

## CARTA AOS INVESTIDORES DA HIX CAPITAL

2º SEMESTRE DE 2019

PREZADO INVESTIDOR,

Abordaremos os seguintes temas nesta carta:

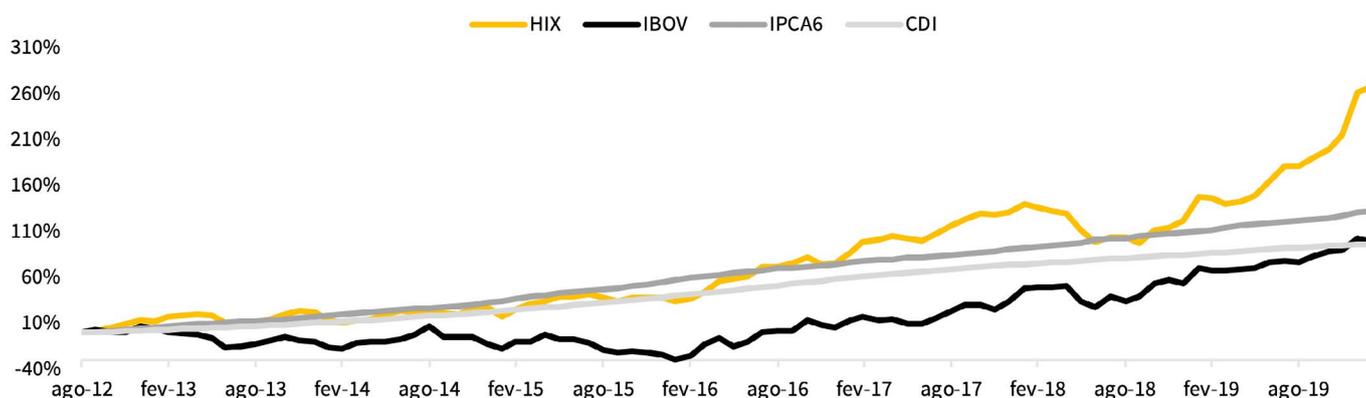
- Resultados e Cenário
- Revisão de resultados e portfólio
- Atualização sobre as empresas
- Update sobre a gestora

"DO NOT WORRY (CHILDREN), IF THE DUCKS KEEP QUACKING, JUST FEED THEM"

Anonymous Sr. Investment Banker

### 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	Desde o Início
<b>HIX INST*</b>	-	-	-	-1,43%*	25,59%	39,33%	-0,53%	68,20%	188,59%
<b>HIX FIA</b>	13,09%	8,78%	3,86%	8,28%	27,29%	31,48%	-4,35%	63,00%	260,97%
<b>HIX Prev*</b>	-	-	-	-	-	-	-	43,13%	43,13%
<b>Ibovespa</b>	6,82%	-15,50%	-2,91%	-13,31%	38,94%	26,86%	15,03%	31,58%	102,67%
<b>CDI</b>	2,26%	8,05%	10,81%	13,25%	14,00%	9,93%	6,42%	5,96%	95,92%

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

## PREZADOS INVESTIDORES,

Em 2019, o HIX Capital FIA (“HIX FIA”) teve alta de 63,2%, comparado a 31,6% do Ibovespa. Desde o início das atividades da HIX, o HIX FIA acumula alta de 261,0% ou 19,1% a.a., comparado à valorização de 102,7% ou 10,1% a.a. do Ibovespa, com ganho acumulado de 95,9% ou 9,6% a.a. do CDI. Desde o início das atividades, em maio de 2005, a carteira administrada pelos gestores do HIX FIA teve valorização de 1.940%, comparado a 359% do Ibovespa<sup>1</sup> e a 349% 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.

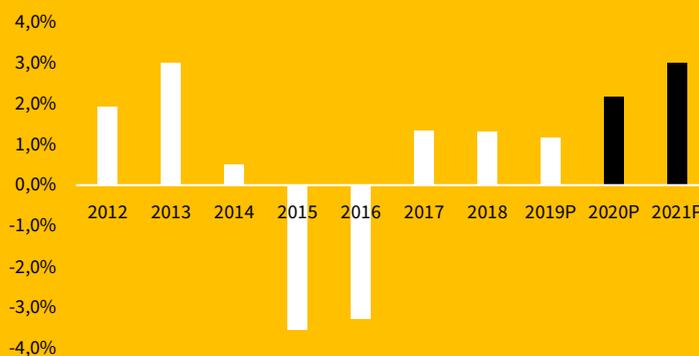
Consideramos que o resultado alcançado no ano de 2019 foi excepcional, inclusive muito acima das nossas próprias expectativas. Por outro lado, é importante reforçar que este resultado não foi atingido por termos assumido nível de risco acima do nível histórico, mas sim pela convergência dos preços de algumas posições do nosso portfólio, em relação à evolução passada de seus fundamentos. O desempenho operacional de algumas dessas empresas já vinha muito bem desde 2018, porém o “preço” tinha se descolado dos fundamentos, ou de seu “valor justo”, cenário que foi revertido em 2019, quando muitas das nossas teses de investimento de maior convicção entraram no radar e foram reconhecidas pelo mercado. Gostaríamos de aproveitar a oportunidade, já no início desta carta de fechamento do ano, para agradecer aos nossos parcei-

ros e investidores pelo apoio e confiança depositada durante os últimos anos, inclusive durante os períodos “difíceis” que se apresentam, tempos em tempos.

