



"Buy when there is blood in the streets, even if the blood is your own"
(Baron Rothschild¹)

Caros Investidores,

A HIX Capital é uma gestora independente focada em investir em renda variável. 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 simples de entender, tocadas por bons gestores e que negociem a preços interessantes no mercado de capitais. Procuramos conhecer tão profundamente as empresas que investimos quanto é possível para um acionista que não seja *insider*.

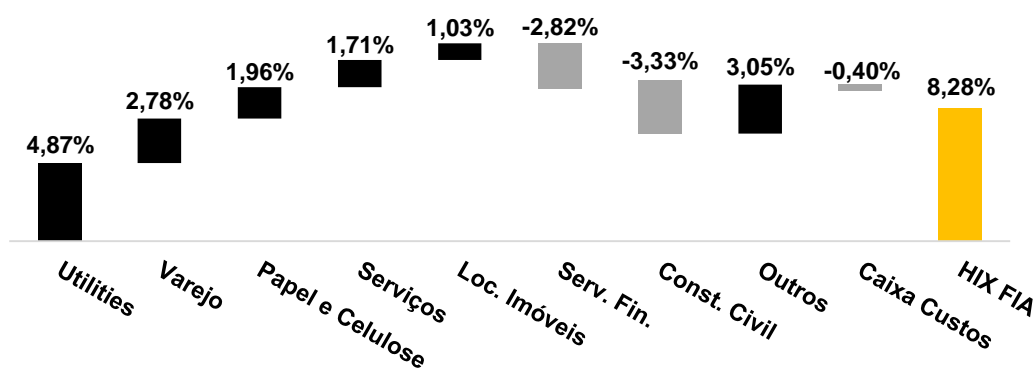
No ano de 2015, o HIX Capital FIA teve um ganho de 8,28%, enquanto o Ibovespa desvalorizou 13,31%. Desde maio de 2005, a carteira administrada pelos gestores do HIX Capital FIA valorizou-se 682% comparado a 72% do Ibovespa². No ano tivemos as principais contribuições positivas em nossos investimentos em Equatorial Energia, Tempo Assist, Dufry e Brasil Agro, enquanto Portobello, Itaú-Unibanco e Tecnis geraram as maiores perdas para o fundo.

Resultados Consolidados: HIX Capital FIA (%)

Ano	HIX FIA	Ibovespa	CDI
2012	13,10%	6,80%	2,26%
2013	8,80%	-15,50%	5,66%
2014	3,90%	-2,80%	10,84%
2015	8,28%	-13,31%	13,25%
Desde o Início	38,34%	-24,03%	38,72%

Fonte: HIX Capital

Atribuição de Performance 2015: HIX Capital FIA



Fonte: HIX Capital

¹ Muitos historiadores argumentam que esta frase nunca foi efetivamente dita, enquanto outros divergem do que de fato foi realmente dito (http://www.barrypopik.com/index.php/new_york_city/entry/buy_when_theres_blood_in_the_streets/). No entanto, achamos a anedota bastante ajustada ao momento atual.

² Incluí a performance do *Clube de Investimentos Keep Investing* de Maio de 2005 até Agosto de 2012. A performance anualizada até Dezembro de 2015 foi de 21,3% a.a. para a carteira versus 5,1% a.a. do Ibovespa.



ATUALIZAÇÃO DE PORTFÓLIO:

Durante o semestre, continuamos a trabalhar de forma incessante na busca por novas ideias de investimento. Graças a esse esforço e ao ambiente mais favorável a encontrar oportunidades, fizemos alguns ajustes na carteira. Por um lado, aumentamos os investimentos em Itaú-Unibanco, Klabin e BB Seguridade e adicionamos Kraft e PAR Corretora ao portfólio. Por outro lado, desinvestimos totalmente da Portobello e da Tempo Assist (aderindo a OPA feita pelo *Carlyle*³), assim como reduzimos nossa posição em Brasil Agro após forte alta.

Nossa carteira continua alocada principalmente em negócios estáveis e cujos resultados estão pouco correlacionados com os movimentos de curto prazo da economia brasileira. Aproximadamente 70% dos recursos do fundo estão investidos em empresas que têm dinâmicas de crescimento de receita resilientes ao ambiente recessivo. Estas empresas, por motivos diversos, têm dinâmicas de volume de vendas e preço de seus produtos, que levam as operações a não sofrerem grandes riscos de queda de resultados nos próximos anos:

