



Carta aos investidores

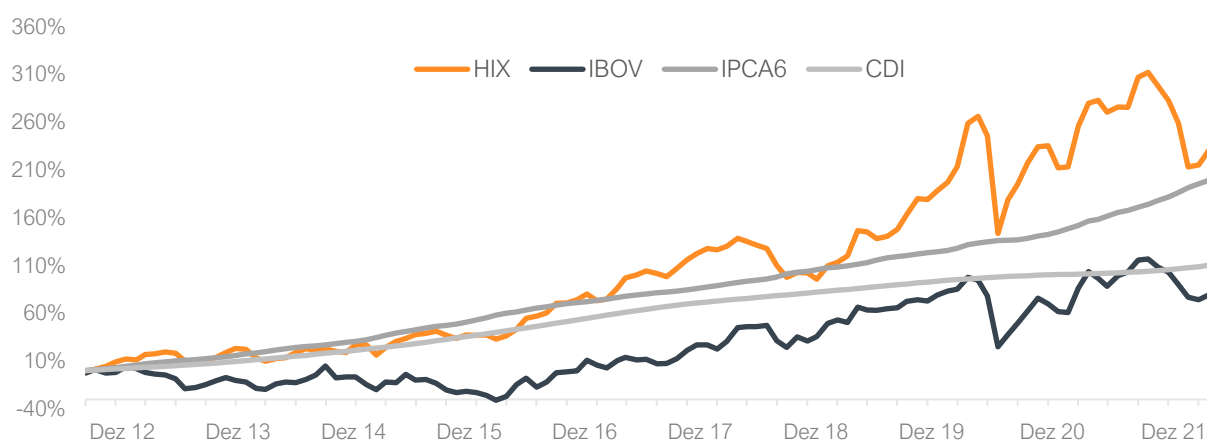
2º semestre de 2021



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.

“It ain’t what you don’t know that gets you into trouble. It’s what you know for sure that just ain’t so.”

Mark Twain



Ano	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Desde o Início
HIX INST*	-	-	-	-1,43%*	25,59%	39,33%	-0,53%	68,20%	+6,38%	-13,37%	165,95%
HIX FIA	13,09%	8,78%	3,86%	8,28%	27,29%	31,48%	-4,35%	63,00%	+5,92%	-13,04%	230,58%
HIX Prev*	-	-	-	-	-	-	-	43,13%	+2,68%	-13,35%	27,34%
Ibovespa	6,82%	-15,50%	-2,91%	-13,31%	38,94%	26,86%	15,03%	31,58%	+2,92%	-11,93%	79,41%
CDI	2,26%	8,05%	10,81%	13,25%	14,00%	9,93%	6,42%	5,96%	+2,76%	+4,42%	110,53%

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

ABORDAREMOS OS SEGUINTE TEMAS NESTA CARTA:

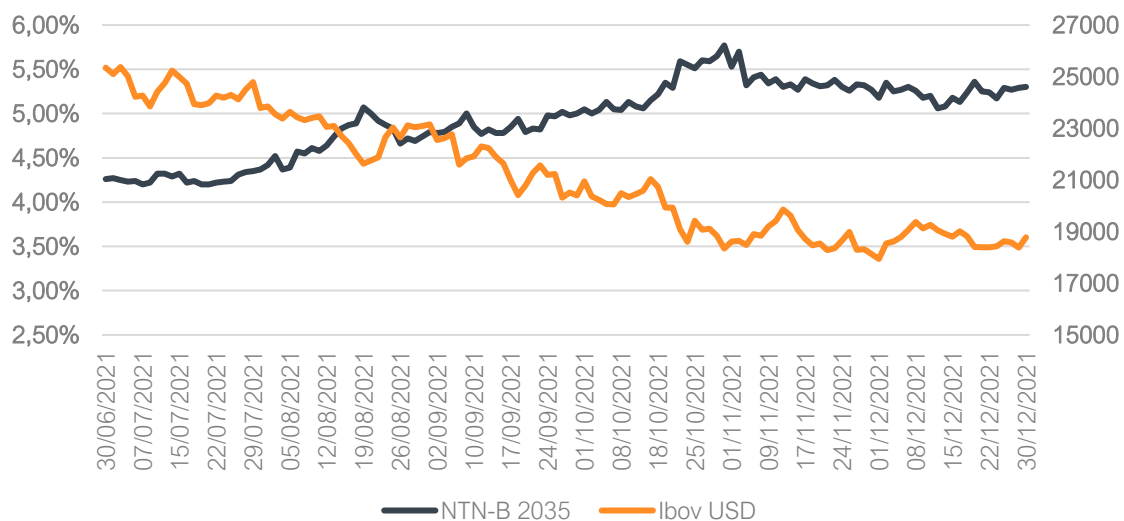
1. Resultados e Cenário
2. Revisão de resultados e portfólio
3. Atualização da tese de investimento
4. Updates Institucional

Prezados investidores,

No segundo semestre de 2021, o HIX Capital FIA (“HIX FIA”) teve uma queda de -20,6% e apresentou uma queda de -13,04% ao analisar o ano, como um todo. Já o Ibovespa teve uma queda de -17,3% no último semestre e -11,93% com relação ao ano.

Desde o início das atividades da HIX, o HIX FIA acumula alta de 230,6% ou 13,5% a.a., comparado à valorização de 79,4% ou 6,4% a.a. do Ibovespa, com ganho acumulado de 110,5% ou 8,2% a.a. do CDI. Desde o início das atividades, em maio de 2005, a carteira administrada pelos gestores do HIX FIA teve valorização de 1.779%, comparado a 310% do Ibovespa¹ e a 386,8% 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.

Acreditamos que ainda é cedo para capturar integralmente todos os aprendizados do ano de 2021. No entanto, nos parece que o finalmente encontrou-se no Brasil a dura realidade que contrasta às expectativas positivas que permeavam os mercados ao final de 2019. Tomando emprestado um comentário de um famoso gestor americano² em sua mais recente carta: “O que passou pela nossa cabeça?”. Acreditar que o Brasil finalmente quebraria com os seus ciclos e evoluiria buscando reduzir a diferença para os países mais desenvolvidos? Ao longo do ano a deterioração da percepção fiscal e da confiança no governo levou o mercado de juros, dólar e bolsa a precificar um nível de stress bastante elevados, conforme pode ser observado no gráfico abaixo. Por outro lado, mais uma vez estamos sendo socorridos por um boom de commodities que parece suportar nossa economia.



O ano de 2021 teve uma característica dividida nos mercados acionário brasileiro. De um lado as empresas produtoras de commodities, tiveram uma performance positiva de 12%³, puxada (i) por uma forte demanda e preços altos de seus produtos e (ii) um *duration*⁴ baixo. Do outro lado as empresas dos setores mais relacionadas ao mercado doméstico (gostamos do índice ICON – que caiu 28% no ano - para medir essa performance) sofreram fortemente, impactadas em certo grau por uma revisão negativa das expectativas de crescimento, mas principalmente pelo outro lado da moeda do *duration*. Dada a sua natureza de alta intensidade de capital, baixo retorno sobre capital e volatilidade de resultados⁵ a exposição dos nossos fundos a esse setor tende a ser mais

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 O fundo é o RA, gestor focado em ações de *Biotech*. Na carta o comentário se direciona a expectativa que o mercado finalmente reconhecera o valor da pesquisa e desenvolvimento em Biotecnologias.

