

A background image showing a person in a white shirt working on a laptop, with another person's hand holding a pencil over a tablet.

CARTA AOS INVESTIDORES DA **HIX CAPITAL**

2º SEMESTRE DE 2020

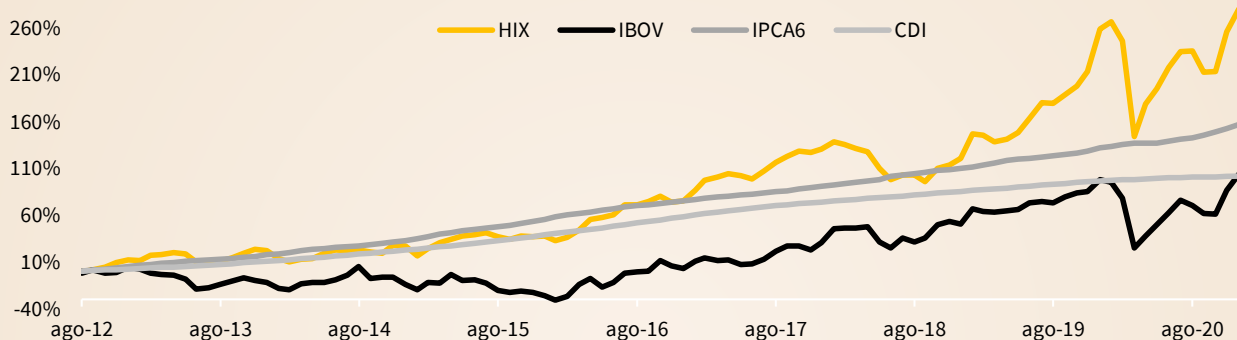
Abordaremos os seguintes temas nesta carta:

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

“PROGRESS CANNOT BE GENERATED WHEN WE ARE SATISFIED WITH EXISTING SOLUTIONS.” Taiichi Ohno

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	2020	Desde o Início
HIX INST*	-	-	-	-1,43%*	25,59%	39,33%	-0,53%	68,20%	+6,38%	206,98%
HIX FIA	13,09%	8,78%	3,86%	8,28%	27,29%	31,48%	-4,35%	63,00%	+5,92%	280,16%
HIX Prev*	-	-	-	-	-	-	-	43,13%	+2,68%	46,96%
Ibovespa	6,82%	-15,50%	-2,91%	-13,31%	38,94%	26,86%	15,03%	31,58%	+2,92%	103,71%
CDI	2,26%	8,05%	10,81%	13,25%	14,00%	9,93%	6,42%	5,96%	+2,76%	101,62%

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

PREZADOS INVESTIDORES,

No segundo semestre de 2020, o HIX Capital FIA (“HIX FIA”) teve uma alta de +19,6%, comparado a +25,1% do Ibovespa. Desde o início, o HIX FIA acumula alta de 280,2% ou 17,2% a.a., comparado à valorização de 103,7% ou 8,8% a.a. do Ibovespa e um ganho acumulado do CDI de 101,6% ou 8,7% a.a. Desde o início das atividades, em maio de 2005, a carteira administrada pelos gestores do HIX FIA teve valorização de 2.061%, comparado a 365% do Ibovespa¹ e a 366,3% 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 segundo semestre de 2020 marcou uma expectativa de recuperação econômica robusta nas economias dos mercados desenvolvidos e dos emergentes também. Empurrada por aumento do apetite por risco a bolsa se valorizou significativamente, acompanhada de movimentos similares do real e uma queda das expectativas de juros de longo prazo. Muitas empresas aproveitaram esse ambiente favorável para emplacar novas ofertas de ações levando 2020 a se tornar um dos anos mais ativos da história do mercado de capitais brasileiro com 28 IPOs e R\$ 119 bilhões captados². Apesar do grande número de ofertas o mercado ainda parece razoavelmente seletivo sendo que 42% das empresas que protocolaram suas ofertas não conseguiram concretizá-las por falta de demanda dos investidores. Outro aspecto interessante foi a grande participação de investidores brasileiros nas ofertas, buscando retornos mais altos do que os baixíssimos juros de curto prazo poderiam proporcionar.

1 - Inclui a Performance do Clube de Investimentos Keep Investing, de maio de 2005 até agosto de 2012. O desempenho anualizado da carteira até Dezembro de 2020 foi de 22,0% a.a., versus 10,4% a.a. do Ibovespa. Os números dos fundos são apresentados líquidos de taxas.

2 - Segundo dados da Anbima

ANÁLISE QUALITATIVA

Os graves efeitos da pandemia aceleraram, de diversas formas, a maneira com que clientes se relacionam com empresas e adoção de novas tecnologias na busca interminável por aumento de eficiência em um cenário desafiador. Com isto em mente, recentemente nos desafiamos a revisitar os aspectos que considerávamos, no início da HIX, fatores críticos de sucesso e avaliar quão bem nossas crenças “envelheceram”. Em nossas cartas de [dezembro de 2013](#) e [junho de 2014](#) descrevemos alguns dos aspectos qualitativos que buscávamos em uma empresa durante nosso processo de análise, na época mencionamos que as pessoas certas, alinhadas por um propósito em comum³ e envolvidas por uma cultura vencedora eram os componentes mais importantes das companhias que atingiam resultados excepcionais. O questionamento surge em um momento quando inovação e tecnologia são vistas pelo mercado como os grandes motores de geração de valor.