Empresa	% Portfólio	Dinâmica de Volumes	Dinâmica de Preço
Dufry e Kraft	18%	Volumes diversificados no mercado global	Preços e custos em USD/EUR
Equatorial	16%	Volumes não discricionários	Corrigido contratualmente por inflação
Klabin	9%	Demanda excedente exportada reduz pressão sobre mercado local	Preços em USD e custos em R\$
Brasil Agro	5%	Produção voltada para exportação (<i>commodities</i> agrícolas)	Preços em USD
Senior Solution	5%	Demanda contratual com altíssimo <i>switching cost</i>	Corrigido contratualmente por inflação
Par Corretora	5%	Característica de empilhamento em boa parte dos produtos	Preços corrigidos pela inflação
Qualicorp	4%	Serviço com altíssima resiliência de demanda (planos de saúde)	Preços corrigidos pela inflação médica
Tempo Assist	4%	Demanda contratual com razoável <i>switching cost</i>	Preços corrigidos por inflação de serviços
BB Seguridade	4%	Característica de empilhamento em boa parte dos produtos	Preços corrigidos pela inflação
Total	68%		

A seguir comentaremos brevemente os nossos principais acertos e erros no ano de 2015:

Principais acertos:

- **Equatorial:** tanto as operações da CELPA quanto da CEMAR continuaram recorrentemente apresentando melhorias substanciais em seus resultados. O crescimento do lucro ajustado da companhia foi de 26%, em linha com a valorização de suas ações de 27% no ano;
- **Tempo Assist:** após um período de 3 anos investindo na companhia com posições maiores ou menores dependendo do momento e tendo acompanhado de perto o bem-sucedido *turnaround* operacional e estratégico, vendemos nossa posição na OPA feita pelo *Carlyle* para compra de controle e fechamento de capital da companhia⁴. Estes eventos coroaram um investimento bem-sucedido com uma TIR de 41% a.a.;
- **Brasil Agro:** realizamos parte da nossa posição seguida da forte valorização das ações após a venda de sua principal fazenda por R\$270 milhões à vista (aproximadamente 50% do valor de mercado da companhia na época). Recebemos também dividendos de 12% gerando um retorno total de 37% no ano;
- **Klabin:** a contínua desvalorização do real, associado a grande flexibilidade da Klabin de redirecionar volumes para exportação e uma excelente execução de seu time no projeto PUMA levaram as suas ações a se valorizarem 63% no ano;

³ Escritório brasileiro de uma das maiores gestoras de *Private Equity* do mundo.

⁴ Ainda temos uma posição de 4% no fundo que deve ser vendida em OPA de fechamento de capital a ocorrer em março de 2016.



Os principais erros foram gerados por uma leitura equivocada da relação entre resultados das empresas e as expectativas - ou ajuste das mesmas - pelo mercado:

- **Portobello:** a desvalorização de 51% dos papéis no ano gerou o maior impacto negativo no fundo. O paradoxo aqui é que os resultados da empresa nos últimos 12 meses foram bastante positivos, sendo que a empresa aumentou sua receita em 16% e o seu resultado operacional em 25%. O impacto negativo nas ações ocorreu devido a uma mistura de: (i) aversão a iliquidez no mercado⁵; (ii) medo do impacto futuro da forte queda dos lançamentos imobiliários que ocorreu desde 2013⁶ e (iii) venda forçada de posição relevante por parte de alguns fundos que tiveram resgates e tiveram que ajustar as suas posições. Apesar da queda das ações nada ter a ver com os resultados da empresa e o fato dela ter ficado muito mais barata ao longo do ano, decidimos vender nossa posição remanescente abrindo espaço para investir em outras empresas que acreditávamos ter perspectivas mais atraentes de risco retorno no atual cenário;
- **Itaú-Unibanco:** outro exemplo de empresa, cuja ação caiu de forma relevante ao longo do ano (19%), apesar do crescimento dos resultados (17,2%), foi o Itaú-Unibanco. O impacto dessa queda foi relevante para nosso portfólio, mas neste caso resolvemos aumentar a posição de modo que no final do ano está já era a segunda maior do nosso fundo. Detalharemos nossa visão mais adiante;
- **Tecnisa:** acreditávamos no início do ano que as ações da Tecnisa já precificavam toda a deterioração do cenário imobiliário brasileiro. Os números de vendas e queda de preços dos imóveis ao longo do ano foram em linha com as nossas expectativas, mas como demonstrado pela trajetória das ações o mesmo não pode ser dito sobre os demais acionistas da empresa. Ao longo do ano, apesar do patrimônio líquido da empresa ter crescido 31% e o seu endividamento ter caído 52%, as ações se desvalorizaram 28%. Conseguimos mitigar parte desse efeito sobre nosso portfólio graças a 5% de dividendos recebidos e 7% de rendimentos sobre o aluguel das ações. Subestimamos o impacto que as expectativas do mercado sobre a empresa e o segmento poderiam ter sobre as ações da mesma e acabamos investindo cedo demais. Continuamos acreditando no potencial de grande retorno no longo prazo e achamos a relação de risco retorno assimétrica.

Com o efeito combinado da valorização das ações, o crescimento dos lucros das empresas e os pequenos ajustes na carteira, nosso portfólio mantém uma perspectiva de crescimento de lucros de dois dígitos em 2016, com um múltiplo P/E 2016 muito atraente de 10,3x (o menor em diversos anos). Continuamos bastante animados com as perspectivas individuais das nossas empresas, o que fez com que o caixa do fundo fosse reduzido para aproximadamente 8% (ajustado pelos recursos a receber da OPA da Tempo Assist).