O segundo semestre de 2019 foi palco de uma forte alta dos ativos de risco brasileiros, onde os preços foram impactados pela perspectiva mais favorável para a trajetória fiscal da economia brasileira após a aprovação da reforma da previdência, assim como pela inflação mais sob controle, que permitiu a queda sensível da SELIC. As ações do portfólio da HIX tiveram valorização ainda mais relevante graças ao fator da forte evolução dos fundamentos das empresas ao longo do próprio período e o re-rating sensível de algumas de nossas ações. Ao mesmo tempo, não poderíamos deixar de mencionar que apesar do desempenho do Ibovespa ter sido de “apenas” 32%, ele foi puxado para baixo por Petrobrás e Bancos, que contribuíram com 13%. Destacamos ainda a performance do índice de Small Caps (índice constituído de 78 empresas, muito mais pulverizado do que o Ibovespa e com maior contribuição de empresas com exposição à economia doméstica), que teve valorização de 58%.

Pensando no ano à frente, 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), além da melhora razoável de diversos indicadores antecedentes do PIB.

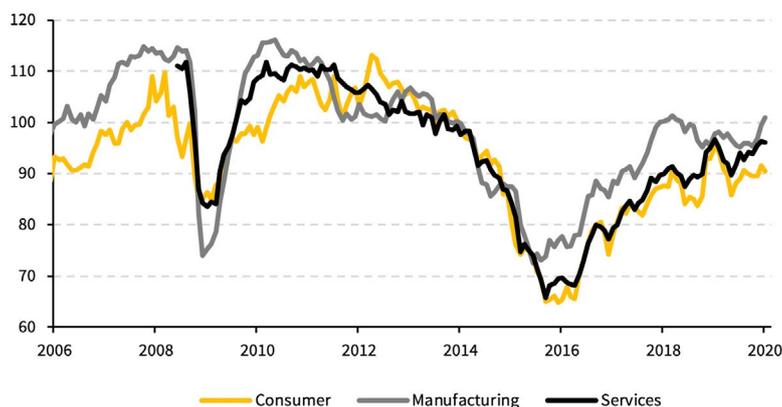
**O ANO DE 2019, MARCOU O TERCEIRO ANO CONSECUTIVO DE CRESCIMENTO E RECUPERAÇÃO CÍCLICA DO PIB APÓS A GRANDE DEPRESSÃO DE 2014-2016. ALÉM DISSO, JÁ FOI POSSÍVEL PERCEBER NO 2º SEMESTRE UMA ACELERAÇÃO GRADUAL EM DIREÇÃO AO CRESCIMENTO PROJETADA PELOS ECONOMISTAS PARA 2020, O QUE NOS DÁ CONFORTO SOBRE AS EXPECTATIVAS PARA O ANO.**



<sup>1</sup> 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 2019 foi de 23,0% a.a., versus 11,0% a.a. do Ibovespa. Os números dos fundos são apresentados líquidos de taxas.

Os índices de confiança de consumo, negócios e serviços vêm melhorando gradativamente desde 2016 (época do impeachment da Presidente Dilma) e após uma leve deterioração em meados de 2019, recentemente os índices retomaram uma rota positiva. Este aumento de confiança deve continuar estimulando os investimentos, consumo e crédito, ajudando a impulsionar a aceleração do crescimento do PIB.

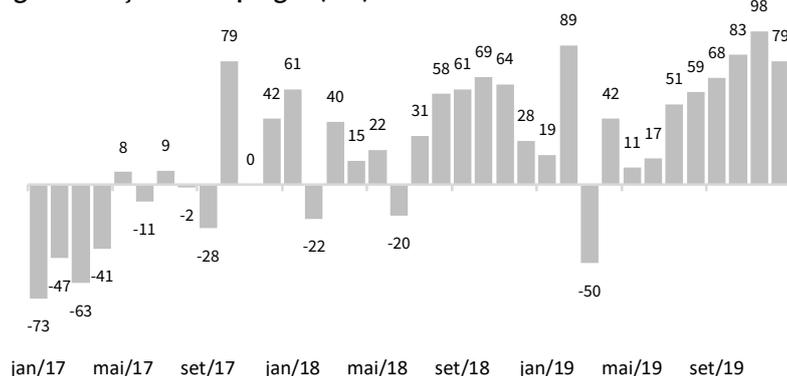
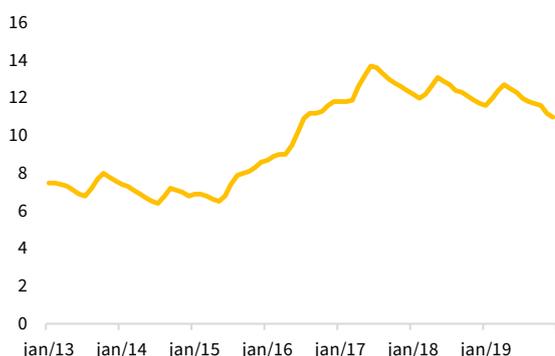
Índice de Confiança de Consumo, Negócios e Serviços<sup>2</sup>



**A CRIAÇÃO DE NOVOS POSTOS DE TRABALHO TAMBÉM COMEÇOU A ACELERAR RECENTEMENTE.**

Apesar da taxa de desemprego ainda estar alta, ela vem em trajetória de queda lenta, porém progressiva e ainda há grande potencial de recuperação. Assim, com os níveis atuais de geração de emprego, já podemos esperar que o crescimento da renda impacte positivamente a atividade econômica no futuro próximo.