Na primeira década dos anos 2000, as metodologias de gestão eficiente, cujos garotos propaganda, a “dupla” Falconi e Ambev, eram vistas como imbatíveis na geração de valor aos acionistas. Estes “inovaram” ao criar um modelo inspirado na cultura japonesa e levar a eficiência das empresas do grupo a níveis antes não imagináveis. Orçamento Base Zero, Gerenciamento Por Diretrizes, *six sigma* e seus *black belts*, entre outros métodos ajudaram a uniformizar a qualidade, aumentar margens e reduzir capital de giro, liberando volumes gigantescos de capital, que foi canalizado para expansão via aquisições. A adoção dessa estratégia permitiu que a Ambev atingisse, após uma série de aquisições e fusões o posto da maior cervejaria global. Infelizmente esse tipo de inovação, caracterizado por Clayton Christiansen⁴, como inovações de eficiência teve um limite de geração de valor, à medida que o *Market share* atingiu limites superiores, uma vez que ele não houve aumento do mercado endereçável pelos produtos vendidos pela empresa.

Em busca de investir em empresas que fossem capazes de continuar criando valor, investidores passaram a buscar com mais afinco empresas inovadoras e que crescem organicamente a taxas elevadas. Estas empresas que apostam em ino-

vações disruptivas - definidas segundo Christiansen - apresentam uma nova forma de abordar um problema, serviço ou produto e assim tendem a expandir o mercado endereçável ou até mesmo criar um mercado. Desta forma estas companhias tendem a ganhar *share*, ao mesmo tempo que ajudam o próprio mercado em que atuam a crescer, levando a taxas de crescimento robustas. Quando esse tipo de inovação se combina com um modelo de negócios que traz alta rentabilidade, a oportunidade de criação de valor é extraordinária. O mercado tipicamente caracteriza estas companhias como *compounders*.

A velocidade com que a capacidade de processamento de dados evolui, a inovação de empreendedores destemidos e o acesso a um crescente mercado de capital de risco tem criado empresas enxutas, com tecnologia no centro do negócio, processos mais eficientes e com capacidade de entregar novos produtos e serviços diferenciados e/ou por uma fração do preço de produtos e serviços existentes. A consequência tem sido a destruição de vantagens competitivas em rapidez e escala antes não conhecidas e, principalmente, desafiando a posição de incumbentes maduros, com seus sistemas legados e organizações mais pesadas, que possuem dificuldade de se movimentar de maneira tão ágil quanto estes novos entrantes.

*“Você já de ter ouvido esta história: universitários brilhantes, num mero alojamento estudantil, estão inventando o futuro. Sem se preocupar com limites, munidos de tecnologias novas e cheios de entusiasmo juvenil, criam uma empresa a partir do zero, e o sucesso inicial lhes permite captar dinheiro e colocar no mercado um produto incrível. Eles contratam amigos, montam uma equipe de raras estrelas e desafiam o mundo a detê-los.”*⁵

Ao tentar extrair características comuns ao sucesso de empresas de rápido crescimento e inovação contínua, Eric Ries, em seu livro *The Lean Startup*, identificou que empresas que conseguiram certo sucesso de maneira rápida **não apenas identificavam necessidades mal servidas** e tinham a capacidade de criar e desenvolver mercados existentes, **mas faziam isso de forma muito eficiente**. Quando Ries descreve

3 - Na época definido como um Sonho Grande ou um Big Hairy Audacious Goal, descrito no livro *Good to Great* de Jim Collins.

4 - Professor da Harvard Business School, especialista em inovação e autor do best seller *The Innovator's Dilemma*.

5 - Trecho retirado da introdução do livro *The Lean Startup* de Eric Ries

a utilização de novas ferramentas de medição e gestão como *OKRs*, *A/B testing*, conhecimento validado, 5 porquês? entre muitos outros, é impossível não traçar um paralelo com ferramentas já utilizadas com maestria por empresas doutrinadas na metodologia de gestão eficiente de Falconi e Ambev. Este fato não é um acaso, pois ambos os movimentos buscaram no *Total Quality Management* (“TQM”) da Toyota sua inspiração para organizar companhias em busca de excelência na busca por eficiência, utilizando os fundamentos do TQM para resolver ou otimizar demandas atuais.

O que se observa no entanto, é que dada a velocidade com que é possível metrificar dados em um mundo mais digital e com grandes disrupções nas cadeias de suprimentos, a eficiência vem cada vez mais da capacidade das empresas em identificar inovações e se organizar para entregá-las de maneira contínua e rápida aos seus clientes. Warren Buffet tem uma famosa frase que diz que “para entender a capacidade de criação de valor de uma companhia o mais importante é entender quão fundo é o fosso ao redor do meu castelo. O que eu amo – é claro – é um castelo grande com um fosso bem profundo, cheio de piranhas e crocodilos, para defendê-lo”. O interessante, entretanto, é que conforme mencionamos acima, as empresas estão inseridas em ambientes cada vez mais dinâmicos, onde é praticamente impossível sustentar no longo prazo qualquer vantagem competitiva sem um time capaz de desenvolvê-las todos os dias. Produtos podem ser copiados, estratégias replicadas, tecnologias adquiridas. A única forma de se manter à frente de seu mercado é garantir que todos os dias o seu time esteja cavando mais profundamente este fosso através de melhorias de processos e inovações.