Evolução Resultados (Simulação HIX FIA Holding)

	2013A	2014A	2015 E	2016 E
Receita Líquida	73,9	85,0	100,0	113,1
Cresc. %		14,9%	17,7%	13,1%
Margem Líquida	11,3	13,5	15,4	17,4
Cresc. %		19,8%	14,0%	13,1%
P/E Fwd.	13,5X	11,7X	13,4X	10,3X

Fonte: HIX Capital

⁵ Por ser uma *small cap*, a Portobello tem uma liquidez baixa.

⁶ A partir de 2015 o setor parou completamente.



ATUALIZAÇÃO DE CENÁRIO:

Desde o início de 2013, temos tido uma postura cautelosa em nossas projeções, acreditando que a economia brasileira sofreria uma desaceleração nos anos subsequentes. No entanto, nem nos nossos cenários mais pessimistas prevíamos uma situação como a atual, onde o PIB encolheria mais de 7% ao longo de dois anos, a inflação atingiria dois dígitos e os juros reais ultrapassariam 7% a.a.. Olhando em retrospectiva, fica fácil visualizar que a forma de condução das políticas públicas pelo atual governo levou a uma grande deterioração das contas públicas, falta de confiança dos empresários e investidores e também a uma forte instabilidade no ambiente político. No entanto, termos nos preparado para este cenário e evitado grandes perdas de capital foi um grande desafio e acreditamos que nos deixou mais preparado como fundo e empresa para o futuro.

Este desarranjo levou a uma forte fuga dos investidores estrangeiros do mercado acionário brasileiro que - somado à corrida dos brasileiros para o CDI - culminou em um *de-rating*⁷ relevante dos preços dos ativos. Acreditamos que, apesar deste processo dificilmente se reverter no curtíssimo prazo e que a economia provavelmente ficará andando de lado por algum tempo, existem oportunidades de investimento bastante interessantes. A crise acabou por penalizar empresas boas e ruins igualmente. Diversas boas empresas, com times competentes, posições dominantes de mercado e geradoras de caixa estão em níveis de *valuation* muito atraentes.

Nós acreditamos que o mercado brasileiro é grande, tem boa estrutura de lei de direito e continuará sendo um centro importante de consumo, produção agrícola e commodities, onde empresas bem geridas e com modelos de negócio vencedores serão a melhor forma de multiplicar patrimônio ao longo do tempo. É senso comum que este retorno pode ser ainda melhor se os investidores tiverem uma disciplina de aumentar posições nas crises e reduzi-las em momentos de euforia. Todavia, muitos investidores na prática acabam fazendo exatamente o oposto. Se voltássemos a momentos como 2007 - em meio ao auge dos *valuations* - quando ter ações nos portfólios e participar em IPOs era o senso comum, ficaria claro o paradoxo com o momento atual. Estamos em meio a maior crise da história do país, os preços dos ativos são os menores em muito tempo, enquanto a maioria dos investidores têm zero ou próximo a zero alocado em ações.

Isso nos levou a pesquisar um pouco sobre a capacidade do investidor médio de avaliar o *Market Timing*⁸ e realizar os ajustes e/ou rebalanceamentos de suas carteiras nos momentos certos. A maior parte dos investidores e assessores de investimento acreditam firmemente que saberão o momento certo de comprar ações. Nossos estudos nos mostraram que talvez isso não seja uma verdade absoluta.

SOBRE MARKET TIMING:

Evidências empíricas mostram que fazer *Market Timing* gera retornos medíocres. Uma análise muito interessante foi conduzida pelos professores John R. Graham e Campbell R. Harvey, das universidades de Utah e Duke nos EUA⁹. Eles compilaram no período entre 1980 e 1992 o resultado de 237 recomendações periódicas de investimento, em revistas especializadas, que produziram ao redor de 15.000 recomendações de carteiras compostas por caixa e ações ao longo do tempo. Os resultados foram surpreendentemente negativos e mostraram que 75% das recomendações trouxeram retornos inferiores a uma carteira com percentuais fixos de ações e

⁷ Queda nos múltiplos por piora na percepção de risco de uma companhia ou setor.