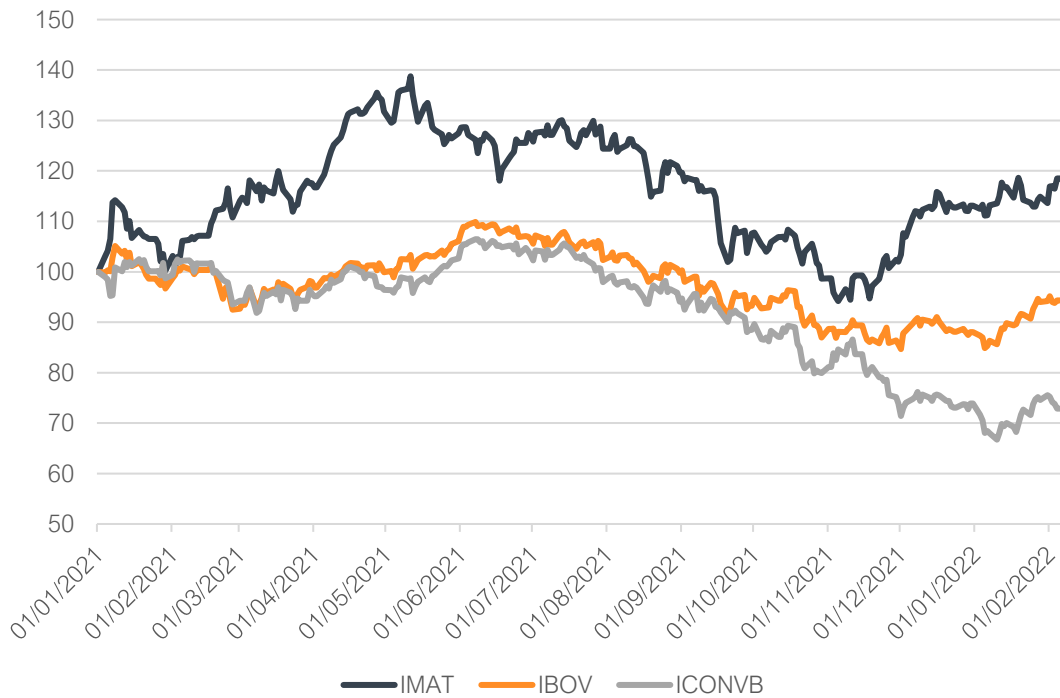
³ Usando como referência o IMAT

⁴ A melhor tradução livre seria a exposição de um determinado à variação das taxas de juros (ou do custo de capital no caso de ações). Como os juros reais subiram aproximadamente 2p.p ao longo de 2021, empresas com *duration* longo foram muito afetadas.

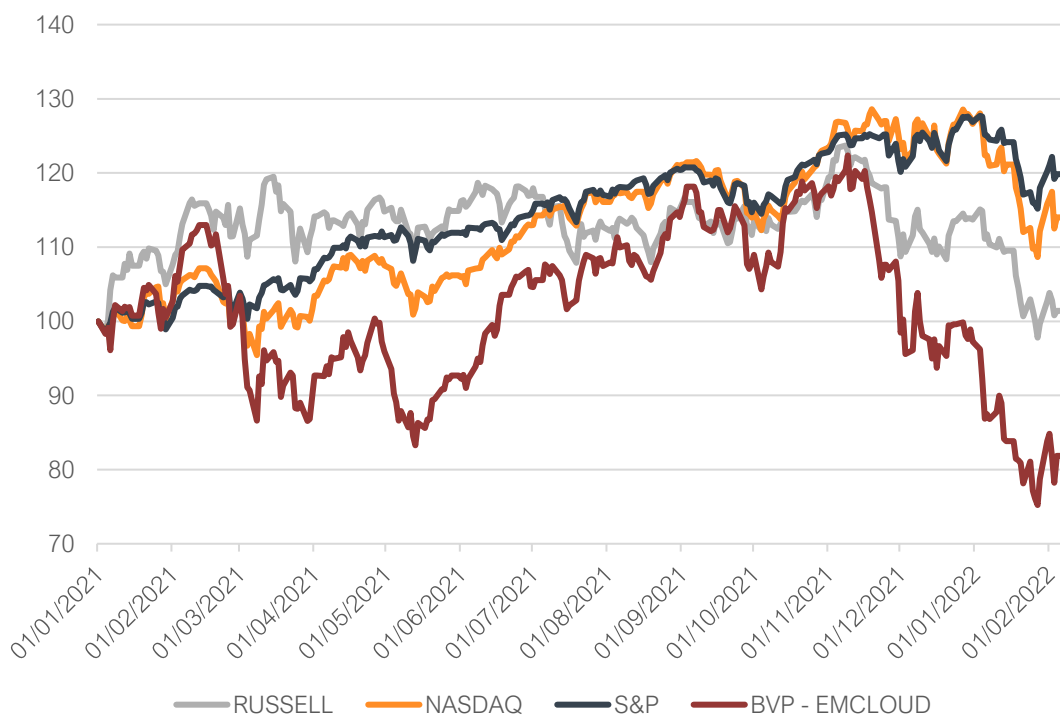
⁵ O ROE médio das empresas do IMAT nos últimos 10 anos foi de 3,3% com um desvio padrão de 14,54%.

baixo que a do índice Ibovespa (13% versus 35%). Isso, junto com nossa exposição a small caps e empresas focadas no mercado doméstico explica a maior parte de nossa performance aquém do índice no ano de 2021.

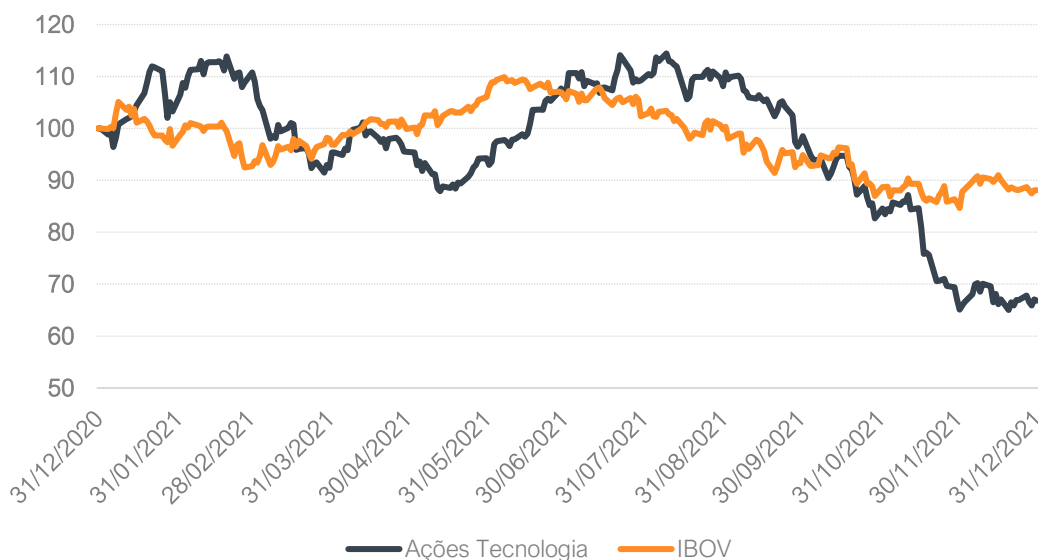
Apesar de bastante frustrados com essa performance, as perspectivas atuais nos deixam bastante animados com a perspectiva de retorno e qualidade dos nossos investimentos, que hoje apresentam uma das melhores relações de retorno x risco (medimos risco pela qualidade do negócio, liquidez e governança).



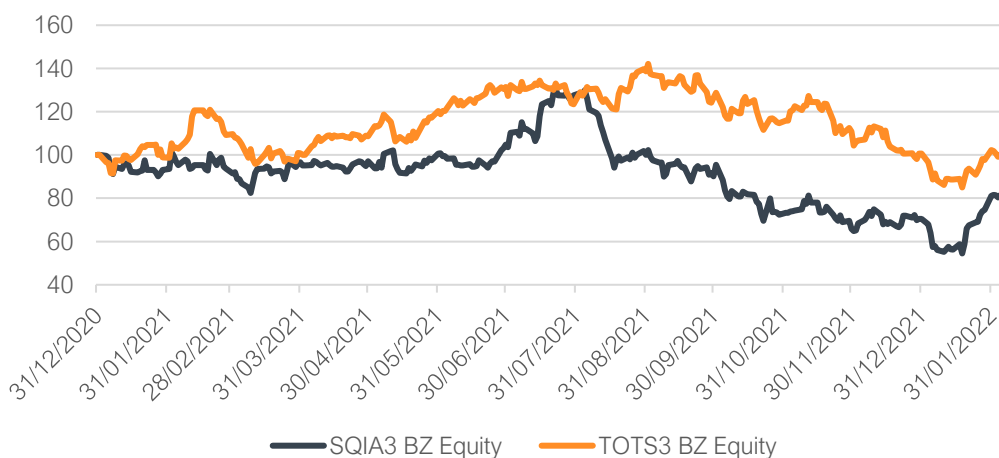
Talvez devido sua fragilidade intrínseca, o mercado brasileiro antecipou a partir de meados de julho, um movimento que afeta, agora no início de 2022, os mercados americanos. Uma fuga de ativos (i) especulativos como *crypto* e as ações *meme* (ii) ativos ilíquidos como as *small caps* e (iii) os ativos de alto crescimento que tem alto *duration*. O destino desse capital tem sido empresas de *Value* como commodities bancos entre outras. O impacto tem sido brutal.