Índice de Desemprego & Geração de Empregos (mil)<sup>3</sup>



Acreditamos que a consequência desta aceleração prevista do PIB será um crescimento sequencial da receita das companhias focadas no mercado doméstico, em muitos casos, inclusive com algum grau de alavancagem em relação ao próprio PIB (setores de consumo e saúde, por exemplo). Dado o efeito de expansão de margem que geralmente ocorre em recuperações com grande

ociosidade na economia, tudo indica que 2020 será mais um ano de crescimento robusto de lucros das companhias. Já comentamos muitas vezes que no longo prazo, o valor das ações deve seguir a mesma tendência que o crescimento de lucros; consequentemente, sob essa ótica, é possível esperar mais um ano de boa performance para as ações:

**Empresas domésticas – crescimento dos resultados<sup>4</sup>**

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
<b>Receita Líquida</b>	741 042	805 257	842 760	936 887	1 025 458	1 118 212
<b>Crescimento</b>		8,7%	4,7%	11,2%	9,5%	9,0%
<b>Lucro Líquido</b>	113 764	114 377	123 629	145 107	173 627	205 449
<b>Crescimento</b>		0,5%	8,1%	17,4%	19,7%	18,3%

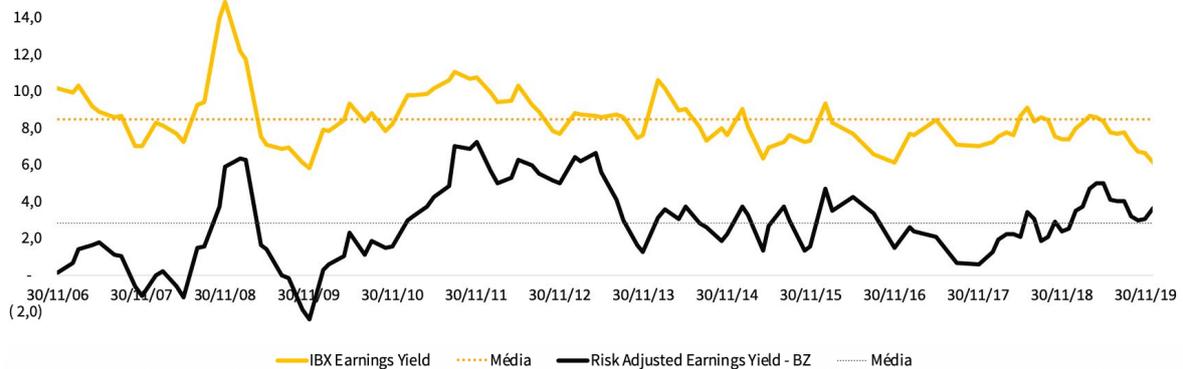
<sup>2</sup> Fonte: Santander

<sup>3</sup> Fonte: Santander, BTG Pactual & Caged

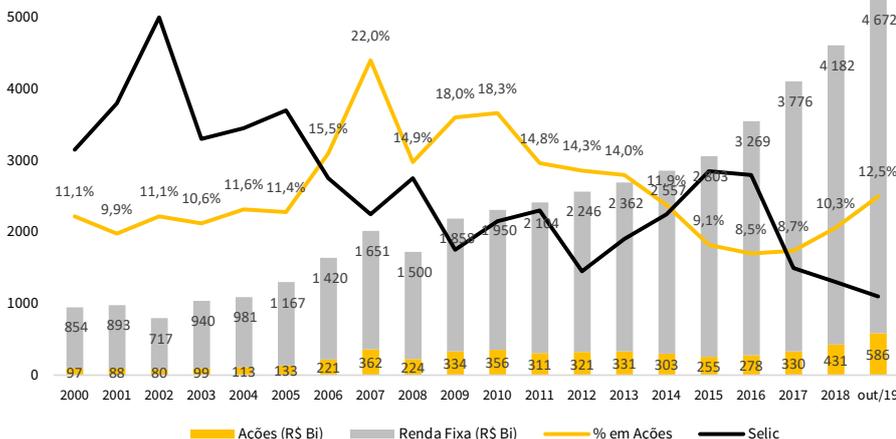
<sup>4</sup> BTG Pactual

Ainda em relação a expectativas, é muito importante avaliar o que está refletido nos preços de mercado em relação a retornos futuros. Nessa linha ao observar o Earnings Yield do IBX - indicador que mede o rendimento corrente dos lucros de suas empresas - de forma simplista, alguém poderia alegar que os ativos estão mais caros na bolsa atualmente, já dado o que o indicador atual é menor que o histórico (Yield hoje em ~6% vs. ~8,4% histórico). No entanto, esta análise não seria completa se não levássemos em consideração a mudança de patamar da taxa de juros e o potencial de crescimento de lucros das empresas neste momento. Assumindo que os lucros do IBX crescerão em linha com a inflação corrente, atualmente, o prêmio de retorno esperado, sobre a taxa de juros pré-fixada de 10 anos (linha cinza no gráfico abaixo) está acima da sua média histórica.

Tendo em vista que estamos vivendo um ambiente favorável para crescimentos nos lucros, e portanto existe uma chance bastante grande que eles cresçam muito acima de inflação (seja pela recuperação econômica ou recuperação das próprias empresas após anos de margens baixas e com retorno sobre capital crescente), concluímos que a bolsa está negociando em níveis de retorno esperado similares ao do começo de 2019, mesmo após a valorização recente. Ou seja, é possível argumentar que o aumento dos preços até aqui, basicamente reflete a queda do custo de capital estrutural e da taxa de juros.



Uma outra forma de demonstrar que boa parte desta compressão de retornos - ou aumento de preços da bolsa - ocorreu pela queda da taxa de juros e consequentemente do custo de capital, é comparar a recente evolução do Ibovespa à valorização das NTN-B longas (2055)<sup>5</sup>.



