



"In investing, what is comfortable is rarely profitable."
(Robert Arnott)

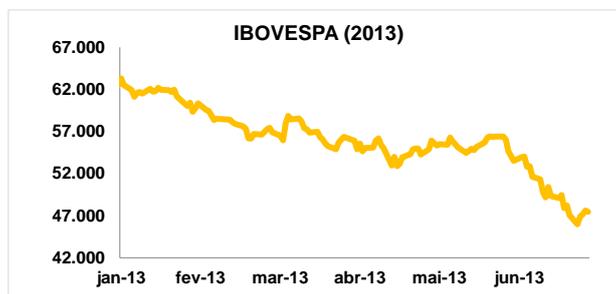
Caros Investidores,

O mercado de ações em 2013 se mostrou extremamente volátil até o presente momento, intercalando curtos períodos de leve euforia com diversos momentos de fortes realizações. Até junho de 2013, o Hix Capital FIA desvalorizou-se em 1,96%, enquanto o Ibovespa desvalorizou-se em 22,14%. Desde maio de 2005, a carteira administrada pelos gestores do Hix Capital FIA valorizou-se em 527%, comparada a 85% do Ibovespa. No ano, as principais contribuições positivas para resultado foram Portobello, Brasil Agro, Tecnisa e Dufry, enquanto as piores *performances* foram provenientes de Gerdau e General Shopping.

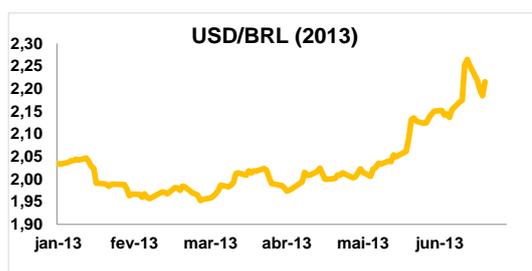
Desde o início do ano, realizamos alguns ajustes na carteira visando incrementar o retorno potencial e a margem de segurança da carteira. Por um lado, desinvestimos de Even (TIR de 41% a.a.), Contax (TIR de 47% a.a.) e de Log-In (TIR de 45% a.a.). Por outro lado, aumentamos a exposição à Dufry, Brasil Agro e Equatorial. Atualmente, a nossa carteira possui um múltiplo ponderado de 13x lucro para 2013 e uma taxa de retorno esperada para 5 anos de 25% a.a.

Frequentemente somos questionados se a bolsa está "barata". Na nossa última carta, argumentamos que adquirir boas empresas, bem geridas e negociadas abaixo do seu valor intrínseco é a melhor forma de atingir resultados positivos e consistentes no mercado acionário ao longo dos anos. De fato poderíamos argumentar que após fortes realizações em maio e junho de 2013, alguns ativos de alta qualidade, os quais eram demasiadamente caros até então, tornaram-se investimentos mais interessantes. No entanto, acreditamos que estamos diante de um cenário econômico ainda repleto de fragilidades e, portanto as expectativas de crescimentos de lucros ainda podem ser ajustadas. Sendo assim, ter cautela ao realizar investimentos e fazer uma seleção criteriosa de ativos, fará grande diferença nos retornos de longo prazo da carteira.

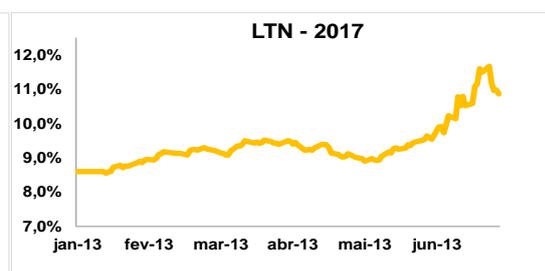
Iniciamos o ano de 2013 com um câmbio de R\$2,05. Após o Brasil ter passado os últimos dois anos com a sua moeda supervalorizada (média de R\$1,80), ainda havia uma expectativa de manutenção desses níveis para os próximos anos. Com o passar dos meses, essa visão de mercado se alterou rapidamente e as expectativas de mercado já apontam para um câmbio de equilíbrio de R\$2,50 em 2015. Da mesma forma, havia a expectativa de que as taxas de juros do Brasil não voltariam para um nível de dois dígitos, o que também se alterou rapidamente nas últimas semanas. A curva de juros futuros medida pela LTN-2017 oscilou de 8,50% para 10,86% a.a.



