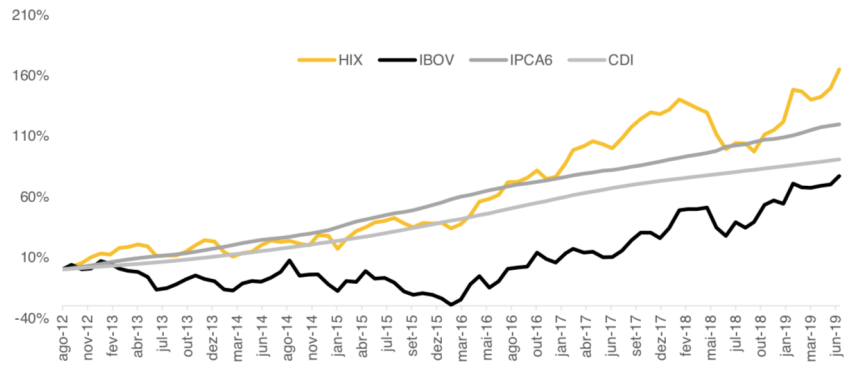
HIX Capital

CARTA SEMESTRAL AOS INVESTIDORES
1º Semestre, 2019

Sobre a HIX Capital

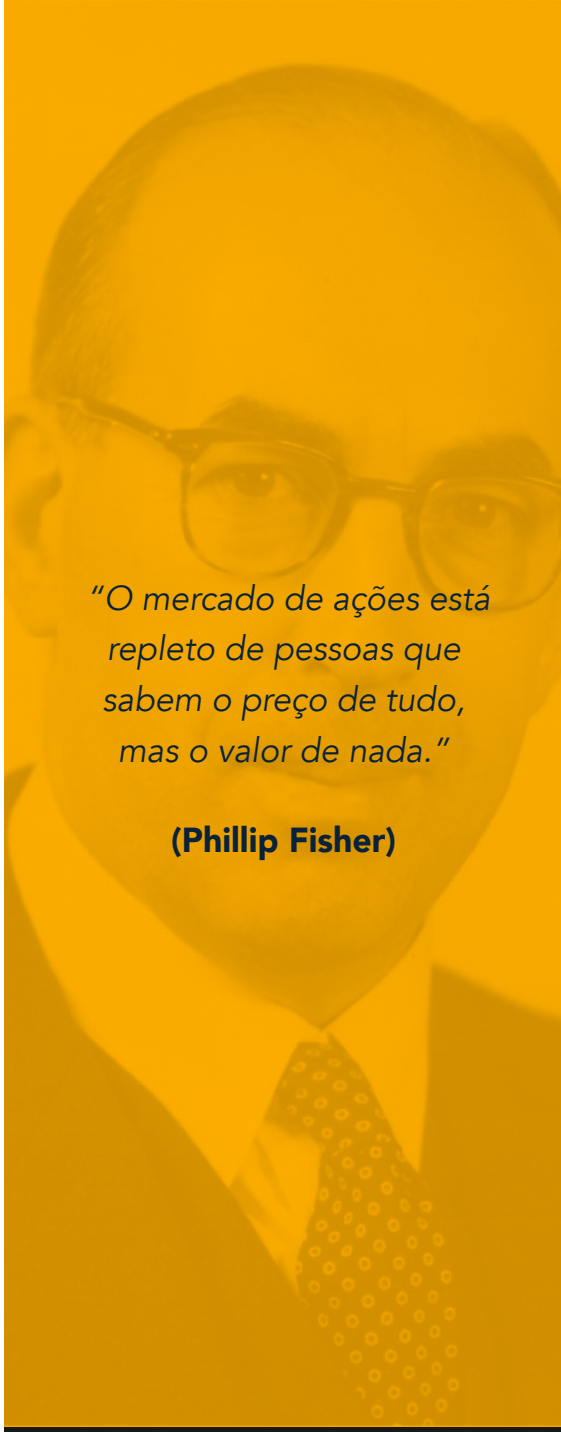
A HIX é uma gestora independente focada em investir em ações. O objetivo dos fundos da HIX é maximizar o retorno sobre o capital investido através do investimento em um portfólio concentrado em ações de empresas sólidas, com modelos de negócios vencedores, vantagens competitivas claras, simples de entender,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

Performance Desde o Início



Ano	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	1S2019	Desde o Início
HIX INST	-	-	-	-1,43%*	25,59%	39,33%	-0,53%	20,16%	106,16%
HIX FIA	13,09%	8,78%	3,86%	8,28%	27,29%	31,48%	-4,35%	19,60%	164,85%
Ibovespa	6,82%	-15,50%	-2,91%	-13,31%	38,94%	26,86%	15,03%	14,88%	76,95%
CDI	2,26%	8,05%	10,81%	13,25%	14,00%	9,93%	6,42%	3,07%	90,58%

*HIX Institucional FIA teve início em 03/11/2015



"O mercado de ações está repleto de pessoas que sabem o preço de tudo, mas o valor de nada."

(Phillip Fisher)

Nessa carta abordaremos os seguintes temas:

- Cenário Macro
- O ciclo do *Bull Market*
- Revisão de resultados
- Portfolio

Atualizaremos também, brevemente, as principais posições do fundo.

Boa leitura!

Prezados investidores,

No 1º semestre de 2019, o HIX Capital FIA ("HIX FIA") teve alta de 19,60%, comparado a 14,88% do Ibovespa. Desde o início das atividades da HIX, o HIX FIA acumula alta de 164,9% ou 15,3% a.a., comparado à valorização de 76,9% ou 8,7% a.a. do Ibovespa, com ganho acumulado de 90,6% ou 9,9% a.a. do CDI. Desde o início das atividades, em maio de 2005, a carteira administrada pelos gestores do HIX FIA teve valorização de 1.397% comparado a 295% do Ibovespa[1] e a 341% do CDI. Considerando o risco como a probabilidade de perda permanente de capital, atingimos, em nossa opinião, os retornos mencionados com baixo risco em comparação ao Ibovespa. Buscamos sempre empresas sólidas com negócios defensivos, com objetivo de atingir o melhor retorno em função do risco assumido.

O ano de 2019 teve início com a forte valorização do mercado acionário, e dos títulos públicos prefixados, atrelados à inflação (NTN-Bs) ou não. Os preços foram impactados pela perspectiva mais favorável para a economia brasileira após a eleição do Presidente Bolsonaro. As ações do portfólio da HIX, tiveram valorização ainda mais relevante pela combinação deste fator com a forte evolução dos fundamentos das empresas ao longo do próprio período e dos últimos anos. Continuamos acreditando que apesar da alta recente, a perspectiva de longo prazo para nossos investimentos permanecem extremamente atraentes.