Em termos de fluxo, os investidores locais vêm reagindo às boas perspectivas da bolsa em relação a outros ativos, aumentando razoavelmente suas alocações. No entanto, é interessante perceber que o nível de alocação de ativos na bolsa ainda: (i) está substancialmente abaixo da média dos anos de 2006 a 2010 (como é possível observar no gráfico abaixo) e (ii) é muito aquém do que seria necessário para uma carteira produzir retornos reais relevantes para os investidores, dada a nova realidade de taxa de juros<sup>6</sup>:

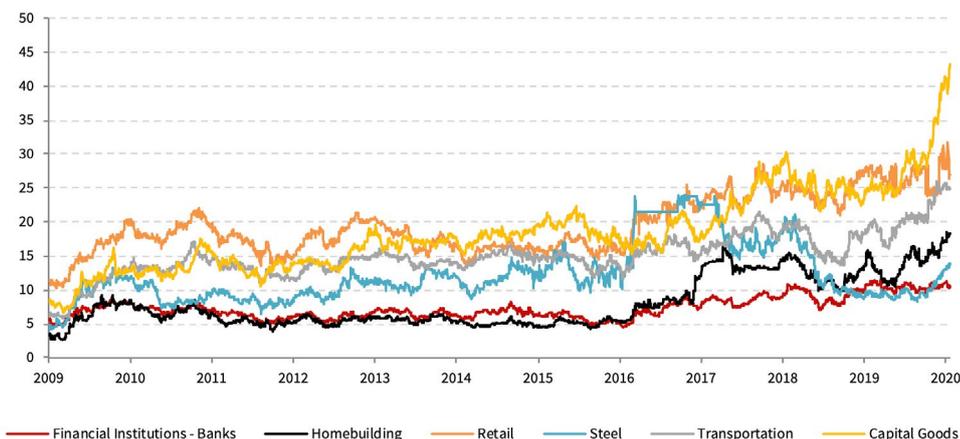
<sup>5</sup> HIX Capital, BBG  
<sup>6</sup> BTG Pactual

De outra perspectiva, a alta recente das ações de algumas empresas também chama a atenção. O forte crescimento de lucros neste e nos próximos anos, associado à taxa de juros mais baixa, são fatores que não apenas explicam, mas justificam múltiplos mais altos. No entanto, nos parece que parte desse aumento já está refletido nos múltiplos atuais, especialmente em algumas

empresas e setores. As empresas de commodities negociam atualmente em um P/E FWD de 12.6x (pouco acima do seu histórico), o que contribui para o múltiplo médio do Ibovespa mais baixo (atualmente em 13x, um pouco acima da média histórica). No entanto, as outras empresas negociam a um múltiplo médio de 18.6 x P/E (60% acima da média histórica)<sup>7</sup>:



Se excluirmos os bancos dessa lista non-commodity, os múltiplos de um ano a frente ficam ainda mais elevados, se comparados ao histórico, com destaque para a indústria de bens de capital (116% acima) e incorporadoras (113%):



Outra característica do mercado atual que pode ser observada de diferentes prismas é a grande proliferação de ofertas de ações na forma de IPOs e follow-ons. Por um lado, temos visto muitas ofertas de companhia muito boas como Centauro, Stone, Pagueseguro, XP, Localiza e Hapvida, entre outras. Muitas destas estão inclusive abrindo as portas para investidores de bolsa poderem investir no setor de tecnologia e outros setores bastante promissores.

Além disso, estas ofertas, independentemente do setor, (i) equilibram a oferta e a demanda e evitam que os preços subam demais, e (ii) aumentam a matéria prima para stock pickers, como a HIX, encontrarem novas oportunidades. No entanto, parece que, em muitos casos os investidores já estão se dispondo a pagar antecipadamente por melhorias operacionais, forte crescimento e planos de turnaround.

<sup>7</sup> Santander

Nessa linha a situação dos mercados de capitais nos faz pensar em um quadro do livro *The Most Important Thing*, de Howard Marks, no qual ele apresenta uma forma simples de avaliar se o mercado está atraente ou perigoso. Ao analisar a situação atual, nos perguntamos se já não aparecem alguns sinais de perigo:

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

Em nossa carta de dezembro de 2017,<sup>8</sup> traçamos um paralelo entre o leve e o pesado de Milan Kundera<sup>9</sup> e o dilema de um gestor entre acreditar na evolução versus a ciclicidade da economia e da política. Ao refletir sobre os últimos dois anos, claramente alcançamos alguns desenvolvimentos significativos no cenário político e econômico brasileiro; no entanto, é possível argumentar que os avanços obtidos até o momento evitaram que o governo caminhasse à falência, porém não garantiram o importante aumento de produtividade que o país precisa para o desenvolvimento sustentável a longo prazo.

Neste sentido, o paradoxo com o qual nos deparamos é: será que conseguimos garantir apenas mais uma recuperação cíclica? Ou seremos capazes de continuar no caminho das reformas estruturais que elevariam a nossa produtividade, pavimentando o caminho para o desenvolvimento? Até o momento, os

avanços que obtivemos parecem já ter garantido a recuperação cíclica. Isso permitiu os juros baixos, a melhora da economia e, conseqüentemente, a evolução do lucro das empresas.