Fonte: BM&F Bovespa e Hix Capital



Fonte: BM&F Bovespa e Hix Capital



Fonte: Tesouro Direto e Hix Capital

Este ambiente de volatilidade é, na nossa visão, apenas uma consequência natural de uma economia que já vinha apresentando sérios desequilíbrios nos últimos anos, os quais não estavam sendo precificados pelo mercado financeiro. Esses desequilíbrios são:

- i. Esgotamento do modelo de crescimento do PIB através de estímulos fiscais e crescimento do crédito;
- ii. Inflação em alta e probabilidade de estabilização em patamares acima do teto da meta;
- iii. Deterioração da situação fiscal e da conta corrente;
- iv. Postura intervencionista do governo aliada às manifestações devem levar os empresários a postergar planos de investimentos.

Neste cenário base, de menor crescimento nos próximos anos, acreditamos que o que funcionou no passado não necessariamente funcionará no futuro. As taxas de crescimento de boas empresas dos setores de serviços, consumo e varejo¹ devem desacelerar e, por isso, a nossa tolerância por múltiplos altos e premissas de investimentos baseadas em expansão agressiva de receita devem ser reduzidas. Neste momento, procuramos investir em empresas, onde o crescimento de lucro venha preferencialmente de alavancas que estejam sob o controle dos gestores, como redução de custos, melhorias de eficiência e investimentos em projetos de retornos altos e de baixo risco. Em suma, continuamos buscando oportunidades de investir em excelentes empresas, sempre condicionadas a uma margem de segurança relevante do ponto de vista de preço.

¹ Setores que normalmente apresentam altas taxas de retorno sobre o capital investido (ROIC) e, por isso, seu crescimento gera valor aos acionistas.



Atualização de Carteira:

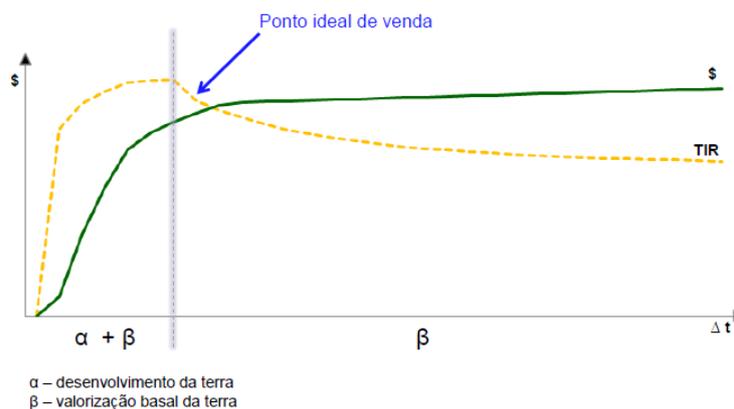
A seguir gostaríamos de atualizar o racional de algumas de nossas teses de investimento (Brasil Agro, Dufry e General Shopping).

Brasil Agro

A Brasil Agro foi fundada em 2006 e é hoje uma das maiores empresas brasileiras em quantidade de terras agricultáveis. Na nossa visão, a companhia possui um modelo de negócio único na agroindústria brasileira, pois adquire terras na forma de cerrado e pasto, as desenvolve transformando em fazendas produtivas (com culturas diversas como soja e milho principalmente). Quando a terra está pronta para gerar caixa operacional e atingiu o seu ápice de valorização, a Brasil Agro as vende para um operador agrícola.