Como referência e comparação, demonstramos o desempenho ações do setor de tecnologia em relação ao Ibovespa. Algumas empresas tiveram surpresas em seus resultados, mas o principal motivo dessa correção é o *de-rating* dos múltiplos dessas ações, em alguns casos corrigindo excessos causados pelas taxas de juros extremamente baixas que vimos no passado recente. Por outro lado, em alguns casos entendemos que houve uma correção excessiva, derivada por vendedores motivados ou por investidores buscando outras temáticas e fugindo de empresas cuja tese esteja mais vinculada a crescimento.



Outro efeito importante, que afetou alguns casos que estão em nosso portfólio foi o aumento substancial do prêmio de liquidez causado pelo efeito de vendas forçadas em empresas com capitalização e/ou liquidez menores. Dentre essas empresas com baixa liquidez e classificadas como Small caps - trouxemos os exemplos de Sinqia, Cruzeiro do Sul Educacional e a Brasil Agro para tangibilizar o tema. O interessante dessas empresas é que todas tiveram evoluções operacionais iguais ou melhores do que seus pares mais líquidos, ao passo que suas ações descolaram para o lado negativo, o que deixa bastante explícito o aumento do prêmio de liquidez. A Sinqia deve ter um crescimento de receita, EBITDA e lucro bastante acima da Totvs, sua comparável mais líquida, e tem um desconto no múltiplo de cerca de 38%. Apesar disso suas ações caíram mais de 30% nos últimos 12 meses, enquanto a TOTS3 caiu apenas 10%:



2021 2022 9%

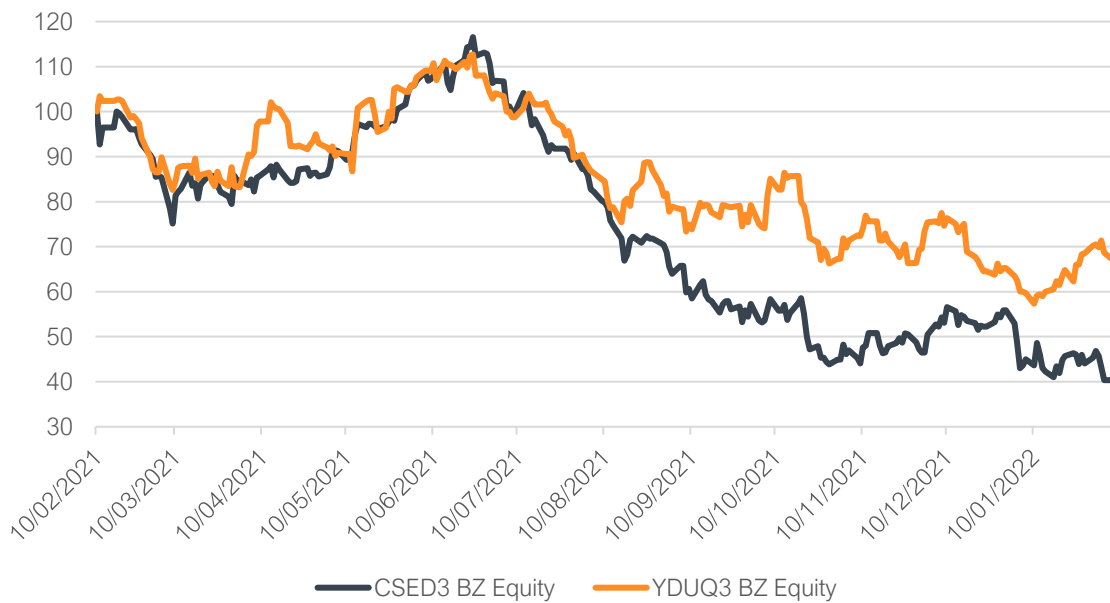
Singia @ 17,00

Receita	354	609	72%
EBITDA adj.	46	116	122%
Lucro Adj.	23	37	59%
EV/Receita	4,8x	2,8x	

Totvs @ 33,00

	2021	2022	g%
Receita	3.228	4.150	29%
EBITDA adj.	774	990	28%
Lucro Adj.	421	609	45%
EV/Receita	5,8x	4,5x	

As ações da Cruzeiro do Sul Educacional S/A são outro exemplo onde apesar de uma performance operacional comparativamente boa a outras empresas do setor (usamos a YDUQS aqui como base de comparação), a liquidez da ação parece tê-la penalizado. Com um resultado de receita orgânica similar e margens mais resilientes, combinadas a um desconto no múltiplo de lucro de 48%, ficamos surpresos com a queda de 60% das ações da Cruzeiro, comparada a aproximadamente 30% da Yduqs:

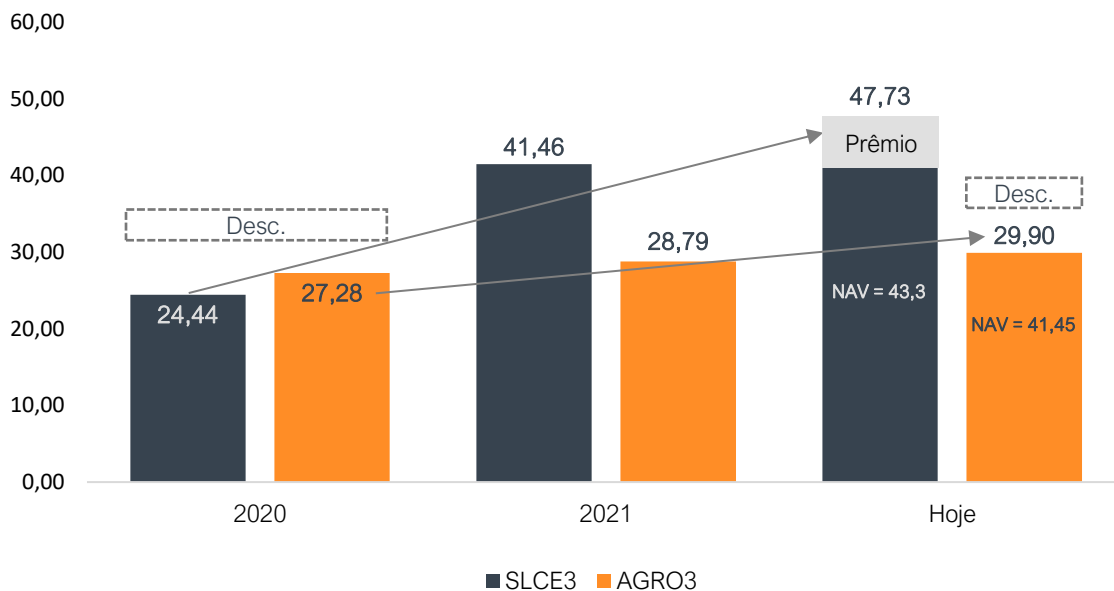
**Cruzeiro Proforma**

	2020	2021	g%
Receita (mesma base)	1.801	1.833	1,8%
EBITDA (mesma base)	399	378	(5,2%)
Lucro	220	213	(2,9%)
P/E		10,2x	

Yduqs Proforma

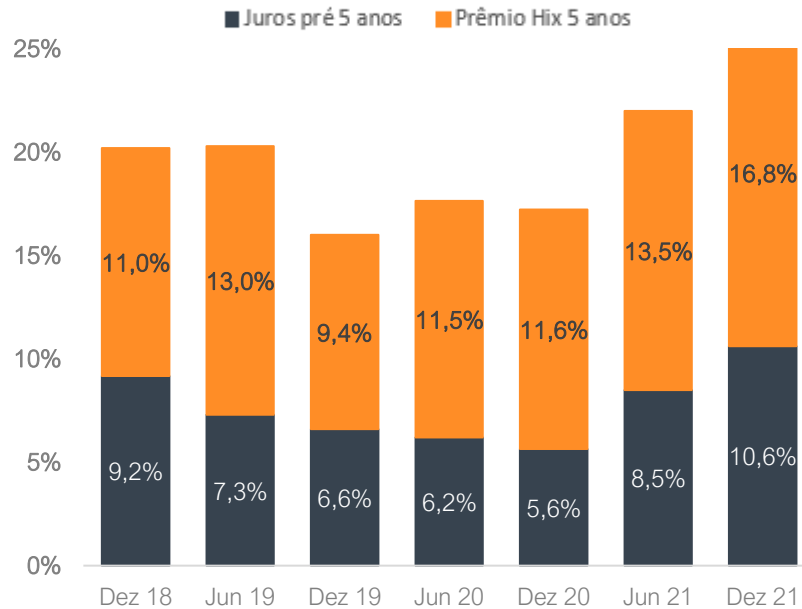
	2020	2021	g%
Receita (mesma base)	4.072	4.141	1,7%
EBITDA (mesma base)	1.038	903	(13%)
Lucro	567	289	(49%)
P/E		19,7x	