A conseqüência direta deste processo é que as alternativas fáceis de ganhos reais de patrimônio, através da aquisição de títulos públicos, deixaram de existir, desencadeando o grande fluxo de recursos para ativos reais e renda variável. Olhando para frente, se, por um lado, caso tenhamos a evolução significativa do ambiente político, levando a novas reformas estruturais, os ganhos de produtividade poderiam ser enormes, e, conseqüentemente, poderíamos viver um longo período de expansão econômica, fazendo com que o ciclo positivo para ações estivesse apenas no começo. Por outro, em um mercado como o brasileiro, onde apenas os Anti-frágeis<sup>10</sup> sobrevivem, o ceticismo tende a imperar na mente dos gestores.

<sup>8</sup> <https://hixcapital.com.br/wp-content/uploads/2018/03/HIX-Capital-Carta-aos-Investidores-Dez-2017.pdf>

<sup>9</sup> Conceito representado em seu romance a insustentável leveza do ser

<sup>10</sup> Conceito definido por Nassim Taleb em seu livro que leva o mesmo nome, significa indivíduos que são capazes de sair fortalecidos de eventos de stress.

**CONCLUINDO, ESTAMOS ANIMADOS COM AS PERSPECTIVAS DA BOLSA NOS PRÓXIMOS ANOS, MAS MUITO CUIDADOSOS NA ANÁLISE DAS OPORTUNIDADES E CONSTRUÇÃO DO PORTFÓLIO.**

Vivemos uma época complexa para os investidores em ações:

- **Por um lado, a economia está melhorando, fazendo com que a perspectiva de lucros das empresas também seja mais favorável.** Por outro lado, o ânimo dos investidores e o valuation das ações já parecem refletir essa perspectiva, ao menos parcialmente. Assim, o principal driver de retorno nos próximos anos, será a concretização do crescimento de lucros projetado.
- **Nos últimos anos, era possível fazer o dever de casa com muita calma para ganhar conforto nas teses de investimento.** Atualmente, no entanto, temos visto muitas “narrativas” de crescimento acelerado ou melhoria operacional serem rapidamente incorporadas ao preço dos ativos. Neste ambiente, o esforço de separar o joio do trigo, sem o tempo necessário para tal conclusão, aumenta significativamente o risco e com isso a criticidade do nosso trabalho de stock pickers.

## ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE & PORTFÓLIO:

### AS PRINCIPAIS CONTRIBUIÇÕES DE PERFORMANCE DO HIX CAPITAL FIA NO ANO DE 2019 FORAM:

Top 5 Contribuições		%
1	Eneva	24,5%
2	Sinqia	7,3%
3	Centauro	5,9%
4	Jereissati	5,4%
5	Hapvida	3,4%
<b>41</b>	<b>Total Positivas</b>	<b>78,80%</b>

Top 5 Detratores		%
1	Byma	-1,17%
2	Braskem	-0,86%
3	CVC	-0,61%
4	Burger King BR	-0,44%
5	Guararapes	-0,09%
<b>10</b>	<b>Total Negativas</b>	<b>-3,43%</b>

Durante o 2º semestre de 2019, fizemos algumas alterações na composição do portfólio. Das 20 empresas que compunham o portfólio em junho de 2019 (com 96,8% de exposição), desinvestimos em duas, uma por valorização acima do preço alvo, na outra por conta de fatos que mudaram negativamente nossa visão de longo prazo do ativo. Também reduzimos algumas posições, abrindo espaço para a inclusão de 8 novas posições no portfólio (duas velhas conhecidas). Terminamos o ano com 26 posições e 14% de caixa. As maiores posições do fundo no fechamento do ano eram (em ordem decrescente): Eneva (ENEV3), Jereissati Participações (JPSA3), Sanepar (SAPR11), Biotoscana (GBIO33) e Sulamérica (SULA11), representando juntas 36% do nosso portfólio.

Como já comentamos, 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 em direção ao fundamento, e por isso como sempre, apresentamos a seguir o quadro ponderado de valuation e o crescimento de resultados de nosso portfólio:

<b>Crescimento Portfolio</b> Base 100	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>19x18</b>	<b>2020</b>	<b>20x19</b>
<b>Receita Líquida</b>	<b>96</b>	<b>100</b>	<b>4,4%</b>	<b>108</b>	<b>8,5%</b>
<b>EBIT Ajust.</b>	<b>19</b>	<b>23</b>	<b>18,2%</b>	<b>27</b>	<b>17,4%</b>
Margem EBIT Ajust.	20,3%	23,0%	13,2%	24,9%	8,2%
<b>LL</b>	<b>12</b>	<b>14</b>	<b>17,4%</b>	<b>18</b>	<b>30,3%</b>
Margem Líquida	12,6%	14,2%	12,5%	17,0%	20,1%

Além das revisões regulares de expectativas de lucro das mesmas empresas, realizamos diversos ajustes na carteira durante o ano, com o objetivo de maximizar a relação risco x retorno do nosso portfólio (“HIX Holding”). Mesmo assim, vale ressaltar que a valorização média do portfólio no ano superou significativamente a evolução dos resultados das suas respectivas empresas, reduzindo, assim, o retorno potencial do mesmo nos próximos anos. Atualmente, a TIR média esperada do por-

tfólio, nos próximos 5 anos, é de 16% (comparada a 20% em junho) e o índice de preço-lucro (“P/L”) da carteira aumentou de 16,1x para 17,6x. Quando consideramos a alta qualidade das empresas do nosso portfólio e o grau de conservadorismo elevado que utilizamos tipicamente em nossas premissas e projeções, acreditamos que o retorno implícito acima ainda é bastante interessante e melhor do que a maioria das alternativas disponíveis de alocação de capital.

