

CARTA AOS INVESTIDORES DA HIX CAPITAL

1º SEMESTRE DE 2020

PREZADO INVESTIDOR,

Abordaremos os seguintes temas nesta carta:

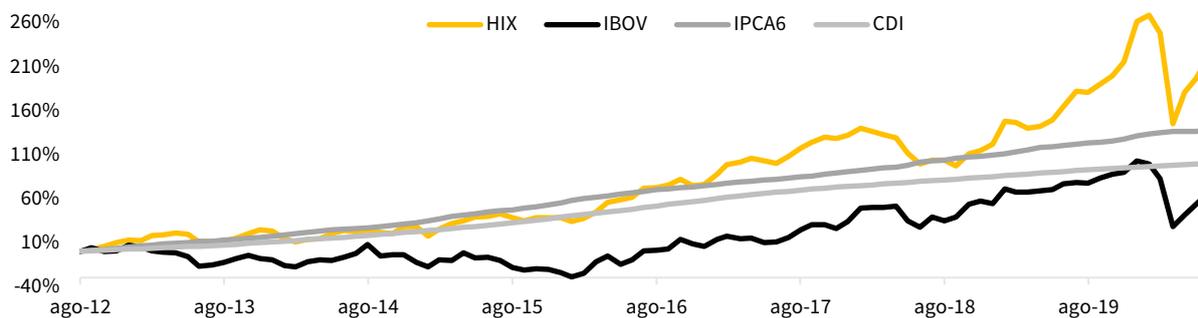
- Resultados e Cenário
- Revisão de resultados e portfólio
- Atualização sobre as empresas
- Update Institucional

"IT'S NOT SUPPOSED TO BE EASY. ANYONE WHO FINDS IT EASY IS STUPID."

Charlie Munger

SOBRE A HIX CAPITAL

Gestora independente focada em investimento em ações. O objetivo dos fundos da HIX é maximizar o retorno sobre o capital investido ao montar um portfólio concentrado em ações de empresas sólidas, com modelos de negócios vencedores, vantagens competitivas claras, simples de entender, tocadas por bons gestores e que sejam negociadas a preços atraentes. Acreditamos que a principal forma de mitigar o risco de perda permanente de capital é conhecer profundamente as empresas e os seus respectivos mercados, e investir em ativos cujo valuation tenha uma boa margem de segurança.



Ano	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	1S2020	Desde o Início
HIX INST*	-	-	-	-1,43%*	25,59%	39,33%	-0,53%	68,20%	-9,60%	160,59%
HIX FIA	13,09%	8,78%	3,86%	8,28%	27,29%	31,48%	-4,35%	63,00%	-11,46%	260,97%
HIX Prev*	-	-	-	-	-	-	-	43,13%	-7,88%	31,85%
Ibovespa	6,82%	-15,50%	-2,91%	-13,31%	38,94%	26,86%	15,03%	31,58%	-17,80%	66,63%
CDI	2,26%	8,05%	10,81%	13,25%	14,00%	9,93%	6,42%	5,96%	1,76%	99,39%

* Início do HIX Institucional FIA: novembro 2015, Início do HIX Icatu Prev: maio 2019

PREZADOS INVESTIDORES,

No primeiro semestre de 2020, o HIX Capital FIA (“HIX FIA”) teve uma queda de -11,5%, comparado a -17,8% do Ibovespa. Desde o início das atividades da HIX, o HIX FIA acumula alta de 261,0% ou 16,0% a.a., comparado à valorização de 66,6% ou 6,7% a.a. do Ibovespa, com ganho acumulado de 99,4% ou 9,1% a.a. do CDI. Desde o início das atividades, em maio de 2005, a carteira administrada pelos gestores do HIX FIA teve valorização de 1.706%, comparado a 272% do Ibovespa¹ e a 363% do CDI. Considerando que, em nossa opinião, o “risco” está associado à probabilidade de perda permanente de capital, os retornos mencionados acima foram atingidos com baixo risco em comparação ao Ibovespa. Buscamos sempre empresas sólidas com negócios defensivos, para atingir o melhor retorno em função do risco assumido.

O primeiro semestre de 2020 não poderia ser mais distinto do que o cenário que desenhamos no início do ano. Em nossa última carta (do segundo semestre de 2019) prevíamos que “(...) nos parece que 2020 será muito positivo para as empresas, puxado pela evolução da economia brasileira, que vem progredindo positivamente. As expectativas são de aceleração do crescimento do PIB, com melhoria da confiança dos agentes, queda sequencial do desemprego (associada à expansão real da massa salarial) (...)”.

A pandemia causada pelo vírus COVID-19, que se iniciou na china e se alastrou por todo o mundo virou a vida das pessoas do avesso e junto com isso descarrilhou a economia global. As bolsas de valores tiveram fortíssimas quedas, assim como a maior parte dos ativos de risco, classe à qual nossa moeda e títulos do governo se incluem. Chegamos a ver o Ibovespa e o S&P ambos medidos em dólares caindo 57% e 30% respectivamente, antes de se recuperarem para quedas de 30% e 0%². Com ímpeto salvador, os bancos centrais, através de massivas injeções de liquidez nas economias, conseguiram reverter uma desastrosa crise de liquidez que poderia levar a uma catástrofe econômica. Os governos ao mesmo tempo entraram em cena com pacotes econômicos de amparo às empresas (visando a manutenção dos empregos)

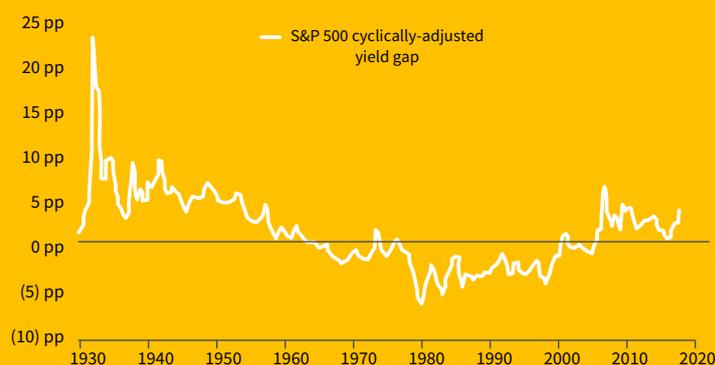
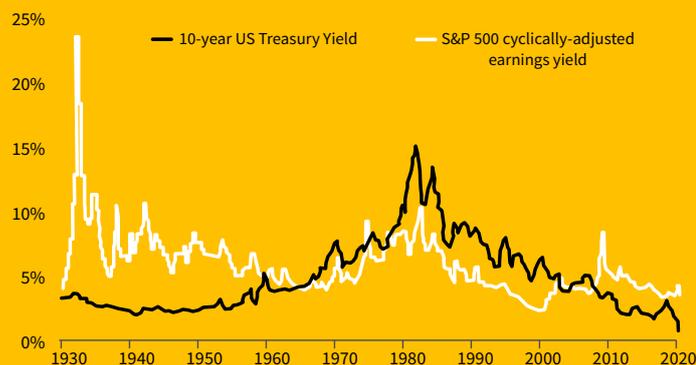
e aos indivíduos mais frágeis através de transferências diretas de recursos. O tamanho destes estímulos combinados é completamente sem precedentes no mundo moderno e até o momento a opinião do mercado é que parece ser suficiente para garantir uma recuperação econômica “em V”.

Infelizmente nos parece cedo para dizer que definitivamente já estamos livres das consequências econômicas desta pandemia. Apesar de já passado um bom tempo da imposição dos *lockdowns* nas principais capitais do mundo (com algumas já iniciando movimentos graduais de abertura), diversos setores da economia ainda sofrem profundamente. Durante os últimos meses, o gasto dos governos, muito acima de seu patamar sustentável, em conjunto com a percepção generalizada de uma situação de “força maior”, criou um estado de “transe” que ajudou a manter alguns setores acima d’água. No entanto, os setores como turismo, lazer, óleo e gás, transportes entre outros ainda sofrem danos profundos em suas operações, e nos parece possível que uma vez que a economia saia desse estado de “transe”, um grande número de reestruturações de dívida será necessário. Do outro lado da mesma moeda, muitos empregos poderiam ser perdidos colocando em risco a massa salarial. Isso pode trazer um impacto bastante substancial sobre a velocidade da recuperação econômica e eventualmente até mesmo trazer outros formatos comentados pelos economistas como um U, W ou L.

