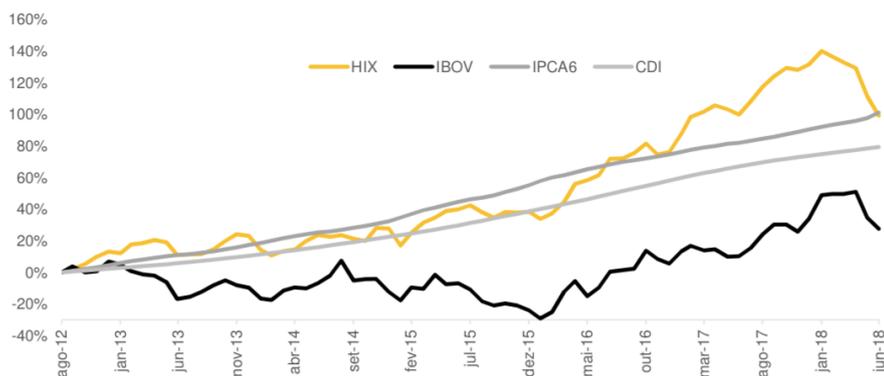


Sobre a HIX

A HIX Capital é uma gestora independente focada em investir em ações. O objetivo dos fundos da HIX é maximizar o retorno sobre o capital investido através do investimento em um portfólio concentrado em ações de boas empresas, com modelos de negócios vencedores, vantagens competitivas claras, simples de entender, tocadas por bons gestores e que negociem a preços atrativos. Acreditamos que a principal forma de mitigar risco de perda permanente de capital é através do conhecimento profundo das empresas e dos mercados em que estão inseridas e investir em ativos cujo *valuation* tenha uma boa margem de segurança.

Performance Desde o Início



Fundo	2012	2013	2014	2015	2016	2017	1S2018	Desde o Início
HIX INST	-	-	-	-1,43%*	25,59%	39,33%	-12,76%	50,48%
HIX FIA	13,09%	8,78%	3,86%	8,28%	27,29%	31,48%	-14,01%	99,10%
Ibovespa	6,82%	-15,50%	-2,91%	-13,31%	38,94%	26,86%	-4,76%	27,52%
CDI	2,26%	8,05%	10,81%	13,25%	14,00%	9,93%	3,17%	79,85%

"If I had to choose a great single fallacy of investing, it's believing that when a stock's price goes up, then you've made a good investment."

Peter Lynch

Nessa Carta abordaremos os seguintes temas:

- Portfólio
- Revisão de resultados
- Cenário

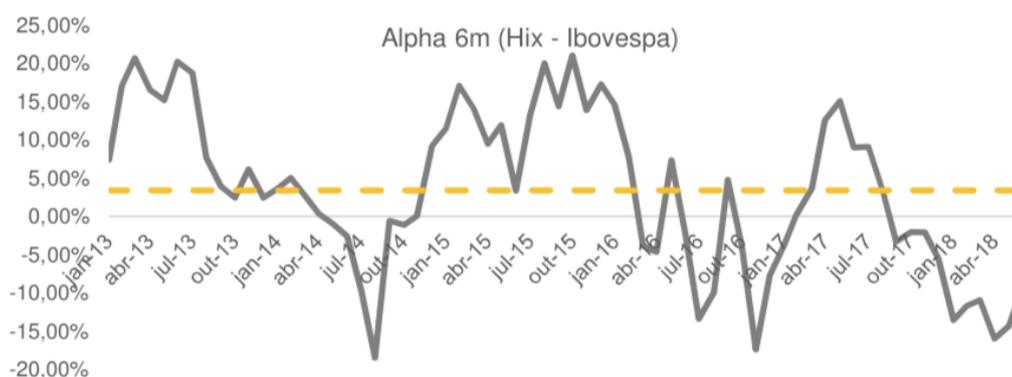
Faremos uma atualização profunda sobre os **cases** de investimento de Biotoscana, Eneva e Jereissati, maiores posições do fundo

Boa leitura!

Caros Investidores.

No 1º Semestre de 2018, o HIX Capital FIA ("HIX FIA") apresentou uma queda de 12,8%, comparado a uma queda de 4,8% do Ibovespa. Desde o início das atividades da HIX, o HIX FIA acumula uma alta de 99,1% ou 12,5% a.a. comparado a uma valorização de 27,5% ou 4,3% a.a. do Ibovespa e um ganho acumulado de 79,9% ou 10,5% a.a. do CDI. Desde o início das atividades, em maio de 2005, a carteira administrada pelos gestores do HIX FIA se valorizou 1.025,2% comparado a 184,4% do Ibovespa¹ e a 312,2% do CDI. Considerando risco como a probabilidade de perda permanente de capital, atingimos, em nossa opinião, os retornos mencionados com um risco baixo em comparação ao Ibovespa. Buscamos sempre empresas sólidas com negócios defensivos, com objetivo de atingir o melhor retorno em função do risco assumido.

Ao longo do primeiro semestre de 2018, enfrentamos um período curioso como investidores. Apesar de não ter sido o primeiro semestre com resultado negativo, fomos pegos de surpresa pela maneira que o mercado penalizou empresas boas, com fluxo de capital afetando negativamente mesmo as empresas mais sólidas do portfólio. Como gestores e maiores investidores individuais dos fundos da HIX, não ficamos felizes com o resultado do fundo no primeiro semestre de 2018 e, apesar de não ser o primeiro período curto que passamos por isso, encaramos com naturalidade os questionamentos. Analisar resultados de fundos (ou de empresas) com base em prazos curtos (menos de 36 meses) é inconclusivo em nossa opinião. A análise a seguir, mostra os resultados do HIX FIA em relação ao Ibovespa em janelas de 6 meses, e torna clara a volatilidade na geração de alpha. Houveram 4 outros períodos negativos no passado recente. Ainda assim o resultado consolidado resultou em um histórico de longo prazo consistente, superando o mercado e taxas livres de risco.



A volatilidade na geração de alpha decorre em nossa visão da imprevisibilidade da materialização de nossas teses. É quase impossível prever quando vão ocorrer, e por isso observar janelas curtas de tempo podem excluir da amostra alguns dos grandes lucros que compõe o retorno de longo prazo. Dito isso, buscamos nessa carta explicar em detalhes os resultados do período, o posicionamento do portfólio e nossa visão sobre o impacto da situação econômica e de mercado em nossas expectativas de retorno do portfólio.

Acreditamos que a recente queda do preço das ações da nossa carteira (e em boa parte também da Bovespa) tenha ocorrido principalmente em função de uma crescente preocupação com os rumos do país após a eleição, em especial em relação às possíveis políticas populistas irresponsáveis do futuro presidente (ainda a ser definido). Sendo um pouco mais específicos, ao analisar os fundamentos das empresas que compõe o nosso portfólio, acreditamos que a mudança de cenário político-econômico mudou pouco as perspectivas de lucratividade de curto e longo prazo das empresas.

¹ Inclui a performance do Clube de Investimentos Keep Investing de maio de 2005 até agosto de 2012. A performance anualizada da carteira até junho de 2018 foi de 20,2% a.a. versus 8,3% a.a. do Ibovespa. Todos os números dos fundos apresentados neste relatório são líquidos de taxas.

Realizamos revisões constantes sobre os fundamentos e perspectivas das empresas no nosso portfólio e trimestralmente fazemos revisões mais profundas. Um fato interessante de ressaltar é que em nosso último exercício de monitoramento e revisão das projeções de resultados das empresas de nossa carteira, notamos que (i) na média as mudanças nas perspectivas dos lucros esperados para o ano foram pouco relevantes perto da queda do mercado (redução de 5,2%) e (ii) os retornos esperados para os próximos 5 anos subiram.

Na prática, houveram pioras de expectativas para algumas empresas, parcialmente compensadas por melhoras de outras, de forma que a expectativa em relação ao resultado combinado mudou pouco. Por outro lado, a desvalorização relevante do preço das ações, tornou o *valuation* mais atrativo na média. O resultado é que a média da TIR esperada dos ativos do portfólio para os próximos 5 anos está em 24,6%, um dos maiores níveis que já vimos desde o início da HIX.