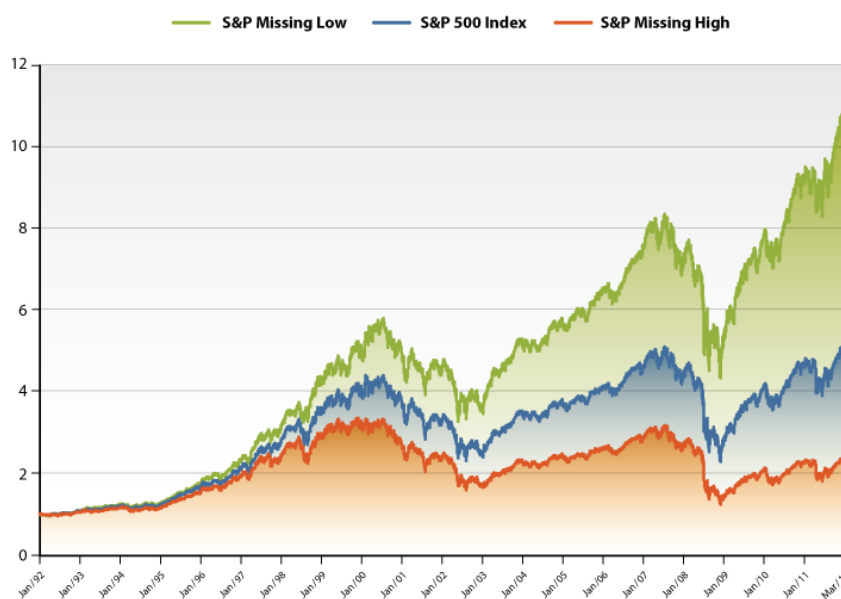
⁸ Leitura temporal do mercado de forma a saber em que direção ele irá se movimentar no curto prazo.

⁹ Market Timing Ability and Volatility Implied in Investment Newsletters' Asset Allocation Recommendations (John R. Graham, Campbell R. Harvey_b)



caixa no mesmo período. O vasto número de publicações e sua popularidade na época, levaram os pesquisadores a crer que tal fenômeno pode ser extrapolado para as recomendações de profissionais de investimento em relação a *Market Timing* em geral.

Outro estudo interessante que evidencia a dificuldade de fazer *Market Timing* foi o de *Gregg S Fisher*¹⁰, que compilou o resultado de se investir no mercado americano de ações em uma janela de 20 anos¹¹. Muitas vezes, investidores buscam acertar o momento ideal de se efetuar investimentos ou se desfazer deles. Neste processo de buscar acertar o melhor dia de compra e venda é usual também que eles acabem perdendo um ou dois dias com performances excepcionalmente positivas (ou negativas). Mas isso não deveria ser preocupante, certo? Na realidade ao perder apenas o dia de maior performance de cada ano por vinte anos o retorno anual de um investidor no S&P500¹² seria de apenas 4,31% contra 8,34% do índice em si. Isto é, fazer *Market Timing* resultou em um retorno de quase a metade da média do mercado. Claro que se o inverso ocorresse e o investidor fosse capaz de evitar o dia de pior queda de cada ano, o impacto seria positivo e o retorno subiria para 12,2%. Isso quer dizer que ao buscar otimizar o retorno, escolhendo os melhores e/ou piores dias de investir, o investidor provavelmente corre o risco¹³ de acabar com um retorno pior que do que em uma estratégia passiva de simplesmente comprar uma carteira balanceada de ações e caixa.



Dados Mensais: 01/01/1992 – 31/03/2012

Fonte: Gerstein Fisher Research and Standard & Poor's Index Services Group

Concluindo, em nossa opinião, o investidor, deveria ter um portfólio-objetivo com alocações pré-definidas (em renda fixa, imóveis, ações, etc.) de acordo com a sua ambição de ganho, tolerância a risco e perspectivas atuariais e balanceá-lo conforme as flutuações de mercado. Quando um mercado específico subir muito e tiver por consequência um aumento de exposição na carteira, o investidor deveria fazer ajustes reduzindo tal posição. Quando o inverso ocorrer, com uma eventual queda e redução de exposição, o movimento deveria ser o oposto. Tentar operar os

¹⁰ <http://gersteinfisher.com/the-trouble-with-market-timing>

¹¹ Janeiro de 1992 até Março de 2012.

¹² Índice que mede o desempenho das 500 maiores ações do mercado americano de ações.

¹³ Segundo a conclusão do estudo de Graham e Harvey.



movimentos de mercado, comprando e vendendo nos momentos ideais, apenas gera retornos superiores nos casos excepcionais em que o investidor tenha uma capacidade extraordinária de ler os mercados. Levando em consideração a situação da bolsa no Brasil, que caiu de forma substancial nos últimos anos, é razoável dizer que os investidores deveriam voltar a aumentar as exposições em renda variável levando as mesmas de volta aos níveis de longo prazo das carteiras¹⁴.

ATUALIZAÇÃO DE TESES DE INVESTIMENTO:

A seguir vamos detalhar duas teses de investimento da HIX: (i) Itaú-Unibanco e (ii) PAR Corretora. O Itaú-Unibanco já está no nosso portfólio há muito tempo, porém ganhou relevância em tamanho nos últimos meses e achamos que merece destaque. A PAR Corretora é um novo investimento, porém com bastante potencial.