## 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 último 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:

#### LEILÃO A-6 2019: PARNAÍBA VI

A companhia sagrou-se vencedora em mais um leilão esse ano, dessa vez o A-6/2019 (realizado em 18/out). O projeto vencedor, chamado de Parnaíba VI, é o fechamento de ciclo da usina Parnaíba III.

Parnaíba VI, que custará cerca de R\$ 470 mm, adicionará mais 92,3 MW à capacidade da Eneva a partir de 2025. O contrato da usina vai até 2049, com receita fixa de R\$ 85 mm ao ano.

Além de trazer mais fluxo de caixa à companhia sem queimar

moléculas adicionais de gás, o projeto de Parnaíba VI tem outros efeitos positivos:

A usina de P VI tem 50% de inflexibilidade. Isso aumenta indiretamente o despacho de P.III, acelerando a monetização das reservas;

Com a construção de P.VI, será possível também estender o benefício SUDAM/Sudene das usinas P.II, P.III e P.IV de 2026 até 2032;

O nosso base case assume um retorno desalavancado do projeto de 15,56%, com geração de valor de 0,8 R\$/ação (~1,7% do market cap atual).

#### REVISÃO GARANTIA FÍSICA

No dia 06/12, houve o leilão A-1/A-2 2019 de energia existente, o

qual permitiu a revisão das garantias físicas das usinas P.I e P.III

P.I: Garantia física aumentou 130 MW, totalizando 610 MW

P.III: Garantia física aumentou 30 MW, totalizando 132 MW

Desta forma, a Eneva terá lastro adicional para vender energia e, assim, EBITDA adicional proveniente da revisão. Em outras palavras, a revisão de garantia física implica que tanto a P.I quanto a P.III “merecem” mais receita para a mesma capacidade instalada. Em termos de lastro, esta revisão (160 MW) representa mais do que a própria usina P.III > **É como se a Eneva estivesse adicionando mais uma usina como P.III, sem qualquer capex adicional.** As opções de venda da garantia física adicional englobam os próximos leilões de energia existente A-4/2020 e A-5/2020, assim como contratos no mercado livre.

Pelos nossos cálculos, assumindo a contratação no mercado livre, a revisão de garantia física pode adicionar R\$ 96 mm/ano de EBITDA e agregar 1,57 R\$/ação de valor (~3,5% do market cap).

## INCORPORAÇÃO DE RESERVAS

**Araguaína:** A Eneva declarou a comercialidade da acumulação de Araguaína. O volume de gás estimado do campo é de 3 BCM e as reservas certificadas totalizam 1,3 BCM. Acreditamos que existe uma boa probabilidade das reservas serem revisadas para cima ao longo do desenvolvimento do campo.

O marco da declaração de comercialidade da acumulação de Araguaína vai além do mero aumento nas reservas da companhia, já que implica a viabilidade de um novo play exploratório com alto potencial na bacia: o Longá. Além de Araguaína, a companhia tem testado os reservatórios longá de Gavião Azul mas o potencial vai muito além dessas duas áreas (basicamente o longá se estende por quase toda a bacia), podendo abrir uma grande avenida de criação de valor.

**Certificação de Reservas 31/12/2019:** Além dos 1,3 BCM adicionados com a declaração de Araguaína, a Eneva incorporou mais 2,8 BCM de reservas nos campos atuais, totalizando 4,1 BCM (Índice de reposição de 292%). Esses 2,8 BCM adicionais têm custo marginal associado muito baixo, uma vez que se trata de revisões em campos existentes da R13.

## OFERTA PERMANENTE

No dia 10/set, a companhia adquiriu mais 6 blocos na bacia do Parnaíba via Oferta Permanente. A área total arrematada foi de 13.779 Km<sup>2</sup> (comparada à área de 38.526 Km<sup>2</sup> dos blocos atuais).

O principal alvo da oferta permanente são os novos plays exploratórios da bacia: Longá e Itaim. A Eneva já havia explorado boa parte das áreas anteriormente, de forma que a companhia tem muita informação proveniente de sísmica e poços > Maturidade exploratória dos blocos da oferta permanente é bem maior que dos blocos da R13.

Vale lembrar também que, no passado, quando a companhia não tinha gás certificado suficiente para entregar os contratos, a administração da PGN focou nas acumulações mais óbvias (ex: formação Poti e Cabeças) e mais fáceis de desenvolver. Agora, existe a oportunidade de voltar a essas áreas e estudar as formações geológicas que a companhia comprovou viabilidade recentemente (no caso da Longá, principalmente, que existe em abundância por toda bacia). O ponto positivo mais relevante é que existe uma infraestrutura de gasodutos já instalada, que facilita declaração de comercialidade proveniente dessas acumulações nos novos plays.

O potencial da oferta permanente nesses novos plays é gigantesco e pode trazer grandes transformações para a companhia. Além disso, a Eneva terá área de concessão grande o suficiente para viabilizar a exploração e produção de acumulações não convencionais de gás, no longo prazo.

A companhia também adquiriu áreas mais a noroeste, perto do PAD Tianguar, cujo objetivo é explorar a oportunidade de encontrar petróleo na bacia. Uma vez comprovada a comercialidade do óleo do Parnaíba, a Eneva terá outra fonte de fluxo de caixa hoje inexistente.

## PROJETO NOSSA SENHORA DE FÁTIMA

No dia 07/nov, a companhia assinou um acordo de exclusividade com a BP (British Petroleum), através do qual a Eneva terá o de comprar 75% do projeto UTE Nossa Senhora de Fátima. A usina terá capacidade de 1.750 MW (3 módulos de 583 MW) e está localizada na cidade de Macaé. A BP será a fornecedora do gás, proveniente em sua maioria do pré-sal, através de um contrato de longo prazo.

o Plano da companhia é entrar com pelo menos um módulo do projeto nos leilões A-4 e A-5/2020. A escala da usina e a competitividade do combustível (gás do pré-sal) torna o projeto um dos favoritos para se sagrar vencedor no leilão, com bom retorno sobre o capital.