As principais contribuições de performance para o fundo no 1º semestre de 2018 foram:

Atribuição de Performance

Top 5 Contribuições		%	% Total
1	Braskem	1,05%	20,6%
2	Energisa	0,88%	17,3%
3	Vale	0,81%	15,9%
4	Itau	0,51%	10,0%
5	Cosan	0,50%	9,8%
11	Total Positivas	5,09%	100,0%

Piores 5 Contribuições		%	% Total
1	Biotoscana	-6,45%	35,4%
2	Eneva	-2,22%	12,2%
3	Tecnisa	-2,08%	11,4%
4	Guararapes	-1,67%	9,2%
5	Sanepar	-0,80%	4,4%
17	Total Negativas	-18,23%	100,0%

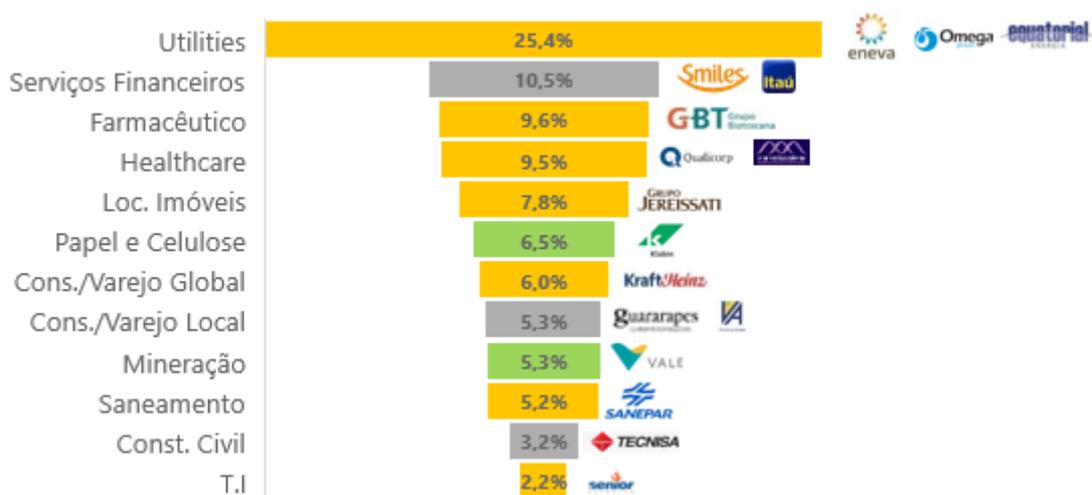
A performance negativa do fundo no semestre, foi bastante concentrada em algumas posições que tiveram quedas muito expressivas. As 5 piores contribuições impactaram negativamente o resultado do fundo em 13,2%. Sendo as duas piores Eneva que caiu -14% no ano e Biotoscana que caiu -53%. Do outro lado, as 5 melhores adicionaram somente 3,8%. Em função desse quadro, sob o risco de nos tornarmos repetitivos, escolhemos concentrar as atualizações dessa carta em retomar os pilares (fundamentos) das nossas principais posições (Biotoscana, Eneva e Jereissati). Esperamos que isso ajude nossos investidores a compreender o nosso otimismo com estes investimentos.

Portfólio

No 1º semestre de 2018, fizemos algumas alterações na composição do portfólio. Das 20 empresas que compunham o portfólio em dezembro de 2017 (com 93,2% de exposição), desinvestimos de 4², representando uma liberação de recursos de 11,2%. A maior parte das vendas tiveram como motivação a alta acima do preço target. Em contrapartida, adicionamos 6 novas companhias ao portfólio, das quais 3 já haviam sido investimentos do fundo no passado (Equatorial por exemplo). As maiores posições do fundo hoje são (em ordem) Eneva (ENEV3), Biotoscana (GBIO33), Jereissati Participações (JP3A3) e Vale (VALE3). Juntas, as Top 5 representam 45% do nosso portfólio. O Caixa do fundo está em 2%.

Além de olhar para cada investimento e buscar as melhores oportunidades de retorno ajustado ao risco sob a ótica individual, achamos muito importante garantir que tenhamos um portfólio diversificado e preparado para navegar bem nos próximos anos, da forma mais independente possível do cenário eleitoral ou de um ambiente menos favorável para economia. Nesse aspecto, o atual portfólio é composto em boa parte por empresas em que o retorno projetado tem baixa dependência do crescimento do PIB ou consumo doméstico. Aproximadamente 78% do portfólio está em setores e/ou empresas que tem alta previsibilidade de receita, com volumes não discricionários e poder de preço, ou em negócios exportadores com preços dolarizados (indicamos no quadro a seguir os setores e empresas que julgamos resilientes).

A maior exposição setorial é ao setor de utilities com quase 30%, dos quais 25% no subsegmento de energia e 5% em água e saneamento. Em seguida, os setores de serviços financeiros, farmacêutico e saúde representavam cerca de 10% do portfólio cada um.



As barras em laranja indicam os setores que julgamos serem resilientes na classificação, enquanto as barras em verde indicam os setores com empresas cujos resultados são majoritariamente "dolarizados".

O quadro a seguir resume o portfólio atual, em ordem decrescente de variação de preço no semestre, e inclui as informações de aumento ou diminuição de cada empresa no portfólio bem como os principais fundamentos de Resultado Operacional e Preço de cada empresa. O que ela mostra é que aumentamos nossas apostas nos casos que tiveram as maiores revisões positivas de retorno esperado. Isso quer dizer os casos que são casos em que por algum motivo o mercado penalizou demasiadamente a empresa sem que tenha havido (em nossa opinião) uma deterioração de igual intensidade da capacidade da empresa de gerar lucros.

Empresa	Δ Preço	Δ Variação Portfólio	Resultado Operacional			Valor		
	(ano %)		17 x 16 FY	EST Var. 2018	Revisão	P/E (30/06/18)	EV/EBITDA (30/06/18)	IRR Var. Jul/18 vs. Jan/18
GBIO33	-52,9%		35%	32%		9,9	6,3	0
TCSA3	-41,7%							0
QUAL3	-40,5%		-18%	23%		7,9	5,8	0
GUAR3	-37,1%		42%	9%		12,0	6,4	0
VULC3	-31,9%		429%	-2%		8,2	5,4	N.A
SMLS3	-31,6%		7%	3%		10,9	6,6	0
IGTA3	-21,7%		32%	25%		20,2	13,7	
SAPR11	-20,8%		9%	31%		5,3	4,8	0
KHC	-18,9%		29%	0%		17,3	13,4	
SNSL3	-16,7%		5%	6%		20,3	13,8	
ITSA4	-15,2%		12%	7%		7,5	n.a.	0
ENEV3	-14,4%		-287%	71%		7,7	5,0	
EQTL3	-13,5%		-8%	6%		14,3	9,2	0
AALR	-11,6%		-30%	92%		14,5	8,6	
DUFN	-9,4%		39%	36%		11,6	8,3	
OMGE3	-7,4%	3				8,9	13,4	
JPSA3	-1,7%		32%	25%		9,0	15,1	0
VALE3	5,7%		59%	20%		8,8	4,6	
KLBN11	11,4%		-1%	202%	2	9,1	7,6	
BRKM5	18,4%		-23%	3%	2	7,4	5,6	

Revisão de Resultados (Simulação HIX Holding)

Costumamos dizer que o grande driver para a variação do preço das ações na bolsa no longo prazo é a evolução da lucratividade das empresas. No curto prazo, os preços podem variar com o sentimento do mercado, mas sistematicamente os preços acabam convergindo ao fundamento no longo prazo. Para tornar essa afirmação um pouco mais clara, trouxemos um exemplo do comportamento das ações do Banco Itaú-Unibanco nos últimos 20 anos.

Apesar da volatilidade nos períodos de crise de 1997-1999, 2002, 2008, 2014-2016 e 2018, o retorno composto das ações do Itaú foi de 17,8% a.a., muito similar ao crescimento do lucro que foi cerca de 17,0% a.a.³.



Fonte: Bloomberg

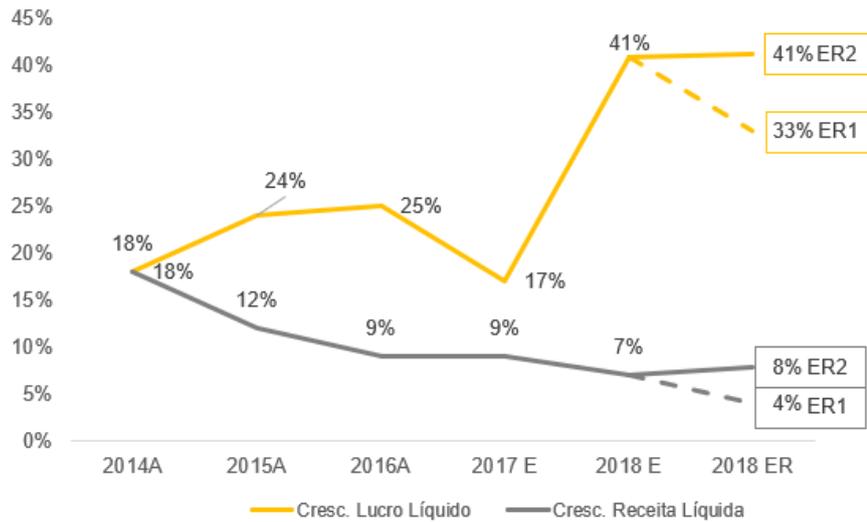
Se os preços dos ativos convergem para os seus fundamentos (leia-se lucratividade) no longo prazo, a questão mais importante para o investidor é acertar as expectativas crescimento dos resultados de longo prazo das empresas em que está investindo, e compra-las com boa margem de segurança para o seu valor intrínseco. Ao mesmo tempo, quando e se os preços de curto prazo descolarem dos fundamentos, é preciso ter estômago para não realizar o prejuízo na hora errada e materializar uma perda permanente de capital, e acabar perdendo a chance de se aproveitar da recuperação e convergência ao fundamento.