Concluindo, partindo da premissa que a estratégia (ou propósito) de uma companhia raramente é diferencial competitivo⁶, nos sobra revisar as características relativas a pessoas e à cultura como fatores principais que tem levado ao sucesso de novos entrantes em segmentos com incumbentes maduros e que protegeram vantagens competitivas de escala, oferta e/ou demanda⁷ por grandes períodos. Se na década passada acreditávamos que pessoas certas alinhadas por um propósito em comum era fator crítico de sucesso para a performance de uma companhia, atualmente isso apenas se acirrou. Ao mesmo tempo características de alinhamento, que esperávamos encontrar nas melhores empresas, como meritocracia e visão de dono dos executivos, são ainda mais essenciais para manter um grupo de pessoas de alto potencial engajados com um projeto.

“Se você der uma boa ideia para um time mediocre, eles vão estragar tudo. Se você der uma ideia mediocre para uma equipe brilhante, eles vão consertá-la ou jogá-la fora e inventar algo melhor.”⁸

Nosso papel como gestores de recursos é estudar continuamente as mudanças dos ambientes econômicos e empresariais de modo a entender como eles afetam a capacidade de criação de valor das nossas empresas. Apesar de um trabalho que requer muito estudo, é algo que fazemos com muito prazer e afinco, e continuaremos fazendo-o diligentemente.

6 - Apesar da falta de propósito ser um grande impecilio para a criação de valor.

7 - Conforme definido por Bruce Greenwald no livro *Competition Demystified*

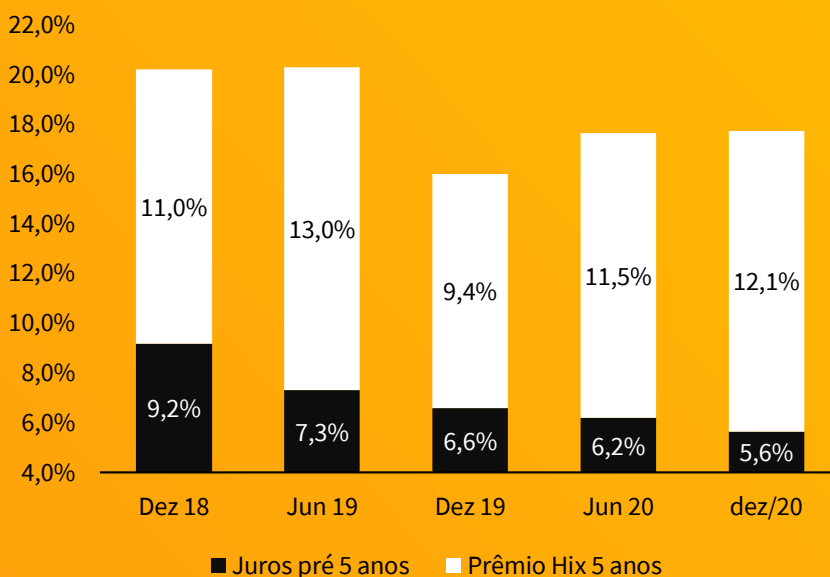
8 - Trecho retirado do livro *Creativity Inc.: Overcoming the Unseen Forces That Stand in the Way of True Inspiration* de Ed Catmull, Co-founder da Pixar e Presidente da Walt Disney Animation Studios

REVISÃO DE RESULTADOS & PORTFÓLIO

AS PRINCIPAIS CONTRIBUIÇÕES DE PERFORMANCE DO HIX CAPITAL FIA NO 2º SEMESTRE DE 2020 FORAM:

TOP 5 CONTRIBUIÇÕES			TOP 5 DETRATORES		
		%			%
1	Eneva	3,77%	1	Rumo	-0,87%
2	Light	2,25%	2	D1000	-0,30%
3	Klabin	2,10%	3	Petrobrás	-0,25%
4	Meli	2,08%	4	Cosan	-0,25%
5	Vale	1,74%	5	XP	-0,22%
-	Total Positivas	+27,71%	-	Total Negativas	-6,50%

Apesar da forte alta do nosso portfólio (20%) no segundo semestre, o retorno esperado de nossa carteira se manteve resiliente graças a bons desenvolvimentos de algumas empresas do portfólio e alterações na composição da carteira. Das 26 empresas que compunham o portfólio em Junho (com 91% de exposição), desinvestimos de 9, liberando aproximadamente 21% do nosso capital. Por outro lado, iniciamos 12 novas posições no semestre, das quais 2 já tinham sido investimentos do fundo no passado. O caixa no final de dezembro representava 6% do portfólio. As maiores posições do fundo no fechamento do semestre eram (em ordem decrescente): Eneva, Sulamérica, Centauro, Light e Jereis-sati representando juntas 33% do nosso portfólio.