Nesta carta, comentaremos brevemente o cenário macro e os motivos pelos quais estamos atravessando um ciclo de "bull market", ou mercado em alta, e os cuidados relevantes a serem tomados neste ambiente. Em seguida, abordaremos a evolução dos resultados do portfólio, as mudanças de portfólio, além dos fundamentos das empresas que representam os principais investimentos da carteira.

Cenário macro atual

A recente votação favorável da reforma da previdência na câmara dos deputados, reforçou nos agentes de mercado a convicção de que a reforma deve ser aprovada no Senado e sancionada com uma potencial economia bastante expressiva (entre R$900 bilhões e 1 trilhão segundo especialistas). A aprovação da reforma, quando ocorrer, será um marco na situação fiscal brasileira, garantindo, em nossa opinião, a segurança que os empresários, investidores e investidores estrangeiros aguardavam para aproveitar a abertura "liberal" do governo e iniciar um ciclo de investimentos mais relevantes no Brasil. Há grandes oportunidades de investimento no Brasil, em todos os segmentos, principalmente (mas não exclusivamente) em infraestrutura. Este movimento pode ser o ponto inicial de uma fase de aceleração do crescimento da economia. Ao mesmo tempo, a inflação sob controle abre espaço para uma queda de juros no país, sem precedentes históricos. Os juros nominais de curto prazo de 5% e os juros reais na casa de 2% a 3% (para prazos mais longos) já são realidade e parece haver uma boa possibilidade que este seja o novo patamar normal para o país.

Como investidores, em um país tão incerto e instável quanto o Brasil, é sempre necessário manter um certo ceticismo em relação a cenários muito otimistas. Por outro lado, este parece ser o reflexo deste novo cenário macro nas perspectivas para investimentos em ações, o qual será profundo e, portanto, inauguramos um bull market novo e forte.

1 Inclui a Performance do Clube de Investimentos Keep Investing de maio de 2005 até agosto de 2012. A performance anualizada da carteira até julho de 2019 foi de 21,0% a.a. versus 10,2% a.a. do Ibovespa. Os números dos fundos são apresentados líquidos de taxas.

A estabilidade e a consolidação fiscal que permitem manter as taxas de juros mais baixas trazem consigo também a possibilidade de múltiplos significativamente mais altos para as ações listadas. A maioria das pessoas entende isso empiricamente, porém, com o intuito de ajudar a colocar em perspectiva o impacto das mudanças do cenário macro no valor de uma empresa, apresentamos a seguir uma fórmula que simplifica bastante o valor de uma empresa ou de suas ações:

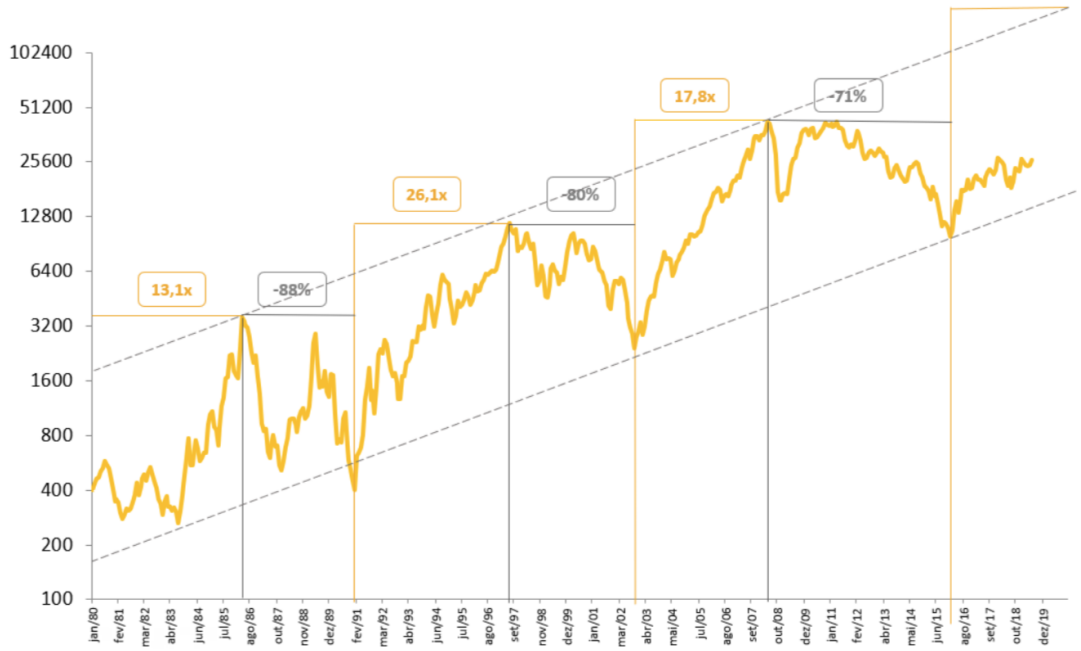
$$P = DPA * (1+G) / (Ke - G);$$

Onde P é o preço justo da ação; DPA é o dividendo por ação para o ano ; G é a taxa de crescimento; e Ke é o custo de capital que os investidores requerem.

O momento atual revela também a ocorrência de dois fenômenos: primeiramente, a queda da taxa de juros tem reduzido dramaticamente o custo de oportunidade exigido para investimentos em ações. Em segundo lugar, ao mesmo tempo, a expectativa de aumento do crescimento do PIB leva os analistas a acreditarem em taxas de crescimento mais robustas no futuro. De acordo com este método, o aumento de 1% na taxa de crescimento (G) projetado e a queda de 2% no custo de capital (Ke), implicam no aumento do valor teórico de uma empresa, de até 100%. Por exemplo, uma empresa que no passado valia R$ 18,00 com as premissas do Cenário 1 abaixo, dobraria de valor no Cenário 2: Cenário 1: DPA: 1, G: 7%; Ke: 13% | Cenário 2: (DPA: 1, G: 8%; Ke: 11%)

O efeito descrito acima está ocorrendo no mercado brasileiro de ações. Pouco a pouco, o custo de capital vem caindo junto com os juros e as perspectivas de crescimento mais robusto vêm sendo incorporadas nas projeções dos analistas e investidores. O impacto da valorização dos papeis deve levar os investidores de bolsa a obter fortes ganhos nos próximos anos.