Itaú-Unibanco:

Uma empresa que, na nossa visão, reflete o mau humor dos investidores com o Brasil e, por consequência, a deterioração de expectativas do mercado, apesar de sua ótima performance operacional, é o Itau-Unibanco. Isso criou uma oportunidade em nossa visão bastante especial de investimento, que vamos detalhar a seguir.

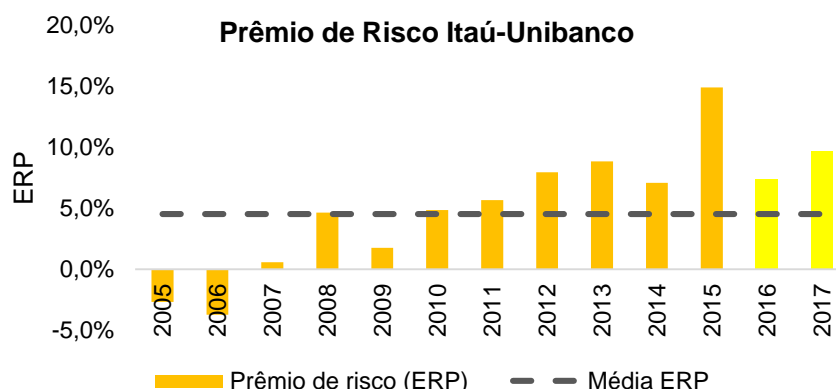
Bancos, tipicamente, são muito correlacionados com a atividade econômica e o Itaú-Unibanco não é diferente. Ele é o maior banco privado do Brasil em termos de ativos, patrimônio e valor de mercado. Suas ações são em conjunto o maior componente individual do índice Ibovespa. No mercado é consenso que o Itaú-Unibanco é um dos bancos mais bem geridos¹⁵ do Brasil e tem o maior retorno médio sobre patrimônio (ROE) da indústria. Nos últimos anos, o time de gestão vem ajustando as operações com intuito de melhorar o ROE através de (i) venda de subsidiárias não estratégicas, (ii) aumento do foco em seguros e serviços, (iii) controle forte das despesas e (iv) redução da sua exposição a créditos de maior risco.

Nos últimos anos, apesar de uma sucessiva melhoria de resultados, o prêmio de retorno implícito¹⁶ por deter as suas ações subiu de forma expressiva. Como é possível observar no gráfico a seguir, atualmente este prêmio se encontra bastante acima da média dos últimos anos.

¹⁴ Os investidores mais arrojados poderiam avaliar se não seria o momento de ter uma exposição a renda variável acima da média.

¹⁵ Poderíamos passar um bom tempo discutindo se o Bradesco teria uma gestão ou estratégia melhor, mas acreditamos que para nossa análise é suficiente dizer que ambos são extremamente bem geridos.

¹⁶ Calculamos este prêmio como o *Earnings Yield* (ou lucro dos últimos doze meses dividido pelo valor de mercado da empresa) subtraído do juro real médio efetivo do ano.



Fonte: HIX Capital e Itaú-Unibanco

O aumento do prêmio de risco é consequência da crença do mercado que a queda esperada dos resultados em 2016 se perpetue, colocando em dúvida a capacidade do Itaú-Unibanco de recuperar a sua alta rentabilidade nos próximos anos. Nossa visão não é tão diferente em relação a 2016, uma vez que acreditamos que apenas a parte não correlacionada com crédito do resultado do banco seguirá resiliente, enquanto o resultado de crédito deverá cair 51%. No entanto, divergimos quanto a 2017 em diante, pois acreditamos que após o ajuste da inadimplência, o valor de franquia do banco estará intacto. Ou seja, acreditamos sim que o banco sofrerá reduções pontuais de lucratividade, mas que será capaz de continuar gerando valor no longo prazo. Isso está pautado pelos seguintes motivos:

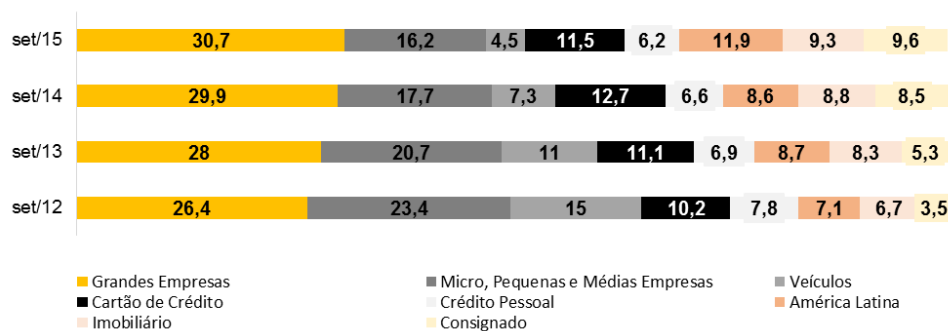
- **Setor Oligopolizado:** o setor bancário no Brasil é bastante concentrado e por consequência os grandes bancos tem um *pricing-power* enorme sobre os seus clientes;
- **Resultados não provenientes de crédito:** 55% do resultado do Itaú-Unibanco vem hoje de operações não expostas ao ambiente de crédito. A maior parte destes serviços tiveram crescimento acima da inflação. A seguir, detalhamos melhor as principais linhas de serviços:
 - **Seguridade** (13% do lucro da companhia): as operações de seguridade do Itaú-Unibanco contemplam as atividades de seguros (pessoas, patrimoniais e prestamista), previdência e capitalização. Essa unidade de negócio tem um ROE extraordinário (acima de 50% a.a.) e cresceu a uma taxa de 7,2% em 2015.
 - **Serviços de adquirência** (12% do lucro da companhia): sob a marca Rede a empresa é a segunda maior rede de adquirência de cartões de crédito e débito do Brasil, com 1,8 milhões de pontos de vendas. Esta linha de serviços cresceu 4,2% o número de clientes em relação ao ano anterior.
 - **Serviços de gestão e fluxo de caixa e captações** (11% do lucro da companhia): são serviços essenciais para o dia-a-dia financeiro de pessoas jurídicas e físicas.
 - **Outros serviços** (18% do lucro da companhia)
- **Internacionalização:** o Itaú-Unibanco vem, ao longo dos últimos anos, realizando com sucesso uma estratégia de internacionalização de suas operações. Recentemente ele fundiu suas operações no Chile com o Corpbanca, tornando-se um dos maiores bancos do Chile e da Colômbia. Estes países apresentam hoje oportunidades muito interessantes de crescimento aliado a um alto retorno sobre o capital, o que permitirá uma boa criação



de valor aos acionistas. A operação internacional já representa 5%¹⁷ dos resultados, com tendência de continuar crescendo de forma expressiva.



- Mix da carteira de crédito:** por último, mas não menos importante, nos últimos anos o Itaú-Unibanco tem trabalhado para reduzir a relevância de créditos de maior risco em suas carteiras. Sendo assim, o mix de créditos com garantias reais sólidos como o imobiliário e consignado (INSS e folha de pagamento) vêm crescendo enquanto veículos vem caindo. Isso leva a expectativa de inadimplência da carteira do banco a se comportar de forma um pouco mais resiliente em momentos de crise.



Fonte: Itaú-Unibanco

Valuation:

Se estivermos corretos e o lucro do Itaú-Unibanco voltar a crescer após a queda de lucratividade de 2016, acreditamos que a oportunidade de investimento é excepcional. Uma empresa com ROE de aproximadamente 22% a.a., que cresce a taxas reais de 2% a.a. e em um ambiente político estável, deveria negociar a um múltiplo de mais de 10x o seu lucro. Para a nossa análise, usamos por conservadorismo 8x como premissa de saída. Sendo assim, estimando o dividendo dos próximos anos e a venda das ações neste múltiplo em 2018 a taxa de retorno esperada para o investimento é de 28% a.a..

¹⁷ Este número deve aumentar expressivamente após a o fechamento da fusão do Itaú Chile com o Corpbanca.



	2015	2016	2017	2018
Preço ITUB3	-22,4			39,2
Dividendos		1,7	2,2	2,4
Total	-22,4	1,7	2,2	41,6

TIR =====> **28,2%**

Lucro por Ação	4,0	3,3	3,9	4,4
Cresc. %		-17,5%	18,2%	12,8%
P/E	5,7 x	6,7 x	5,7 x	8,0 x
ROE	24,0%	18,0%	19,0%	20,0%

Fonte: HIX Capital

Concluindo, o ponto de entrada parece muito atraente. A oportunidade de comprar uma empresa com uma franquia tão forte quanto a do Itaú-Unibanco, com um preço descontado, em um nível recorde de taxa de juros, somada a um nível recorde de prêmio de risco e ainda com expectativas conservadoras de crescimento de resultados, nos parece ser excepcional.

PAR CORRETORA

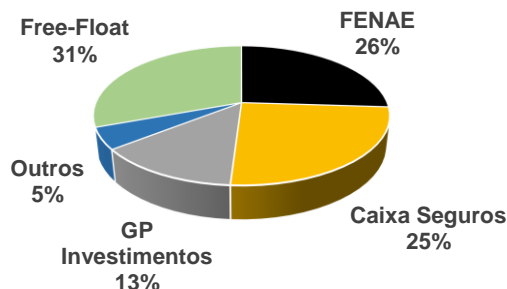
Overview

A PAR Corretora foi fundada em 1973 (43 anos atrás) e é a corretora de seguros exclusiva da Caixa Seguros, subsidiária de seguros da Caixa Econômica Federal (CEF). A empresa comercializa produtos de seguros, previdência, capitalização e consórcios no balcão da CEF.

A CEF é hoje o maior banco do Brasil em número de clientes (82 milhões), o segundo maior em termos de carteira de crédito, possui 3,4 mil agências, 13,0 mil pontos de vendas em lotéricas e 15,0 mil correspondentes bancários. Apesar da grande capilaridade e poder de distribuição do banco, ele ainda está longe de ter explorado o seu potencial em seguros, sendo apenas o quinto maior do mercado neste quesito.

