



"I'm a great believer in luck and I find the harder I work, the more I have of it." (Thomas Jefferson)

Caros Cotistas,

Em 2012, o fundo HIX CAPITAL FIA valorizou-se 30,57%, enquanto o Ibovespa valorizou-se 7,4%. A carteira administrada pelos gestores do HIX CAPITAL FIA valorizou-se 539% desde o seu início em maio de 2005, comparado a 138% do Ibovespa. O Ano foi marcado por uma forte valorização de ativos com fluxos de caixa previsíveis, enquanto os ativos cíclicos e os bancos sofreram bastante. As posições que mais contribuíram para a nossa performance no ano foram Dufry, Portobello, Gerdau, Even e LOG-IN, enquanto que a maior detração foi General Shopping.

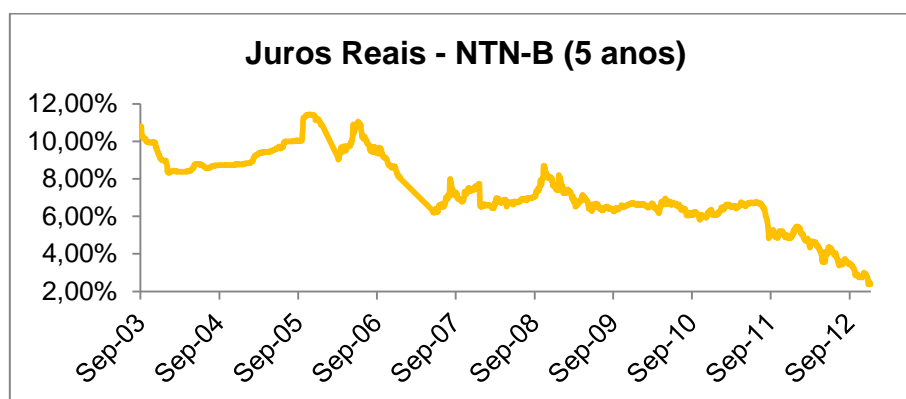
Ao longo de 2012, o fundo cresceu de R\$9,6 milhões em ativos para R\$30,0 milhões. Desde o início, nos preocupamos em construir uma base de investidores que entendesse a nossa filosofia de investimentos e que tivesse uma visão de longo prazo. Nossa equipe cresceu com a inclusão de um novo sócio e um analista, de forma que estivessemos estruturados para continuar crescendo de uma forma sustentável. Também investimos na reestruturação completa dos nossos sistemas de *back-office* e controladoria, pois acreditamos que a execução e monitoramento da nossa estratégia dependem de controles apurados e de uma governança adequada.

É importante ressaltar também que os sócios da Hix Capital são grandes investidores do fundo. "No nosso restaurante, os Chefs comem a sua própria comida".

Queremos aproveitar uma parte desta carta de final de ano, e início de um ano novo, para discutir sobre como vemos as perspectivas futuras de investimentos em ações.

Cenário Atual de Investimento em Ações

Nos últimos anos, os juros reais no Brasil tiveram uma forte trajetória descendente, vindo de um patamar de 11% a.a. em 2003 para 2,6% atualmente, como mostra a taxa das NTN-B's de 5 anos.



Esta nova realidade de baixa taxa de juros no Brasil representa uma quebra de paradigmas. Até então, bastava o indivíduo se preocupar em poupar parte da sua



renda para que os altíssimos juros o ajudassem a acumular riqueza. Hoje em dia, para acumular riqueza, o mesmo indivíduo precisa se preocupar em investir em ativos reais que se mantenham como reserva de valor ao longo do tempo e gerem algum retorno incremental sobre o seu capital. Em outras palavras, este necessita procurar novas classes de investimento além da Renda Fixa ou elevar muito o valor poupado mensalmente para atingir o mesmo patrimônio ao longo dos anos subsequentes.

Neste contexto, as classes de ativos mais óbvias para investir seriam todas aquelas que têm um fluxo de caixa estável, previsível e com um retorno sobre o capital adequado. Ativos imobiliários, de crédito e ações de empresas boas pagadoras de dividendos foram bons exemplos ao longo de 2011 e 2012. No entanto, após dois anos de forte valorização destes ativos, enxergamos que eles se tornaram tão caros e o retorno implícito tão baixo, que os investidores acabam assumindo uma assimetria de risco e retorno pouco atraente.

Neste cenário, acreditamos que adquirir ações de boas empresas, com vantagens competitivas claras, que tenham bons projetos de crescimento e com retornos adequados sobre o capital investido é uma das melhores maneiras de investir e acumular riqueza no longo prazo, desde que compradas no preço certo e com uma margem de segurança relevante.

Aceitamos que, no curto-prazo, as ações possam oscilar de acordo com o humor do mercado, no entanto, ao longo de horizontes mais longos de tempo, o retorno delas tende a estar diretamente relacionado com a evolução operacional dos resultados das empresas.