Diferentemente das demais empresas de agronegócios de capital aberto (SLC e Vanguarda), que são operadores agrícolas, cujo modelo de negócios é caracterizado por um retorno sobre o capital baixo da produção agrícola mais uma eventual valorização de terras, o modelo de negócios da Brasil Agro, que poderia ser comparada a uma incorporadora de *real estate* agrícola, tem um alto retorno sobre o capital através da transformação mais uma eventual valorização das terras.

Um jeito simples de pensar no modelo da Brasil Agro é pensar em uma equação onde o retorno gerado é composto por duas componentes, α (alpha) que é o retorno pela transformação das terras e β (beta) que é o retorno da operação agrícola. Sendo assim, o foco da empresa é buscar sempre o α (alpha) de forma a maximizar a taxa interna de retorno de seus investimentos.



Fonte: Brasil Agro e Hix Capital

Desde o seu IPO em 2006, a Brasil Agro comprou 10 fazendas, tendo já realizado cinco desinvestimentos (parcial ou total) ou um total de 24,2 mil hectares, com uma TIR média de 25% a.a. como demonstrado na tabela a seguir:



Fazenda	Data Venda	Hectares Totais	Hectares Vendidos	% Vendido	TIR
Engenho	Jun/08	2.022	2.022	100%	31,5%
São Pedro	Set/11	2.447	2.447	100%	19,0%
Nova Horizontina	Set/12	14.359	14.359	100%	27,0%
Araucária	Mai/13	9.682	394	4%	20,2%
Cremaq	Mai/13	32.702	4.895	15%	23,8%

Fonte: Brasil Agro e Hix Capital

Com um time de gestores extremamente competentes, controles operacionais e de gestão de primeira linha e alto conhecimento dos processos agrícolas, a companhia vem consistentemente mostrando a sua capacidade de gerar valor para os seus acionistas através da transformação e da captura de valor na venda de suas terras.

Além dessas fazendas que foram vendidas, a companhia possui um *pipeline* robusto de possíveis áreas a serem adquiridas, com mais de 1,5 mm de hectares que já passaram por algum processo de análise..

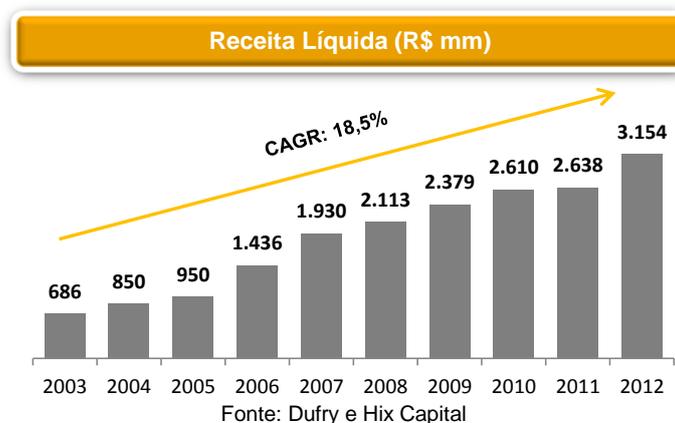
Atualmente, do seu portfólio total de terras de 153 mil hectares, 81% ainda não foram desenvolvidos ou estão em desenvolvimento, o que evidencia o potencial de valor remanescente a ser capturado.

Apesar de todas estas características positivas, a Brasil Agro negocia em bolsa a 61% do valor de liquidação (NAV) de suas terras (um dos hectares mais baratos do Brasil), propiciando uma excelente margem de segurança para os investidores. Além disso, a companhia deverá aumentar o valor intrínseco dos seus ativos anualmente a uma taxa de retorno acima do custo de capital de seus acionistas através da transformação de suas terras e há uma boa probabilidade de iniciarem um programa de recompra de ações em um futuro próximo.

Com todos estes efeitos, no nosso cenário base, acreditamos que este investimento trará um retorno de 26% a.a. ao longo dos próximos 5 anos.