Para ilustrar esta questão técnica, e na tentativa de traçar um paralelo com o último ciclo, nos parece que até agora, a bolsa passou pela pernada de 2002 a 2004, na qual teve aumento de quase 4 vezes em USD. Pode parecer bastante, mas depois disso a multiplicação continuou e após subir de 9.000 para 42.800 pontos, teve multiplicação total no ciclo de 18 vezes! Atualmente, partimos de 9.000 para 26.000 pontos em USD, ou 2,8 vezes o valor. Parece que ainda estamos em meio a este processo, e estamos bastante animados com a perspectiva de alta do mercado acionário brasileiro.



Outro efeito muito interessante que chama a atenção neste novo ciclo é a nova onda de IPOs e ofertas subsequentes. Algumas empresas já vieram acessar o mercado de 2017 até hoje e esperamos que um número ainda maior de ofertas ocorra nos próximos 2 a 3 anos. Como investidores de longo prazo, este processo nos interessa por dois motivos principais: (i) quanto mais empresas, maior é a variedade de escolhas e, com isso, há mais probabilidade de encontrarmos boas oportunidades de investimento; (ii) a lei de oferta e demanda faz com que o aumento de ofertas permita aos investidores que desejam aumentar investimentos em bolsa, o façam a preços menos elevados do que ocorreria as mesmas..

Todavia, é preciso redobrar a atenção neste momento. A euforia que começa a ser sentida nos arredores da Av. Faria Lima e do Leblon deve levar muitas empresas a fazerem ofertas aos investidores. Por definição, os vendedores costumam "embelezar" os seus produtos e buscam vender sonhos e expectativas para aumentar os preços pagos por eles. É exatamente aí que mora o perigo. No processo de venda (e compra) de sonhos e expectativas, assume-se um risco muito grande, já que é comum esquecer as leis da probabilidade (da materialização destes riscos). Para ilustrar este fenômeno, analisamos as ofertas de ações realizadas no último grande ciclo de valorização da bolsa, entre 2002 e 2007.

De 2002 a 2004, o Ibovespa aumentou 4 vezes em USD, fazendo com que a Natura inaugurasse, em maio de 2004, um novo ciclo de ofertas no mercado brasileiro. Ao todo, foram 101 ofertas entre 2004 e 2007. A estatística, no entanto, é triste e merece ser estudada:

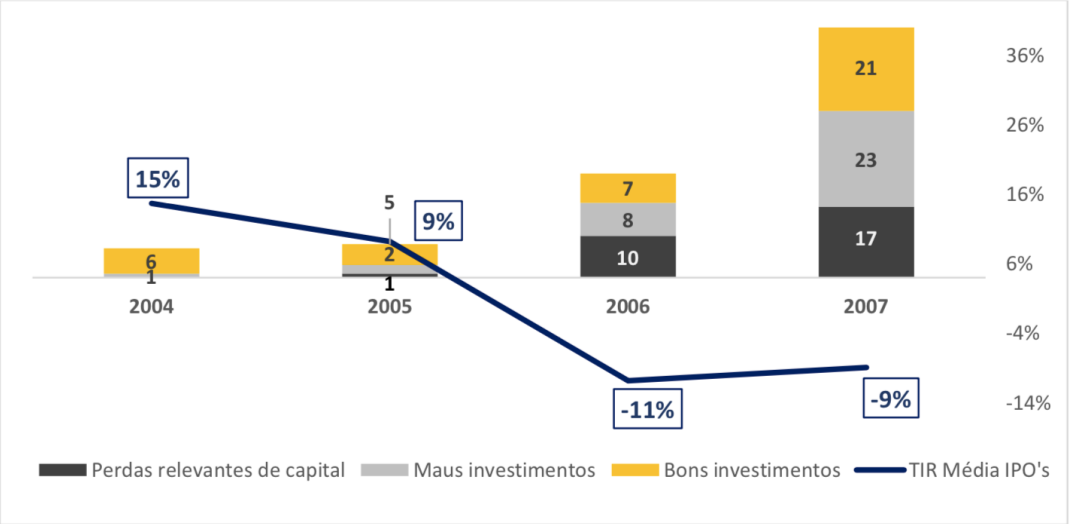
2004. Ano marcado por 7 ofertas, essencialmente de excelentes empresas. Destas, 6 foram bons investimentos com taxa de retorno média de 17% a.a., enquanto apenas uma teve retorno medíocre, atingindo 2% a.a.

2005. O número de ofertas teve leve aumento, para 8, com pouca queda de qualidade. 5 ofertas geraram bons retornos, com TIR média de 17%, duas foram medíocres, com TIR de 3% e uma oferta se transformou em perda quase total (-94%) de capital.

2006. O ano já apresentou um volume de ofertas bem mais robusto, gerando efeitos bastante significativos nas estatísticas. Das 25 emissões, 7 tiveram retornos ótimos (23% a.a., em média), 8 foram ruins, com retorno médio de -5% a.a., e 10 (quase 40% das ofertas!) resultaram em perdas massivas de capital.

2007. O ano foi dos vendedores e não dos compradores. A Capa da revista exame de dezembro daquele ano é uma excelente anedota disso:

As ofertas se multiplicaram e junto com isso a qualidade do que foi ofertado foi fortemente testada. O resultado foi ruim – das 61 ofertas, apenas um terço teve retornos satisfatórios, com TIR media de 9% a.a., 23 empresas tiveram retornos levemente negativos (TIR de -4% a.a.) e 17 empresas acabaram em situação falimentar ou de perda quase total do capital investido.



Postura da HIX no cenário atual:

A conclusão que nos parece mais sensata é que neste período de Bull Market, é muito importante evitar os maus investimentos e as grandes perdas. O otimismo natural do mercado neste momento faz com que as empresas imprimam um tom mais otimista ao seu discurso, no sentido de viabilizar captações através de ofertas de ações. Neste momento, os projetos sem fundamentos são "desengavetados", as expectativas de crescimentos se tornam exageradas e até mesmo a contabilidade tende a se tornar mais "criativa". Não temos qualquer intenção de "demonizar" os IPOs ou ofertas de ações, até mesmo porque não só acreditamos nos bons resultados que estas ofertas podem trazer, como também participamos de alguns casos e tivemos retornos excelentes, como, por exemplo no caso da Omega Geração e Eneva. No entanto, mais do que nunca, é preciso apurar o olhar crítico nestes momentos; é importante fazer um bom trabalho de stock picking, selecionando as empresas com ótimas equipes, em mercados grandes, que provavelmente terão maior potencial de crescimento (sem esquecer, é claro, do valuation adequado).