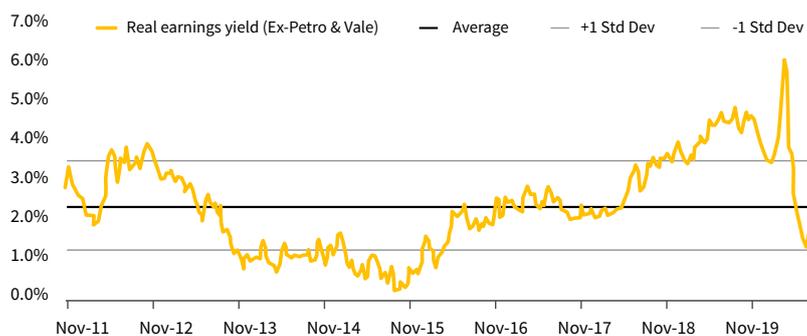
A emissão de montantes exorbitantes de moeda, associada a compra de títulos pelos bancos centrais - que vem ocorrendo agora também de forma inédita no Brasil - traz um fator complicador para a tomada de decisão dos investidores. A taxa de juros americana, tida no mundo todo como a base de retorno livre de risco, se encontra em seu menor patamar no último século fazendo com que manter o capital em ativos de baixo risco traga um retorno extremamente baixo, senão negativo. O *Earnings Yield* do S&P por outro lado, apesar de abaixo de sua média histórica, ainda permite um excesso de retorno bastante razoável, e daí a grande demanda dos investidores por ações.

¹ Inclui a Performance do Clube de Investimentos Keep Investing, de maio de 2005 até agosto de 2012. O desempenho anualizado da carteira até julho de 2020 foi de 21,0% a.a., versus 9,0% a.a. do Ibovespa. Os números dos fundos são apresentados líquidos de taxas.

² Junho 2020



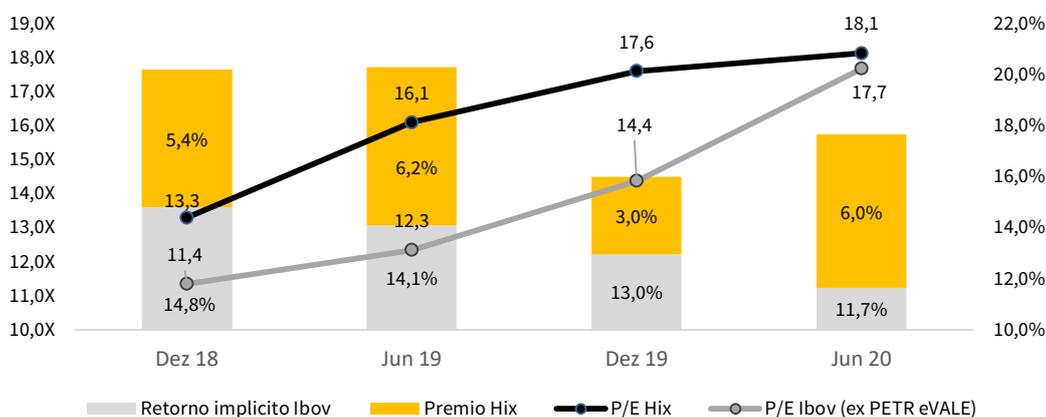
No Brasil a situação se assemelha, com o Ibovespa apresentando um *earnings yield* (12 meses à frente) pouco abaixo de sua média de 10 anos. Importante ressaltar que nesse momento os juros reais mais longos (NTN-B 2035 apresenta yield de 3,5%) quando comparados ao nível de curto prazo (SELIC apresenta juros reais negativos de aproximadamente -1%) tem um prêmio relevante. Sendo assim acreditamos que ao se somar o prêmio de prazo com o prêmio de ações, o investimento em bolsa parece ainda bastante atrativo e deve continuar alimentando o processo de *financial deepening*³.



Fonte: BTG Research

OUTRO ASPECTO IMPORTANTE DE MENCIONAR SOBRE NOSSA VISÃO DE ATRATIVIDADE DO NOSSO INVESTIMENTO EM AÇÕES É QUE TÍPICAMENTE BUSCAMOS COMPOR UMA CARTEIRA MELHOR QUE O ÍNDICE.

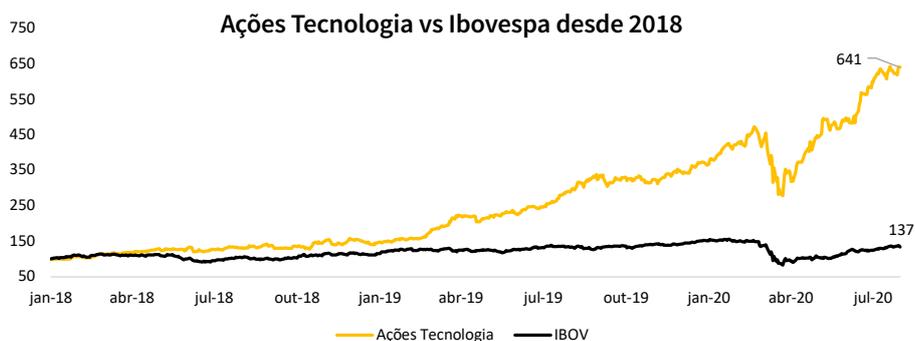
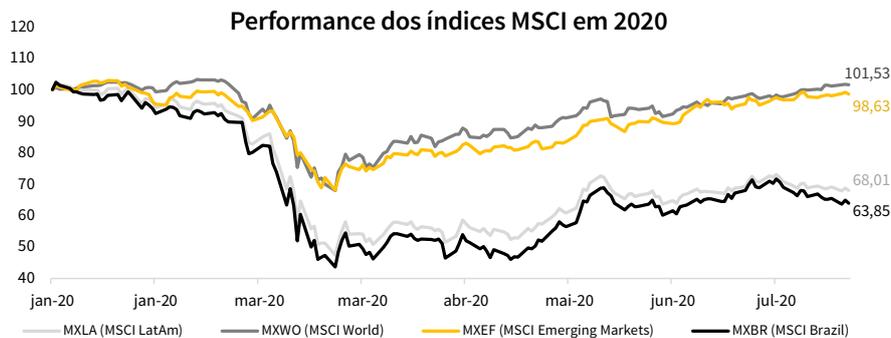
Focamos em buscar um risco menor que o Ibovespa (em nossa opinião) ao mesmo tempo que tem sido possível obter um retorno esperado para 5 anos mais elevado. Isso ocorre pois apesar do P/E do portfólio da HIX ter sido consistentemente um pouco maior do que o do Ibovespa, historicamente observamos (e esperamos que no futuro isso se mantenha) um crescimento de lucro maior das empresas do portfólio do fundo que a média do Ibovespa. O gráfico a seguir, demonstra como o prêmio de retorno esperado⁴ vem evoluindo nos últimos semestres, e está atualmente relativamente alto:



A recuperação do mercado acionário, nos últimos meses, foi quase tão intensa quanto a queda, fazendo história em relação a dimensão e velocidade de ambos movimentos. Algumas tendências se reforçaram durante a pandemia, dos quais dois valem ser comentados: (i) O mercado Brasileiro e da América Latina perdeu ainda mais espaço em relação aos emergentes e desenvolvidos. (ii) Assim como no mercado americano, o

grupo de empresas ligadas a tecnologia se beneficiou e saiu ainda mais forte, amplificando o movimento de descolamento de empresas cujas operações dependiam muito do mundo físico. Ambos os efeitos têm muito a ver com o segundo fator pois a composição dos mercados latino americanos tem um peso menor de exposição em tecnologias disruptivas.

³ Conceito bastante comentado recentemente que se refere a um aumento de profundidade e diversidade de títulos negociados e detidos no mercado de capitais.
⁴ Retorno esperado para o portfólio HIX subtraído pelo retorno Implícito no Índice Ibovespa.



A forma heterogênea de como a crise atual impacta as empresas no horizonte de curto, médio e longo prazo tem tornado a análise dos diferentes setores complexa. É aquela antiga história do paciente que teria a sua cabeça no forno e seus pés no freezer, e assim tinha uma temperatura média adequada. De um lado companhias que se beneficiam do cenário de quarentena tiveram uma expressiva valorização no ano e negociam hoje a um valuation bastante rico, entre as quais destacam-se

as operadoras de e-commerce. Do outro lado as empresas que sofreram com o cenário atual, como por exemplo empresas de shoppings e aluguel de propriedades, tiveram um reflexo bastante negativo em seus preços e valuation. Dessa forma acreditamos que o ambiente é especialmente rico para investidores capazes de encontrar empresas de alta qualidade que possam estar exageradamente depreciadas por uma visão míope do mercado.

SECTOR	PERFORMANCE (YTD)	DRAWDOWN (ATÉ 23/03/20)	RECUPERAÇÃO (PÓS 23/03/20)
Capital Goods	72,6%	-8,8%	89,3%
Pulp & Paper	25,5%	-30,8%	81,2
Retail	22,5%	-30,0%	74,9%
Metals and Mining	12,3%	-40,0%	87,3%
Car Rental & Logistics	-5,1%	-53,4%	103,9%
TMT	-8,3%	-14,0%	6,6%
Utilities	-12,7%	-34,3%	32,8%
Healthcare & Education	-14,8%	-43,0%	49,5%
Oil & Gas	-22,9%	-59,9%	92,4%
Infrastructure	-23,6%	-41,8%	31,3%
Food & Beverage	-24,8%	-36,6%	18,6%
Agribusiness	-30,8%	-56,7%	59,7%
Financials	-30,9%	-47,8%	32,2%
Real Estate	-31,6%	-51,6%	41,2%
Aerospace	-57,7%	-70,4%	43,1%
Desv padrão	30,4%	-16,0%	29,1%
Performance	-8,7%	-41,3%	56,3%

Em nossa carta de dezembro de 2019, publicada em fevereiro deste ano, comentamos como já enxergávamos alguns sinais de euforia do mercado. Na época usamos um quadro do livro *The Most Important Thing* de Howard Marks para apresentar alguns destes indicadores⁵. É inacreditável dizer que no fim de março a situação tinha se revertido completamente para o lado do pessimismo e atualmente, apenas alguns meses depois já nos vemos novamente em um ambiente com boas pitadas de euforia.