O ANO DE 2021 SE INICIA COM NÍVEIS DE VALUATION APARENTEMENTE ELEVADOS PARA A BOLSA EM TERMOS ABSOLUTOS, MAS INTERESSANTES EM TERMOS RELATIVOS. ALÉM DISSO ACREDITAMOS QUE A COMPOSIÇÃO DE NOSSA CARTEIRA TRAGA UMA PERSPECTIVA DE RETORNOS AINDA MAIS INTERESSANTE DE MODO QUE TIR MÉDIA ESPERADA DO PORTFÓLIO, NOS PRÓXIMOS 5 ANOS, É DE 17,7%, LEVANDO A UM PRÊMIO SOBRE A CURVA DO CDI DE 12,1%A.A. (UMA DAS MAIORES DESDE QUE COMEÇAMOS A MONITORAR ESSE INDICADOR).

ATUALIZAÇÃO: TESES DE INVESTIMENTO

COMO DE COSTUME FAREMOS UMA BREVE ATUALIZAÇÃO DE ALGUMAS DAS EMPRESAS MAIS RELEVANTE DE NOSSO PORTFÓLIO.

ENEVA

A Eneva deu recentemente mais um passo em sua robusta agenda de crescimento. Ao passar para fase final do processo de venda do Polo Urucu, localizado na bacia do Solimões, a companhia negocia exclusivamente com a Petrobras os termos e condições do contrato de compra e venda. Acreditamos que a assinatura do contrato deve ocorrer ainda esse semestre. Os termos gerais da transação não foram oficialmente divulgados, mas alguns veículos de mídia apontaram para um valor do ativo em torno de 800 milhões de dólares americanos. A aquisição tem potencial para mudar a companhia de patamar, aumentando a participação da companhia no fornecimento de gás em uma região com bastante demanda reprimida pelo insumo, um substituto energético do óleo diesel e óleo combustível que têm preços elevados.

Atualmente, Urucu produz aproximadamente 15 kbpd⁸ de óleo e 13 milhões m³/dia de gás. A produção de diária de gás é composta por 600 mil m³ de GLP⁹ e 12,4 milhões de m³ de gás seco¹⁰. Menos da metade do gás seco é vendido por um preço descontado¹¹ através de contratos vigentes até 2030. O gás residual é injetado nos reservatórios, e é aqui que acreditamos existir uma grande oportunidade de geração de valor. Por uma questão de direcionamento estratégico combinado com má gestão, a Petrobras não desenvolveu o mercado local e, conseqüentemente, o gás de Urucu é subaproveitado. Hoje, cerca de 25% da capacidade do gasoduto está ociosa, permitindo um aumento de vendas relevante sem necessidade de investimentos na expansão do gasoduto.

Dessa forma, o grande *driver* de valor dessa aquisição é a monetização do gás natural que não está comprometido com os contratos atuais, viabilizada pela substituição do diesel e óleo combustível na matriz das usinas termoeletricas no NO. Além de fornecer um excelente retorno sobre o capital dos acionistas da Eneva, esse movimento terá um impacto significativo na região devido a:

1. Aumento significativo da arrecadação pública através de impostos e royalties;
2. Desenvolvimento das comunidades locais e geração de empregos;
3. Fortalecimento da indústria, uma vez que a substituição para o gás natural trará uma redução significativa de custos (acima de 30%);
4. Redução das emissões (ex: O projeto Azulão-Jaguatirica trará uma redução de 35% nas emissões de CO2 e 99% nas emissões de NOx).

Também vale mencionar que a aquisição de Urucu permitirá a monetização das reservas do campo vizinho de Juruá (20 bcm), já adquirido pela Eneva no 2º ciclo da Oferta Permanente da ANP. A nosso ver, o gás de Juruá será utilizado à medida que a produção de Urucu começa a se reduzir de acordo com o seu declínio natural.

Quando a transação for assinada, teremos mais detalhes sobre nossas estimativas de geração de valor e os potenciais *upsides* da aquisição.

8 - Milhares de barris por dia.

9 - Mistura de propano e butano, também conhecido como gás de cozinha.

10 - Mistura de metano e etano.

11 - Companhia consegue atender demanda significativa com um preço de 30% a 40% maior que o atual

GRUPO SBF

Em nossa última carta comentamos que *“a Centauro nos parece um bom investimento (...) apenas como uma varejista que tem um grande potencial de expansão. O que nos faz vê-la como um ótimo investimento (...) [são as] opções não refletidas em seu valor de mercado (...) 1. 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) 2. Empresa está muito bem preparada para liderar a revolução tecnológica de seu segmento e o canal digital (...) 3. (...) 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.”*

Desde então a companhia concluiu a transação com a Nike do Brasil e anunciou uma transação com a Network Brasil (NWB), maior rede de canais digitais esportivos do país. O primeiro evento que classificávamos como opção se materializou, com a criação da “Físia”, subsidiária responsável por toda a operação da Nike do Brasil. Essa empresa já nasce com mais de R\$ 2 bilhões em receita, boa capilaridade de distribuição e um canal direto ao consumidor que deve se tornar cada vez mais relevante (nike.com.br e lojas). Acreditamos que o time SBF tem condições de adicionar muita inteligência em logística, gestão de canais digitais e omnicanalidade, melhorando a experiência dos consumidores e levando a performance do canal online para outro nível.