A história da PAR tornou-se mais conhecida a partir de 2012, após a GP Investimentos ter adquirido 17,6% de seu capital. Neste momento, foi iniciado um intenso processo de melhoria de gestão e de performance, com o intuito de aumentar a penetração dos produtos de seguros na base de clientes, nas transações bancárias da CEF e buscar eficiência do ponto de vista de custos e despesas. Os primeiros resultados do trabalho desempenhado pela atual equipe de gestão da empresa foram rapidamente colhidos, evidenciados pelo forte crescimento de lucro da PAR, tendo partido de R\$24 milhões em 2012 para R\$130 milhões em 2015¹⁸. Após esse forte período de crescimento, os acionistas da PAR resolveram abrir o seu capital (IPO) em 2014, de modo que a estrutura acionária atual é:

¹⁸ De acordo com nossas expectativas.



Fonte: PAR Corretora

Modelo de Negócios

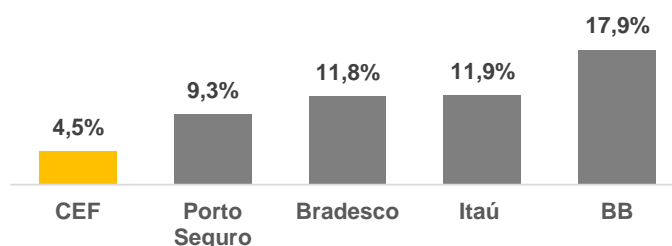
A PAR Corretora possui um papel protagonista na distribuição de seguros da Caixa Seguros no balcão da CEF, atuando como uma plataforma operacional integrada agregando valor na (i) estratégia, (ii) marketing e (iii) gestão das vendas de seguros (definição e acompanhamento de metas). Do ponto de vista de estratégia, a PAR faz toda a análise do cenário competitivo de seguros, define as estratégias de crescimento e em quais produtos e canais focar. Em marketing, é quem desenha todo o plano de negócios, processos e planejamento de vendas, definindo as metas de vendas por agência e canal. Por fim, em vendas, possui 1,1 mil vendedores nas agências da CEF, fazendo todo o acompanhamento, gestão das vendas e planos de ação para evitar desvios. Toda essa inteligência é suportada por uma arquitetura de dados consistentes e sistemas integrados.

Tese de Investimentos

Nossa tese de investimentos está baseada em quatro principais pilares:

1. **Baixa Penetração e Potencial de Crescimento:** além de estar muito interligada dentro do ecossistema da CEF e da Caixa Seguros com uma relação forte de interdependência, a penetração de seguros na CEF ainda é muito pequena. Em termos de *market-share*, a CEF possui 4,5% do total de prêmios emitidos no mercado, enquanto a BB Seguridade possui 17,9%, Itaú 11,9%, Bradesco 11,8% e Porto Seguro 9,3%, portanto, ainda com um posicionamento pouco expressivo e com potencial grande de crescimento.

Market-Share no Mercado de Seguros (Prêmios)



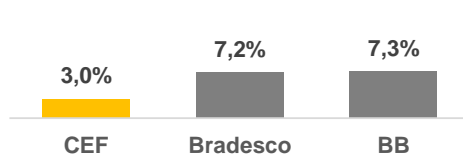
Fonte: SUSEP

Se olharmos a diferença de penetração por tipo de produto, em seguros de vida a CEF possui 3,0% de penetração na base versus 7,3% da BB Seguridade e 7,2% do Bradesco.

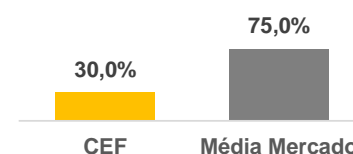


No seguro prestamista, apenas 32% da carteira de crédito consignado é segurada versus 75% da média do mercado, com grande potencial de aumentar penetração em outros tipos de crédito e canais. No crédito habitacional, a CEF é a líder de mercado com mais de 60% de *market-share* e o seguro habitacional é obrigatório. Assim, apesar da força do canal e do balcão da CEF e de os produtos de seguros terem ganhado bastante expressividade nos últimos anos, o que pode ser notado nos números da PAR, o potencial de crescimento ainda é muito grande.