Atribuição de Performance

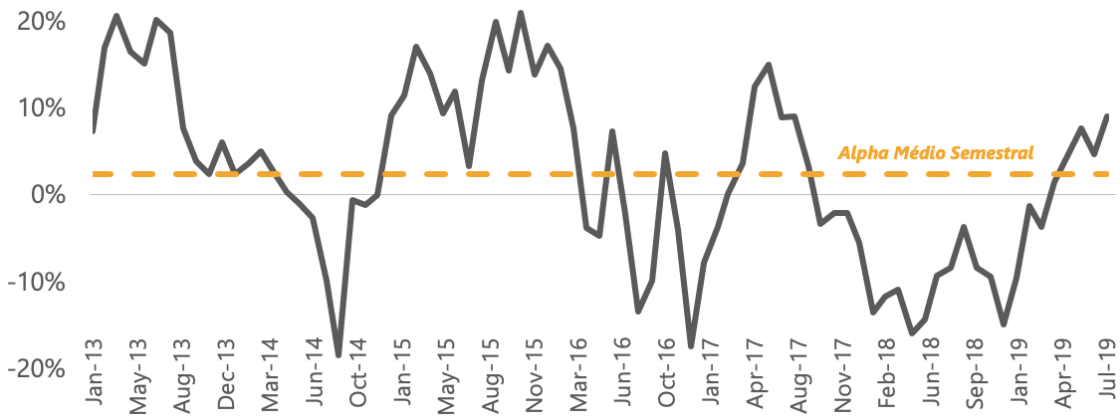
As principais contribuições de performance para o HIX Capital FIA no 1o semestre de 2019 foram:

Top 5 Contribuições		%	% Total
1	Eneva	9,24%	39,2%
2	Sanepar	1,71%	7,3%
3	Sinqia	1,68%	7,1%
4	Jereissati	1,37%	5,8%
5	Hapvida	1,20%	5,1%
32	Total Positivas	23,63%	100,0%

Top 5 Detratores		%	% Total
1	Biotoscana	-0,74%	30,3%
2	Guararapes	-0,69%	28,3%
3	CVC	-0,44%	18,0%
4	Vulcabrás	-0,35%	14,3%
5	BYMA	-0,16%	6,6%
17	Total Negativas	-4,04%	100,0%

A performance do fundo no semestre foi fortemente impactada pela valorização das ações da Eneva, que além da interpretação gradativamente mais positiva do mercado, teve sua expectativa de valor intrínseco elevada significativamente durante o período. Este processo é atribuível a determinadas evoluções em seus negócios, conforme comentaremos adiante. Assim, boa parte do potencial de upside do fundo permanece intacto, distribuída nas outras posições do portfólio.

Conforme comentado na carta de junho de 2018, o alpha gerado pela nossa estratégia é volátil e imprevisível no curto prazo. Na época, mencionamos a sua possível recuperação na medida que as teses de nosso portfólio se materializassem, o que de fato ocorreu nos últimos meses, como é possível observar no gráfico abaixo (Alpha 6 Meses vs Ibovespa). Ainda acreditamos que o alpha potencial "guardado" em nossas posições é bastante significativo e estamos animados com as perspectivas futuras do portfólio.



Revisão dos Resultados

Costumamos afirmar que o grande driver da variação no preço das ações na bolsa, no longo prazo, é a evolução da lucratividade das empresas. No curto prazo, os preços podem variar de acordo com o sentimento do mercado, mas, sistematicamente, os preços acabam convergindo ao fundamento no longo prazo. Como sempre, apresentamos a seguir o quadro ponderado de valuation e o crescimento de resultados do nosso portfólio.

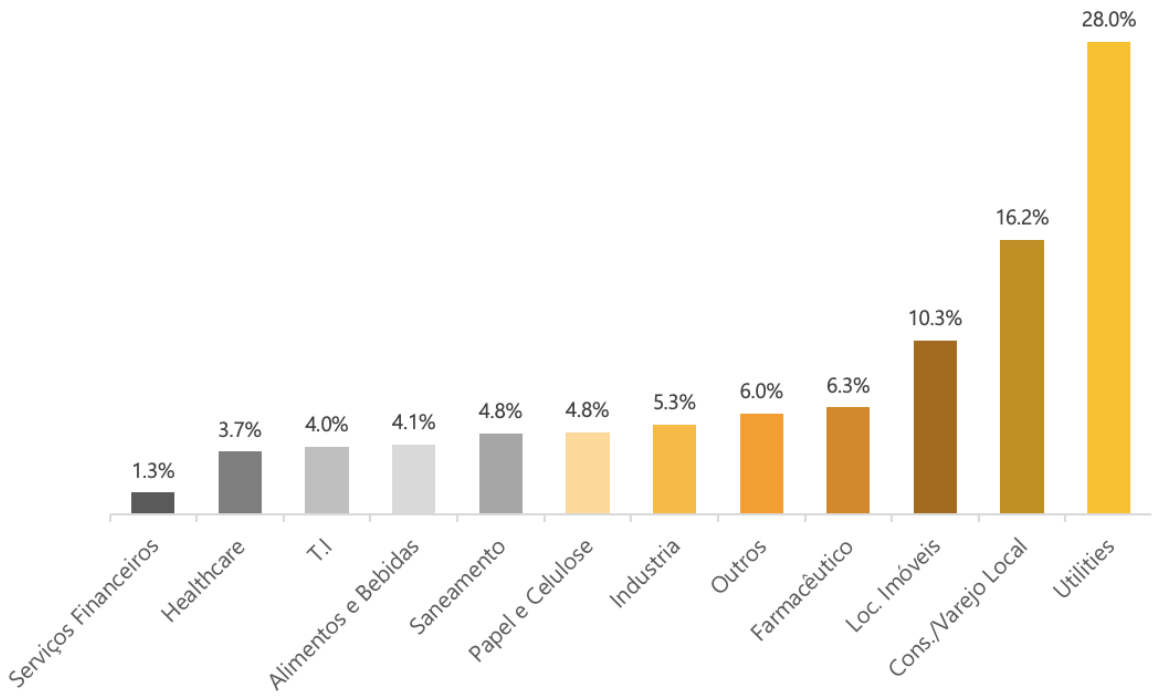
Crescimento Portfolio Base 100	2017	2018	2019	18x19
Receita Líquida	**90**	**100**	**108**	7,5%
EBIT	**33**	**28**	**31**	13,4%
Margem EBIT	*36,9%*	*27,7%*	*29,2%*	*5,5%*
Resul. Financeiro	**-9**	**-11**	**-10**	-14,0%
Custo Dívida (% ROL)	*-10%*	*-11%*	*-9%*	*-20,0%*
IR	**-13**	**-2**	**-3**	76,4%
Custo IR (% ROL)	*-15%*	*-2%*	*-3%*	*64,1%*
LL	**11**	**15**	**19**	27,4%
Margem Líquida	*11,7%*	*14,6%*	*17,2%*	*18,5%*