Um exemplo claro que ilustra a forte correlação do desempenho operacional com a valorização dos ativos foram as ações da TOTVS nos últimos anos. Neste período, apesar de o valor das ações ter oscilado no tempo e até mesmo se desvalorizado em anos como 2008 e 2011, o valor de mercado da companhia acabou crescendo em linha com a melhoria do seu resultado operacional.

| TOTVS (R\$ mm) | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | Acumulado |
|------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| EBITDA | 88 | 113 | 144 | 179 | 249 | 290 | 309 | 384 | 4,4x |
| Valor de Mercado | | 1.262 | 1.575 | 1.152 | 3.676 | 5.317 | 5.304 | 6.389 | 4,2x |

Desta forma acreditamos que ao seguir fielmente a nossa filosofia de investimentos de procurar boas empresas e ao longo de um horizonte longo de tempo capturar o reflexo de suas melhorias operacionais nos preços de suas ações, seremos capazes de entregar o retorno real elevado que os nossos investidores buscam.

Atualização da Carteira

Acreditamos que o nosso portfólio de ativos é composto por empresas com sólidas vantagens competitivas, descontadas em relação ao seu valor intrínseco, com alto potencial de valorização para os próximos anos e com catalisadores mapeados e, em certos casos, provocados pela nossa equipe de investimentos. Além disso, acreditamos que a nossa carteira em geral possui um baixo risco de perda permanente de capital, algo muito importante em nossas avaliações.

Atualmente, estamos mantendo uma posição de caixa de 18%, pois acreditamos que o cenário global traduz riscos e incertezas que não estão plenamente refletidas nos ativos da bolsa em geral. Esperamos boas oportunidades para alocar este caixa em



investimentos com elevada margem de segurança e continuamos procurando incessantemente por elas.

A distribuição de nossa carteira assim como algumas das nossas principais teses são atualizadas a seguir:

| Alocação Setorial do PL | |
|--------------------------------|----------------|
| Locação e Imóveis | 18,51% |
| Consumo e Varejo | 15,91% |
| Industrial | 16,49% |
| Serviços | 9,07% |
| Construção Civil | 7,54% |
| Infraestrutura | 7,53% |
| Outros | 7,72% |
| Caixa | 17,23% |
| Total | 100,00% |
| Exposição Long | 82,77% |

1-) Portobello

A Portobello é uma das maiores companhias do mercado de pisos e revestimentos cerâmicos no Brasil. Este é um mercado onde diversos players passaram por dificuldades financeiras no passado. Todavia, nos últimos anos, a Portobello se reposicionou estrategicamente, principalmente em marca, produto e operações e agora está capturando os resultados desses projetos em seus resultados.

O Programa CRIAR de relacionamento com arquitetos junto com a sua rede de franquias Portobello Shop são uma fortaleza para a Portobello. Graças a essa combinação de 30 mil arquitetos no seu programa de relacionamento e mais de 100 lojas espalhadas por todo o Brasil, a Portobello é a marca preferida entre 80% dos especificadores. Além da marca, a escala da Portobello permite que seja mais eficiente que os concorrentes menos estruturados e capitalizados na distribuição logística de seus produtos. Por fim, a Portobello é a grande lançadora de tendências de produtos no Brasil, tendo introduzido, de forma pioneira, os produtos extrafinos e de grandes formatos.

Aliando este cenário de marca e distribuição da empresa, com o controle dos custos fabris e com a atual situação competitiva da empresa, a Portobello consegue operar com margens mais altas e com uma menor necessidade de capital de giro. Isso se traduz em retornos sobre o capital (ROIC) elevados e estáveis, na casa de 25% a.a..

Com a forte demanda no mercado de construção civil no Brasil, acreditamos que a companhia deverá ter um forte crescimento para os próximos anos aliado a um bom retorno sobre o capital investido.



Na nossa visão, são raras as empresas com a combinação de qualidade de negócio, posicionamento competitivo diferenciado, gestores qualificados, governança corporativa alinhada e que ainda negociam a um múltiplo de 5,0x EBITDA 2013. Sendo assim, acreditamos que o investimento é extremamente atrativo.

2-) General Shopping

A General Shopping é uma desenvolvedora e administradora de Shoppings Centers. Atualmente, a companhia tem 250 mil m² de ABL e deve atingir cerca de 400 mil m² até o fim de 2014 com um crescimento médio de área de 2006 a 2014 de 23% a.a.

A Empresa possui um portfólio de shoppings de qualidade e os seus novos projetos são ainda melhores que os atuais. Com a estratégia de fugir da forte concorrência no modelo de Shoppings típicos em grandes centros, a General vem focando o seu crescimento no desenvolvimento de *Outlets* e *Lifestyle Malls*, onde é pioneira no Brasil. A General já tem dois projetos de *Outlets* em operação (SP e Brasília) e dois em construção (Salvador e RJ). Em *Lifestyle Malls*, que são shoppings voltados mais para conveniência, a empresa já tem um projeto em operação em Campinas e está em fase de comercialização do segundo, em Atibaia (interior de SP).