Acreditamos que o nosso portfólio seja composto por excelentes empresas, posicionadas em mercados interessantes, geridas por profissionais competentes e precificadas com uma margem de segurança significativa para os seus valores intrínsecos. Em nossa carta de dezembro de 2017, dissemos que “Acreditamos que a recuperação econômica em curso deve se sustentar por algum tempo e permitir que os lucros das empresas listadas em geral continuem a evoluir”. Apontamos também que “o lucro médio ponderado do portfólio de empresas detidos pelos fundos da HIX deve crescer 41% em 2018”.

O recente movimento dos preços dos ativos foi tão intenso que seria razoável nos questionarmos se a nossa expectativa não ficou (ou estava) otimista demais. É verdade que a deterioração das projeções de crescimento econômico nos levaram a uma série de revisões negativas nas projeções de algumas empresas, mas por outro lado, algumas empresas estão com perspectivas melhores do que prevíamos no início do ano. Na média, os ajustes levaram a uma revisão para baixo nas expectativas de crescimento de lucro do nosso portfólio de aproximadamente 5,2%. Isso fez com que o crescimento de lucro esperado, para as empresas que compunham o portfólio em 31/12/2017, caísse de +41% no início do ano para cerca de +33% hoje, portanto mantendo um perfil de crescimento bastante vigoroso. Sendo assim entendemos que apesar de uma leve redução nas expectativas de lucros para o ano, a mesma não foi o suficiente para explicar parte relevante da queda das ações do nosso portfólio.

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

Além das revisões de expectativas de lucro das mesmas empresas (ER1), realizamos alguns ajustes de carteira durante o ano com objetivo de maximizar a relação risco x retorno do nosso portfólio ("HIX Holding") que levou a expectativa do ano para 41% (ER2). O gráfico a seguir, demonstra a evolução das expectativas de crescimento de lucro dos últimos anos em comparações ao projetado no início do ano e neste fechamento de semestre.

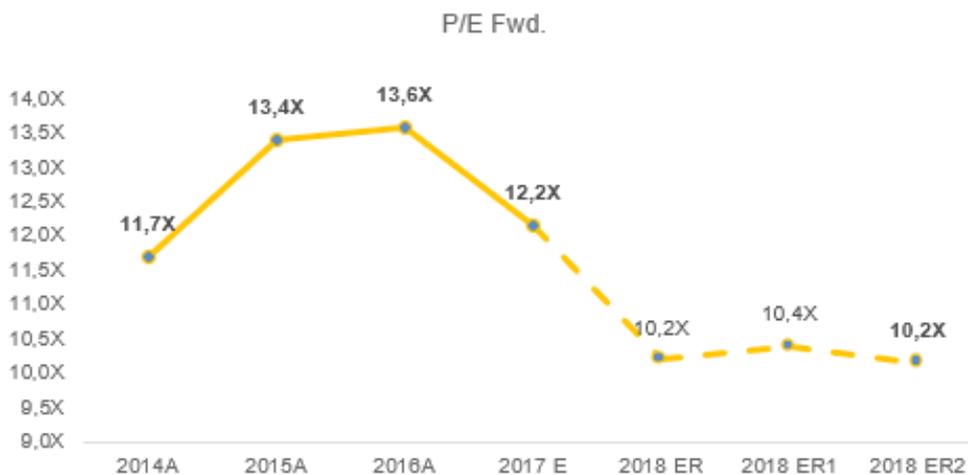


2018 E: Estimativa Original em 31/12/2017

2018 ER1: Carteira Original em 31/12/2017 com efeito da queda no preço das ações até 29/06/2018, e novas estimativas de crescimento de Lucro Líquido e Receita Líquida para 2018.

2018 ER2: Carteira efetiva atual em 29/06/2018

A expressiva queda das ações comentada anteriormente, como não foi acompanhada na mesma dimensão da queda de expectativas de resultados, levou a uma compressão relevante do múltiplo Preço Lucro ("P/L") que saiu de 12.2x no início do ano, para 10.2x após os ajustes realizado. Este atingiu, de forma ponderada, um dos menores índices nos últimos anos, apesar da manutenção da qualidade dos negócios investidos e das boas perspectivas de crescimento:



2018 E: Estimativa Original em 31/12/2017

2018 ER: Carteira Original em 31/12/2017 com efeito da queda no preço das ações até 29/06/2018

2018 ER1: Carteira Original em 31/12/2017 com efeito da queda no preço das ações até 29/06/2018, e novas estimativas de crescimento de Lucro Líquido e Receita Líquida para 2018.

2018 ER2: Carteira efetiva atual em 29/06/2018

A conclusão que fica então é que grande parte das empresas de nossa carteira tiveram desvalorizações expressivas sem que tenha havido uma deterioração relevante de sua lucratividade (e por consequência de seus valores intrínsecos).

O cenário do mercado tem sido muito difícil de ler e até mesmo grandes gestores de multimercados, especialistas em fazer apostas em cima do cenário macroeconômico, têm se enganado nos cenários e amargado prejuízos recentemente.

Nosso foco tem sido, ao invés de tentar prever os mesmos, avaliar com cuidado as tendências micro de cada empresa e as expectativas de resultados delas em cenários mais ou menos benignos. Um grande investidor uma vez comentou que “o papel de um gestor de recursos não é saber qual será o futuro, mas sim o que está no preço” dos ativos. Com isso em mãos é possível tentar atribuir probabilidades aos cenários e definir quais são apostas assimetricamente lucrativas.

A grande discussão hoje no mercado de capitais é sobre a eleição presidencial e qual impacto o seu desfecho terá sob a economia Brasileira. Desde o evento “Joesley” em maio de 2017 o governo perdeu a capacidade de articular com o congresso a solução para o conflito distributivo brasileiro. O governo brasileiro gasta mais do que arrecada e por isso sua dívida cresce consistentemente. Simplificando a situação, a solução para este problema só pode ser resolvida com aumento da arrecadação ou redução de gastos. De um lado, o Congresso não tem aceitado a ideia de aumentar impostos para cobrir este rombo, uma vez que a população está extremamente insatisfeita com o nível bastante elevado de carga tributária do país. Por outro lado, a solução de corte de gastos passa por ajustes de gastos que reduzem benefícios da sociedade como por exemplo a reforma da previdência, que também é muito impopular. A situação é insustentável no médio prazo e isso tem virado cada vez mais um consenso.

As eleições trazem apreensão pois cabe ao futuro governo se tornar o articulador do ajuste necessário para que o Brasil não se torne insolvente. Vale mencionar que a “foto” atual da economia não está tão ruim assim. O país deve crescer 1,5% este ano, a inflação deve terminar o ano em apenas 4%, não temos dívida externa e ainda temos um bom superávit comercial. No entanto, caso o ajuste fiscal não seja realizado é provável que a confiança no país se reduza e rapidamente tenhamos que encarar uma explosão inflacionaria e uma recessão. Este é o cenário com que o futuro presidente eleito vai se deparar, e a questão que fica é: ajustar ou não?

A decisão deveria parecer óbvia. Se o ajuste for realizado, o crescimento do país deveria acelerar, a renda voltaria a crescer o desemprego cairia. Nesse caso a popularidade, do Presidente Eleito em 2018, provavelmente será elevada em 2022 e ele terá uma boa chance de reeleição. A alternativa ao ajuste implicaria em recessão, mais desemprego e convulsões sociais. Mesmo se terminasse o mandato, dificilmente ele conseguiria se reeleger. Mas se a resposta parece óbvia, por outro lado, não parece ser o que o mercado financeiro pensa. O medo do sucesso da candidatura de Ciro Gomes se consolidar como representante da esquerda e se eleger, ou então de Jair Bolsonaro ser eleito ter atitudes que não se alinham com o seu discurso liberal em relação à economia, vem dominando a mente dos agentes. O Dólar a 3,90 já parece precificar uma parte razoável desse risco e os juros de 5 anos já aponta para taxas acima de 11% ao ano, mostrando claramente esse medo de descontrole fiscal e inflacionário.

Assim, voltamos à pergunta: o que está no preço? Nos parece que uma parte razoável do medo já se refletiu em preços. Parte grande o suficiente para nos deixar confortáveis em acreditar que em um horizonte de longo prazo as ações brasileiras estão baratas, apesar de reconhecermos que no curto prazo haverá muita volatilidade. Analisando os fundamentos de mercado, podemos resumir em quatro grandes questões o que analisamos para chegar a essa conclusão:

1. Valuation em níveis baixos:

Quando analisamos o múltiplo médio (P/L) do Ibovespa atual, é possível perceber (expresso no gráfico abaixo) que houve um grande ajuste levando o a um dos menores níveis dos últimos 10 anos. Sendo assim, nos parece que uma parte importante de um cenário mais sombrio para a economia brasileira já foi refletida nos preços dos ativos. Claro que sempre é possível que a deterioração continue, seja por uma compressão ainda maior dos múltiplos ou até mesmo pior que isso, que se mantenham e a bolsa caia porque a lucratividade das empresas se deteriore. No entanto, nossa visão é que definitivamente qualquer excesso de otimismo e/ou *valuation* já passou por uma correção o suficiente para que as assimetrias sejam fortemente positivas (o cenário negativo tem potencial de trazer uma perda de muito menor extensão que o ganho no cenário positivo).