A Brasil Agro na ponta oposta teve uma boa performance nos últimos 12 meses. No entanto a mesma análise sobre correlação de performance com liquidez parece se sustentar. Enquanto tanto ela quanto a SLC, sua comparável de maior liquidez, negociavam a um razoável desconto para os seus respectivos NAVs em 2020 – 16% e 9% respectivamente – essa situação mudou drasticamente nos últimos meses. As ações da SLC se valorizaram 101% enquanto as AGRO3 subiram “apenas” 22%. Dessa forma enquanto a primeira passou a ter um prêmio de 10% para o NAV, a Brasil Agro por outro lado teve seu desconto elevado para 28%, escancarando o prêmio de iliquidez do papel:



A conjuntura atual, acabou por criar oportunidades ímpares em (i) setores ligados à economia doméstica e que devido ao seu crescimento tinham um *duration* mais alto e (ii) empresas de setores resilientes e com muito potencial de crescimento, mas que devido a sua baixa liquidez apresentam hoje um alto prêmio de retorno. A combinação nos faz crer que estamos diante de um momento em que os poucos investidores que tiverem a disposição de encarar as incertezas políticas e persistir nos investimentos no mercado acionário, terão retornos futuros muito recompensadores.

O ano de 2022 se inicia com níveis de *valuation* muito interessantes para a bolsa em termos absolutos, e ainda mais quando olhamos o retorno esperado do nosso portfólio. A TIR média esperada do nosso portfólio, nos próximos 5 anos, é de 27,4%, levando a um prêmio sobre a curva do CDI de 16,6%. Essa marca é historicamente bastante elevada para nosso portfólio e se sobrepõe a uma taxa-pré já elevada de 10,7%a.a. (janeiro de 2022). Como sempre focamos apenas naquelas empresas que tem uma alta qualidade de resultados e previsibilidade de fluxo de caixa futuro, e por consequência tem um baixo risco de perda permanente de capital. Dito isso a combinação de juros altos e prêmios de retornos altos tendem levar a períodos futuros de retornos muito interessantes e estamos trabalhando diligentemente para aproveitar essa oportunidade.



Revisão de Resultados & Portfólio

Das 30 empresas que compunham o portfólio em Junho (com 100% de exposição), desinvestimos de 10, liberando aproximadamente 14% do nosso capital. Por outro lado, iniciamos 9 novas posições no semestre, das quais 1 já tinham sido investimentos do fundo no passado. O caixa no final de dezembro representava 1% do portfólio, refletindo nosso otimismo com as perspectivas das empresas. As maiores posições do fundo no fechamento do semestre eram (em ordem decrescente): Hapvida, Light, Klabin Eneva, SBF e Iguatemi representando juntas 41% do nosso portfólio.

AS PRINCIPAIS CONTRIBUIÇÕES DE PERFORMANCE DO HIX CAPITAL FIA NO 2º SEMESTRE DE 2021 FORAM:

TOP 5 CONTRIBUIÇÕES		TOP 5 DETRATORES	
1. Vittia	1,20%	1. Hapvida	-3,13%
2. Hedge	0,91%	2. Centauro	-2,39%
3. Mercado Livre	0,57%	3. Cruzeiro do Sul	-2,00%
4. Boa Safra	0,28%	4. Light	-1,92%
5. Sigma	0,26%	5. Eneva	-1,50%
Total Positivas	+3,88%	Total Negativas	-23,74%

AS PRINCIPAIS CONTRIBUIÇÕES DE PERFORMANCE DO HIX CAPITAL FIA EM 2021 FORAM:

TOP 5 CONTRIBUIÇÕES		TOP 5 DETRATORES	
1. Boa Safra	2,40%	1. Light	-6,14%
2. Intelbras	1,52%	2. Hapvida	-2,33%
3. Vittia	1,30%	3. Sul America	-2,09%
4. Meliuz	1,29%	4. Oceanpact	-1,53%
5. Sigma	1,04%	5. Cruzeiro do Sul	-1,46%
Total Positivas	+13,95%	Total Negativas	-25,64%

Atualização: tese de investimento

Sinqia

Somos investidores da Sinqia desde 2015 e, apesar do grande sucesso do investimento até o momento, estamos ainda mais animados com a sua nova perspectiva. A empresa passa por um ciclo especial, com boas perspectivas de crescimento e rentabilidade. Além disso, como investidores, acreditamos que a combinação de uma maior liquidez das suas ações e um *valuation* atraente criam um excelente momento. Portanto, julgamos necessária uma atualização das principais entregas recentes e da nossa tese de investimentos.

RECAPITULANDO

A Sinqia é líder no desenvolvimento de softwares para o setor financeiro no Brasil. Com atuação em quatro principais linhas de produtos (softwares para bancos, fundos, previdência e consórcio), e em algumas linhas soluções horizontais, conjuntamente chamada de Sinqia Digital, que podem ser utilizadas por clientes de todas as verticais e até por clientes de segmentos distintos ao financeiro. Como complemento a este conjunto de soluções, a Sinqia ainda conta com uma oferta de serviços e consultoria. Mais de 90% da receita da companhia é recorrente e uma parte relevante dos clientes já faz parte da sua base há mais de uma década.

Através de uma estratégia de crescimento orgânico e inorgânico, adicionando novas verticais e fontes de receita, a companhia cresceu aproximadamente 26% ao ano desde 2010. O crescimento da Sinqia está intrinsicamente ligado ao crescimento do setor financeiro brasileiro, ao surgimento de novos operadores e à adesão de novos clientes finais. Além disso, a crescente formalização e uso de recursos tecnológicos também têm sido grandes impulsionadores do crescimento do setor.

Os últimos três anos da Companhia marcaram os seus dois últimos, e talvez mais importantes e transformacionais, ciclos de investimentos. Com nove aquisições realizadas, a Sinqia praticamente triplicou sua receita líquida entre 2019 e o pró-forma do terceiro trimestre de 2021 (foram cerca de R\$900 milhões investidos em aquisições e R\$240 milhões em receita adicionada). Para suportar tamanho investimento, a Sinqia realizou algumas captações de dívida e *equity*:

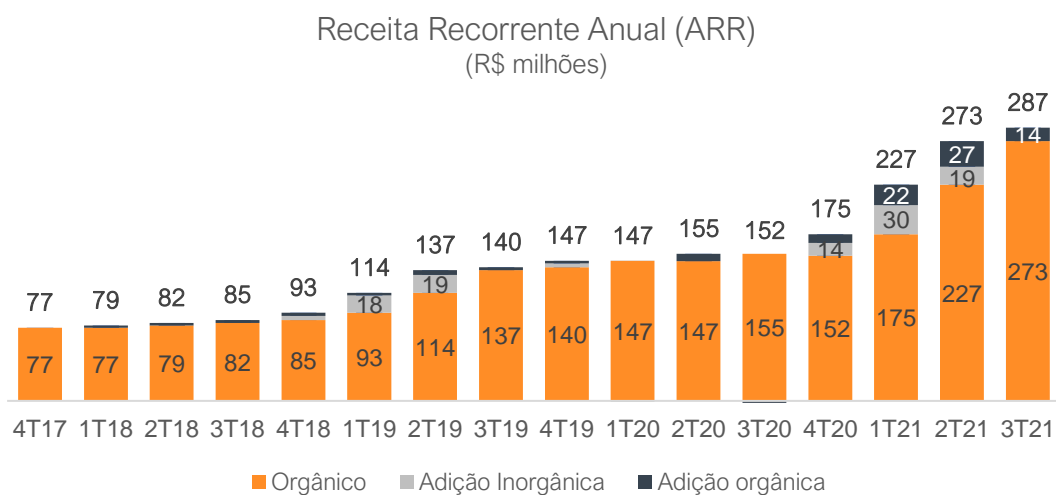
1. R\$50 milhões em debêntures em fev/2019;
2. R\$360 milhões em *equity* em set/2019;
3. R\$250 milhões em debêntures em jul/2021;
4. R\$400 milhões em *equity* em set/2021.