MOMENTO	PERIGOSO	ATRAENTE
Economia	Vibrante	Fraca
Perspectivas	Positivas	Negativas
Credores	Apetite	Reticentes
Mercado de Capitais	Ebuliente	Ilíquidos
Capital	Disponível	Escasso
Termos de dívida	Frouxos	Restritivos
Juros	Baixos	Altos
Spreads	Apertados	Altos
Investidores	Otimistas Sanguíneos Ansiosos por comprar	Pessimismo Stress Financeiro Desinteressados em comprar
Proprietários de ativos	Felizes em carregar	Correndo para vender
Vendedores	Poucos	Muitos
Mercados	Concorridos	Pouca atenção
Fundos	Fechados Novos gestores	Abertos Somente os melhores levantam capital
Performance Recente	Forte	Negativa
Expecativa de retornos	Baixos	Altos
Risco	Alto	Baixo
Gestores populares	Agressivos	Cautelosos e disciplinados

APROVEITANDO A RECENTE FORÇA DO MERCADO, O NÚMERO DE OFERTAS DE AÇÕES REALIZADAS E A REALIZAR ESTE ANO JÁ RETOMOU UM RITMO FRENÉTICO E ALGUNS BANQUEIROS COMENTAM QUE O PIPELINE SUPERA 50 OFERTAS.

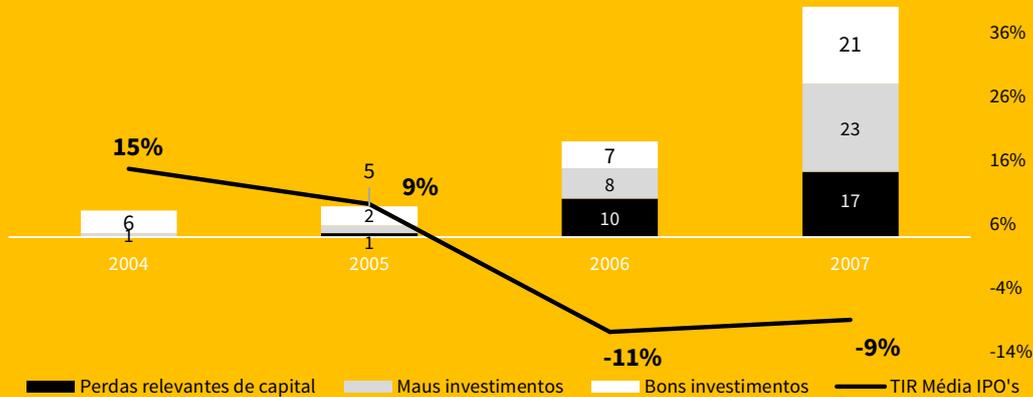
É bastante provável que se isso se confirmar teremos este ano um volume que deve fazer frente ao ano recorde de 2007. Ao mesmo tempo o volume negociado por pessoas físicas na bolsa bate recordes e anedoticamente, ao se buscar: “como comprar” no google a primeira sugestão é ações:



⁵ Normalmente buscamos não repetir quadros para não cansar nossos leitores porem neste caso a presença do mesmo se torna importante para esclarecer a mudança de situação.

HÁ APROXIMADAMENTE UM ANO ESCREVEMOS EM NOSSA CARTA SOBRE A HISTÓRIA DO CICLO DE IPOS DE 2004 A 2007. NA ÉPOCA COMENTAMOS QUE ENQUANTO AS SAFRAS DE 2004 E 2005 FORAM RAZOAVELMENTE BOAS PARA OS INVESTIDORES, AS DE 2006 E 2007 FORAM TERRÍVEIS.

Atualmente é bastante difícil não nos perguntar se a safra que estamos vendo este ano já não se assemelha aos de 2006 e 2007. Em especial nos chama a atenção o grande número de incorporadoras e bancos médios realizando IPOs e Follow Ons, setores onde a década passada já nos provou que excesso de capital é deletério para os retornos. Sendo assim devemos ser muito cuidadosos ao participar de novas ofertas.



POSICIONAMENTO HIX

Nos mantivemos atentos aos fundamentos e focados em preservação de capital durante os últimos meses. Como sempre nosso principal foco nos investimentos parte do princípio de que o retorno do capital é mais importante que o retorno sobre o capital⁶. Isso sempre permeou a forma como analisamos nossos investimentos e dessa forma nos sentimos bastante confortáveis em deixar boa parte dessas “oportunidades” passarem em prol de evitar riscos desnecessários no portfólio. Ficamos confortáveis em manter essa atitude de focar em retorno sem abrir mão de controle de risco pois podemos

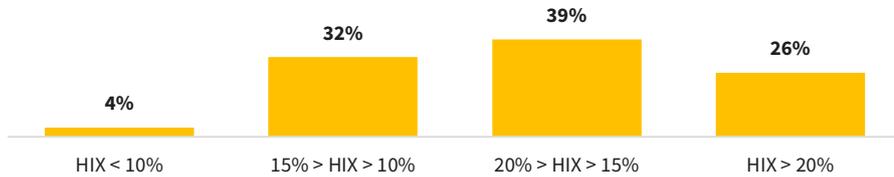
olhar para trás e ver que isso nos ajudou a manter uma consistência de retorno para nossos investidores. Trouxemos aqui algumas análises que ajudam para medir nossa performance ao longo dos ciclos.

Desde 2005 (época em que iniciamos nossa estratégia) o retorno anualizado em janelas de 5 anos tem sido consistentemente superior tanto ao custo de capital (medido por IPCA + 6%a.a.) quanto ao Ibovespa, a despeito dos diversos ciclos econômicos e políticos negativos dos últimos 10 anos:



⁶ Referencia a uma frase célebre de Howard Marks: “The worst loans are made at the best of times. This leads to capital destruction —that is, to the investment of capital in projects where the cost of capital exceeds the return on capital, and eventually to cases where there is no return of capital.”

**Distribuição do retorno anualizado em janelas de 5 anos
Retorno absoluto**

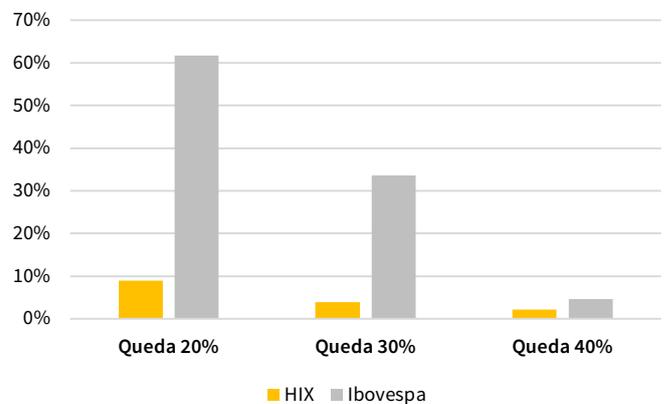


EM TERMOS ABSOLUTOS UM INVESTIDOR QUE FICOU COM A HIX PELO MENOS 5 ANOS TERIA 65% DE CHANCE DE OBTER RETORNOS MAIORES QUE 15% A.A.

Dentro desses, 26% teriam retorno acima de 20% a.a. Na outra ponta, em apenas 4% das janelas um investidor teria tido um retorno abaixo de 10% a.a e nunca abaixo de 8,1% a.a.

Também fizemos uma análise para entender o quanto o nosso fundo “testou” o *staying power* dos nossos cotistas versus o Ibovespa. Isso é relevante pois como seres humanos somos todos suscetíveis ao ímpeto de vender ativos nos momentos de baixa, quando parece que o mundo vai acabar. Computando dados desde o início do fundo em 2012, enquanto investidor que tivesse comprado Ibovespa teria 62% de probabilidade de experimentar uma perda de 20% de seu patrimônio, o mesmo investidor comprando o nosso fundo só teve 8,9% de chance da mesma queda. Para uma queda de 30% os números são igualmente interessantes com probabilidades de 34% versus 4%. No caso de perdas de mais que 40% ambos teriam uma baixa probabilidade, ainda assim temos uma vantagem com probabilidade de 4,6% versus 2,2% respectivamente.

