas empresas em específico. É impossível ter certeza que o patamar atual do Ibovespa já marca o seu ponto mais baixo e que não haverá pontos de entrada mais interessantes. Por outro lado, é possível dizer que as expectativas inerentes ao valor de mercado de muitas empresas já embutem um bom grau de pessimismo.

Acreditamos que os investidores com os melhores históricos não são aqueles que compram no ponto mais baixo de um ciclo (até porque encontrar este momento é altamente improvável). Os investidores com as melhores *performances* são aqueles que sistematicamente aumentam seus investimentos a preços interessantes e os reduzem a preços altos. Estamos atentos às oportunidades de aumentar nossas posições nos preços corretos.

**Atualização HIX Capital:**

A HIX encerrou dezembro de 2014 com aproximadamente R\$90 milhões sob gestão investidos em ações, aumentando a sua base de ativos administrados em quase 100%. Nossos principais investidores continuam sendo famílias e *family offices*, com os quais temos relacionamento direto, que entendem e confiam em nossa estratégia de investimentos e estão alinhados com o nosso horizonte de criação de valor.

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 para os sócios e para os nossos investidores.

Agradecemos a confiança,

Equipe de Gestão HIX Capital