Liderada por um C-Level excepcional - Bernardo Gomes (CEO) e Luciano Camargo (COO), sócios fundadores, e Thiago Rocha (CFO/Estratégia), profissional com mais de 16 anos de experiência, dos quais 10 na Sinqia - a Companhia realizou algumas decisões estratégicas e operacionais relevantes recentemente, dentre elas: (i) a migração de seus produtos “legados” para servidores de terceiros, reduzindo o tempo de implementação e criando mais incentivos para a adesão de novos clientes; (ii) consolidação de produtos semelhantes (advindos de empresas adquiridas), para melhorar a qualidade e reduzir custos de manutenção; (iii) desenvolvimento de novos produtos e soluções através da estratégia de *open innovation*, onde fomenta o ecossistema de soluções para o mercado financeiro por meio de investimentos, parcerias e discussões com *bigtechs*, aceleradoras e

fundos de *venture capital*; e, (iv) contínua busca por aquisições de empresas para consolidar suas verticais e para desenvolver sua estratégia da Sinqia Digital (ativos sinérgicos e que expandem o mercado endereçável). Vale notar também, as evoluções da Companhia em termos de posicionamento de qualidade de software e de gestão nos últimos anos. Em 2019 conquistou pela primeira vez a certificação Great Places To Work (GPTW), que é relevante para uma empresa necessidade de atração e retenção de talentos em um segmento tão competitivo como o de Software, e acumulou de 2017 a 2020 presença no ranking de Fintechs da IDC.

EVOLUÇÃO

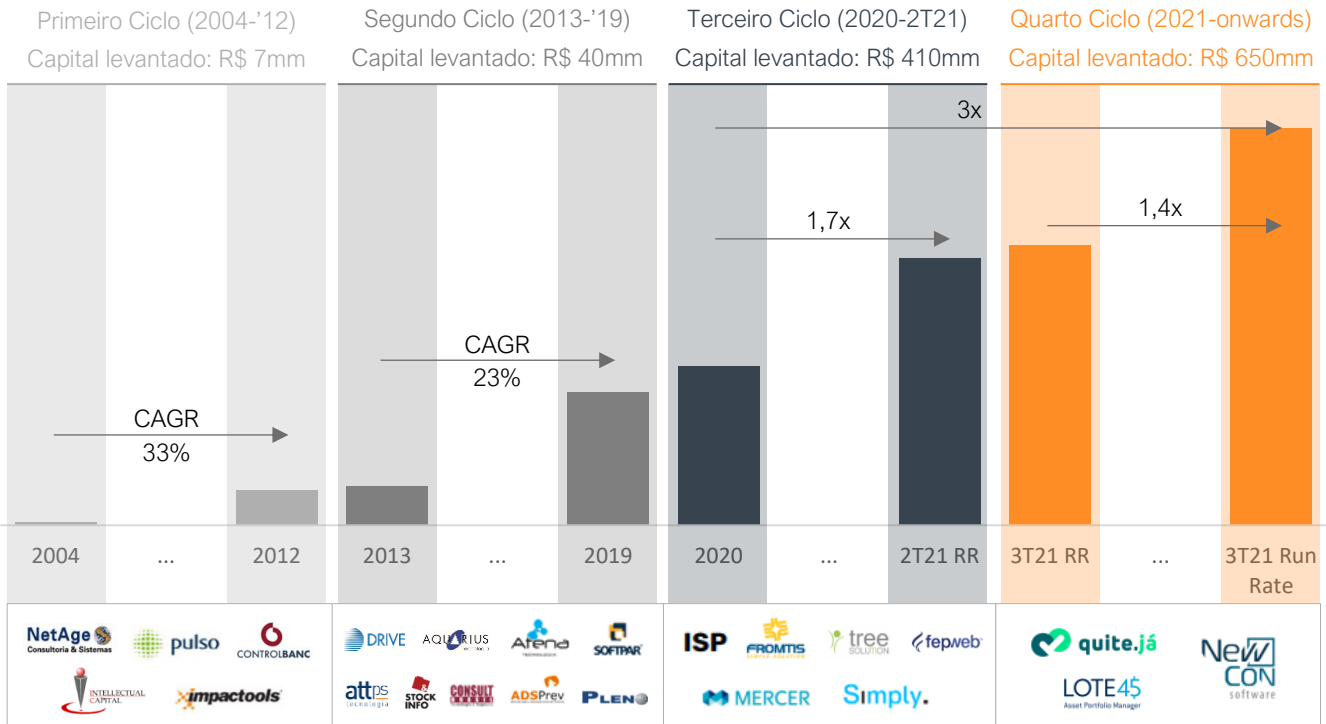
Em um mercado com receita extremamente resiliente e recorrente como o da Sinqia, gostamos de olhar para a evolução de ARR⁶, possibilitando enxergar o patamar de receita contratada ao longo do tempo a partir do crescimento orgânico e inorgânico da Companhia. Durante estes quatro anos apresentados abaixo, apenas no terceiro trimestre de 2020 houve queda de faturamento orgânico, em pleno ápice da pandemia do COVID-19 e, mesmo assim, foi pouco expressivo. Adicionalmente, já no trimestre seguinte, a receita represada parece ter sido recuperada. O incremento orgânico de ARR durante os últimos trimestres, de R\$14 a R\$27 milhões, revela o momento comercial positivo para a Companhia.



Além do crescimento orgânico mencionado acima, a Sinqia também foi bastante ativa em aquisições nestes dois últimos ciclos. No terceiro ciclo, que ocorreu entre 2020 e o segundo trimestre de 2021, a Companhia captou e investiu cerca de R\$410 milhões em 6 empresas, adicionando aproximadamente R\$120 milhões de receita. Para o seu quarto e atual ciclo, captou R\$650 milhões, já tendo investido em 3 empresas, adicionando outros R\$120 milhões de receita. Do montante captado para o atual ciclo, a Companhia afirma ainda ter R\$230 milhões em “poder de fogo”⁷ para novas aquisições.

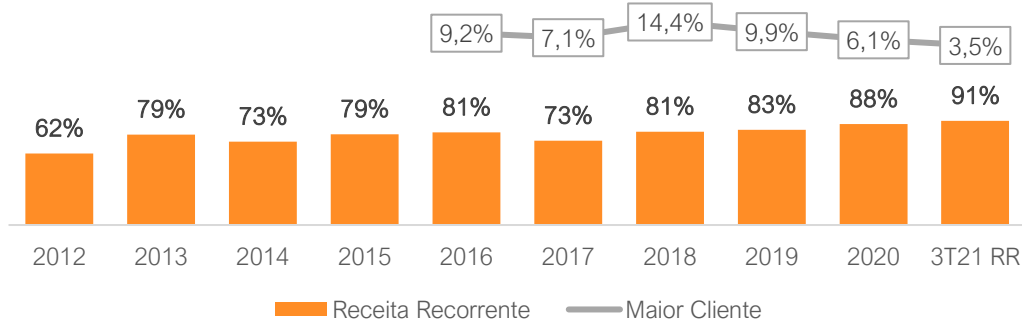
⁶ ARR significa *Anual Recurring Revenues*, uma medida do volume de receita recorrente anual já contratada pelos atuais clientes.

⁷ Capital disponível para uso.

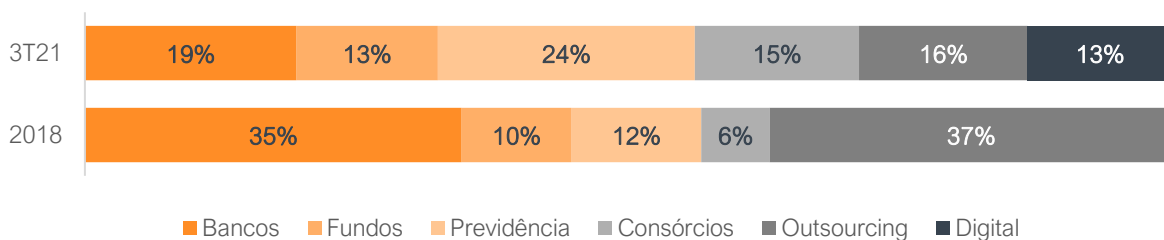


Outro ponto interessante ao acompanhar o crescimento de receita e ARR é que o perfil de faturamento também melhorou com aumento da diversificação da base de clientes (maior cliente passou a representar 3,5% vs. 14,4% em 2018), de produtos (cada segmento representa entre 13% e 24%, vs. 6% e 37% em 2018) e de recorrência (que atingiu um patamar notável de 91%).