A aquisição da NWB materializou uma outra opção para o ecossistema. A rede que possui mais de 10 bilhões de visualizações no YouTube conta com 73 milhões de pessoas inscritas em seus canais e 81 milhões de seguidores no Instagram. A NWB coloca o grupo SBF no centro da criação de conteúdo digital para o mundo dos esportes e pode trazer sinergias importantes como: **1.** Uma maneira mais inteligente de adquirir clientes; **2.** Grande interação com sua audiência que vai além da compra e venda de produtos; **3.** Potenciais novos canais de vendas para Centauro e Físia. Além das sinergias, a NWB também pode se aproveitar da inteligência em digital e comercial do grupo para monetizar cada vez mais sua base de usuários através de campanhas de marketing sob medida para anunciantes do crescimento da base de geradores de conteúdo afiliados.

Por fim, achamos importante fazer um update sobre a Centauro, braço de varejo do grupo, e ainda responsável pela maior parte dos resultados do mesmo. Acreditamos que 2021 será um ano desafiador para os varejistas e a cia não vai ser diferente por dois motivos:

- 1.** Os contratos de aluguel, principalmente em shoppings, devem ter fortes reajustes dado os elevados níveis do IGP-M nos últimos doze meses.
- 2.** O desemprego ainda alto, aliado a uma acomodação do efeito do auxílio emergencial, devem trazer uma situação de renda ainda pressionada, dificultando um aumento expressivo das vendas no ano.

Além dos efeitos supra citados que devem afetar o setor como um todo, a Centauro está fazendo investimentos relevantes na sua estrutura corporativa para viabilizar o crescimento mais robusto do ecossistema do Grupo. Em 2021 veremos apenas o impacto desses “investimentos” nas despesas da companhia, enquanto os frutos deverão se mostrar apenas nos próximos anos. Em resumo 2021 deve ter um patamar de rentabilidade “abaixo do normalizado” para o negócio.

Dada a nossa visão de longo prazo ao realizar investimentos, seguimos confiantes com os passos que a companhia está dando. Acreditamos que ao longo do tempo as perspectivas para a companhia devem ficar cada vez mais claras para o mercado e com isso deverá ocorrer a materialização do upside das ações. Continuamos animados com o investimento.

KLABIN

O ano de 2021 promete ser um ótimo ano para a Klabin. Os dois principais fatores para isso devem ser **1.** o ciclo de alta da celulose e papéis **2.** o início das operações da primeira máquina do projeto Puma II.

Após um longo período de preços deprimidos durante 2019 e 2020, o início 2021 marcou uma forte recuperação dos preços da celulose. Em janeiro de 2021 o preço de importação da celulose de fibra curta aumentou pelo quarto mês consecutivo na China atingindo a marca de 600 USD/t em fevereiro. Ao mesmo tempo o preço de revenda atingiu o patamar de 690 USD/t, indicando que provavelmente ainda há espaço para maiores aumentos de preço nos próximos meses. Essa forte recuperação de preço ocorreu por efeitos tanto do lado da demanda, como da oferta:

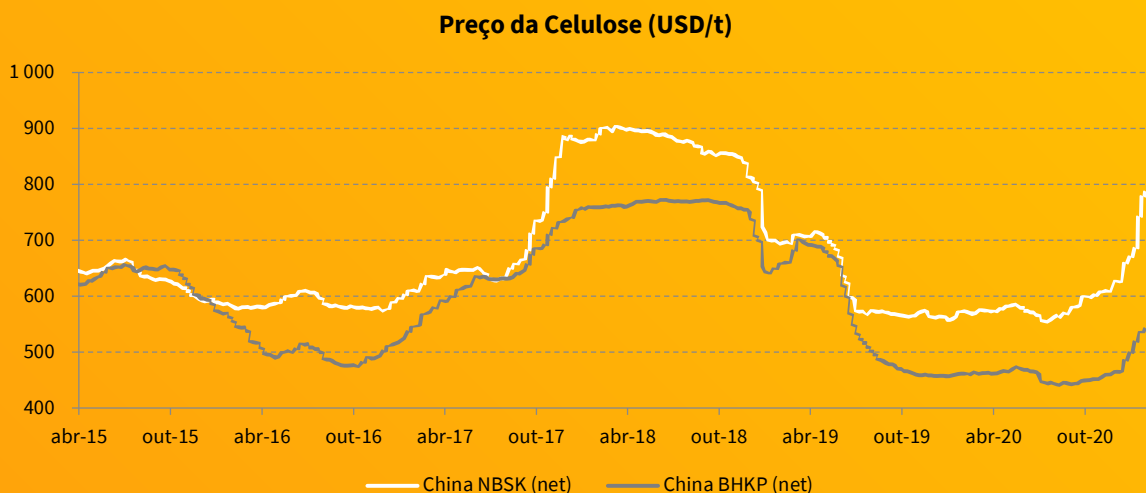
- Maior demanda impulsionada pela recuperação econômica das principais economias com demanda de papéis *tissue* ainda forte e demanda de papéis de imprimir e escrever acima do esperado;
- Restrição na oferta de celulose com a concentração das paradas para manutenção no final de 2020 e começo de 2021. Estas deveriam ter sido realizadas no primeiro semestre, mas acabaram se acumulando, junto com o maior tempo de manutenção, à campanha maior que o planejando durante 2020 dadas restrições impostas pela pandemia;
- Spread entre fibra longa e fibra curta em níveis recordes acima de 200 USD/t favorecendo a substituição da fibra longa pela fibra curta;

- USD mais fraco em relação ao CNY e EUR reduzindo o tamanho dos repasses de preço em moeda local;
- Reversão da oferta dos produtores de celulose solúvel¹² para o seu mercado original, dado a recuperação de preços da matéria prima;
- E em menor escala, a forte alta no mercado futuro de celulose em Xangai.