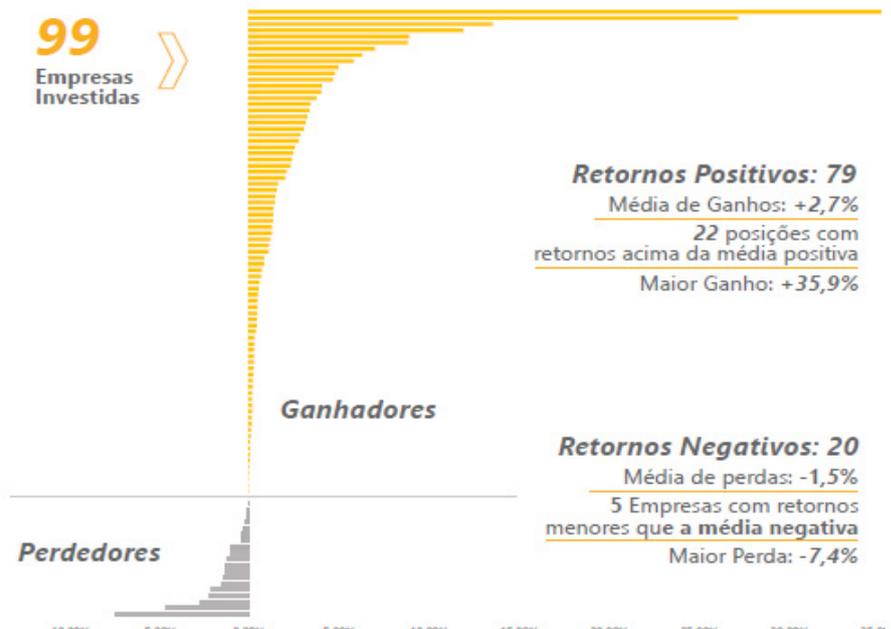
Probabilidade de Queda (em %) desde Agosto 2012



Por últimos, gostamos de medir nosso processo de seleção de ativos, para diminuir o viés da sorte ou azar dos resultados. Na média acertamos mais do que erramos por larga margem (4 para cada 5 investimentos). Além disso, também fomos assertivos no sizing com ganhos que são na média quase duas vezes maiores que as perdas:

Atribuição de Performance

O “Win Ratio” comprova a eficiência do processo de seleção de ativos e sizing



REVISÃO DE RESULTADOS & PORTFÓLIO

AS PRINCIPAIS CONTRIBUIÇÕES DE PERFORMANCE DO HIX CAPITAL FIA NO 1º SEMESTRE DE 2020 FORAM:

TOP 5 CONTRIBUIÇÕES			TOP 5 DETRATORES		
		%			%
1	Camil	1,49%	1	Jereissati	-3,65%
2	Locaweb	0,91%	2	Cogna	-2,55%
3	Eneva	0,82%	3	Vulcabras	-1,83%
4	Natura	0,64%	4	Petrobrás	-1,73%
5	Hapvida	0,64%	5	Banco ABC	-1,21%
-	Total Positivas	8,84%	-	Total Negativas	-17,51%

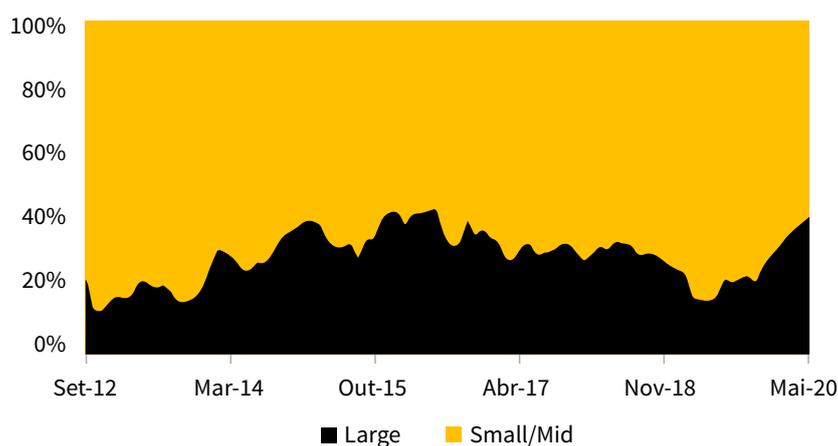
Durante o 1º semestre, devida a grande turbulência nos mercados fizemos diversas alterações na composição do portfólio. Assim que tivemos confirmação que as grandes cidades passariam por quarentenas, decidimos reajustar a carteira de modo a evitar posições em empresas que fossem frágeis, e aumentar a nossa aposta em times competentes e setores e modelos de negócios resilientes. Priorizamos a segurança no retorno do capital, nos protegendo de uma crise mais alongada ao invés de buscar o *upside* que poderia ser capturado se ela fosse mais curta. Fomos bastante críticos em nossas modelagens e revisamos as nossas projeções para todas as empresas da carteira, buscando refinar o nosso *stock picking*. Aumentamos posições em setores resilientes como o de saúde, geração de energia e alimentos e deixamos as posições em varejo serem diluídas.

A perspectiva dos resultados ponderados das empresas no nosso portfólio, graças a essa característica mais resiliente associada a bons projetos de crescimento é bastante interessante. A despeito dos efeitos negativos do ano de 2020 esperamos que a taxa média anual de crescimento entre 2019 e 2021 de receita e lucro sejam 6% e 20% a.a. respectivamente:

Crescimento Portfólio Base 100	2019	2021	20x19 a.a
Receita Líquida	100	113	6,2%
EBIT Ajust.	26	35	16,0%
Margem EBIT Ajust.	25,7%	30,7%	
LL	17	24	20,7%
Margem Líquida	16,6%	21,4%	

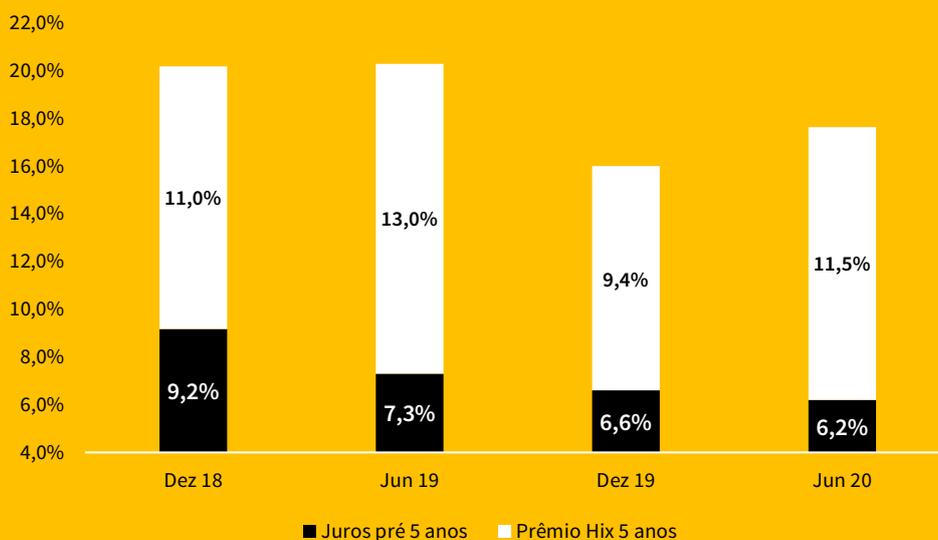
CONTINUAMOS COM NOSSA FILOSOFIA AGNÓSTICA EM RELAÇÃO A TAMANHO DE EMPRESAS, SETORES OU QUALQUER OUTRO FATOR “ENQUADRÁVEL” EM CAIXINHAS.

NOSSO FOCO É EM GERAR O MAIOR RETORNO AJUSTADO AO RISCO POSSÍVEL PARA NÓS E NOSSOS INVESTIDORES. DITO ISSO CONTINUAMOS TENDO UMA BOA EXPOSIÇÃO A PEQUENAS E MEDIAS EMPRESAS VERSUS AS *LARGE CAPS*.



Das 27 empresas que compunham o portfólio em dezembro de 2019 (com 84% de exposição), desinvestimos de dez, liberando aproximadamente 17% do nosso capital. Por outro lado, iniciamos 9 novas posições no semestre (das quais 5 já tinham sido investimentos do fundo no passado) que consumiram 23% do fundo. É importante mencionar que o caixa do fundo oscilou de 16% no início do ano para 0,5% ao fim de março, antes de terminar o semestre em 9%. As maiores posições do fundo no fechamento do semestre eram (em ordem decrescente): Eneva, Klabin, Jereissati Participações, SulAmérica, representando juntas 32% do nosso portfólio.