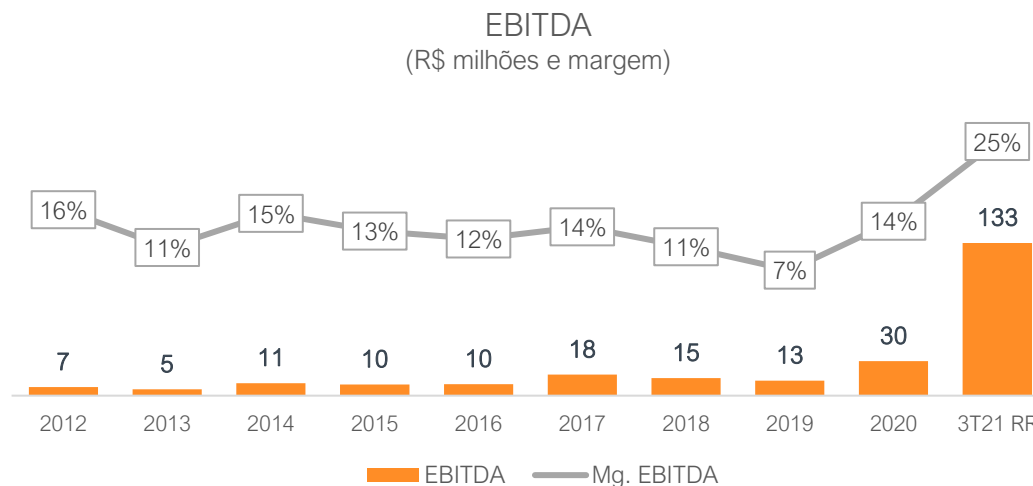
Qualidade de Receita
(% Receita Recorrente e Representatividade do Maior Cliente)



Diversificação dos Produtos
(% da Receita Líquida)



Mesmo com foco em crescimento de receita em detrimento de margens, a margem EBITDA da Sinqia permaneceu saudável ao longo do tempo. Em 2018, por exemplo, mencionou que subsidiaria parte relevante dos custos de implementações, sacrificando margens de curto prazo por uma maior receita recorrente no longo prazo. Mais recentemente, com este último efeito sendo diluído e com algumas consolidações de empresas adquiridas, a margem apresentada teve uma melhora significativa, alcançando o patamar de 25%.



AQUISIÇÕES RECENTES

- **QuiteJá**

Em out/2021, a Sinqia adquiriu 51% da QuiteJá por R\$38,2 milhões (cerca de 3,7x ROL ou 13,9x EBITDA), com opção de compra da participação remanescente. Ela possuía R\$20,3 milhões de receita líquida (LTM jun/21) e 26% de margem EBITDA, tendo crescido 2,4x desde 2019.

A QuiteJá é uma empresa especializada em recuperação de crédito com um alto nível de digitalização e humanização no atendimento. Sua plataforma atende alguns dos principais credores do Brasil (Itaú, Santander, Mercado Livre, Pernambucanas etc.), bem como securitizadoras, que também podem oferecer sinergias comerciais com a Sinqia.

Com mais de R\$220 milhões de créditos recuperados nos últimos 12 meses, a QuiteJá consegue altos níveis de recuperação e margens, dado o nível de sofisticação em *data analytics*. A companhia consegue identificar quem notificar, como entrar em contato e quanto cobrar. Com isso, também consegue melhorar o NPS do credor que a contratou. No Reclame Aqui, sua avaliação é maior que os principais operadores offline e digitais.

- **NewCon**

Em dez/2021, a Sinqia adquiriu 100% da NewCon por R\$422,5 milhões (cerca de 5,9x ROL ou 10,6x EBITDA). Ela obteve R\$71,5 milhões de receita líquida (LTM set/21) e 56% de margem EBITDA, tendo crescido 35% desde 2019.

A NewCon é a principal fornecedora de softwares para administradoras de consórcios do Brasil, com mais de 80 clientes que vão desde conglomerados financeiros a montadoras de veículos. Além da NewCon, apenas a Sinqia possuía este tipo de solução de forma independente.

- **Lote45**

Em jan/2022, a Sinqia adquiriu 52% da Lote45 por R\$79,5 milhões (cerca de 5,0x ROL ou 11,2x EBITDA), com uma opção de compra da participação remanescente. Ela auferiu R\$30,6 milhões de receita líquida (LTM dez/21) e 44% de margem EBITDA, tendo dobrado a sua receita entre 2019 e 2021.

A Lote45 é uma empresa de software para gestão de risco utilizada por mais de 100 clientes na indústria de fundos de investimento, principalmente *family offices* e gestores de recursos. A Sinqia ainda não possuía uma solução deste tipo, o que gera sinergia comercial e, também, expande o seu portfólio de soluções.

TESE DE INVESTIMENTOS

Enxergamos a Sinqia no seu melhor momento desde a sua abertura de capital e estamos animados com os seus próximos anos. Nossa opinião acerca do investimento é pautada em alguns tópicos: (i) time experiente e de altíssimo nível; (ii) modelo de negócios escalável, rentável e com alto *switching-costs*; (iii) setor em crescimento (iv) excelente *track record* em *M&As*; e, por último, (vi) *valuation* atrativo.

- **Time de Altíssimo Nível**

Os principais diretores da Cia - Bernardo, Luciano e Thiago - trabalham juntos há mais 10 anos e foram parte essencial dessa construção. Nos últimos 2 anos, a Sinqia contratou 4 novos diretores (das verticais de previdência e consórcio, o CTO e o CIO/CMO), todos com experiências relevantes para exercerem suas funções. O conselho, reformatado em 2019, conta com membros com experiências diversas: os dois fundadores da empresa (únicos não-independentes), três profissionais de investimentos (um gestor de ações e dois de *venture capital*) e dois profissionais de tecnologia (um diretor de *bigtech* internacional e um diretor de tecnologia de uma grande empresa nacional).

Conforme já mencionado, o time da Sinqia está liderando a consolidação do segmento de softwares *enterprise* para o mercado financeiro, desenvolvendo produtos e adquirindo novas empresas. Em 2016 a Companhia faturava menos de R\$100 milhões e, hoje, já evoluiu para mais de R\$500 milhões. A sua margem EBITDA evoluiu de 12% para 25% no mesmo período.

Apesar de todas estas conquistas, a Sinqia vem buscando novas formas de consolidar e ampliar o seu mercado endereçável. Desde 2020, quando criou sua plataforma de inovação aberta, a Sinqia se associou a: (i) hubs e aceleradoras, como a Darwin e Distrito; (ii) fundos de VC, como Astella, Canary e Parallax Ventures; e (iii) big techs, como Microsoft e Google. Por meio dessas associações, foi possível investir indiretamente em mais de 60 companhias relacionadas à BaaS, Blockchain, Cryptomoedas, Machine Learning e Open Banking, bem como 4 investimentos diretos: Celcoin, CashWay, CERC e Data Rudder. Assim, a companhia se prepara para um novo ciclo de inovação, fica atento à novos desenvolvimentos da indústria e se aproxima de potenciais parceiros e alvos para aquisições.

Pensando na sua evolução dos próximos anos, a Sinqia aumentou o seu time em 44% nos últimos 2 anos (segundo o LinkedIn), foi certificada pelo GPTW com uma recomendação interna de 84% vs. uma média de mercado de 70% e, pensando no fortalecimento de desenvolvedores júniores, fechou uma parceria com a Let's Code, que vai oferecer 30 bolsas de estudo com potenciais contratações no seu encerramento.

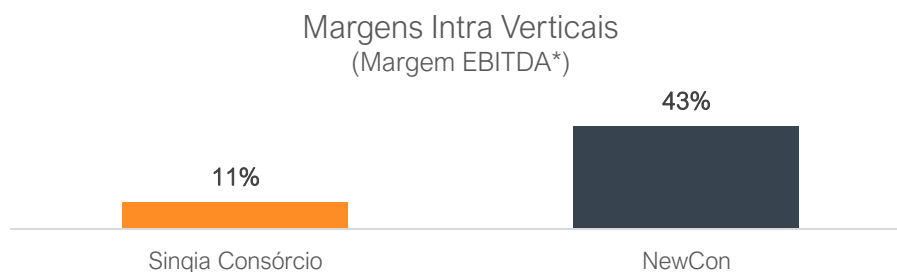
- **Modelo de Negócios Escalável, Rentável e com Altos Switching-Costs**

O modelo de negócios de *Software as a Service* para empresas (B2B SaaS) são tipicamente bastante atraentes. Eles costumam ser muito escaláveis, rentáveis e previsíveis, e no caso da Sinqia, são diretamente ligados ao processamento de informações de missão crítica das atividades dos clientes, gerando altos custos de mudança. Ou seja, se por um lado o processo de venda e implementação é longo e demorado, o desligamento das suas soluções também é complexo, criando assim, uma barreira de entrada relevante.