Com relação ao Puma II, a primeira máquina de papel kraft do projeto está com 78% do cronograma das obras já executado (data base 31-jan-21), representando um desembolso de R\$ 5,3 bilhões, e com *start-up* previsto para o mês de julho de 2021. Essa máquina tem capacidade de produzir 450kt de *kraftliner* marrom e branco a partir de fibra curta. Parte do volume produzido será direcionada ao mercado doméstico, incluindo conversão, e o restante para exportação. Vale destacar que as novas máquinas do Puma II possuem custo caixa em torno de 25% menor se comparado ao custo de produção atual da Klabin, estando posicionadas no primeiro quartil da curva global de custo caixa, e trarão muito competitividade a companhia.

O impacto dos dois efeitos mencionados acima deve trazer uma grande evolução no resultado e geração de caixa da Klabin entre 2021 e 2022, abrindo espaço para um novo ciclo de crescimento. Sendo assim estamos bastante animados com as perspectivas para as suas ações.

12 - Matéria prima têxtil.



LIGHT

Desde a fundação da HIX, gastamos muito tempo e esforço para entender o setor elétrico e seu constante processo de transformação. Apesar de ser um setor considerado por muitos como “sem graça” devido às características de resiliência e maior previsibilidade de fluxo de caixa, acreditamos que assimetrias podem ser encontradas por conta da complexidade regulatória, e dificuldade do mercado em precificar corretamente oportunidades de *turnaround* e crescimento. Em nossa história, tivemos dois investimentos excepcionais no setor de energia, Equatorial e Eneva. A segunda ainda é uma posição relevante no fundo. No início de 2021 realizamos uma nova grande aposta no setor elétrico, quando a Light S.A se tornou a maior posição do nosso fundo.

OVERVIEW LIGHT

A Light é uma empresa que atua em geração de energia e detém a concessão de distribuição de energia da região metropolitana do RJ e Vale do Paraíba. Esta, é a segunda maior concessão de do Brasil em termos de base de ativos e a sexta maior em número de clientes. Além do tamanho, a área de concessão de atendida pela Light também se destaca por ser extremamente complexa de se operar por conta dos altos índices de criminalidade e da influência de facções criminosas. Atualmente alto nível de complexidade se converte em elevada incidência de furto de energia (perdas não técnicas), que hoje é o principal dos vários problemas operacionais da companhia.

O segmento de geração abrange 6 usinas hídricas, em que a companhia tem 100% de participação, com uma capacidade instalada total de 873 MW e garantia física de 520 MW. A Light também detem indiretamente, através de empresas onde é sócia, plantas hídricas que somam 315 MW (proporcional a participação).

A companhia em quase toda sua história foi controlada por estatais, sendo nos últimos anos controlada pela Cemig (até 2019). Vale ressaltar que a Cemig detinha menos de 50% de participação na companhia, ou seja, a Light era uma empresa privada, mas com gestão e cultura estatal. Destaca-se que o passado recente da Light foi marcado por erros de alocação de capital (ex: investimento Renova, Belo Monte, etc...),

bem como gestão ineficiente, potencializados pelos efeitos de complexidade da concessão. Esse cenário resultou numa companhia endividada, com problemas de geração de caixa e que necessita de profundas alterações para ser sustentável no médio e longo prazo.

CONTEXTUALIZAÇÃO DO INVESTIMENTO

Começamos a acompanhar o caso da Light em meados de 2019, quando a companhia conduzia uma oferta de ações com objetivo de capitalizar a empresa, assim como promover a venda de parte das ações pertencentes a Cemig. Na época, a oferta atraiu nosso interesse, pois seria a primeira vez em muitos anos em que o management teria um grau maior de autonomia. Outra questão interessante é que a Cemig não iria mais se configurar como controladora da companhia, tendo aproximadamente 22% de participação pós oferta. Entretanto, decidimos não investir na Light naquele momento por uma descrença na capacidade do time da época em conduzir o *turnaround* da empresa.

A redução da participação da Cemig permitiu que Ronaldo Cezar Coelho surgisse, recentemente como um novo acionista de referência da Light, ao adquirir 22% das ações da empresa. Com uma participação parecida com a da Cemig, Ronaldo foi ativo e iniciou de fato um processo de transformação, trazendo Firmino Sampaio (ex CEO e Chairman da Equatorial) para o conselho da companhia. Outro investidor relevante da companhia que merece ser mencionado é a LTS, Family office dos três controladores do grupo 3G, com 10% das ações da companhia.

Começamos a investir em Light quando Firmino veio para representar Ronaldo no conselho da companhia. Pouco tempo depois o Firmino foi eleito Chairman e Nonato Castro (Ex CEO Celpa, CEO Cepisa e Diretor Distribuição na Cemar) se tornou o novo CEO da Light. Firmino e Nonato foram pessoas chaves para o sucesso da Equatorial Energia e têm um excelente *track record* na condução de *turnaround* em regiões complexas com alto índice de perdas. De lá para cá, fizemos aumentos sucessivos na nossa posição à medida que o time ia sendo formado. Vale destacar a contratação da Carla Medrado, ex

LIGHT

Diretora de Gente e Gestão na Equatorial e que veio para ocupar mesma posição na Light, e do Tiago Guth, que era Diretor de Operações na CPFL e atualmente ocupa o cargo de Diretor Comercial na Light.