Dufry

A Dufry é uma empresa focada em operação de varejo de viagens em destinos turísticos e mercados emergentes. Ela surgiu a partir da aquisição pelo fundo de *private equity* Advent International da empresa de varejo de viagens Weitnauer, em 2004. Através de uma forte expansão orgânica e aquisições, a Dufry cresceu sua receita 18% a.a. nos últimos 10 anos atingindo a vice-liderança mundial no mercado de varejo de viagens.



As oportunidades de crescimento para a Dufry continuam sendo relevantes. O mercado de varejo de viagem deve crescer entre 5% e 10% a.a. em média nos próximos anos² dependendo do crescimento mundial, o que abrirá grandes oportunidades de crescimento orgânico e de novas concessões.

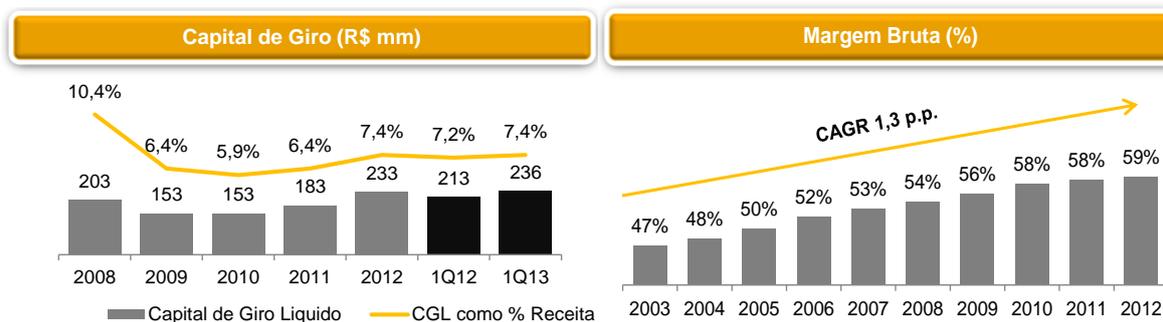
Além disso, a fragmentação do mercado - sendo que a DFS (Líder mundial) e a Dufry detêm juntas apenas 20% do mercado global - cria uma grande avenida de crescimento através de fusões e aquisições. Exemplos recentes de oportunidades aproveitadas pela Dufry foram as novas concessões em Bali, Chengdu (China) e Estados Unidos (LA, Seattle, St Louis e outras), além da aquisição da operação de varejo de viagens da Folli Follie em 2012.

O modelo de negócios da Dufry é muito interessante com características de forte geração de caixa e boas oportunidades de crescimento. Ao focar em destinos turísticos e mercados emergentes - considerados menos estratégicos para os outros players - a companhia vem conseguindo taxas de concessão atraentes.

Outro ponto muito bem trabalhado pela Dufry é a sua operação logística, de forma a conseguir maximizar a sua margem bruta, através de compras centralizadas e planejamento fiscal, mantendo ao mesmo tempo um nível de capital de giro baixo³. Essas características implicam em um retorno sobre o capital investido (ROIC) alto, de aproximadamente 15% a.a. e 20% a.a. de retorno sobre o capital próprio (ROE).

² Segundo a análise de expectativa de crescimento dos mercados prioritários da Dufry realizada pela consultoria Air4casts

³ A Dufry tem conseguido manter os seus níveis de capital de giro próximo de 7% de sua receita líquida, um índice baixo quando comparado com outras varejistas.



Fonte: Dufry e Hix Capital

Alguns negócios são muito bons pela possibilidade em ganhar escala e aumentar suas vantagens competitivas à medida que crescem e a Dufry é um bom exemplo.