Fonte: Banco BTG Pactual

2. Retorno sobre capital vem se recuperando mas ainda está em níveis deprimidos:

A maior parte das empresas brasileiras sofreram muito no último ciclo de contração econômica. Para sobreviverem elas tiveram que ajustar fortemente as suas estruturas de custos. A consequência é que hoje a maioria das empresas tem uma boa capacidade ociosa e margens abaixo da sua média histórica. A medida que a atividade econômica se recupera tanto a ociosidade se reduz, quanto as margens crescem, impulsionando a geração de caixa ao acionista e ajudando fortemente a melhorar o retorno sobre o capital investido e os lucros.



Fonte: Bloomberg

3. Crescimento do PIB acelerando depois de uma das maiores recessões da nossa história econômica:

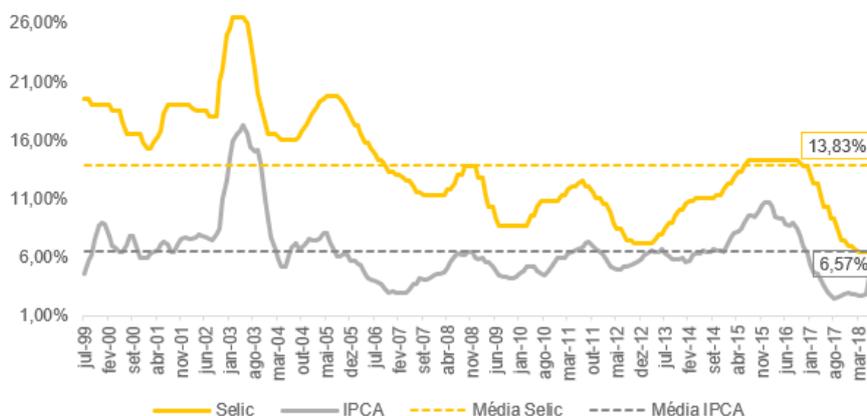
O Brasil passou por um período extremamente duro do ponto de vista econômico, com uma queda muito forte da massa salarial, juros muito elevados machucando a economia, acentuada contração do crédito entre outros fatores. Depois do impeachment da presidente Dilma e uma série de reformas implementadas pelo presidente Temer, acreditamos que a confiança do consumidor e dos empresários se recuperou a ponto de iniciar uma nova trajetória de crescimento duradoura. Claro que esse número pode ser um pouco melhor ou pior dependendo de diversos fatores, mas o fato de estarmos no campo positivo já ajuda bastante as perspectivas para a bolsa.



Fonte: FOCUS

4. Custo de oportunidade na mínima histórica (Juros Nominais atuais de 6,5%) com inflação sob controle:

A precificação de ações, quando levadas ao máximo da simplificação⁴, dependem basicamente de dois fatores: (i) valor dos lucros de uma empresa e (ii) retorno demandado pelo investidor para realizar o investimento. Sendo assim, o fato de que o custo de oportunidade medido pelo CDI está em sua mínima histórica, deveria estar estimulando os investidores para comprar mais ações. Isso não está ocorrendo, mas uma vez que a inquietação dos mercados passar, deveria começar a influenciar as decisões dos investidores.



Fonte: Bloomberg

Fonte: Bloomberg

⁴ Inúmeros outros fatores afetam essa precificação na prática como expectativas dos investidores, fluxos de capitais, atratividade das alternativas de investimento, etc.

Atualização Tese de Investimentos

Em função da forte variação do seu valor de mercado e da sua relevância em nosso portfólio, decidimos - apesar de já termos falado sobre Biotoscana na última carta⁵ - detalhar nossa visão em relação aos eventos recentes e as perspectivas futuras para a companhia. Vamos também fazer uma breve atualização sobre Eneva, a maior posição do fundo e Jereissati Participações.



Biotoscana

Um ilustre gestor de fundos do mercado brasileiro costuma brincar que “Quem ganha, ganha. Quem perde, explica”. Sendo assim retomamos o assunto de nosso investimento no Grupo Biotoscana. Escrevemos pela primeira vez sobre o investimento no início do ano, quando explicamos que estávamos animados com as perspectivas da empresa e que acreditávamos que seria um investimento bastante rentável. Desde então as ações da companhia sofreram fortemente, estando hoje em patamar 50% abaixo do início do ano.

Como gestores de ações estamos acostumados a em determinados momentos ver empresas boas terem seu potencial ignorado pelo mercado. Nessas horas é importante que tenhamos a capacidade de separar os sinais dos ruídos⁶ para tomar a decisão se estávamos certos e acreditamos que o mercado está errado, ou se nós estamos errados e é a hora de aplicar um *stop loss*. Para tal é importante voltar aos fundamentos da tese. Como explicamos na última carta a atratividade do investimento estava baseada nos seguintes pilares:

1. *Plataforma preferencial para os laboratórios de desenvolvimento.*
2. *Potencial de crescimento graças a um pipeline de moléculas já contratado.*
3. *Business asset light, com alto ROIC e grandes oportunidades de crescimento*
4. *Management de alta qualidade, com vasta experiência no setor farmacêutico, alinhados com o longo prazo da companhia*

Destes pilares, continuamos confiantes que todos permanecem validos e não houve qualquer sinal de que sua validade tenha sido abalada. A seguir vamos aprofundar um pouco cada um dos temas.

1. Plataforma preferencial para os laboratórios de desenvolvimento:

No modelo de licenciamento, o crescimento da receita da companhia ao longo do tempo está associado a capacidade da empresa de fechar novas parcerias para enriquecer o pipeline de produtos. Isso é importante para adicionar receitas novas assim como compensar perdas de eventuais produtos/parcerias já maduras, em fase de declínio, ou até mesmo parcerias que sejam descontinuadas. É normal no negócio farmacêutico que produtos maduros declinem ao longo do tempo, enquanto os recém lançados cresçam rapidamente. Olhando sob o aspecto de obtenção de novas licenças, a Biotoscana conseguiu fechar importantes parcerias novas e renovação/ampliação de outras nos últimos 24 meses.

⁵ Carta 2S2017

⁶ A relação sinal-ruído compara o nível de um sinal desejado (música, por exemplo) com o nível do ruído de fundo.

O resumo a seguir mostra a evolução de dos novos produtos e parcerias da companhia, comparados às perdas. Fica nítido que a empresa tem conseguido adicionar produtos e parcerias em velocidade e escala significativamente maior que as perdas acontecem, sendo que a única perda recente foi o caso da não renovação do contrato com Actelion, que ocorreu em circunstâncias muito específicas, pois a parceira foi adquirida pela Johnson & Johnson (mudando a sua estratégia). Dessa forma, a Biotoscana tem provado ser uma plataforma muito interessante para parceiros de R&D (alguns de muito renome) que queiram expandir as vendas de produtos de especialidade em LATAM.



Figura A: Fechamento de parcerias ao longo dos anos

É importante se atentar ao fato de que todas as parcerias fechadas recentemente não são apostas de alto risco, pois estão relacionadas a produtos que já vendem fora do Brasil desenvolvidos por empresas muito consolidadas no mercado por serem referência no desenvolvimento de novas drogas e com quem a Biotoscana tem um relacionamento de muito longa data. Abaixo vamos discorrer em mais detalhes sobre algumas das principais parcerias recém-fechadas:

Parceria com Celgene - Produto: Abraxane

A Celgene já era parceira da companhia no Brasil para venda de um produto chamado Vidaza e em 2017 decidiram estender essa parceria para venda do Abraxane, dessa vez envolvendo não apenas o Brasil, mas o México também.

O Abraxane é um medicamento aprovado no FDA⁷ para câncer de mama metastático (desde 2005), câncer de pulmão de células não pequenas (desde 2012) e câncer de pâncreas avançado (desde 2013). O uso do medicamento para câncer de Pâncreas é justamente o de maior potencial da droga e vem puxando o crescimento da mesma nos últimos anos. O produto já vende mais de US\$600mn nos EUA e ~US\$1bn para todos os países em que está aprovado (números de 2017):

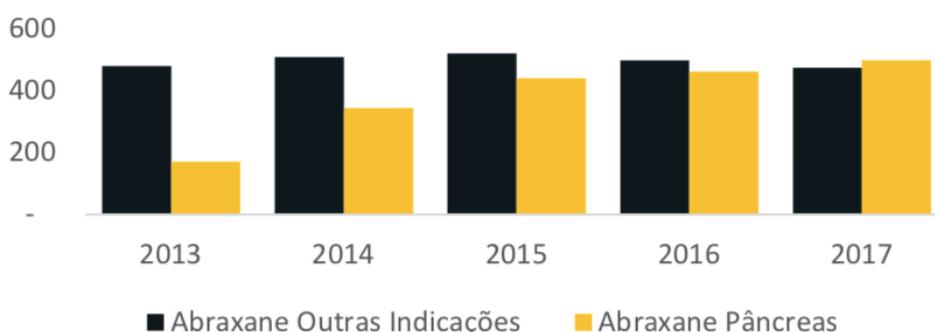


Figura B: Curva de vendas do Abraxane em milhões de US\$

⁷ Food and Drug Administration - Regulador norte americano que define autorização de comercialização para novas drogas.