Com as pessoas certas nos lugares certos a companhia realizou um *follow-on* com objetivo de reduzir a sua alavancagem. Assim a companhia se encontra hoje em uma situação financeira mais confortável para conduzir o seu *turnaround*. Neste momento a aumentamos nosso investimento na empresa. O time atual da companhia é, possivelmente, o mais adequado para realizar o *turnaround* da empresa e se a diretoria atual não conseguir fazer com que a Light opere em patamares de lucro operacional adequado, muito dificilmente algum outro time conseguirá.

TURNAROUND

Apesar da dificuldade de operar uma concessão de distribuição no Rio de Janeiro, acreditamos que parte significativa do péssimo desempenho da Light é fruto de deficiências na gestão. Os atuais sócios de referência e executivos também acreditam nisso. Essa mudança de *mindset* é muito importante porque a complexidade da concessão sempre foi uma desculpa conveniente para justificar o mal desempenho da distribuidora, de forma que, as administrações passadas não atuavam com o afinco necessário para mudar o status quo.

Um dos fatores críticos do negócio de Distribuição de energia é gestão da rotina e, para isso, é preciso ter processos bem definidos e controles para calibrar bem a execução. Muito se fala no problema das perdas não técnicas (furtos), que de fato é o principal desafio da companhia. Todavia, a má execução de diversos outros processos comerciais leva a custos com inadimplência e contingências tão relevante quanto a conta das perdas. Esses processos dependem quase que exclusivamente de método e gestão, ao contrário do combate ao furto de energia, que é dificultado pelas características do Rio de Janeiro. Exemplos onde a Light é bem pior que as referências do setor são: **1.** Ter um processo de cobrança bem azeitado e executado; **2.** Um bom atendimento ao cliente; **3.** Processo de leitura que tenha poucos erros e consiga abranger quase a totalidade dos clientes; **4.** Um processo bem feito de docu-

mentação nas ocorrências com clientes clandestinos. Outro exemplo anedótico sobre a má gestão da companhia é o fato de 27% da base de clientes fazer parte do estoque de cortados (e não religados) ou estar sendo medido utilizando-se uma estimativa de consumo mínimo.

A Light também peca no básico em relação a robustez dos sistemas e eficiência do *backoffice*. Uma evidência disso é que existem processos de cobrança que são amplamente utilizados pelas boas empresas do setor e a companhia não vai poder implementar imediatamente, já que não tem o arcabouço tecnológico para isso ainda.

Como mencionado através dos exemplos anteriores, existem uma série de problemas que fazem diferença relevante no resultado da companhia e que podem ser endereçados com melhores práticas de gestão. Dessa forma, é pouco provável que o problema das perdas não técnicas seja exclusivamente atribuído as características específicas da área de concessão. Como tudo na companhia, é possível melhorar o índice com melhoria na execução.

Ao analisar o desempenho da Light no combate a perdas, nota-se o fato de que o furto de energia nas áreas convencionais, ou seja, que não sofrem influência de facções criminosas, é cerca de 25% do mercado. Comparando com outras concessões mais bem operadas, esse índice deveria estar em patamar próximo a 10%. Apenas atingindo a redução do furto de energia nas áreas convencionais para níveis mais próximos dos comparáveis, já seria possível levar o índice de perdas da companhia para um nível próximo a meta regulatória, melhorando substancialmente os resultados da companhia.

O grande risco, ao nosso ver, é a falta de controle da companhia sobre o crescimento das perdas nas áreas não convencionais – sob controle de facções criminosas - onde a companhia é impedida de operar. Um eventual crescimento demasiadamente elevado do consumo de energia nessas áreas (aproximadamente 80% da energia injetada ali é furtada), anularia o efeito de redução das perdas nas áreas convencionais. Entretanto, acreditamos que nesse cenário, em que se demonstra que o management tem completa ingerência sobre essas regiões, deveria haver uma solução regulatória. Como a concessão vence daqui em aproximadamente 5 anos (podendo ser estendida por mais 30), existem dois possíveis desdobramentos:

LIGHT

1. A Light opta por devolver a concessão e a Aneel teria que implementar uma flexibilização regulatória para atrair um novo operador;
2. A Aneel implementa a flexibilização regulatória para a própria Light e a concessão seria renovada.

Na nossa visão, o segundo cenário é o mais provável por alguns motivos: o management atual está com abordagem de primeiro fazer a lição de casa e depois, se necessário, solicitar uma flexibilização regulatória; o relacionamento com regulador melhorou substancialmente com a entrada do novo time e; uma eventual troca de concessionário com a realização de um leilão é uma operação complexa e que geraria bastante “dor de cabeça” para a Aneel.

Reconhecemos que esse investimento tem um nível de complexidade alto e caráter mais arriscado devido as especificidades da região metropolitana do Rio de Janeiro. Em nossas análises sempre buscamos entender qual a distribuição de retornos esperados em diferentes cenários e hoje a assimetria parece muito favorável. Com a ação negociando próxima dos R\$ 20,00 os cenários de retorno para 5 anos variam de 15,2% a.a a 34,4% a.a com um cenário base de 27,4% a.a.