Além das revisões regulares de expectativas de lucro das mesmas empresas, realizamos diversos ajustes na carteira durante o ano, com objetivo de maximizar a relação risco x retorno do nosso portfólio ("HIX Holding"). Acreditamos que os resultados operacionais e líquidos das empresas devem crescer em média 13% e 27%, respectivamente. Isso mantém o nosso otimismo elevado em relação ao desempenho de nossos papeis ao longo do segundo semestre. Vale ressaltar que já observamos a tendência que confirma estes números com a divulgação dos resultados do primeiro trimestre do ano, cujos resultados, em média, cresceram aproximadamente 30%.

O índice de Preço Lucro ("P/L") da nossa carteira aumentou de 11,5x para 16,1x. Este ganho é parcialmente atribuível à alta dos nosso papeis, mas também ao mix de empresas com perfil de crescimento um pouco maior, que naturalmente negociam em múltiplos mais elevados. Acreditamos que o aumento do múltiplo não afeta de maneira alguma a atratividade das ações do nosso portfólio, sendo que a TIR média esperada para 5 anos do portfolio atualmente é de 20,3%, praticamente o mesmo nível desta métrica em dezembro de 2018 (20,2%), refletindo que a valorização das ações está de acordo com os lucros realizados no período e com as expectativas futuras.

Fizemos algumas alterações na composição do portfólio no 1o semestre de 2019. Das 23 empresas que compunham o portfólio em dezembro de 2018 (com 91,5% de exposição), desinvestimos em 8, representando liberação de recursos de 20,0%. Metade dos desinvestimentos foram motivados pela alta acima do preço target, enquanto que, em relação à outra metade, ocorreram fatos que mudaram negativamente nossa visão de longo prazo para o ativo. Em contrapartida, adicionamos 7 novas companhias ao portfólio, das quais 3 já haviam sido incluídas entre os investimentos do fundo no passado. As maiores posições do fundo atualmente são (em ordem decrescente) Eneva (ENEV3), Biotoscana (GBIO33), Jereissati Participações (JPSA3) e Hapvida (HAPV3). Juntas, as Top 5 representam 44% do nosso portfólio e o caixa do fundo é de aproximadamente 4%.

Além de olhar para cada investimento e buscar as melhores oportunidades de retorno ajustado ao risco, analisado individualmente, acreditamos que é necessário garantir a diversidade de nosso portfólio, para que possamos sempre navegar bem nos próximos anos. No entanto, vale ressaltar que nos últimos meses, temos adicionado gradativamente algumas empresas em nossa carteira, as quais provavelmente se beneficiarão do cenário mais pujante da economia. A maior exposição setorial continua sendo o setor de utilities, com quase 28%. Em seguida, o setor de varejo e consumo local representa cerca de 16,2% do portfólio e a locação de imóveis, 10,3%.



Atualização: Teses de Investimento

Decidimos apresentar, nesta carta, a breve atualização dos eventos mais relevantes das principais empresas do nosso portfólio, para facilitar a compreensão da carteira como um todo, ao invés de focar em alguns casos específicos, como de costume.

Eneva

O semestre foi marcado por diversos eventos positivos para a Eneva, alguns dos quais foram destacados abaixo, e não houve qualquer surpresa negativa relevante, de forma que nossa expectativa de valor intrínseco da companhia aumentou significativamente no período:

1) Em janeiro de 2019, a companhia divulgou a adição de 4 BCM de gás nas suas reservas, reduzindo ainda mais a percepção de seu risco exploratório. Este volume reflete a taxa de reposição de reservas de 286% e um aumento de +21,3% em relação às reservas de gás no fechamento de 2017. Quase todo o aumento de reservas foi decorrente dos campos existentes de gás; ou seja, com custo marginal muito baixo. Nos últimos anos, a companhia vem sendo consistente na adição de novas reservas de gás, que mais que compensam o consumo anual.

2) A companhia sagrou-se vencedora do Leilão de Suprimento de Energia ao Estado de Roraima, com o projeto integrado Azulão-Jaguatirica. Com isso, a companhia conseguirá monetizar as reservas do campo de Azulão, comprado da Petrobras em 2018, através de um contrato de longo prazo com receita previsível. O investimento total no projeto será de R$ 1,8 bi e a geração de valor é da ordem de R$ 4,5/ação (~17,6% do Market Cap) podendo chegar a R$ 7/ação no cenário em que a companhia consiga vender as sobras de gás na região de Manaus. Estrategicamente, o leilão foi um marco muito importante para a companhia, já que além de monetizar as reservas adquiridas, viabiliza o início dos estudos exploratórios em uma nova bacia com alto potencial.

3) Também vale mencionar a sua recente emissão de R$ 2 bi em debêntures, reduzindo significativamente seu custo financeiro. Ainda este ano, a Eneva pretende refinanciar mais R$ 2,5 bi em dívidas. Todo este processo de refinanciamento deve gerar a economia anual de despesas de R$ 50 milhões.

Seguimos muito animados com as perspectivas de criação de valor futuro da companhia, e acreditamos que apesar da grande valorização, a Eneva ainda apresenta uma da melhores oportunidades de investimento (alto retorno e baixo risco) dos últimos tempos.

Jereissati Participações

Sempre acreditamos que um dos grandes drivers da valorização das ações da Jereissati seria a melhora de sua liquidez na bolsa. Neste sentido, ansiávamos há muito tempo pelo evento que finalmente ocorreu em janeiro de 2019, quando a PREVI e a Fundação Atlântico reduziram de forma significativa as suas posições, através de um block trade. Como imaginávamos, a venda teve reflexo positivo sobre o preço das ações, que saíram de ~ R$21 (média dos 90 dias anteriores à venda) para ~ R$25 após o desinvestimento da PREVI. No começo de julho, a Previ realizou uma segunda venda, reduzindo sua posição para aproximadamente 4%, o que levou o float[2] da companhia a 40% das ações, superando, com certa folga, o valor de R$ 1 bilhão. Mais uma vez, este evento melhorou a liquidez da companhia, abrindo espaço para mais investidores montarem as suas posições. Apesar da alta recente, com as ações negociando hoje em R$31,00, ainda acreditamos que o desconto para o Iguatemi é excessivo (cerca de 37%) e as perspectivas de retorno ainda são excelentes.