No Brasil e no México esse medicamento foi aprovado para câncer de pâncreas avançado no 4T17 (indicação responsável por ~50% das vendas atuais) e a companhia já submeteu, junto aos reguladores, pedido para as outras indicações. O medicamento está no início de sua fase de ramp-up de vendas (5~6 anos), mas já vem entregando resultados animadores e acima das expectativas da companhia. O Fato da Celgene, um gigante global no mercado de Biotechs, ter confiado o Abraxane ao GBT é um selo de qualidade de gestão. Isso reforça a confiança na capacidade do time de conseguir assinar parcerias com grandes empresas.

Parceria com Eisai - Produtos: Lenvima, Halaven, Fycompa e Inovelon

Os quatro produtos envolvidos nas parcerias já são aprovados em diversos países e juntos venderam U\$969mn em 2017. A Eisai espera que as vendas atinjam pelo menos ~U\$1,2bn esse ano. O mais relevante produto dentre portfólio é o Lenvima, que foi lançado em 2014 e vem crescendo vendas de forma relevante. Hoje esse produto é aprovado no FDA para câncer de tireoide diferenciado, carcinoma celular renal e carcinoma hepatocelular em alguns países. No Brasil ele foi aprovado para câncer de tireoide diferenciado e foram submetidos à ANVISA os pedidos de autorização para as demais indicações de uso. O GBT assumiu as vendas dos medicamentos em Abril desse ano, e os resultados iniciais já são bastante promissores.

Recentemente a Merck realizou uma parceria com a Eisai onde adquiriu o direito de 50% das receitas realizadas com o Lenvima. No escopo da parceria as empresas também se comprometeram a estudar tratamentos combinados entre produto e o Keytruda (da Merck), que é um Blockbuster com potencial USD 10 bilhões em vendas anuais. A Merck vai pagar U\$300 milhões à vista e mais U\$ 5,8 bilhões condicionados a alguns milestones regulatórios e de vendas. Essa parceria fez com que diversos analistas e especialistas do setor revisassem suas expectativas de vendas anuais do Lenvima, de U\$ 1,2 bilhões para U\$2,6bn em 2028. A EISAI acredita que dependendo de aprovações para determinados usos as vendas anuais da droga poderiam atingir USD 5 bilhões.

As estimativas para curva de vendas anuais do Lenvima (no gráfico a seguir), demonstram o forte potencial de crescimento da droga nos próximos anos.

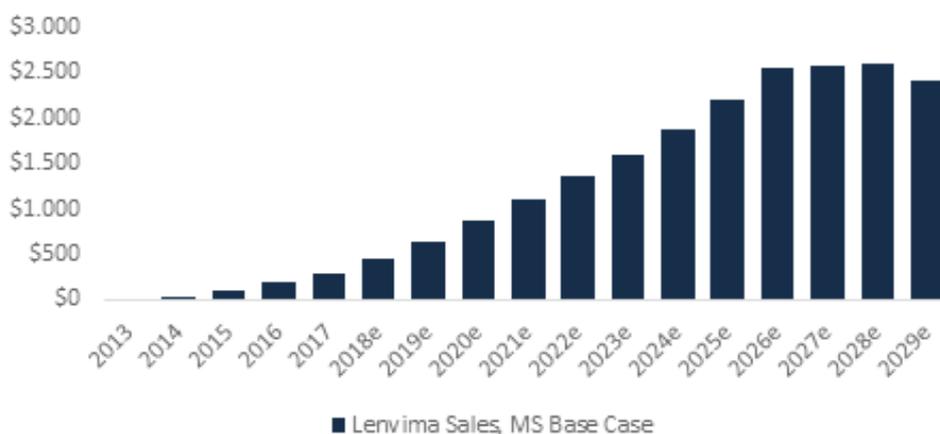


Figura C: Curva de vendas do Lenvima e expectativas do mercado em milhões de US\$

Parceria com Gilead - Produtos: Linha de HIV e Hepatite C.

A última parceria fechada pela Biotoscana foi uma extensão no seu já duradouro relacionamento com a Gilead. A extensão ocorreu com aumento de escopo territorial, incluindo todo portfólio de HIV, Hepatite C e o antifúngico Ambisome para a região Andina. Além disso, a Gilead concedeu para o GBT um direito de preferência para comercialização na Região Andina de todo seu portfólio de drogas em desenvolvimento, o que apesar de ser difícil de atribuir algum valor, demonstra a enorme confiança mutua entre as empresas.

A Gilead é líder no mercado de hepatite C, com mais de 70% de Market Share e tem investido muito em pesquisa para continuar liderando esse segmento de mercado. Analistas estimam que a linha de hepatite C tenha vendas de cerca de U\$ 2,3 bilhões em 2022 (como a Gilead criou a primeira cura completa para a doença, existia um estoque grande de pacientes que agora vem normalizando. Assim o pico de vendas globais ocorreu entre 2014 e 2016).

No mercado de drogas para o vírus HIV a companhia também foi pioneira e possui mais de 50% de Market Share. Esse ano a Gilead lançou seu mais recente produto nos Estados Unidos, o Biktarvy, que segundo analistas, tem potencial de ser o melhor produto de HIV da história da companhia. Analistas estimam que essa linha de negócios tem potencial de receita de ~U\$15bn em 2022.

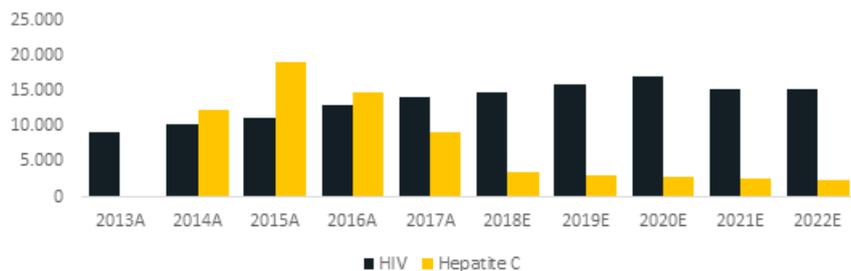


Figura D: Curva de vendas portfólios Gilead em milhões de U\$

A extensão do relacionamento da GBT com a Gilead, novamente traz um selo de qualidade de um parceiro de renome para a capacidade operacional da empresa e para o modelo de negócios de licenciamento. Isso só reforça a nossa tese que a Biotoscana é uma excelente plataforma para lançamento de novas drogas na América Latina.

2. Potencial de crescimento graças a um pipeline de moléculas já contratado:

A Biotoscana deve ter um crescimento robusto de sua receita nos próximos anos. Considerando somente (i) o *ramp up* dos produtos já lançados e o (ii) lançamento e *ramp up* dos produtos novos já contratados enxergamos um potencial de crescimento de até 60% na receita da companhia até 2021

Fizemos a seguir uma quebra do crescimento futuro de receita da empresa, em função das drogas recém lançadas e em fase de lançamento:

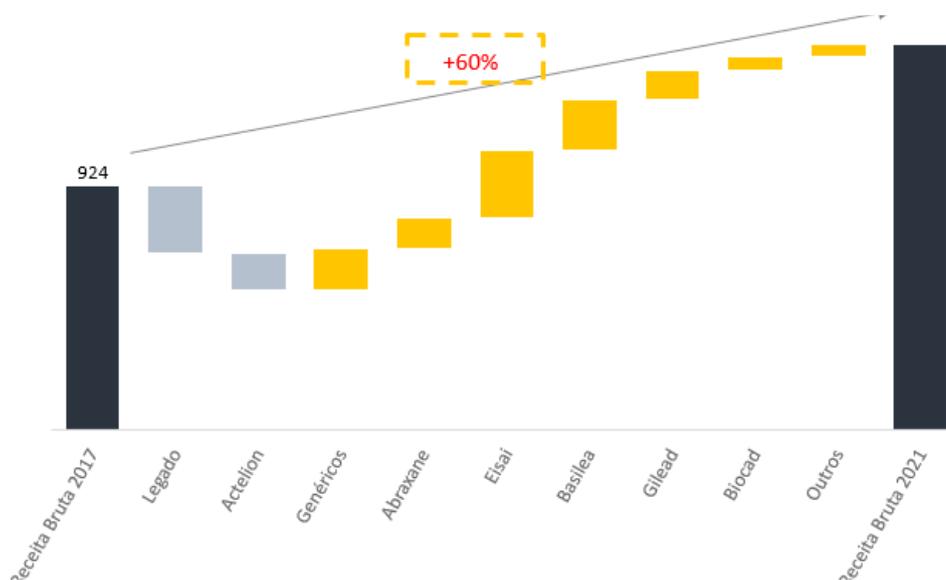
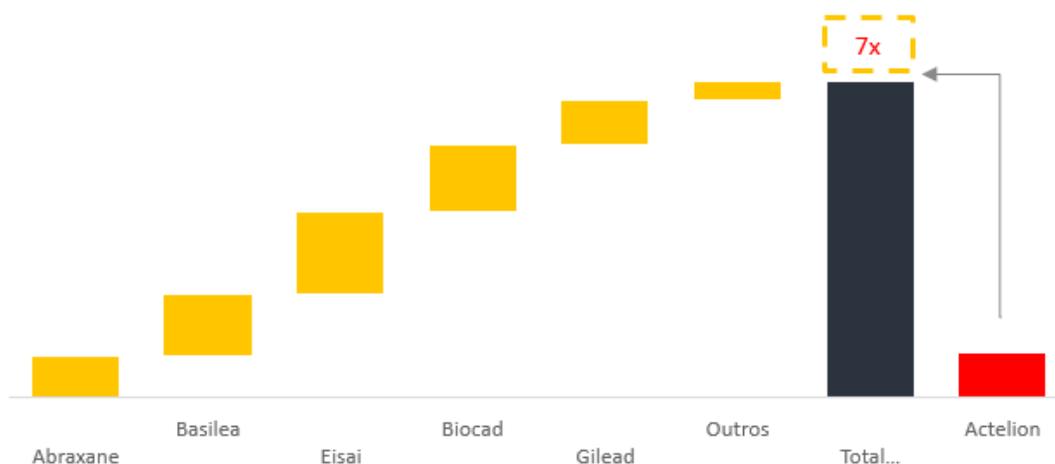


Figura E: Crescimento de Receita contrato muito relevante

A seguir realizamos uma pequena análise que ajuda a entender o impacto dos novos contratos assinados e das perdas de outros sobre o valor justo da empresa. Como é possível observar no gráfico a seguir, o aumento de valor (R\$/ação) dos produtos que estão contratados representam mais de sete vezes o impacto daquele que foi perdido com a Actelion. Já consideramos na estimativa o tempo de registro dos produtos novos, e a curva natural de maturação desse tipo de medicamento.