Atualmente, a TIR média esperada do portfólio, nos próximos 5 anos, é de 18% (comparada a 16% em dezembro e 28% no auge da crise) e o índice de preço-lucro ("P/L") da carteira para se elevou de 16,1x para 18,1x (estamos usando o múltiplo deslocado um ano para frente, 2021 ao invés de 2020, devido à baixa qualidade de comparação que os resultados de deste ano trariam). Apesar da elevação do múltiplo da nossa carteira, a taxa de retorno esperada dela tem um excesso de retorno sobre a renda fixa, alinhado com o histórico, graças a uma característica de forte crescimento (a despeito da pandemia) nas empresas que a compõe:



ATUALIZAÇÃO: TESES DE INVESTIMENTO

DEVIDO À GRANDE HETEROGENEIDADE DO IMPACTO DA SITUAÇÃO GERADA PELA PANDEMIA NOS NEGÓCIOS DAS EMPRESAS DO NOSSO PORTFÓLIO DECIDIMOS REALIZAR UMA ATUALIZAÇÃO DOS IMPACTOS DA PANDEMIA SOBRE OS NEGÓCIOS DAS MESMAS E AS PERSPECTIVAS DO INVESTIMENTO.

ENEVA

A Eneva é uma geradora de energia cuja parcela relevante do seu resultado é proveniente de uma remuneração fixa. Isso configura a companhia como uma das mais resilientes do nosso portfólio. Apesar do elevado componente fixo na receita, estimamos que o menor consumo de energia devido a quarentena, e conseqüentemente o menor despacho térmico,

acarrete uma redução de 10% no EBITDA da Eneva em 2020.

Durante o auge da pandemia, dado que o impacto na geração de caixa da companhia deveria ser bastante limitado, direcionamos nosso foco para entender quais os efeitos da pandemia nos projetos em construção (Azulão-Jaguatirica e Parnaíba V):

(i) O primeiro ponto a ser entendido era a situação de caixa e o risco de financiamento dos projetos. Nesse caso, o nível de caixa da companhia, cerca de R\$ 1,6 bi na época, e os financiamentos já contratados com BNB e BASA que estão sendo desembolsados ao longo de 2020 nos deixaram bastante tranquilos quanto ao financiamento dos projetos. Importante ressaltar que situação de caixa e alavancagem da companhia nos dava conforto mesmo no cenário em que a fusão com a AES Tietê fosse a diante;

(ii) O segundo ponto a ser entendido era o potencial atraso dos projetos e como isso impactaria a alavancagem da companhia e nosso retorno. No início da quarentena, a expectativa era de que Jaguatirica atrasasse cerca de 30 dias e Parnaíba V atrasasse 60 dias. Chegamos a desenhar cenários de estresse com até 6 meses de atraso dos projetos e a conclusão é que o impacto em valuation seria limitado, considerando que: Parnaíba V estaria operando *merchant* (início do contrato apenas em 2024) e, provavelmente a companhia buscaria junto à Aneel um *waiver* de penalidades no projeto de Azulão-Jaguatirica. Atualmente, o atraso estimado dos projetos é de cerca de 60 a 90 dias em Azulão-Jaguatirica e 150 dias em Parnaíba V;

Nossa expectativa é de que em 2021 já veremos um despacho mais normalizado e que os leilões de energia vão retomar, permitindo que a Eneva possa contratar energia para viabilizar o projeto N. Senhora de Fátima. A tese de crescimento de médio e longo prazo da Eneva permanece inalterada e baseada em:

- Exploração de novas áreas no Parnaíba (Oferta Permanente, R-13 e R-14) com possibilidade de expansão da capacidade térmica instalada com altos retornos sobre capital marginal alocado;
- Crescimento da plataforma de micro distribuição de LNG no Amazonas, via aquisição de blocos no entorno de Azulão e de reservas na bacia do Solimões;
- Construção de térmicas no sudeste do país para aproveitar oferta crescente de gás do pré-sal;
- Potencial economicidade da descoberta de óleo em Tianguar;
- M&A: Disponibilidade de alguns ativos hídricos e térmicos para aquisição;

Recentemente a Petrobras iniciou o processo de venda do Polo de Urucu, no Amazonas. Acreditamos que essa oportunidade pode trazer uma geração de valor significativa para Eneva, caso seja vencedora no processo competitivo. O Polo de Urucu tem um potencial enorme, uma vez que mais da metade do gás produzido atualmente é injetado. O grande *upside* está em criar novas soluções de monetização para o gás do polo com o intuito de aproveitar uma parcela maior da produção de gás.

Foi com essa visão que mantivemos Eneva como maior posição e chegamos a aumentar em 15% nossa participação na companhia de março a maio.

JEREISSATI PARTICIPAÇÕES (IGUATEMI)

A Jereissati como uma holding não operacional, controladora do Iguatemi Shopping Centers, estava no grupo das empresas que foram significativamente afetadas pela quarentena. Os shoppings ficaram quase que totalmente fechados na maioria dos estados durante os primeiros meses da pandemia e portfólio da Iguatemi não foi diferente com uma ABL aberta de 1,3% e 13,9% do total em abril e maio. Nesse cenário, nas primeiras semanas da pandemia, o preço da ação da companhia chegou a cair mais de 50% e o desconto de holding abriu para ~37% versus um patamar de 28-30% no início do ano.

No primeiro momento, a nossa principal preocupação foi de certificar que a companhia possuía posição de caixa sólida para honrar suas dívidas e obrigações de curto-prazo no cenário da sua receita cair drasticamente em 2020, dado que mesmo com a reabertura dos shoppings nos meses seguintes, a população continuaria com medo de se expor a locais fechados. A empresa parecia passar pelo teste de stress pois

a Iguatemi possuía uma posição de caixa de R\$ 1,0 bilhão, o que era suficiente para cobrir a amortização de suas dívidas em 2020 de R\$ 100,0 milhões e honrar com suas obrigações operacionais. Já com esse diagnóstico feito aproveitamos a forte queda dos papéis para aumentar nossa posição na empresa em um preço que julgamos muito atrativos olhando um horizonte de longo prazo.

Ainda ao longo dos meses subsequentes vimos a companhia fortalecer a sua posição de caixa através de novas emissões, terminando o 2T20 com uma posição de caixa de R\$1,2 bilhões via a vis uma amortização de dívida de apenas R\$ 33,0 milhões no segundo semestre. Acreditamos que o pior para esse segmento já passou – os shoppings já estão quase todos reabertos e o fluxo de pessoas está retomando gradualmente. Acreditamos que as vendas devem continuar aquém do nível normalizado por um tempo e que somente retornarão para os patamares de 2019 em meados de 2022. No entanto, o curto-prazo interfere pouco no valor da companhia.

Na perspectiva de médio e longo-prazo, o crescimento do e-commerce no varejo impulsionado pela pandemia aumentou o risco de disrupção no segmento de shopping centers, dado que houve uma migração dos compradores para o online durante a quarentena, e que parte disso deveria ser permanente. Por outro lado, acreditamos que shoppings bem localizados, em regiões com alta densidade populacional, bem geridos e com mix variado de serviços e restaurantes, como é

o caso dos shoppings do portfólio da Iguatemi, continuarão sendo destino para entretenimento e atividades de comércio experimental, não apenas locais de transações comerciais frias. Vale ressaltar, que mesmo em outros países, onde a penetração do e-commerce no varejo é muito maior do que no Brasil, os shoppings premium e bem geridos continuam performando bem.

SULAMÉRICA

A SulAmérica é uma seguradora focada em saúde, setor que está no epicentro da crise gerada pela pandemia de COVID-19. Ironicamente esse foi um dos segmentos positivamente afetados no curto prazo e com pouco impacto no longo prazo. Logo nos primeiros meses de proliferação do vírus nós vivenciamos um incentivo dos governos para uma quarentena voluntária que em conjunto com o próprio medo da população de se expor ao contágio, reduziu drasticamente a frequência dos planos de saúde. A importante redução de consultas e procedimentos eletivos de saúde como: exames, cirurgias eletivas, e até mesmo urgências⁷ mais do que compensou a elevação do número de internações derivadas do COVID-19. Isso significou uma redução de receita para os prestadores⁸ relevante, que para as operadoras e seguradores de saúde se reflete como queda nos custos assistenciais, que já podem ser observadas nos resultados reportados referentes ao segundo trimestre de 2020 e nas publicações da ANS durante o período⁹.

Olhando para médio e longo prazo, o aumento do desemprego deixa o ambiente do setor mais desafiador, devido tanto a uma queda natural de base de beneficiários ligada ao trabalho formal quanto a uma queda de renda que pode trazer movimento de *trade down* nos planos de saúde. Por outro lado, existe um outro movimento pouco comentado que é o crescimento da tecnologia na gestão de saúde, via

telemedicina principalmente, e talvez um desincentivo ao uso exagerado de pronto-socorro e exames, que podem ajudar a gestão de custos assistenciais das operadoras e seguradoras no futuro. Além disso a SulAmérica concluiu recentemente a venda da sua operação de seguros auto e massificados, se tornando uma companhia com foco quase que total em saúde. Entendemos que o benefício trazido pelo aumento do foco no core business deve trazer melhorias importante para o negócio no longo prazo.

Aproveitamos o momento de pânico do mercado no anúncio do lockdown para aumentar substancialmente nossa posição na companhia e mantivemos a posição como umas das maiores do fundo.