Biotoscana

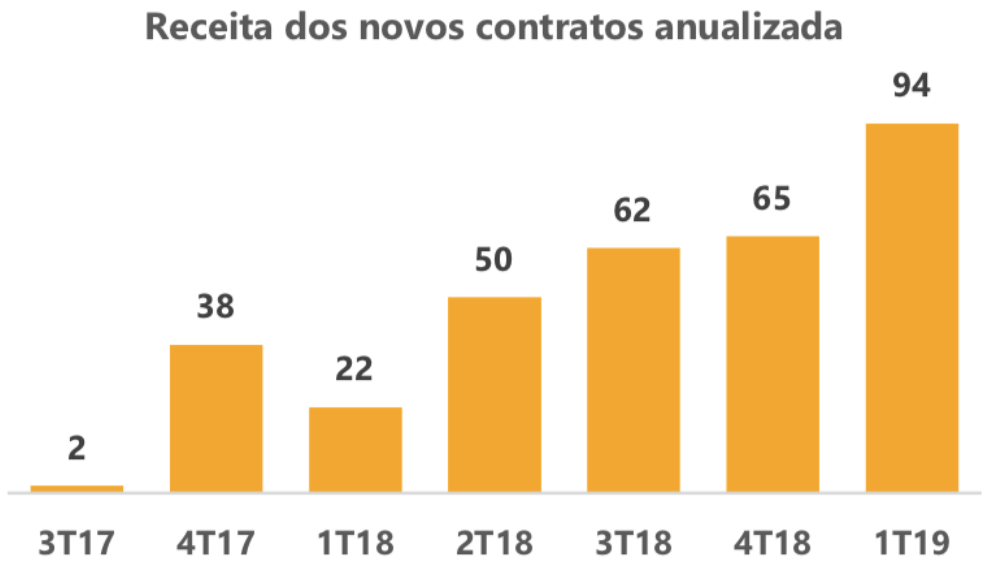
Já previámos que a companhia teria um primeiro semestre difícil desde o ano passado, em comparação ao ano de 2018, principalmente por conta da perda do contrato da Actelion e pela variação cambial da operação da Argentina. Até agora, não há qualquer surpresa em relação aos resultados. No entanto, vale ressaltar que as agendas internas tiveram avanço em diversas frentes, tais como: (i) a aprovação dos principais produtos e das suas melhores indicações nas grandes regiões, (ii) o aumento do pipeline de genéricos aprovados fora da Argentina, (iii) a reestruturação de pessoal na operação da Argentina, para se adaptar ao novo modelo de compra; e (iv) a maturação dos novos contratos.

Especificamente em relação ao último ponto, que é uma das grandes alavancas de valor da empresa, podemos ver que os contratos assinados entre 2016 e 2018 saíram de R$2mn de receita anualizada no 3T17 para R$94mn no 1T19 (versus o 1T18, a receita cresceu mais de 4x). Este número deve continuar crescendo nos próximos períodos, considerando o volume de aprovações e ramp-up das drogas lançadas em cada um dos países, sendo a grande alavanca de crescimento para os próximos 4 a 5 anos da companhia.

Neste universo de contratos, o produto mais importante é de longe o Lenvima, que nos últimos 12 meses recebeu o selo de breakthrough therapy (espécie de aceleração das pesquisas nos EUA, concedida apenas às terapias promissoras e de alto impacto na saúde pública), para dois novos tratamentos. O produto vem maturando em velocidade incrível, saindo de U$450mn em vendas globais anualizadas no 2T18 para U$920mn no 2T19. Considerando estes fatos, os especialistas já revisaram suas expectativas para o medicamento, e atualmente a projeção de vendas é de no mínimo USD 3,5 bilhões até 2023 (comparável à expectativa de USD 2,6 bilhões à época em que escrevemos nossa carta do primeiro semestre de 2018). Além disso, a Merck adquiriu os direitos globais de comercialização da droga e acredita que se mais algumas das pesquisas atualmente em curso forem comprovadas, o potencial da droga poderá atingir USD 5 bilhões anuais. Estes marcos podem trazer um upside adicional enorme às ações.

2 Ações em circulação, isto é, todas as ações que não são detidas pelos controladores ou que não possam ser negociadas por conta de restrições previstas nos acordos de acionistas.

Seguimos animados com os avanços operacionais que a empresa está fazendo e com a velocidade de maturação dos novos contratos. Esperamos que o 2S19 seja o momento de começar a colheita dos ajustes feitos, com forte aceleração desta tendência em 2020.



Hapvida

Neste primeiro semestre, a empresa deu um passo importante em sua estratégia de consolidação no setor de saúde, realizando duas aquisições relevantes. A maior delas foi a do Grupo São Francisco ("GSF"), que marca a entrada da empresa nas regiões Sudeste e Centro- Oeste. O Grupo adiciona 1,8 milhões de vidas ao seu portfólio (800 mil de saúde e 990 mil de odonto), representando 1/3 dos beneficiários pré-aquisição, com presença dominante em várias cidades do interior dos estados de São Paulo e Minas Gerais (ex: mais de 50% de market share em Ribeirao Preto e de 20% em algumas outras cidades de SP e MG), em regiões com baixa concorrência com as grandes operadoras nacionais. No que diz respeito à operação, o São Francisco tem modelo de verticalização parcial (mix de rede própria com rede credenciada), que funciona muito bem em cidades em que tem dominância muito forte, pois o controle e o alinhamento com os prestadores podem ser feitos com maior sucesso. A operação adquirida pode se beneficiar muito das sinergias com a integração, principalmente quanto à (i) redução de despesas administrativas, (ii) redução de custos de materiais e de equipamentos, por conta do aumento de escala e melhor negociação e (iii)implementação dos protocolos médicos amplamente desenvolvidos pela Hapvida. Além destas sinergias na operação da adquirida, o conhecimento trazido com o sucesso do modelo de Rede Credenciada em cidades com grande dominância pode beneficiar a própria operação da Hapvida e o seu modelo de expansão.