O Modelo dos *Outlets* é baseado em centros comerciais localizados em regiões periféricas aos grandes centros urbanos, com um custo de construção e ocupação para os varejistas mais baixos, o que viabiliza fortes descontos aos consumidores. Este é um modelo inovador no país e que vem dando muito certo nos dois projetos existentes (informação validada com diversos varejistas que operam lojas nos mesmos). Estimamos que a TIR média dos projetos seja acima de 20% a.a., porém sabemos que nos primeiros anos este retorno tem sido ainda maior.

Os *Lifestyle Malls*, por outro lado, são pequenos centros de compras com aproximadamente 15 a 20 mil m² de ABL, construídos com arquitetura aberta e projetados para terem custos de ocupação menores que um shopping tradicional. Desta forma, eles dão conveniência às pessoas que moram próximas (*walking distance*) com lojas como academia de ginástica, praça de alimentação e algumas lojas de varejo com alta produtividade. Nestes projetos, os retornos também têm sido interessantes.

O modelo de negócios de Shopping Center é muito interessante, pois são fortes geradores de caixa e possuem receita e margens estáveis e previsíveis. Os custos de operação, assim como de manutenção de um shopping, são muito baixos, daí a estabilidade de margens. Com um fluxo de caixa estável, é possível alavancar a operação para crescer de forma acelerada assim como a General Shopping vem fazendo desde o seu IPO. Na Abertura de Capital, a empresa tinha 80 mil m² de ABL e deverá atingir 400 mil m² até o fim de 2014, impulsionando o EBITDA a um crescimento médio de 44% a.a. de 2006 até 2015.

Apesar de todo esse crescimento histórico e das boas perspectivas futuras, a empresa negocia em bolsa hoje a aproximadamente 50% do valor justo dos seus ativos atuais, o que nos garante uma excelente margem de segurança em relação ao risco de perda permanente de capital. Temos então uma combinação de baixo risco de perda permanente de capital, alto crescimento, resultados previsíveis e alta TIR dos novos empreendimentos, o que torna o investimento muito atrativo.



3-) Cosan

Nos últimos 5 anos, a Cosan passou por um reposicionamento estratégico. Deixou de ser apenas uma empresa de produção de açúcar e etanol e passou a se posicionar também como uma grande distribuidora de combustíveis, gás natural e a investir no setor de infraestrutura logística. Estes são setores estratégicos para o desenvolvimento do Brasil, onde as oportunidades de investimentos são inúmeras.

Mesmo sendo o maior player do mundo em produção de etanol, a Cosan buscou aumentar a sua exposição a negócios com maior previsibilidade de geração de caixa e menos dependente de oscilações do preço da commodity (hoje a produção de açúcar e álcool representa menos de 30,0% do valor de mercado da Cosan).

Os principais movimentos estratégicos neste período foram:

- (i) Contrato com a Esso Mobil, 2º maior produtor de lubrificantes do Brasil (2008): contrato de longo prazo para uso da marca Mobil;
- (ii) Criação da Radar (2008): explora negócios no mercado imobiliário rural brasileiro, possuindo 392 fazendas com mais 152 mil hectares de terras;
- (iii) Criação da Rumo Logística (2009): possui 75% de participação na maior empresa de transporte e operação portuária de açúcar do mundo;
- (iv) Criação da Raízen (2011): JV 50/50% com a Shell na parte de distribuição de combustíveis e produção de etanol e açúcar (moagem, cogeração e trading);
- (v) Aquisição de 60,1% da Comgás (2012): maior distribuidora de gás natural canalizado do Brasil, cuja área de concessão representa mais de 27% do PIB brasileiro;
- (vi) Término da venda da Cosan Alimentos (2012);
- (vii) Negociação ainda não concluída para entrada no bloco de controle da ALL (2012): intenção de adquirir 49% do bloco de controle da ALL;

Após todo esse reposicionamento estratégico, acreditamos que a companhia possui um time de gestão qualificado para tirar o valor que cada um dos seus ativos possui (foco em retorno sobre o capital e geração de caixa). Cada um desses movimentos estratégicos trouxe ativos com diversos projetos no pipeline com taxas internas de retornos atraentes e com alto potencial de crescimento, que deverão nos surpreender positivamente nos próximos anos, dado que grande parte destes ainda não estão sendo precificados pelo mercado.

Atualmente, a Cosan está sendo negociada a 6,2x EBITDA e P/E de 13,3x 2014 o que consideramos interessante dada a qualidade dos ativos e projetos da Companhia.

Assim, agradecemos pela confiança,

Equipe Hix Capital