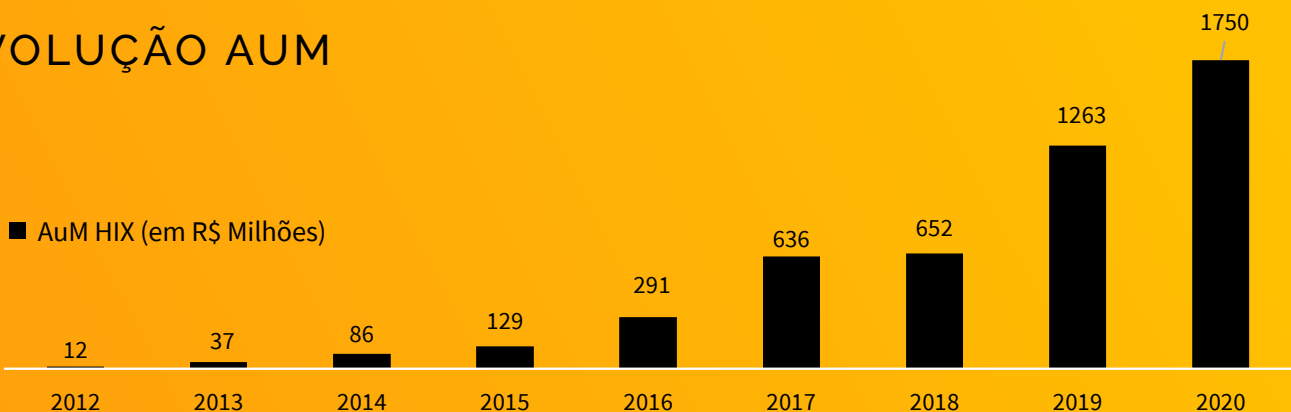
ATUALIZAÇÃO DA HIX CAPITAL

DO PONTO DE VISTA INSTITUCIONAL, O ANO DE 2020 FOI BASTANTE DESAFIADOR, MAS TAMBÉM IMPORTANTE PARA A HIX.

REFORÇAMOS NOSSA EQUIPE DE INVESTIMENTOS E TRADING, MONTAMOS UMA ÁREA DE TECNOLOGIA NA EMPRESA E REFORÇAMOS NOSSA PARTNERSHIP, QUE CONTA HOJE COM 9 SÓCIOS.

Também é válido destacar, que ao longo do ano de 2020 atingimos uma captação de cerca de R\$ 400 milhões (quatrocentos milhões de reais), a maior da nossa história, e mantivemos uma base de investidores de altíssima qualidade em termos de composição e diversificação. Os recursos captados, vieram de alguns dos principais fundos de pensão do país, além de HNWs, single e multi-family offices, investidores de previdência e distribuidores.

EVOLUÇÃO AUM



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\$ 150 milhões de Patrimônio Líquido sob Gestão, e está disponível para contratação nas principais plataformas do Brasil, além da contratação direta com a ICATU.

OUTRO DESTAQUE FOI O FUNDO HIX INSTITUCIONAL FIA (estratégia espelho do HIX Capital FIA adaptado à resolução CMN nº 4.661 para fundos de pensão e para o público geral), que completou cinco anos (sessenta meses) de histórico (apresentando retorno anualizado de +24,2% contra +21,4% do Ibovespa). Esse fundo foi classificado como um fundo 5 estrelas pelo ranking Morning Star. O segmento institucional (fundos de pensão) já atingiu a marca de R\$ 374 milhões sob gestão, representando cerca de 21% dos ativos da gestora.

Vale ressaltar que apesar do crescimento dos ativos sob gestão em 2020, os sócios da HIX permanecem como os maiores investidores da gestora, com cerca de 11% do patrimônio sob gestão, investidos nos mesmos fundos, termos e condições que os demais clientes.

ADICIONALMENTE, FIZEMOS UMA PARCERIA DE DISTRIBUIÇÃO COM A BRE AGENTE AUTÔNOMO DE INVESTIMENTOS, que é uma empresa de prestação de serviços financeiros, com foco na distribuição de seletos Fundos de Investimentos. O objetivo dessa parceria é melhorar o relacionamento, a experiência de cadastro e movimentação de todos nossos cotistas.

POR FIM, GOSTARÍAMOS DE COMUNICAR A TODOS OS CLIENTES E PARCEIROS A NOSSA MUDANÇA DE ENDEREÇO. O objetivo da mudança foi viabilizar o crescimento do nosso time além de atender cada vez melhor nossos clientes. As portas do escritório estão sempre abertas aos nossos clientes e parceiros, encorajamos quem quiser, a vir nos visitar e conhecer o espaço e o nosso time quando possível. Nosso novo endereço é Rua Campos Bicudo, 98, cj. 61 - São Paulo SP - CEP 04536-010

AGRADECEMOS A SUA CONFIANÇA

The logo for HIX, consisting of the letters 'HIX' in a bold, white, sans-serif font on a yellow background.

Rua Campos Bicudo, 98, cj 61
Itaim Bibi - São Paulo - SP
04536-010 | + 55 11 2532-1065
ri@hixcapital.com.br
hixcapital.com.br