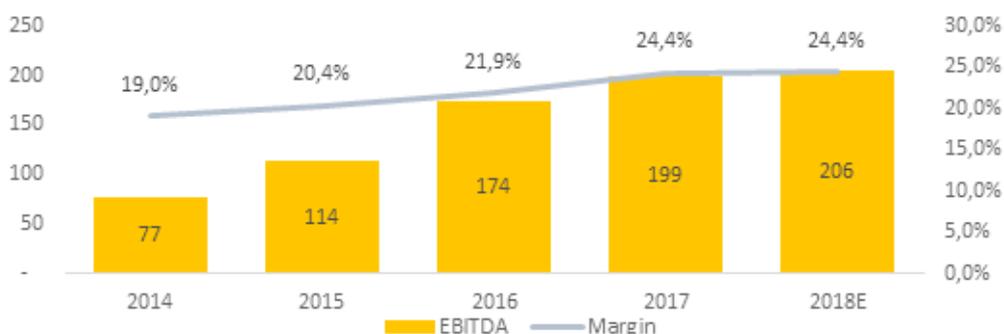
3. Business asset light, com alto ROIC e grandes oportunidades de crescimento:

Desde que escrevemos nossa última carta, não houve mudança alguma no ambiente competitivo do mercado que justifique uma visão diferente com relação ao alto retorno da companhia e as oportunidades de crescimento. Dessa forma, as características de mercado que nos atraíram inicialmente aos investimentos continuam intactas:

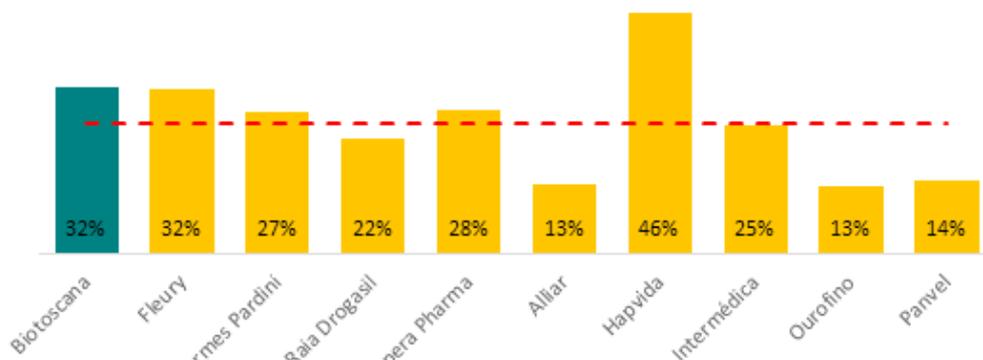
Características do mercado:

1. O mercado de P&D de drogas no mundo está cada vez mais centrado nas mãos de pesquisadores acadêmicos e de universidades e/ou Biotechs e Start-ups
2. Diferente das grandes farmacêuticas, que têm presença e distribuição global, as Biotechs atuam em um modelo de negócio mais focado no P&D do que na comercialização das drogas. Mesmo as maiores, que tem alguma estrutura de distribuição, focam seus esforços nos EUA, Europa e Japão, que são os grandes mercados.
3. Existem poucos players que atuam de forma abrangente como a Biotoscana na América Latina.

Se aproveitando deste mercado e graças a sua boa capacidade de execução o GBT teve excelentes resultados nos últimos anos. Através de aquisições bem sucedidas e crescimento orgânico, o GBT atingiu um forte crescimento de EBITDA, além de ter expandido consistentemente suas margens:



Graças às suas ótimas margens e sua estrutura de capital pouco intensiva o retorno sobre o capital da Biotoscana é muito elevado. Como base de comparação, a companhia tem um dos maiores ROIC⁸ dentre os players de Healthcare listados no Brasil:



4. Management de alta qualidade, com vasta experiência no setor farmacêutico, alinhados com o longo prazo da companhia:

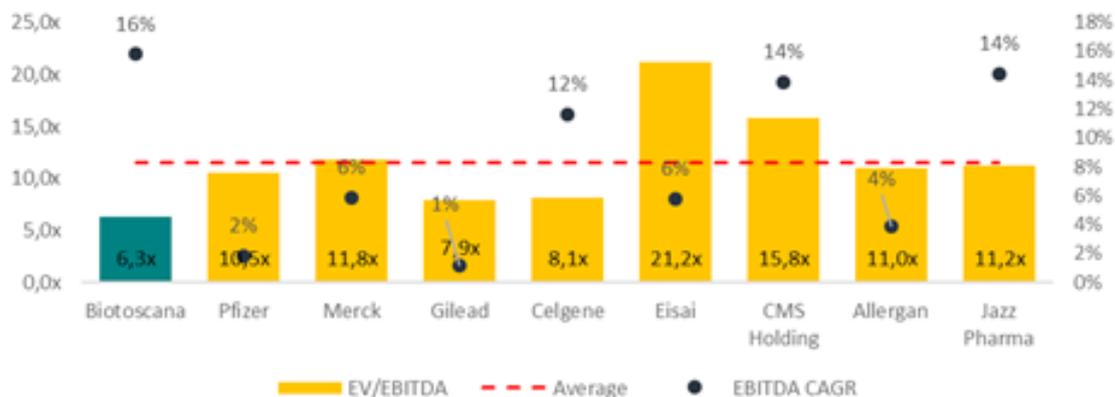
Nesse último semestre fizemos inúmeras novas interações com o time, tanto no Brasil, Argentina, Uruguai, etc. com objetivo de visitar as operações e falar com pessoas chaves da companhia. Foram 37 reuniões desde o início do nosso investimento para validar questões como potencial das moléculas, opiniões de stakeholders chave entre outros. Nossa percepção sobre qualidade do management e seu alinhamento para o longo prazo está ainda mais positiva do que antes, o que nos dá conforto em relação a capacidade de execução do plano estratégico da empresa.

Visão do Investimento:

No período, conforme resumido no gráfico abaixo, a empresa teve algumas perdas e diversas conquistas. No entanto o preço caiu ~50% desde o início do ano. Isso ajuda a reforçar a visão de quão interessante o investimento se tornou.



A Biotoscana é hoje um dos ativos mais baratos no Brasil e no mundo em relação aos peers de Healthcare. Isso a torna um investimento muito interessante considerando o potencial de crescimento contratado com um alto retorno sobre capital.



Em nossas contas, ainda que que a empresa não conquiste nenhuma nova parceria no futuro, o que achamos bastante improvável, o retorno do investimento seria muito bom. No entanto, em nossa visão, a Biotoscana deve continuar adicionando valor para o seu negócio, se beneficiando (i) do crescimento do mercado farmacêutico na América Latina e do segmento de specialties e (ii) se alavancando no valor de plataforma e na tendência de drogas novas criadas por empresas sem presença na região para fechar parcerias.

Vale mencionar também que parte relevante das operações da Biotoscana está no negócio de genéricos, onde a competição é mais forte, mas não há necessidade de conquista de licenças, e assim os riscos a isso associados. A Empresa tem um forte pipeline de lançamento desse tipo de produtos para os próximos anos, por exemplo, os produtos recém perdidos da Actelion agora estão sendo registrados pela companhia (a companhia já tem os produtos desenvolvidos, mas não os lançava pois tinha uma cláusula de não-competição no contrato com a parceira). Isso também é um upside relevante que não consideramos para frente.

Em função de todos os pontos expostos acima, acreditamos que a recente queda é uma ótima oportunidade de comprar esse ativo a um *valuation* muito descontado e que apesar da volatilidade de curto prazo, o GBT é uma plataforma muito interessante de longo prazo cujo desempenho de resultados é pouco dependente da situação político-econômica brasileira.