Penetração Seguro de Vida (%)

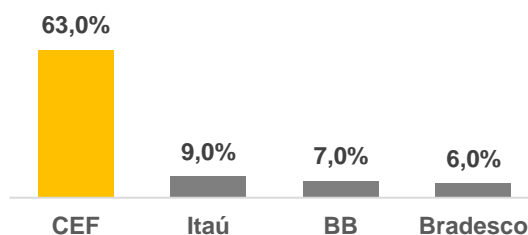


Penetração Seguro Prestamista (%)



Fonte: SUSEP, BACEN e PAR Corretora

Market-Share Seguro Habitacional (%)



Fonte: SUSEP, BACEN e PAR Corretora

- Previsibilidade de Resultados:** os produtos de seguros mais representativos vendidos pela PAR (habitacional e vida – 60% da receita) estão atrelados a uma carteira de crédito cujo *duration* é longo, sendo que no habitacional o *duration* é de aproximadamente 18 anos e no vida 3-4 anos. Portanto, o crescimento anual possui menos relevância frente ao estoque de comissões a receber que a companhia possui, fazendo com que eventuais desacelerações de vendas pontuais afetem pouco o resultado da PAR. Dessa forma, a previsibilidade de receita e de geração de caixa desse negócio é enorme, o que faz com que cenário macro afete menos a nossa tese.
- Asset Light:** por ser uma corretora e não uma seguradora, não há necessidade de reter capital para suportar o crescimento e muito menos de investimentos para crescer. A PAR distribui 100% de seus lucros para os seus acionistas.
- Novos Produtos e Canais:** a rede de correspondentes bancários representa 30% da originação de crédito consignado e praticamente não se vende prestamista nesse canal e a PAR passou a vender desde Janeiro de 2016. Além disso, passarão a vender seguro prestamista nas transações de capital de giro ao longo do 2º semestre de 2016. A comissão com seguro prestamista será a que mais vai crescer na base de receitas da CEF, dada a baixa penetração e oportunidades mencionadas. Por fim, recentemente, a



CEF passou a também vender seguros habitacionais para as faixas 2 e 3 do Programa “Minha Casa Minha Vida”, sendo uma nova fonte de receita.

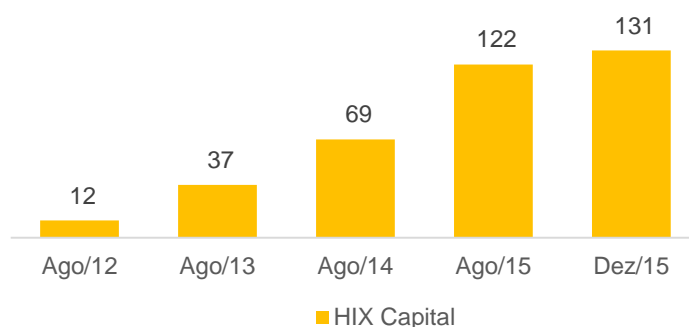
Valuation:

A PAR está negociada a 6,7x EV/EBITDA e 8,9% de FCF Yield 2016, múltiplos extremamente atrativos para uma empresa com potencial de crescer seu lucro de forma significativa por diversos anos. Além disso, devido ao seu perfil de forte geração de caixa e baixa necessidade de capital para crescer, esperamos que a PAR seja uma grande pagadora de dividendos. Em nosso caso base, esperamos uma TIR de 25% em um horizonte de cinco anos de investimento, retorno que é muito bom ajustado ao seu baixo risco.

ATUALIZAÇÃO HIX CAPITAL:

A HIX Capital conseguiu, a despeito do cenário desafiador dos últimos semestres, atingir por mais um ano, crescimento contínuo e estruturado. Fechamos o ano de 2015 com aproximadamente R\$130 mm sob gestão investidos em ações, através de veículos abertos e de co-investimento. Nossos principais investidores continuam sendo famílias e *family offices*, com os quais temos relacionamento direto, que entendem e confiam em nossa estratégia de investimento e estão alinhados com o nosso horizonte de investimento. Nosso esforço de aproximação com *multi-family offices*, distribuidores e alocadores, começou a gerar resultados em 2015. Por outro lado, iniciamos durante o ano de 2015 e intensificaremos ao longo de 2016 um trabalho de aproximação e relacionamento com investidores institucionais brasileiros (fundos de pensão e seguradoras) e esperamos colher resultados nos próximos anos.

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



Durante o ano, investimos fortemente para melhorar ainda mais a estrutura institucional da HIX. Reforçamos nossos processos com a contratação de um novo sistema de controladoria e reforçamos nosso time nas áreas de investimentos, controladoria e relações com investidores. Trabalhamos também para melhorar nossos processos de *screening*, análise de risco, *trading*, montagem de portfólio, entre outros.

Acreditamos que é ponto-chave na construção e perenização de uma empresa ter: (i) gente boa, (ii) bem alinhada e (iii) trabalhando de forma coesa por um período prolongado. Nosso time vem trabalhando junto há algum tempo e amadurecendo cada vez mais nos processos e interações, de forma que o futuro deve ser ainda melhor do que o passado. Entre as evoluções do ponto de



vista de equipe que valem ser destacadas, gostaríamos de comunicar o ingresso do Bruno Mesquita na estrutura de *partnership* da HIX. O Bruno Mesquita já vinha trabalhando conosco como *head* da área de operações desde o início de 2015 e o encaixe de valores foi claro, de forma que a sociedade foi um passo natural.

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 HIX Capital