O valor do investimento foi de R$5bi, representando o múltiplo de entrada de 9x EBITDA 2020 pós-sinergias (vs. o múltiplo atual de 23x da Hapvida). Dado o perfil de crescimento orgânico forte que vinha apresentando (25% ao ano) e as portas que se abrem para expansão e consolidação na nova região, acreditamos que a operação foi muito positiva, adicionando, pelos nosso cálculos, ~R$3 a R$4 por ação ao nosso valor justo. Além do valor gerado individualmente por esta aquisição, a operação tem uma importância estratégica relevante, pois ajuda a desenhar a estratégia de plataforma de aquisições, implementando seu modelo de negócio vencedor de gestão de saúde e protocolos médicos, bem como destravando valor nas empresas adquiridas. Para acelerar esta fase da companhia, a empresa anunciou a oferta de ações que atualmente está em curso, com o intuito de captar aproximadamente R$2,5bi, que acreditamos que será usado, em sua maior parte, para novas aquisições.

Vulcabrás

No final do ano passado, a Vulcabrás adquiriu as operações e a licença de longo prazo da marca Under Armour no Brasil. Neste semestre, a companhia lançou a primeira coleção desenvolvida internamente e nossos *channel checks*[3] indicam que a aceitação tem sido boa, com provável crescimento relevante de volume. Além disso, a marca Olympikus voltou a ter bom desempenho, apesar do mercado difícil. Por outro lado, devido à pressão de margem que ainda existe na operação da Under Armour, em função da liquidação dos estoques e investimento no crescimento desta operação, além da queda violenta das vendas da Olympikus na Argentina (a distribuidora da empresa está passando por um momento difícil), os resultados ainda devem ser fracos no 2T19. Esperamos que as melhorias contínuas realizadas ao longo do segundo semestre de 2019, juntamente com a diminuição do impacto das operações da Argentina, além da manutenção do crescimento, no Brasil, das marcas Olympikus e Under Armour, possam trazer resultados mais fortes da empresa. As ações estão sendo negociadas abaixo de 9x seus lucros esperados para o ano que vem, e a Vulcabrás continua sendo uma das empresas de consumo mais baratas da bolsa.

Sinqia

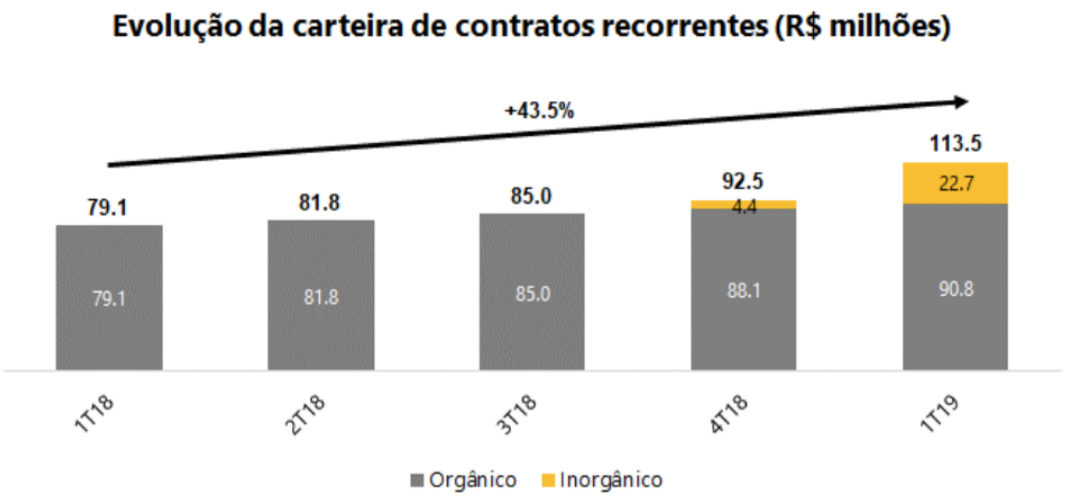
A Sinqia continua apresentando uma performance excepcional e demonstrando forte capacidade de crescimento. Esse crescimento é apoiado (i) pelo bom ritmo de aquisições e (ii) pelo aumento significativo de sua taxa de crescimento orgânico. Acreditamos que a companhia tem tudo para se consolidar como a plataforma mais completa de soluções de software de full-banking no Brasil. Continuamos bastante animados com as perspectivas do investimento para o futuro.

O 1S19 foi marcado pela aquisição de três empresas: a Atena (software de previdência), a ADSPrev (software de previdência) e a Softpar (software de soluções bancárias), as quais tornaram a posição de mercado da Sinqia ainda mais relevante. O valor destas aquisições foi de R$ 55 milhões, representando o múltiplo de EV / Receita Líquida de 1.6x, desconto de aproximadamente 56% em relação ao múltiplo atual da Sinqia[4]. O crescimento via aquisições deve continuar sendo um dos pilares que dará apoio ao crescimento da companhia ao longo do tempo.

A companhia vem tomando medidas desde 2017 com o intuito de acelerar o crescimento orgânico, de forma que obteve crescimento da carteira de contratos de software de 14,8% no 1T19. Essas medidas incluíram, entre outras, (i) melhorias incrementais de seus produtos, (ii) mudanças no seu modelo comercial, visando reduzir o custo de troca de novos clientes por meio do subsídio às implantações, (iii) reforço da sua área comercial com novos talentos e (iv) mudanças na marca, ampliando o reconhecimento da Sinqia no mercado.

3 Conversas com entidades do setor: clientes, fornecedores e concorrentes, entre outros.

4 Considerando o preço da ação SQIA3 de R$ 53,0.



Klabin

De acordo com as alternativas de investimentos rentáveis que a empresa poderia perseguir (conforme comentado em cartas anteriores, este ano, o conselho de administração aprovou o Projeto Puma II, que abrange a construção de duas máquinas de papel com produção de celulose integrada em 2 etapas separadas). A primeira será para produção de Kraftliner e Kraftliner Branco, com capacidade de produção de 450k toneladas, com start-up previsto para o segundo trimestre de 2021. Esta etapa incluirá a realização de boa parte dos investimentos necessários à fase seguinte, que, a princípio, deve ser outra máquina de Kraftliner de 470k toneladas. Esta segunda etapa tem a flexibilidade de ser uma máquina de cartões, dependendo do cenário em 2021 (momento previsto para início da construção).