Eneva

Em nossa carta de junho/2017, detalhamos nossa tese de investimentos em Eneva. Na época a empresa era uma posição média de nosso fundo, com muito potencial, mas que tinha muito a se provar ainda. A nossa tese na época estava baseada em 4 pilares:

1. *Plataforma de ativos irreplicável, 100% operacional geradora de caixa;*
2. *Oportunidades de melhorias operacionais e na estrutura de capital;*
3. *Oportunidades de crescimento com altos retornos;*
4. *Time competente e acionistas de referência alinhados deveriam levar a companhia a buscar um caminho de criação de valor.*

Desde então a companhia entregou parte substancial do que que considerávamos dentro do pilar 2º acima (melhorias operacionais, e financeiras). Ela também pavimentou o caminho para viabilizar a captura das oportunidades de crescimento com alto retorno, que mencionávamos no 3º pilar.

Histórico Recente

Em outubro de 2017 a Eneva realizou um aumento de capital, onde ela levantou recursos para reorganizar o seu balanço. A companhia captou R\$ 835 milhões em recursos primários e com isso, se desalavancou, realizou operações de pré-pagamento das suas dívidas mais caras, e equilibrou a alavancagem das subsidiárias de modo a aproveitar os R\$ 1,25 bi⁹ de prejuízos fiscais acumulados presentes nas suas subsidiárias operacionais.

As operações de pré-pagamento de dívidas totalizaram cerca de R\$ 920 mm e foram financiadas com os recursos do follow-on e com a emissão de R\$ 162,3 mm em debêntures a um custo de 2,95% a.a na subsidiária Parnaíba III, que estava bem desalavancada em relação às demais. O custo médio das dívidas amortizadas é equivalente a CDI + 5,9%^{10 11}.

Na sequencia, com a companhia mais desalavancada (2,8x Dívida Líquida/EBITDA) e as operações de pré-pagamento relativas ao plano do re-IPO concluídas, a companhia está focada em executar uma série de reorganizações societárias. Estas reorganizações visam aproveitar R\$ 1,5 bi em prejuízos fiscais acumulados pela holding, e também conseguir auferir o benefício da dedutibilidade do imposto de renda sobre as despesas financeiras da holding. Essas reorganizações devem aumentar o valor da empresa em R\$ 285 mm¹² (0,90 R\$/ação).

Além das melhorias na estrutura de capital e tributária, a companhia entregou uma série de melhorias operacionais no último ano. Dentre elas, cabe destacar:

1. *Captura de sinergias provenientes da fusão entre Eneva e PGN: A companhia foi capaz de reduzir em 18% as despesas com G&A de 2016 para 2017. É esperado que em 2018 ocorra uma redução adicional de 9% no G&A;*
2. *Melhoria na disponibilidade da planta de Itaqui (carvão): A Eneva conseguiu, através de intervenções na planta, melhorar sua disponibilidade, que está em um patamar acima da contratual há 4 trimestres consecutivos. Além disso, a companhia fez uma grande manutenção na usina esse ano com o objetivo de melhorar a eficiência da planta. Esperamos que Itaqui se torne neutra ao despacho¹³ no final de 2018, quando será reestabelecido o diferimento do ICMS na importação de carvão¹⁴.*

9 Referência dez/2017

10 Considerando CDI de longo prazo de 10%

11 Inclui custo com fiança

12 Calculado com base em uma taxa de desconto de 9% a.a em termos reais

13 Usina não perde dinheiro enquanto estiver em operação, ou seja, receita variável é igual aos custos variáveis

14 Benefício tributário que foi concedido na época do investimento na planta, mas que tinha sido revogado pelo governo do Maranhão no 2º trimestre de 2016

Como falado anteriormente, a companhia vem apresentando uma forte geração de caixa como consequência da boa performance operacional dos ativos, da alta conversão de EBITDA em caixa, que é natural do modelo de negócios, e do processo de desalavancagem da companhia. Abaixo podemos ver como a geração de caixa evoluiu nos últimos 4 trimestres. Nesse período, a Eneva entregou um FCFF Recorrente correspondente a 17,4% do seu valor de mercado.



A medida que a companhia vai atingindo níveis mais reduzidos de alavancagem, essa grande geração de caixa deve ser utilizada para executar o pipeline existente de projetos de alto retorno, citados como o segundo pilar. Dentre os principais projetos podemos destacar:

Fechamento de Ciclo de UTE Parnaíba I

Atualmente, a usina Parnaíba I opera no modelo que é chamado de ciclo aberto, isto é, a geração de energia é proveniente apenas das turbinas a gás. Uma térmica de ciclo aberto, não aproveita de forma integral seu potencial de geração, uma vez que os gases de exaustão da turbina a gás que poderiam ser aproveitados, são desperdiçados. Para otimizar essa questão, foi criado o ciclo combinado, em que uma turbina a vapor que gerará energia a partir do calor dos gases de exaustão da turbina a gás é adicionada. Com a adição de uma turbina, os modelos de ciclo combinado conseguem gerar mais energia do que o ciclo aberto sem consumir gás adicional e atingir uma eficiência 50% maior.

A terminação Parnaíba I, foi desenvolvida no modelo de ciclo aberto, porém existe a possibilidade de “fechar o ciclo” desta térmica, ou seja, transformá-la em uma térmica de ciclo combinado. Esse projeto adicionaria uma capacidade de 380 MW (quase metade da capacidade atual de 676 MW) com rentabilidade extremamente alta (segundo nossos cálculos 25% a.a. + IGPM). O fechamento de ciclo envolveria R\$ 1,8 bi de investimentos e traria um aumento do valor justo da companhia de R\$ 1 bilhão.

Azulão

Outra oportunidade bastante interessante se concretizou através de um M&A recente. A Eneva anunciou no dia 22/11/2017 a aquisição do campo de gás Azulão, pertencente a Petrobrás, por USD 54 mm. Este campo está localizado na bacia dos Solimões e tem um volume de gas-in-place equivalente a 6,68 bilhões de metros cúbicos (“BCM”) de gás. O custo por m³ de gás adquirido foi de 4 centavos, vamos muito baixo quando comparado com os 6 centavos de custo em média para encontrar gás na bacia do Parnaíba. É importante salientar que, nesse ativo as reservas de gás já estão comprovadas, e sendo assim não existe risco exploratório envolvido.

Com esse campo em mãos, a companhia poderá construir uma térmica de 100 MW a 150 MW que venderá energia em um contrato de longo prazo (20 anos). Nas nossas contas, o retorno real alavancado do projeto é de cerca de 15% a.a, ou seja, muito atrativo dado o risco assumido pela companhia.

Conclusão

Nos últimos doze meses a companhia realizou um excepcional trabalho de criação de valor para os seus acionistas. Além disso o risco inerente ao ativo foi significativamente reduzido, com melhorias operacionais e redução de alavancagem financeira. Sendo assim é surpreendente para nós que o preço das ações esteja em patamar inferior atualmente. Acreditamos que hoje as ações da Eneva representam uma das melhores assimetrias de retorno versus risco da bolsa brasileira e por isso ela é a maior posição individual de nosso portfólio. Acreditamos que a compra das ações, no preço atual, deve permitir ao investidor obter um retorno acima de 30% a.a. nos próximos 5 anos.



Em nossa carta do primeiro semestre de 2017 detalhamos a nossa tese de investimentos nas ações da Jereissati participações onde explicávamos que esperávamos atingir um retorno muito interessante em nosso investimento, alavancado (i) pela boa performance operacional da Iguatemi, sua controlada operacional, e (ii) pela redução do desconto de holding da Jereissati participações. Neste segundo aspecto houve um desenvolvimento bastante relevante este ano.

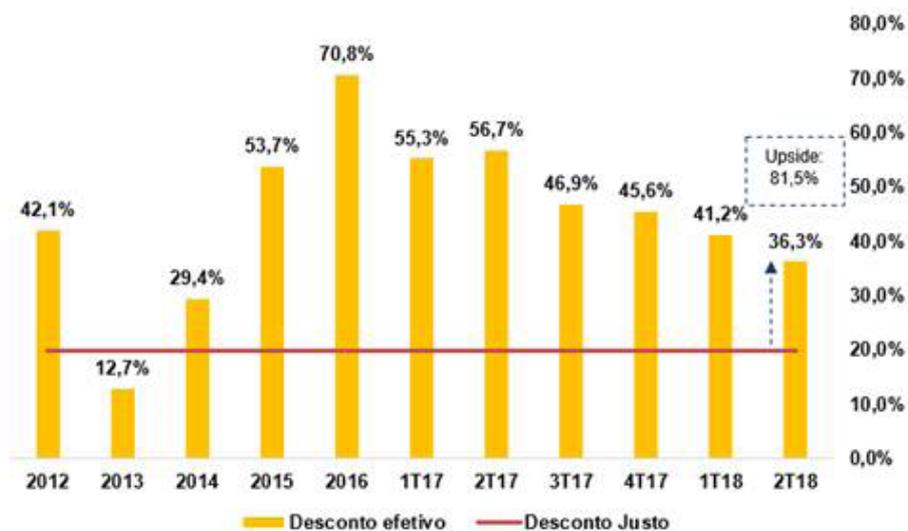
Em 18 de janeiro de 2018 foi aprovada em assembleia geral de acionistas uma mudança de estatuto da companhia onde:

1. *Foi aprovada uma conversão das ações preferenciais da companhia em ordinárias (com um pequeno prêmio de 10% para as ações ordinárias).*
2. *A companhia aderiu às principais obrigações de companhias participantes do novo mercado sendo as principais delas:*
 - *Divisão do capital social da Companhia somente em ações ordinárias;*
 - *Foi concedido o direito de tag along de 100% para as ações ordinárias (as PNs não o tinham);*
 - *Vedação à acumulação de cargos de Presidente do Conselho de Administração e Diretor Presidente ou principal executivo;*
 - *Obrigações da resolução de disputas por meio de arbitragem, por meio da Câmara de Arbitragem do Mercado;*
 - *Conselho de Administração composto por, no mínimo, 20% de membros independentes.*

Este movimento abriu o espaço para a companhia migrar ao Novo Mercado da B3. O único ponto que ainda falta é que a companhia atinja um volume de ações em circulação no mercado acima de 25%. A Previ era até a data da AGE, referida acima, signatária de um acordo de acionistas com os veículos da família Jereissati, que a tornava parte do bloco de controle. Sendo assim, de acordo com a interpretação da Bovespa, a mesma só poderá ser considerada uma acionista não controladora para efeito de float no início de 2020. O Float atual da companhia desta forma é de apenas 20,94%, abaixo do mínimo requerido pela B3. Acreditamos que no quando a Previ for reconhecida como float, a Administração da Jereissati Participações deverá solicitar à B3 a migração para o segmento de listagem diferenciado.

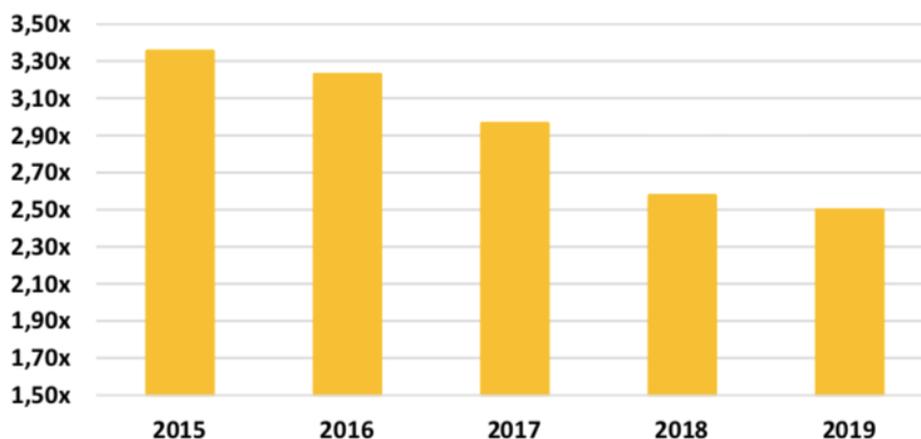
Acionistas Jereissati Participações	Stake
Familia Jereissati	60,30%
Previ	18,76%
Outros Float	20,94%
Total	100,00%

A migração para o novo mercado é um dos movimentos mais importantes para que o desconto da Jereissati para o valor da sua participação na Iguatemi seja reduzido. Junto com este movimento esperamos que alguns dos grandes acionistas da companhia como fundação Atlântico e Previ reduzam gradualmente as suas participações melhorando a liquidez das ações no mercado. Por último a percepção de qualidade de gestão e governança é uma alavanca que já percebemos mudanças no mercado. Acreditamos que um desconto justo de uma "Holding Pura" deveria ser de no máximo 20%. Como atualmente o desconto para as ações da Iguatemi está em 36,3%, há espaço para um upside imediato de 25%.



Além do fechamento do desconto o resultado operacional da Iguatemi é chave para que o nosso retorno esperado seja atingido. Sobre isso dois pontos merecem ser destacados:

- *As operações da Iguatemi continuam a evoluir de forma positiva com o lucro líquido crescendo 15% no primeiro trimestre e uma expectativa de 23% para o ano de 2018 consolidado. Em 5 anos esperamos que a Iguatemi tenha uma taxa de crescimento médio anualizado do lucro líquido de 13%.*
- *O endividamento da companhia continua a ser reduzido devendo atingir 2,6x até o final do ano. Isso junto com o crescimento significativo do lucro líquido da companhia deve abrir espaço para fortes dividendos a partir de 2019.*



Continuamos acreditando em um retorno potencial muito interessante para o nosso investimento nas ações da Jereissati, mesmo depois de uma alta expressiva desde o início do nosso investimento. A combinação de forte crescimento de lucros da Iguatemi, com a compressão do desconto excessivo de holding, deve levar a retornos acima de 25% a.a. ao longo dos próximos anos, em um negócio de baixo risco.

Atualização HIX Capital

O HIX Capital FIA, primeiro veículo gerido HIX Capital, completa 6 anos no dia 30 de agosto e teve desde o princípio, o mesmo objetivo: Atingir o alto retorno absoluto no longo prazo, através do investimento em um portfólio de empresas com alto potencial de retorno e baixo risco de perda permanente de capital. Podemos afirmar, certamente, que desde o início das atividades da gestora encaramos um período de incerteza, insegurança e extrema volatilidade no mercado acionário brasileiro e conseguimos entregar uma performance acima do Ibovespa e da taxa livre de risco, achando oportunidades pontuais em empresas resilientes e de altíssima qualidade.

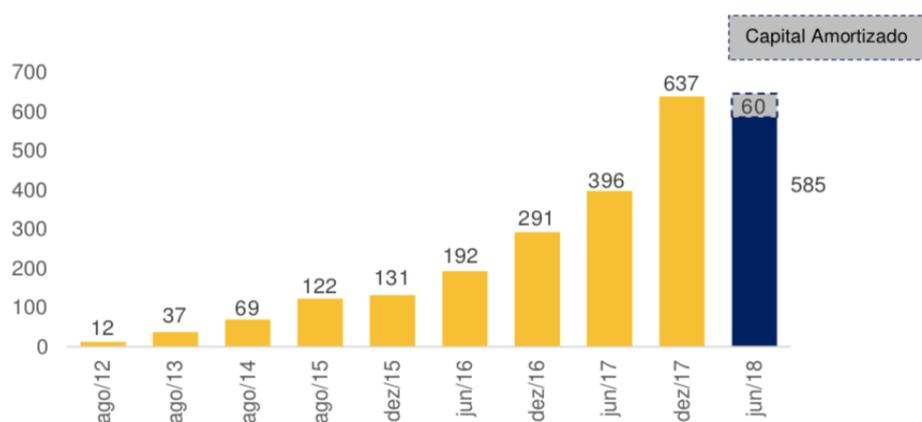
Em relação a HIX como empresa, não houve nos últimos meses, qualquer mudança em relação a filosofia e ideologia concebida pelos sócios fundadores 6 anos atrás, exceto pela vantagem de ter a bagagem e experiência colecionada ao longo do caminho, uma equipe muito mais robusta e preparada e processos mais bem estruturados. Nossa cultura baseada em trabalho duro e humildade e a vontade de estar sempre melhorando em todos os aspectos do nosso dia a dia permanece intacta.

De ponto de vista institucional, a nossa área de Investimentos continua melhorando seus processos de análise, enquanto a equipe de gestão implementou uma série de melhorias no processo de trading. Em nossas áreas de Operações e Back Office, implementamos um sistema front-office/trading muito robusto, de tal forma que todos os processos operacionais serão feitos agora de forma integrada através de sistemas. Além disso, continuamos com um forte pipeline de projetos com o objetivo de continuar aprimorando a eficiência e perfeição de todos os processos feitos pela área de Operações em conjunto com a área de Gestão e Investimentos.

Do ponto de vista da base de investidores, não houveram também grandes mudanças. Cerca de 15% do AuM da HIX pertence ao sócios, funcionários e pessoas ligadas e estão investidos nos mesmos termos e condições que nossos clientes. Além disso, cerca de 40% do passivo é representado por relacionamentos diretos, muitos que são frutos de anos de trabalho e parceria em conjunto. Consideramos um privilégio ter essa base sólida de parceiros e investidores. Apesar do momento atípico vivido pela indústria de fundos de ações, a HIX teve uma captação líquida positiva relevante durante o primeiro semestre do ano e um volume de resgates baixo.

Atualmente, cerca de 80% do AuM estão nos fundos de portfólio¹⁵ e o restante nos veículos de Co-investimento. Durante o primeiro semestre de 2018, fizemos amortizações em 3 fundos de Co-investimento¹⁶ com retornos bastante positivos.

Evolução de AuM



Apesar do cenário indefinido, continuamos animados com as perspectivas de crescimento da HIX e confiantes com a capacidade do time de continuar se aperfeiçoando e encontrando boas oportunidades de investimentos para os nossos parceiros e investidores.

Agradecemos a confiança,
Equipe HIX Capital

¹⁵ (HIX Capital FIA, HIX Institucional FIA e HIX Fund - espelho dos veículos locais para investidores estrangeiros)

¹⁶ Esses fundos fechados foram criados ao longo dos anos com o simples objetivo de investir em uma única tese, que por questões de liquidez ou limite de exposição não poderiam ter uma posição maior nos fundos abertos.



CARTA SEMESTRAL AOS INVESTIDORES

1º Semestre, 2018