Neste tipo de negócio, após o investimento necessário para desenvolver as soluções, os custos com manutenção e desenvolvimento de novas funcionalidades são baixos e podem ser ainda mais diluídos com a entrada de novos clientes. Dessa forma, escala e liderança tornam-se fatores chave para a rentabilidade de empresas de SaaS.

Acreditamos também que as margens operacionais da Sinqia, em suas máximas históricas, têm um potencial de expansão adicional por três motivos:

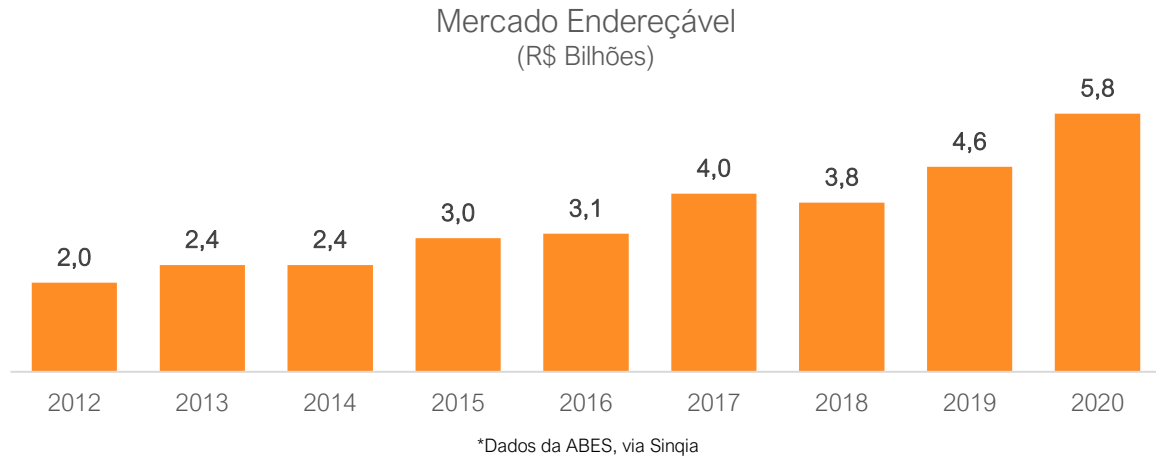
1. As novas verticais que a Sinqia passou a atuar crescem mais do que as anteriores e fazem isso com uma margem mais alta do que a média da companhia. Assim, à medida que elas se tornam mais relevantes no mix de receita, deveremos observar margens crescentes.
2. Apesar da liderança no segmento (segundo dados da ABES, possui apenas 10% de *market share*), a companhia ainda é relativamente pequena e possui a oportunidade de diluir suas despesas administrativas e custos operacionais fixos, à medida que aumenta sua escala.
3. Acreditamos que ainda exista um gap expressivo de margens a ser capturado intra-verticais, à medida que alguns produtos são consolidados em um só. Em consórcios, por exemplo, deveríamos ver uma margem superior à atual ao unificar a base de clientes em uma solução única, que já foi iniciada pela Sinqia.



* Margem bruta de Consórcio 2T21, no formulário de referência, retirando o % de SG&A da ROL consolidado.

- **Setor em Crescimento**

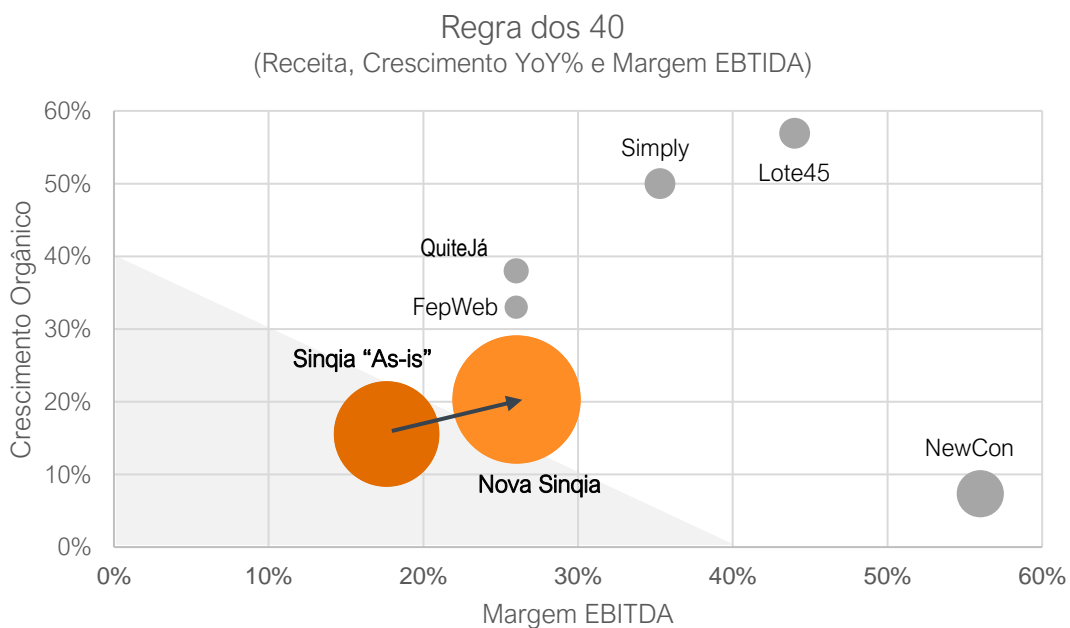
O segmento de softwares para o setor financeiro no Brasil tem crescido a uma taxa de 14% ao ano, atrelado (i) ao surgimento de novos players (gestores, bancos digitais e *fintechs*); (ii) aos maiores investimentos em tecnologia, para melhorar seus sistemas de controle e para oferecer melhores produtos aos clientes finais; e (iii) à penetração dos produtos já existentes na população brasileira, pautado em teses seculares, como a de melhoria de renda e do *financial deepening*.



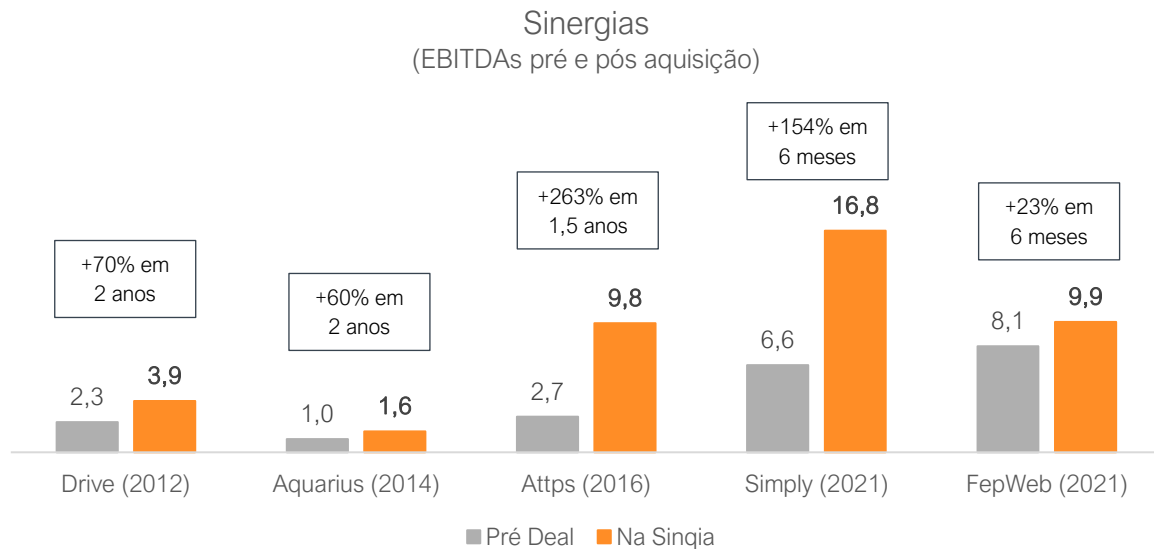
De forma mais específica, todos os segmentos das verticais da Sinqia cresceram nos últimos anos. De 2016 a 2020, no segmento de bancos, segundo a Febraban, o montante investido em softwares cresceu cerca de 14% ao ano. No segmento de fundos, segundo a ANBIMA, o número de gestoras cresceu 9% ao ano e o número de fundos, 16%. No segmento de previdência, segundo a ABRAPP, a taxa anual de crescimento foi de 6%. Por fim, o segmento de consórcio cresceu suas vendas em 22% ao ano, com o número de entidades de previdência crescendo cerca de 4% ao ano.