O retorno que enxergamos neste projeto completo é bastante atrativo: nominal alavancado de 17%, sendo a primeira etapa com 15% e a segunda com 22% de retorno. A atratividade do projeto vem de alguns fatores: (a) inovação de Kraftliner de fibra curta, com vantagens de custo e de propriedades físicas (para gramaturas leves); (b) sinergias com a operação atual da Unidade Puma, em termos de utilização da estrutura administrativa e comercial já instalada, ampliação da produção e otimização de outras linhas existentes, e ganhos logísticos com maior escala e flexibilidade (permitirá a operação híbrida de container e granel); (c) demanda global crescente por conta do mercado alimentício, e-commerce e tendência de maior procura por embalagens sustentáveis.

Com relação ao ciclo de celulose, observamos um aumento de estoques a partir do 2S18, além da queda forte no preço da celulose, a partir do 1T19. No curto prazo, nossa visão é que é necessário que os preços encontrem a curva de custo da indústria para provocar fechamentos de capacidade e consumir os estoques presentes nos portos e nos produtores de celulose. Olhando para os próximos anos, devido à falta de novos projetos relevantes anunciados e à natureza mais previsível do consumo global de celulose, acreditamos que a assimetria para o próximo ciclo de 2020-2022 seja à montante.

Esta assimetria dos preços de celulose, somada ao valuation atual da empresa e à entrega dos projetos, faz com que estejamos bastante otimistas em relação ao retorno da ação nos próximos anos.

Sanepar

Durante o segundo trimestre de 2019, a Sanepar teve a aprovação de seu reajuste tarifário autorizada em 12,8%. Poucos dias depois, o TCE contestou este índice e autorizou a empresa a aumentar a tarifa em 8,6%. O restante ficou sujeito ao período de "estudo" via medida cautelar com duração indeterminada. Durante estas discussões, tivemos a oportunidade de aumentar taticamente a nossa posição na Sanepar, abaixo dos R$ 70. A companhia continua sendo uma alternativa de investimento em um negócio previsível com crescimento de tarifa acima de inflação, contratado para os próximos anos (devido ao diferimento do último reajuste tarifário) e que é negociada com valuation bastante atraente.

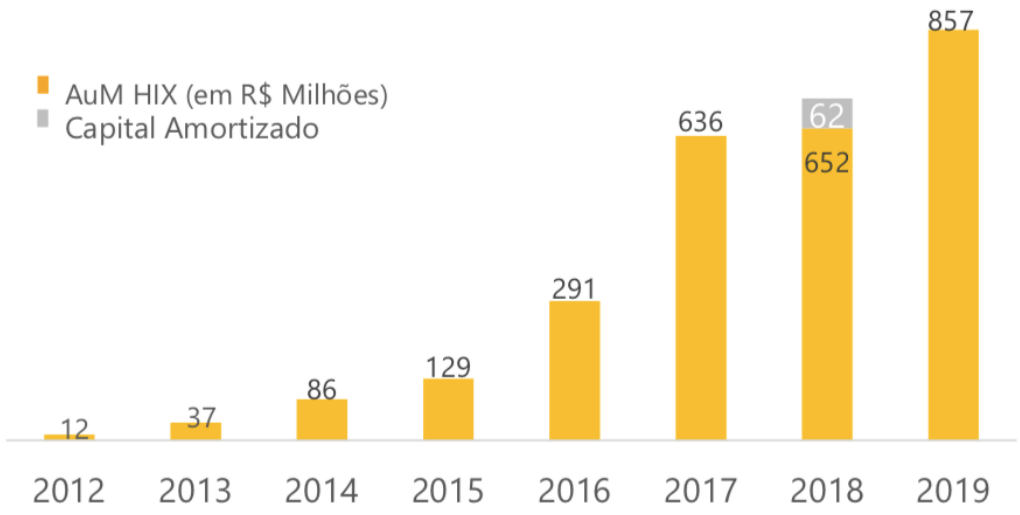
Atualização da HIX Capital

Em maio de 2019, lançamos o fundo HIX Icatu Prev Long Only Qualificado 100, veículo de investimentos voltado exclusivamente a clientes de previdência privada, em parceria exclusiva com a Icatu Seguros. Acreditamos que há um grande potencial para atender melhor os clientes em seus investimentos de previdência privada, que atualmente estão majoritariamente concentrados em produtos de renda fixa, com taxas altas. Acreditamos que a natureza de poupança de longo prazo dos investimentos em Previdência, tem uma enorme sinergia com o investimento em ações através de stock picking, que apesar da volatilidade de curto prazo, tende a ter retornos muito superiores a classe de renda fixa no longo prazo, especialmente se feito através de aportes constantes que minimizem erros de "timing" no investimento.

O HIX Icatu Prev é um dos primeiros fundos de previdência do mercado brasileiro com a flexibilidade de investir até 100% de seu patrimônio em ações, dentre outras permitidas pela resolução CMN n° 4.444 e Circulares 563/564. Assim, o fundo buscará a mesma estratégia dos demais fundos de Portfólio da HIX e terá carteira praticamente igual. Esta estrutura de investimento, permitirá que os investidores do fundo tenham a mesma eficiência que os fundos do portfólio da HIX, além disso, permitirá que os cotistas aproveitem as vantagens tributárias e sucessórias, dentre outras, que o sistema de previdência privada permite nos regimes de PGBL e VGBL.

O fundo está disponível para investimentos diretos através da Icatu Seguros (nosso time de RI esta à disposição para ajudar os eventuais interessados), e estamos expandindo a sua distribuição através de parcerias com as principais plataformas de investimentos e alocadores do país. Vale destacar que assim como em relação aos demais fundos lançados desde 2012, os sócios da HIX Capital são os primeiros cotistas do HIX Icatu Prev, investindo nos mesmos prazos e taxas que os demais clientes que optaram por investir no fundo.

No que diz respeito aos fundos abertos, no mês de julho, 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) atingiu o patamar de R$ 100 milhões de patrimônio líquido sob gestão. Com isso, os fundos voltados ao segmento institucional atingiram quase R$ 170 milhões, representando cerca de 20% do AuM total da HIX. Vale ressaltar que os sócios da HIX permanecem como os maiores investidores da gestora, com cerca de 17% do patrimônio sob gestão, investidos nos mesmos fundos, termos e condições que os demais clientes.



Agradecemos a sua confiança,
Equipe HIX Capital

HIX | Capital

CARTA SEMESTRAL AOS INVESTIDORES

1º Semestre, 2019