Além da oportunidade de alocar capital na usina, este projeto possibilita que a Eneva crie um hub de gás, monetizando parte da infraestrutura que será construída para atender à termica através de contratos com terceiros.

## JEREISSATI PARTICIPAÇÕES

Ao longo do segundo semestre de 2019, a Iguatemi, controlada da Jereissati, vendeu sua participação do Shopping Iguatemi Caxias e Florianópolis, onde era minoritária e tinha pouca influência na gestão, e aumentou sua participação em ativos mais dominantes e com alto potencial de crescimento de FFO para os próximos anos, como o Shopping Center Esplanada, o Praia de Belas Shopping Center e o Iguatemi Porto Alegre - na nossa visão, uma reciclagem de portfólio bem assertiva. Além disso, a companhia colocou em operação o seu programa de fidelidade (Iguatemi ONE) e seu e-commerce (Iguatemi 365). Estes movimentos estratégicos, além de gerarem valor para a companhia, reforçam nossa opinião positiva sobre a visão estratégica e a disciplina de alocação de capital do management.

Hoje a Jereissati ainda está negociada com desconto de 30% no valor de mercado da Iguatemi versus 15%~20% de outras holdings listadas, e deve ter geração de caixa para pagar yield superior a 7% em dividendos no ano que vem, caso não encontre nenhuma oportunidade para alocar capital. Estes fatores, alinhados com a qualidade do time, do portfólio da Iguatemi, trazem bastante segurança para manter a Jereissati como uma das maiores posições do fundo.

## SANEPAR

Conforme exposto na última carta, o TCE contestou o reajuste tarifário da Sanepar, o que nos permitiu aumentar a nossa posição abaixo dos R\$70, por acreditar que naquele preço o nosso retorno seria bom, mesmo se uma visão populista do TCE viesse a prevalecer sobre o caráter técnico na discussão tarifária, o que parecia improvável. Desde então, o cenário de maior probabilidade de fato aconteceu, o TCE aprovou o reajuste completo da empresa, inclusive com direito ao retroativo. Somado à entrega de bons resultados ao longo de 2019, este cenário fez com que a ação fechasse o ano acima de R\$101.

Continuamos animados com a empresa pois (i) a tarifa deve aumentar 2%~3% acima de inflação pelos próximos anos, consequência do diferimento tarifário, (ii) o modelo de negócios tem receita previsível e histórico de controle nos custos e despesas e (iii) o seu valuation é atraente, sendo negociado a 8,4x P/E para 2020 e com dividend yield médio próximo a 7% nos próximos 3 anos.

## SULAMÉRICA

Adicionamos uma posição na SulAmerica no 2S19. No futuro, possivelmente apresentaremos mais informações sobre tese; todavia, considerando a sua relevância na carteira, não quisemos perder a oportunidade de apresentá-la brevemente nesta carta. Em nossa opinião, a empresa é a melhor operadora no segmento de Seguro Saúde Premium. A Sulamerica tem permanecido à frente dos concorrentes nos últimos anos

em termos de controle da sinistralidade, através de medidas de gestão de sinistro, cuidado coordenado e de maior alinhamento de interesses com hospitais, prestadores e beneficiários. Graças a esta qualidade de gestão, a Sulamerica tem crescido acima do mercado, não só ganhando share, como também aumentando a sua rentabilidade.

Outro acontecimento que vale ser mencionado é a venda de suas operações no segmento Auto e Ramos Elementares, por R\$3bi de reais. Além do preço bastante atraente da venda e do valor gerado decorrente, acreditamos que o maior foco em Saúde, ramo que tem rentabilidade maior, deve reforçar ainda mais a sua capacidade de se manter à frente da concorrência. Com esse movimento, acreditamos que o ativo deverá ser negociado a múltiplos maiores do que o histórico.

Acreditamos que o setor de saúde tem potencial significativo de crescimento. O envelhecimento da população, aliado à inflação médica estrutural 3 a 4 vezes superior à inflação média (uma realidade no mundo todo) e à penetração relativamente baixa de beneficiários no sistema privado de saúde nos deixa muito animados com o longo prazo do setor. Além disso, a discussão de affordability dos planos pela população brasileira nos leva à conclusão de que os melhores operadores de saúde, com iniciativas mais inovadoras e que consigam controlar melhor os sinistros, conseguirão manter ganhos estruturais de market share ao longo do tempo e com rentabilidade. Vale ressaltar que este é um mercado extremamente fragmentado,

em que os cinco maiores operadores têm apenas 30% de share, e conta também com a presença de muitos players menores e mal administrados, que naturalmente serão absorvidos ou eliminados do mercado.

Por último, mas não menos importante, a dinâmica de inclusão de beneficiários é bastante dependente da geração de empregos. Mesmo nos últimos anos de crise, em que houve grande aumento de desemprego e o número de beneficiários do sistema caiu, vimos a Sulamerica continuar a angariar novos clientes em sua base, através do ganho de share. Agora, com a volta da economia e do emprego que já começa a ser observado, principalmente nas regiões em que a Sulamerica é mais forte (região Sudeste), o número de beneficiários deve crescer ainda mais.