Algumas das características que são favorecidas pela escala são:

- À medida que cresce, consegue comprar produtos com preços cada vez menores e garantir verbas de promoção maiores das marcas, alavancando suas vendas;
- Com o crescimento, os custos fixos dos dois *hubs* de distribuição vão sendo diluídos e estes permitem que as lojas mantenham um estoque menor *in loco*, o que reduz os níveis de estoques gerais.
- Departamento de *marketing* e *sourcing* centralizado e global que ajuda a ajustar de forma rápida os preços dos produtos, otimizando sempre a relação de margem e giro para garantir a maior margem bruta por m² possível;
- Potencial de alavancagem financeira a custos interessantes, o que viabiliza crescimentos expressivos através de aquisições ou abertura de novas operações;

A equipe de gestão da Dufry, entre seus conselheiros e executivos, é uma das mais competentes que encontramos no universo de companhias que acompanhamos. O corpo executivo da Dufry, além de ter interesses muito alinhados aos acionistas (possui volume relevante de seu patrimônio investido em ações da companhia e controlam 18% do capital), têm vasta experiência no setor e na própria empresa, tendo liderado projetos de melhorias operacionais e de execução e integração das companhias adquiridas.

Um ponto importante que gostamos na tese de investimento na Dufry, além das receitas em Dólares e Euros, é o fato que sua diversificação geográfica reduz o risco da operação, de modo que dificilmente um determinado país afeta de forma muito relevante seus resultados.

Atualmente, a operação brasileira é a mais relevante da operação e a concorrência pelo novo Terminal 3 em Guarulhos levanta um risco de perda de receita para a companhia. Apesar de acreditarmos que a Dufry como operador de quase todos os aeroportos no



Brasil, tem vantagens relevantes no leilão e tem grandes chances de ganhar, os preços de mercado das ações refletem uma expectativa de perda do mesmo e de não renovação do Terminal 2 em 2016.

Por último, mas não menos importante temos hoje a possibilidade de comprar as ações da Dufry abaixo do seu valor intrínseco, propiciando uma margem de segurança relevante para a tese de investimento. O preço atual das ações reflete para o investidor uma geração de caixa operacional (FCF Yield) de 8,5% a.a. com um múltiplo de lucro líquido caixa de 11,5x para 2013 e uma TIR para 5 anos de 25% a.a..

General Shopping:

A General Shopping é uma de nossas principais posições e o detalhamento da tese está na nossa última carta. Neste semestre, ocorreu um fato relevante que julgamos importante compartilhar com os nossos investidores. No dia 20 de junho, a companhia concluiu uma captação de R\$ 259 milhões através da venda de dois ativos a um novo FII (Fundo de Investimento Imobiliário).

O objetivo deste veículo é gerar caixa para a Holding, através da venda de participações (geralmente até 49%) em empreendimentos que julgue maduros e/ou que possam ser negociados a preços atrativos. Neste caso, os primeiros ativos incorporados ao fundo serão 36,5% do Shopping Bonsucesso (adquirido no ano passado da Squarestone) e do Parque Shopping Maia (Shopping de alto padrão localizado em Guarulhos e ainda em desenvolvimento). A seguir detalhamos mais alguns números dos empreendimentos:

Shopping Bonsucesso (R\$ 000)		Parque Shopping Maia (R\$ 000)	
Área Bruta Locável (ABL)	24.293	Área Bruta Locável (ABL)	30.492
Valor de Aquisição	130.000	CAPEX Construção	259.180
Valor Laudo Avaliação FII	216.300	Valor Laudo Avaliação FII	457.600
Prazo DCF	10 anos	Prazo DCF	10 anos
Ke em termos reais (10 anos)	9,5%	Ke em termos reais (10 anos)	9,0%
Ke em termos reais (Perpetuidade)	7,5%	Ke em termos reais (Perpetuidade)	7,5%

Fonte: General Shopping e Hix Capital

O Shopping Bonsucesso foi adquirido da Squarestone em 2012 a um preço atraente, sendo reavaliado pela CB Richard Ellis, antes da emissão, por um valor significativamente superior. Já o Parque Shopping Maia, apesar de ser um projeto *greenfield*, segundo a companhia, graças a sua localização ao lado do Bosque Maia⁴, tem características que permitirão alcançar bons retornos.