Os próximos trimestres da companhia terão resultados voláteis nos próximos períodos, ajudados pela redução de frequência até o momento em que se inicie uma reversão e procedimento eletivos voltem com muita força, para só depois retornarmos a curva normal. Porém isso muda muito pouco o valor da companhia, e julgamos como mais importante o fato da companhia ter um time de gestão de primeira linha que está trabalhando com foco em entregar uma saúde melhor e mais inteligente¹⁰, fator que será chave para manter a companhia em sua posição de liderança no seu mercado.

⁷ Houve uma importante redução no número de acidentes graves durante o período de lockdown.

⁸ Hospitais, laboratórios de diagnósticos etc. ANAHP espera uma queda de 30% nas receitas dos hospitais em 2020

⁹ Agência Nacional de Saúde

¹⁰ A iniciativa de Cuidado Coordenado da companhia mais que dobrou nos últimos 12 meses

HAPVIDA

Assim como a SulAmérica, a Hapvida também está no setor de planos de saúde, porém ela é uma operadora verticalizada, ou seja, boa parte da assistência aos seus beneficiários é prestada por sua própria rede de clínicas, laboratórios e hospitais. Os efeitos de curto prazo são muito similares ao que já comentamos, porém, a Hapvida tem uma maior base de custos fixos, consequentemente deve ter um impacto de redução de

custos inferior ao da SulAmérica pela queda de frequência na sua rede. Essa menor sensibilidade a frequência também existe para o segundo momento, de retomada de exames, onde a companhia deve ter um incremento de custos assistenciais menos relevantes do que seus pares não verticalizados. Também aproveitamos a queda das ações da Hapvida durante a pandemia para aumentar nossa participação na companhia.

Os desafios de médio e longo prazo para a Hapvida são os mesmos, porém a companhia está muito bem posicionada para um cenário mais adverso de emprego e renda. Hoje ela é, de longe, o player com escala mais barato do setor¹¹, servindo de porta de entrada para muitos beneficiários que estão migrando da saúde pública para a privada. Porém, em um momento de dificuldade de renda a companhia acaba capturando também uma parcela relevante do movimento de *trade down* que pode acontecer, o que traz uma característica de resiliência única ao negócio, que navega bem em qualquer cenário de renda.

Além de ter um preço extremamente competitivo, a companhia trabalha com margens muito acima da média da indústria¹². A combinação desses dois fatores e a competência do time de gestão que sabe muito bem usá-los que gera o Flywheel¹³ da Hapvida.

Esse Flywheel é o grande motor de geração de valor da Hapvida, e dado a discrepância de rentabilidade e preços versus seus concorrentes, a companhia pode repassar apenas 90% dos ganhos diretamente aos consumidores e usar 10% para “apostar” em novas iniciativas de saúde como a Maida.Health, braço de tecnologia do Grupo. Quem sabe daí podem sair formas de acelerar o acesso a saúde ou de explorar outras avenidas na sua cadeia de valor como telemedicina, serviços de benefícios para medicamentos, serviços de gestão para prestadores ou pagadores de ticket alto¹⁴. Esse braço hoje não tem valor nenhum, mas existe alguma probabilidade de gerarem negócios tão relevantes quanto o próprio Sistema Hapvida.

Essa combinação de forte resiliência, ancorada na posição competitiva atual da Hapvida que ano após ano apenas fica maior, e opcionalidades relevantes, baseadas principalmente em um setor cheio de ineficiências para serem exploradas e na posição única da companhia para mudar isso, é o que nos

fazem enxergar a Hapvida como um negócio único que, apesar de ter sido fundada em 1979 e já ter feito muito até aqui, está ainda nos primeiros dias no seu caminho de “assegurar o acesso a saúde e promover o bem-estar à nossa gente”¹⁵.

1. Preços extremamente competitivos atraem usuários, independente do crescimento de renda.

2. Maior base de usuários permite a companhia gerir com mais escala seus ativos, potencialmente reduzindo sinistralidade, além de naturalmente trazer uma redução de despesas corporativas vis a vis o tamanho do negócio.

3. Esse aumento de rentabilidade marginal pode ser repassado integralmente ao consumidor sem onerar a posição competitiva da Hapvida (que já é múltiplas vezes mais rentável que seus pares), dessa forma a companhia vai aumentar seus preços bem abaixo da indústria.

4. Voltamos para o primeiro ponto, os preços da Hapvida irão ficar ainda mais competitivos, que não só a colocam numa posição ainda mais relevante de consolidador, como potencialmente aumentam seu mercado endereçável, se o movimento for alinhado com um crescimento de renda no país.

¹¹ Em 2019 o ticket médio da Hapvida foi 49% abaixo da média setorial

¹² Em 2019 a margem de underwriting da Hapvida foi 3x acima da média setorial

¹³ Para quem quiser entender mais sobre o tema: <https://medium.com/swlh/the-amazing-flywheel-effect-80a0a21a5ea7>

¹⁴ Existe um playbook relevante para ser explorado observando o caminho de criação de valor do sistema Optum pela United Health Group nos Estados Unidos.

¹⁵ Propósito do grupo, fonte: <https://www.hapvida.com.br/site/institucional>

KLABIN

A Klabin é uma produtora integrada de papéis e cartões para embalagens, sacos industriais, embalagens de papelão ondulado e celulose. Durante a quarentena, houve um aumento de consumo em casa e por isso esperávamos um resultado resiliente para Klabin dada a sua relevante exposição aos setores de primeira necessidade como alimentos, bebidas, higiene e limpeza. Com relação aos preços de celulose, nossa visão era que os níveis já deprimidos no começo da pandemia limitavam o *downside*, considerando que em torno de 15% dos produtores já estavam operando com prejuízo.

Com uma certa tranquilidade em relação ao resultado operacional focamos nossos esforços de análise em potenciais impactos da pandemia no projeto Puma II, ainda em fase de construção. Inevitavelmente por questões sanitárias nossa expectativa era de atraso no cronograma do projeto. Entretanto, entendemos que os efeitos seriam reduzidos levando em consideração que potenciais atrasos ocorreriam apenas no cronograma da máquina 1, cujo início de operação estava inicialmente previsto para meados de 2021. A máquina 2 está prevista para entrar em operação apenas em 2023 com início

da construção em meados de 2021, resultando em pequeno impacto no valor presente do projeto. Além disso o financiamento do projeto e das operações da companhia estavam bem equacionados, considerando que a Klabin possuía ao final do 4T19 R\$ 9,7 bi em caixa, e financiamentos contratados e ainda não sacados equivalentes ao capex que será desembolsado até a conclusão do projeto. O cronograma de amortização de dívida da empresa é de apenas R\$ 1,6 bi até o final de 2021, a companhia não possui covenants e é geradora de caixa;

Olhando para o curto prazo, a acentuada desvalorização do Real melhorou sensivelmente as perspectivas de rentabilidade da empresa e do projeto Puma II. Além disso, o Real se desvalorizou contra todas as moedas mais relevantes para a curva de custo da celulose, inclusive o Renminbi (moeda da China), o que permite que a Klabin se beneficie dessa nova rentabilidade de forma mais sustentável.

Com relação a perspectiva de médio e longo prazo, acreditamos que a Klabin possa continuar em sua trajetória de crescimento com bons retornos. A aceleração da penetração do e-commerce vem sustentando o aumento de demanda por embalagens. Para a celulose a quarentena impulsiona a digitalização e, por consequência, acelera a redução de demanda dos papéis de imprimir e escrever, por outro lado a maior preocupação com a higiene vem compensando isso com aumento no consumo de papéis tissue. Além disso, uma maior preocupação com a sustentabilidade deve acelerar duas mudanças muito importantes: a substituição do plástico de uso único (sacolas, canudos, talheres, copos, entre outros) por papel; e o avanço da regulação do mercado de crédito de carbono, possibilitando a Klabin extrair ainda mais valor do seu ativo biológico. Diante desse cenário, decidimos aumentar substancialmente nossa participação na Klabin em março e abril.

CENTAURO

A companhia está inserida no segmento de varejo talvez mais afetado pelo avanço da pandemia ao longo desse ano. Logo na segunda quinzena de março e início de abril o segmento estava com vendas 90% abaixo do período pré-pandemia, e isso foi se acomodando e chegamos a última semana de julho com uma queda de 30%¹⁶. Sendo assim inicialmente não fizemos qualquer movimento em nossa pequena posição nas ações da companhia. No entanto assim que a crise de liquidez foi superada a companhia realizou um *follow on* para reforçar a sua posição de liquidez e dar tranquilidade para executar a já anunciada transação com a Nike no Brasil. Sendo assim, após ganhar conforto que a falta de liquidez não estrangulava a oportunidade de crescimento da Centauro aumentamos nossa posição nas ações da mesma.

No curto prazo, o impacto dessa situação foi, e continuará sendo, severo para a companhia, mas com alguns atenuantes que nos deram um bom conforto para não só manter como aumentar nossa posição que são (i) uma penetração relevante de vendas online, que estão mais que dobrando ano contra ano e ajudando na equalização de estoques e caixa no curto prazo, (ii) um balanço com uma boa posição de caixa de recebíveis, em que enxergávamos algum risco de precisar levantar capital dado o compromisso que a empresa firmou de comprar as operações da Nike Brasil, mas caso isso acontecesse estaríamos dispostos a acompanhar a oferta¹⁷ e (iii) uma proposta de valor muito superior aos seus pares somada a um time muito competente e que sabe muito bem como operar em águas turbulentas¹⁸.