Pelos drivers explorados acima, acreditamos que a empresa tem grande oportunidade de crescimento com geração de valor, e essa nova etapa da empresa vai permitir não só extrair mais valor dessas oportunidades como ficará mais fácil para o mercado financeiro enxergar esse potencial na empresa.

## CAMIL

A Camil fez dois importantes movimentos no último semestre. O primeiro foi a recompra da participação que pertencia ao Warburg Pincus (30,6 mm ações ou 7,65% da companhia). A recompra foi feita ao preço de 6,25 R\$/ação (vs 8,99 R\$/ação atuais) e totalizou R\$ 191 mm. Acreditamos que o movimento foi uma excelente alocação de capital, considerando o preço pago pela companhia (~49% de desconto em relação ao valor justo que estimamos).

A Camil também adquiriu a unidade de Pet Food da IANSA, no Chile, por R\$ 200 mm. A operação do Chile é a melhor da Camil fora do Brasil, e já estava preparada para assumir o desafio de adicionar uma nova categoria de mercearia seca. O mercado de comida pet no Chile vem crescendo acima de 10% ao ano, e a marca é fator importante (o que explica a sua maior rentabilidade) e tem demonstrado boa estabilidade ao longo do tempo, sem mais players novos entrando ou querendo entrar no setor. As marcas adquiridas pela Camil vêm ganhando share de forma consistente, e a mais relevante, a Cannes (ração para cães), é o

3º maior player com market share ligeiramente inferior ao share da marca Champion.

A companhia espera alavancar a força que já tem com a marca Tucapel e se aproveitar do alto overlap de clientes (80%) e sinergias de venda para buscar a liderança do setor (atualmente, a Carozzi, com a marca Master Dog, é a líder de mercado, com market share de 18%).

Além das sinergias de venda (mesmos promotores e vendedores), a companhia vai se beneficiar de sinergia logística (usar os mesmos caminhões para transportar arroz Tucapel e os produtos de comida pet).

O valuation da aquisição foi de 7,8x EBITDA 2019, sem incluir as possíveis sinergias comerciais e de custo. Considerando a qualidade do negócio (marca, crescimento de dois dígitos, ROIC em torno de 15%), acreditamos que a aquisição foi uma excelente alocação de capital pela Camil.

## ATUALIZAÇÃO DA HIX CAPITAL

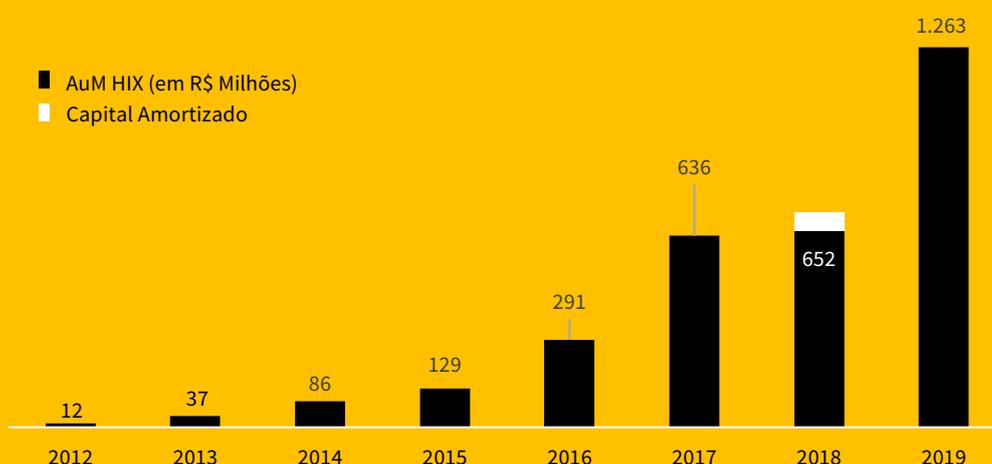
Do ponto de vista institucional, o ano de 2019 foi muito importante para a HIX. Reforçamos as equipes de investimento, operações e de relação com os investidores, além de reforçar a nossa sociedade, que atualmente conta com 7 sócios.

Conforme mencionado na carta do 1S19, em maio de 2019, lançamos o fundo HIX Icatu Prev, veículo de previdência com a flexibilidade de investir até 100% de seu patrimônio em ações e que segue a mesma estratégia dos demais fundos da casa. O fundo que nasceu com o aporte inicial dos sócios e funcionários da HIX atingiu PL de quase R\$ 50 milhões, e começou a ser distribuído nas principais plataformas de investimentos do Brasil. Vale ressaltar que a estrutura de investimento do plano de previdência permitirá que os investidores tenham a mesma eficiência que os fundos do portfólio da HIX, além de permitir que os cotistas aproveitem as vantagens tributárias e sucessórias, dentre outras, que o sistema de previdência privada permite.

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 4 anos de histórico (apresentando retorno anualizado de +29,0% contra +23,5% do Ibovespa), e atingiu o patamar de R\$ 150 milhões de patrimônio líquido sob gestão. Com isso, os fundos adaptados à regulamentação exigida pelo segmento institucional atingiram quase R\$ 240 milhões, representando cerca de 20% do AuM total da HIX.

Vale ressaltar que apesar do crescimento dos ativos sob gestão em 2019, os sócios da HIX permanecem como os maiores investidores da gestora, com cerca de 15% do patrimônio sob gestão, investidos nos mesmos fundos, termos e condições que os demais clientes. Atingimos um crescimento forte, mas muito consistente de AuM, superando a marca de R\$1 bilhão com perfil bastante diversificado e com maior peso ainda em investidores com os quais temos relacionamentos diretos (family offices, em sua maior parte).

## 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