⁴ O Bosque Maia é uma região em Guarulhos onde há diversos projetos residenciais de alto padrão com grande porte.



Com a emissão, já descontadas as despesas com garantia de rentabilidade pelo período de maturação, comissões de colocação e impostos, a General Shopping deverá captar aproximadamente R\$ 202 milhões. Ao combinar o montante captado com a avaliação da parcela remanescente a pagar desses ativos e comparar com o custo do investimento, chegamos à conclusão que a empresa gerou aproximadamente R\$ 240 milhões de valor aos acionistas ou R\$ 4,8 por ação.⁵

Valor Gerado - Emissao FII (R\$ 000)	Absoluto Por Ação	
Valor Bonsucesso a Custo (+)	(130.000)	(2,6)
Valor Maia a Custo (+)	(259.180)	(5,1)
Valor Ativos FII a Custo (=)	(389.180)	(7,7)
Valor Emissão Líquida ¹ (+)	202.131	4,0
Valuation parte Remanescente Shoppings (+)	427.927	8,5
Valor Gerado ao Acionista (=)	240.877	4,8

1 - Líquida de IR e despesas de emissão e garantia de rentabilidade

Fonte: General Shopping e Hix Capital

Outra forma de analisar o valor gerado é a composição de participação nas receitas dos empreendimentos em relação ao valor do investimento empenhado nos mesmos. O que se pode perceber é que enquanto a General Shopping arcou com 48,1% dos investimentos nos empreendimentos, devido ao preço de venda ao mercado e a parcela líquida dos serviços que ela deve prestar ao FII, a sua participação no NOI⁶ do empreendimento é de 68,5%. Esta diferença garante uma geração de valor significativa aos seus acionistas.

Equacionamento de Funding - Emissao FII	
Participação do FII nos Empreendimentos	36,5%
Parcela da General Shop. no Capex dos Empreendimentos	48,1%
Taxa de Administração e Serviços (% Receita)	5,0%
Parcela da General no NOI dos Empreendimentos	68,5%

Fonte: General Shopping e Hix Capital

Assim, fica evidente a geração de valor que a oferta trouxe à companhia. No entanto, esta valorização ainda não se refletiu nos preços de suas ações.

⁵ Vale ressaltar que as análises que faremos a seguir são estimativas feitas pela HIX Capital com base em informações preliminares, já que a oferta não foi ainda formalmente encerrada e portanto a companhia não pode se manifestar sobre a mesma.

⁶ NOI é o Lucro operacional dos ativos individuais.

**Atualizações sobre a Hix Capital:**

A Hix Capital encerrou o semestre com crescimento razoável de ativos sob gestão. Este aumento foi integralmente impulsionado por captações diretas com empresários, executivos, famílias e investidores, os quais estão alinhados com a nossa estratégia de investimentos de longo prazo.

Os sócios e o time de investimentos da Hix Capital continuam sendo os principais investidores do fundo, possuindo parte relevante do seu capital próprio investido no mesmo. Este alinhamento de interesses é uma característica que permanecerá no longo prazo.

O primeiro semestre de 2013 foi muito importante do ponto de vista institucional para a Hix Capital. Nosso time foi reforçado com a contratação de mais três profissionais, aumentando o nosso espectro de cobertura e análise de oportunidades, além do envolvimento nas empresas investidas.

Acreditamos que em momentos como este, de grande volatilidade dos mercados, é crucial estarmos atentos às oportunidades de comprar excelentes empresas - já presentes ou não em nossa carteira - a preços atraentes. É em momentos difíceis de economia, que as empresas com fortes vantagens competitivas ganham mais mercado em cima de seus concorrentes.

Valorizamos muito a oportunidade de trabalhar com o que realmente gostamos de fazer e reiteramos o nosso compromisso de evoluir todos os dias como profissionais e investidores, buscando entregar retornos absolutos positivos e consistentes para os nossos investidores.

Agradecemos pela confiança,

Equipe de Gestão Hix Capital

Rodrigo Heilberg