No longo prazo a Centauro deve acabar se beneficiando desse momento ao se aproveitar do vácuo deixado por outros varejistas de menor porte para expandir suas operações em bons pontos e boas condições. Além disso, a pandemia reforça a proposta de valor da Centauro, pautada na digitalização e omnicanalidade. Acreditamos que essa avenida digital possa avançar vários anos ao longo de 2020, aumentando a distância entre a companhia e seus concorrentes.

Por fim, hoje a Centauro nos parece um bom investimento olhando para o cenário de médio prazo apenas como uma varejista que tem um grande potencial de expansão. O que nos faz ver a empresa como um ótimo investimento é o fato de que existem diversas opcionalidades não refletidas em seu valor de mercado. Para citar algumas delas: (i) A aquisição da Nike Brasil, após integrado, deve melhorar muito a proposta de valor da empresa com relação ao sortimento e eficiência logística (custo e tempo de entrega) (ii) Empresa está muito muito bem preparada para liderar a revolução tecnológica de seu segmento e o canal digital¹⁹ pode representar muito mais do negócio do que visualizamos hoje (iii) Os dois fatores anteriores e a expansão de área reforçam o ecossistema de esportes do Grupo, que eventualmente pode permitir a exploração de novas avenidas de crescimento como lojas de rua, formato de lojas menores (com venda omnicanal muito representativa) e até inserções menos óbvias no mundo dos esportes como plataformas para *personal training*, futebol e outros.

¹⁶ Cielo | ICVA - Índice Cielo do Varejo Ampliado

¹⁷ A oferta de fato aconteceu e conseguimos comprar mais naquele momento

¹⁸ Vide a própria Centauro de 2015 e 2016

¹⁹ Vale ressaltar que não gostamos dessa visão de canal físico versus digital, só colocamos dessa forma para facilitar compreensão

NATURA

Adicionamos uma posição na Natura & Co (“Natura”) no início deste ano e acreditamos que por não ter escrito sobre ela anteriormente, precisamos realizar um detalhamento maior sobre nossa tese de investimentos. Fundada em 1969 por Luiz Seabra, a Natura se transformou na última década no 4º maior grupo de higiene pessoal, perfumaria e cosméticos (HPPC) do mundo com mais de R\$33 bi de faturamento líquido, atuação em 100 países, 200 milhões de consumidores alcançados, 6,3 milhões de consultoras de vendas e 3.556 lojas. Acreditamos que a Natura possui a rara combinação de modelo de negócios gerador de caixa e com crescimento marginal bastante rentável, marcas globais icônicas, excelente time de gestão e um potencial ganho adicional de sinergias significativas da aquisição da Avon, concluída no início de 2020.

A Natura, que ainda é controlada pelos seus três fundadores, possui hoje atuação global, multimarca e multicanal através de suas quatro marcas: Natura, Avon, The Body Shop e Aesop. Na América Latina, que responde por cerca de 60% do resultado operacional da companhia, a Natura opera principalmente através de um exército de mais de quatro milhões de consultoras das marcas Natura e Avon. Na Europa e Ásia ela opera através de lojas das marcas The Body Shop e Aesop e da venda direta da Avon com outras duas milhões de consultoras. Além das operações citadas, todas as marcas possuem suas próprias operações de e-commerce, que mostraram um expressivo crescimento durante o período recente de *lockdown* que atingiu os continentes em diferentes momentos ao longo do 1º semestre de 2020.

Em janeiro deste ano, a Natura concluiu a aquisição das operações da Avon fora dos EUA e iniciou imediatamente um intenso processo de integração das operações e revitalização da marca Avon, que deve ser concluído apenas nos próximos anos. Um passo importante, em nossa visão, foi a segregação das lideranças por geografia entre América Latina, com a união das marcas Natura e Avon sob o comando do robusto

time que liderava a Natura no Brasil e Avon Internacional, sob a liderança da Angela Cretu, executiva de longa data da Avon e responsável pela Europa Central antes da união com a Natura. Em abril, a Natura revisou suas estimativas de sinergias com esta integração de US\$200-300 milhões para US\$300-400 milhões. Além de sinergias significativas, acreditamos que o time da Natura conseguirá reverter um processo de ineficiência das operações da Avon, que sofreu com uma fraca liderança dentro do grupo L’Oreal por diversos anos.

Sobre os impactos do Covid-19 nas operações da Natura, acreditamos que os efeitos das medidas de distanciamento impostas pelos governos tiveram um impacto relevante nas operações da Natura, porém menor que a nossa expectativa no final de março. As vendas diretas da companhia, responsáveis pela maior parte do resultado operacional do grupo, se provaram mais resilientes que o esperado. As consultoras de venda, verdadeiras empreendedoras que sempre tiveram um contato muito próximo aos seus clientes, continuaram suas vendas através de aplicativos de mensagens e ferramentas de vendas digitais da Natura. Já as operações da Aesop e The Body Shop viram no grande crescimento do e-commerce uma forma de compensar a perda de vendas de suas lojas fechadas. Acreditamos que um dos efeitos positivos do *lockdown* seja a aceleração dos esforços de digitalização das consultoras, que devem trazer muita eficiência ao modelo de negócios das consultoras.

Liquidez: Em maio de 2020, a Natura anunciou um aumento de capital de R\$2,0 bilhões, do qual participamos, e o levantamento de uma dívida adicional de R\$750 milhões para fortalecer sua posição de caixa e atravessar com mais tranquilidade os efeitos da pandemia. Vale ressaltar que na nossa visão o aumento de capital destaca o conservadorismo dos controladores da Natura, que contava com uma posição de caixa de R\$4,6 bilhões em março e possui parte relevante do vencimento de suas dívidas a partir de 2022.

CAMIL

Desde o seu IPO em 2017, a Camil nunca teve um ano normal de resultados. Em 2017 houve no mercado brasileiro um excesso de produção de arroz com base na semente 424; Em 2018 a greve dos caminhoneiros afetou fortemente os resultados da companhia que tem como frete uma de suas despesas mais relevantes. Já em 2019 houve no mercado um nível de competição no segmento de arroz que não se via a 20 anos. Nossa visão sempre foi a de que os resultados dos últimos 3 anos estavam muito aquém do que a companhia deveria ser capaz de realizar de forma mais normalizada, visão não compactuada com

o mercado, afinal três anos já pareciam demonstrar a rentabilidade efetiva da operação. Além da crença que as dinâmicas de mercado eram atípicas, observamos evoluções positivas na gestão da companhia com (i) A integração da aquisição da SLC Alimentos, com captura de sinergias (logísticas, industriais e administrativas); (ii) Um trabalho de otimização logística com redução dos gastos com frete; (iii) Uma sequencial melhoria na política de *pricing*; (iv) Adequação industrial da operação de pescados e planta de empacotamento própria de açúcar (Super Barra), entre outras.

Surpreendentemente em 2020, por conta do COVID, a Camil terá mais um ano atípico. Porém, nesse caso, a companhia vem sendo beneficiada e os resultados deverão ser mais elevados do que a normalidade. No início da quarentena vimos alguns movimentos que foram relevantes para a empresa:

- Companhia começou a operar fábricas no limite da capacidade para atender a demanda do varejo;
- Produtores de arroz²⁰ se aproveitaram em um primeiro momento da situação para elevar preço;
- Preços de exportação ficaram muito atrativos devido ao USD elevado e restrição de exportações na Ásia. Além de causar pressão adicional de alta nos preços do mercado interno devido a paridade de exportação, players que geralmente tem uma política de preços mais descontada direcionaram volumes do mercado interno para o externo, permitindo que a Camil ganhasse espaço de gôndola;
- Dinâmica competitiva melhorou de forma relevante e companhia conseguiu repassar preços para o varejo;

²⁰ Importante mencionar que a Camil não produz arroz, apenas o beneficia.

Vendo essa tendência, que se confirmou ser muito positiva no resultado do último trimestre, aumentamos de forma relevante nossa posição no final de março, tornando-a umas das maiores posições do fundo. Naquele momento a *valuation* era bastante atrativo considerando um resultado mais normalizado no longo prazo. Como bônus existia a dinâmica de curto prazo positiva causada pelo COVID e enxergávamos a possibilidade de que caso o USD se mantivesse estruturalmente mais alto, a dinâmica competitiva de longo prazo no mercado de arroz poderia melhorar bastante com a criação de um mercado de exportação, antes quase inexistente no Brasil, ajudando a Camil ganhar *share* no mercado interno.

Nos preços que a companhia vinha negociando no período pré-pandemia, o mercado perpetuava os resultados ruins dos últimos anos. Atualmente, dado que não é mais segredo que a pandemia teve efeito positivo sobre os resultados da companhia, acreditamos que o mercado está perpetuando um resultado estruturalmente mais alto que o normal. Dessa forma, após valorização de mais de 70%, reduzimos a relevância das ações da companhia no portfólio.

RUMO

Durante o pânico dos mercados e meses em que o isolamento social atingiu seus picos, uma das nossas abordagens na construção da carteira foi procurar empresas que estavam baratas e seriam pouco impactadas, ou até beneficiadas, pela pandemia. Nesse contexto, voltamos a ser acionistas da Rumo, empresa que tem exposição relevante do seu resultado ao agribusiness brasileiro: Produtos agrícolas representam 90% do volume da Operação Norte (85% do EBITDA) e ~70% do volume da Operação Sul (14% do EBITDA). Mais especificamente, a Rumo tem maior exposição ao mercado de exportação de soja e milho produzidos no Mato Grosso e escoados pelo porto de Santos.

Além do resultado de curto prazo pouco impactado pelo COVID, devido as expectativas de safras recordes de soja e milho, ficamos animados com a perspectiva bastante positiva sobre a finalização do processo de renovação da Malha Paulista. Uma vez concluído, a companhia começa a trabalhar em projetos de grande valor e alto potencial de retorno marginal, como a extensão da Malha Norte até Lucas do Rio Verde. Além da extensão até Lucas, projeto que estimamos ter um retorno de cerca de 20% real desalavancado sobre R\$ 5/6 bi de CAPEX, o encerramento da discussão da renovação

da Malha Paulista também viabiliza o início das discussões da renovação da Malha Sul, que deve ser um processo bem mais célere e também poderá viabilizar diversos outros projetos de alto retorno.

A Rumo tem uma combinação que gostamos bastante: resiliência de resultados combinada a elevado potencial de crescimento com altos retornos marginais sobre capital investido. A empresa ainda tem o componente de opcionalidade da Malha Central, uma vez que a produção de grãos no estado de Goiás pode crescer de forma muito relevante com a implementação de uma logística eficiente para escoamento da produção da região.

PETRORIO

O mercado de óleo e gás ficou entre os mais impactados pela crise desencadeada pelo COVID. Além da redução de demanda, fomos pegos de surpresa com uma guerra de preços entre Arábia Saudita e Rússia, algo que não ocorria nessa magnitude entre os grandes produtores a muito tempo. Os preços do Brent caíram rapidamente, para menos de 30 USD/bbl em março. Nossa principal preocupação foi entender por quanto tempo a Petrorio conseguiria sustentar as operações com cenários de preços abaixo de 30 USD/bbl sem precisar de uma capitalização. Naquele momento, a alavancagem da companhia não era elevada, mas o prazo da dívida, bastante curto, era uma fonte de preocupação.

Chegamos à conclusão que a companhia conseguiria aguentar de forma relativamente confortável um cenário de preços baixos por mais de um ano. A situação de caixa da companhia no curto prazo foi ajudada por:

- Hedge de 70% da produção do 1S20 com preços de venda do barril a USD 65;
- Redução de lifting cost por desvalorização cambial e capturas de sinergias entre Polvo e Tubarão Martelo a partir do 2S20. Em 2020, estimamos que Frade estaria rodando com um lifting cost de 8 USD/bbl e Polvo + Tubarão Martelo teriam um custo de 22 USD/bbl (considerando Tubarão Martelo sendo incorporado apenas no 2S20).
- Maior parte da dívida de curto prazo era o vendor finance da Chevron, em que a companhia tem uma maior facilidade de negociar e ajustar prazos de pagamento.

Apesar de ter conforto que dificilmente os preços do Brent ficariam nesses níveis por um período muito longo e que a Petrorio tinha folga de fluxo de caixa por passar por esse cenário por mais de um ano, não aumentamos a nossa exposição à empresa. O nosso racional foi sustentado no fato de que mesmo que tivéssemos conforto que Brent poderia voltar para 40

USD/bbl em um espaço curto de tempo, ainda havia muita incerteza dada situação da economia mundial e instabilidade nas relações geopolíticas que governam a oferta de petróleo, em relação ao tempo de recuperação do preço do barril para níveis acima de 50 USD/bbl. No caso específico da Petrorio, cuja boa parte do valor de longo prazo será gerado pelos investimentos na campanha de Frade e M&A de ativos maduros, ter um preço do Brent que possibilite que a companhia tenha um balanço robusto para fazer esses movimentos de alocação de capital era muito importante.

Atualmente, companhia está em uma situação bem mais confortável. A dívida com a Chevron, referente a aquisição de Frade, foi alongada, o preço do petróleo se recuperou para níveis razoáveis e a companhia conseguiu fazer uma boa gestão de estoques para realizar melhores preços de venda de sua produção.

Apesar dos impactos de curto prazo no fluxo de caixa da Petrorio e postergação de investimentos com NPV relevante, a crise atual deve trazer oportunidades relevantes para empresa: O preço atual do petróleo e os *impairments* bilionários realizados pelas grandes produtoras vão trazer oportunidades de adquirir bons ativos antes não disponíveis para venda. A Petrorio é uma das plataformas com melhor posicionamento para aproveitar essas oportunidades de M&A no mercado brasileiro.

ATUALIZAÇÃO DA HIX CAPITAL

Do ponto de vista institucional, apesar da grande volatilidade enfrentada no mercado financeiro brasileiro e mundial, observamos que houve pouca mudança no comportamento relacionado a investimentos em ações e fundos de ações. Ao longo do primeiro semestre de 2020 apresentamos uma captação positiva relevante, mas de forma bastante pulverizada liderado por single e multi-family offices, fundos de pensão, previdencia e distribuidores.

O fundo HIX Icatu Prev Long Only Qualificado 100, veículo voltado exclusivamente a clientes de previdência privada lançado em parceria com a Icatu Seguros em 2019) atingiu a marca de R\$ 130 milhões de patrimônio líquido sob gestão, e está disponível para contratação nas principais plataformas do Brasil, além da contratação direta com a Icatu.

O Fundo HIX Institucional FIA (estratégia também espelha do HIX Capital FIA adaptado à resolução CMN No 4.661 para fundos de pensão e para o público geral) atingiu o patamar de R\$ 230 milhões de patrimônio líquido, com a entrada de

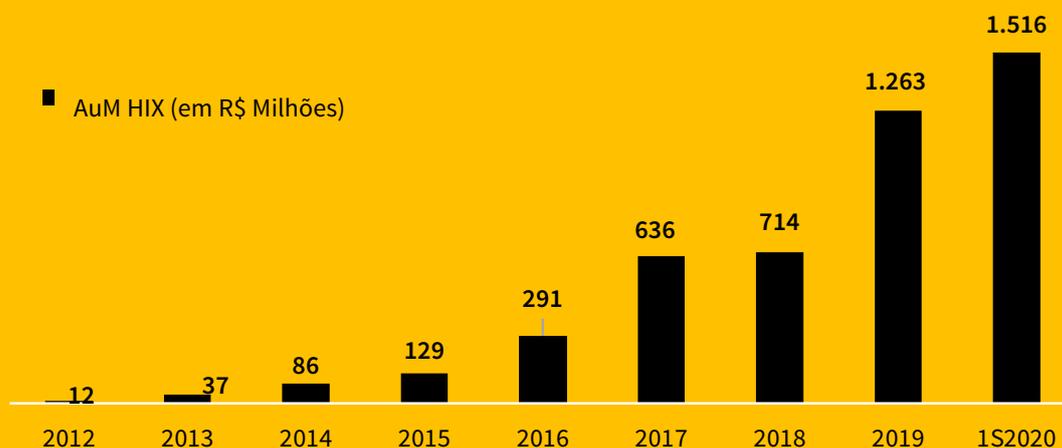
novos clientes institucionais (fundos de pensão). Com isso, os fundos voltados ao segmento institucional atingiram quase R\$ 330 milhões sob gestão, representando cerca de 20% dos ativos sob gestão da HIX.

Vale ressaltar que os sócios e funcionários da HIX permanecem como os maiores investidores da gestora, com cerca de 13% do patrimônio sob gestão, investido nos mesmos fundos, termos e condições que os demais clientes.

Adicionalmente, no início de 2020 a HIX tornou-se signatária do PRI – Principles for Responsible Investment, uma rede internacional de investidores apoiada pela Nações Unidas que trabalha em conjunto para defender o investimento responsável no mundo²¹. Acreditamos que a aderência ao PRI é apenas um dos passos importantes para o reconhecimento maior do ESG nas práticas de investimento, e a partir da assinatura do iniciamos também um trabalho mais amplo de preparação e discussão sobre o tema internamente.

²¹ <https://www.unpri.org/>

EVOLUÇÃO AUM



CARTA AOS INVESTIDORES DA HIX CAPITAL

AGRADECEMOS A SUA CONFIANÇA



HIX

Rua Iguatemi, 192 cj. 113/114
Itaim Bibi - São Paulo - SP - 01451-010
+ 55 11 2532-1065
ri@hixcapital.com.br
hixcapital.com.br