- **Excelente Track Record em M&As**

Desde 2019, a Sinqia realizou 10 aquisições em todas as verticais que já possuía operações e ainda foi capaz de criar o novo segmento Sinqia Digital, com 3 outras aquisições. A Companhia conseguiu encontrar, negociar, adquirir e integrar empresas de alta qualidade – e em alguns casos com soluções superiores ou mais rentáveis ao portfólio de produtos da Sinqia. Analisando as aquisições recentes, percebemos que suas margens eram superiores às da Sinqia e, em sua maioria, apresentam maiores taxas de crescimento:



Do lado de extração de sinergias e integrações, apesar de algo mais específico por empresa adquirida, o histórico da Sinqia é muito positivo, ela foi capaz de gerar muito valor, de forma recorrente:



Pensando em futuras aquisições, a Sinqia parece bem-posicionada no ambiente competitivo, pois:

1. Ainda possui um “poder de fogo” relevante (cerca de R\$230 milhões).
2. Possui mapeados a maioria dos possíveis ativos disponíveis, seja por competir diretamente ou pelo seu conhecimento diferenciado do ecossistema.
3. É uma empresa com ações listadas e isso permite que ela levante capital mais facilmente e até use suas ações para melhor negociar os seus ativos.

- **Valuation Atrativo**

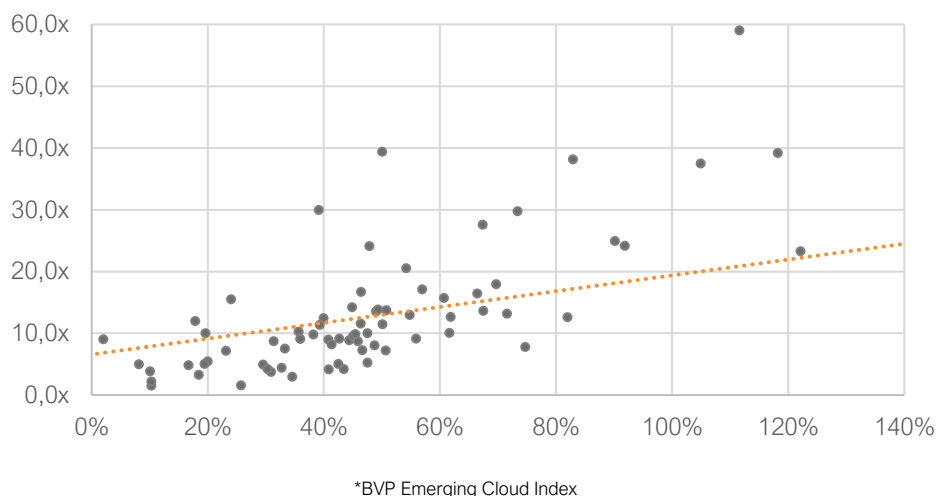
A R\$17,00 por ação, vemos uma TIR de médio prazo (5 anos) de 26%. Nesse cenário, temos a expectativa de um crescimento orgânico de cerca de 10-15% ao ano e algum ganho de margem, pelos motivos mencionados anteriormente. Além disso, consideramos que a Companhia continuará sua busca por consolidação através de *M&As*, investindo um pouco mais que o seu “firepower” atual pelos próximos 5 anos.

Em termos de múltiplos, assumindo a dívida das aquisições reportadas e ainda não refletidas no balanço mais recente e a receita pró-forma reportada de R\$523 milhões, a Sinqia negocia cerca de 3,2x ROL. Apesar de não consideramos um número em específico como múltiplo justo, algumas comparações nos ajudam a acreditar que haja um desconto considerável.

Na primeira comparação, olhamos o para as empresas do BVP Emerging Cloud Index⁸. Considerando a “Nova Sinqia” do exercício anterior, que obtinha 46% na métrica da “regra dos 40”, e já considerando um desconto de 50% do valor obtido para refletir um maior risco local, o múltiplo justo da Sinqia deveria ser algo próximo de 6,2x.

⁸ Índice listado na Nasdaq de empresas públicas envolvidas majoritariamente em negócios de Cloud SaaS.

Comparação de Múltiplos (Efficiency Rate vs. EV/ROL)



Em uma segunda análise, considerando a média de empresas comparáveis à Sinqia (soluções similares em geografias diferentes, e soluções menos similares na mesma geografia) obtemos 41% na “regra dos 40” e um múltiplo médio de 4,4x ROL. Ou seja, mesmo com um valor de referência superior, a Sinqia ainda negocia a um múltiplo consideravelmente menor.

		Market Cap.	Firm Value	Growth CAGR 21/24	Margem EBITDA 22	Regra dos 40	EV/ROL 2021E	EV/ROL 2022E	EV/EBITDA 2021E	EV/EBITDA 2022E
Temenos	CHF	7.000	7.755	11%	47%	57%	8,0x	7,3x	15,5x	15,7x
Jack Henry	USD	12.559	12.827	8%	33%	41%	7,3x	6,6x	22,3x	20,1x
Fiserv	USD	62.148	83.548	5%	42%	48%	5,1x	5,0x	13,1x	11,9x
Envestnet	USD	3.551	4.183	14%	21%	35%	3,5x	3,1x	16,0x	14,6x
SimCorp	DKK	3.461	3.453	9%	28%	37%	7,0x	6,4x	23,4x	22,7x
SS&C Tech.	USD	18.796	24.506	4%	41%	45%	4,8x	4,6x	11,9x	11,2x
Global Software para o Mercado Financeiro						44%	6,0x	5,5x	17,0x	16,0x
Totvs	BRL	19.349	18.576	15%	24%	39%	5,7x	4,7x	27,8x	19,8x
Neogrid	BRL	642	414	14%	19%	33%	1,7x	1,4x	9,7x	7,4x
Zenvia	USD	209	134	25%	4%	30%	1,1x	0,8x	127,3x	17,6x
Locaweb	BRL	5.998	4.306	29%	18%	48%	5,5x	3,7x	33,6x	20,0x
Brasil Softwares para Empresas						37%	3,5x	2,7x	49,6x	16,2x
Consolidado de Pares Próximos						41%	5,0x	4,4x	30,1x	16,1x

*Dados do Capital IQ, em fevereiro de 2022

Fazendo ainda uma última análise, comparamos a Sinqia com seu *benchmark* que consideramos mais próximo, a Totvs. Ambas possuem algumas características semelhantes: companhias brasileiras, com soluções B2B SaaS, com produtos maduros e em busca de novas avenidas de crescimento. Ou seja, apesar de suas peculiaridades, acreditamos que ambas deveriam ser avaliadas a um múltiplo próximo, o que não acontece: hoje a Totvs é negociada a 4,7x, um prêmio relevante ao múltiplo de receita da Sinqia de 3,2x.

OPCIONALIDADES

Além do que consideramos na nossa tese de investimentos, existe uma opcionalidade que pode ser capturada pela Sinqia, mas foge, em certo grau, do controle da própria Companhia e da nossa capacidade de precificá-los. Apesar de considerarmos nas nossas discussões, preferimos não contar com essa fonte de valor nas nossas avaliações.

- **Investimentos Minoritários (Corporate VC)**

Por meio da Astella, da Canary e da Parallax Ventures, a Sinqia se comprometeu a investir ao menos R\$50 milhões até 2025 em fundos dessas gestoras por meio de CVC⁹. Nesse pouco tempo, e com pouco capital comprometido, já foi capaz de realizar 62 investimentos indiretos, permitindo-a ficar próximas de soluções inovadoras no seu setor. Além disso, já realizou 4 investimentos diretos em empresas que vieram desse ecossistema: na Celcoin, na CashWay, na CERC e na Data Rudder, que contam com inúmeras sinergias e potenciais aquisições totais pela Sinqia.

A oportunidade de investir neste último, anunciado em 8 de fevereiro deste ano, surgiu através de um POC¹⁰ da Sinqia, da Simply e da Data Rudder em conjunto e que funcionou muito bem. Além da própria Sinqia trazer sinergias comerciais a esses investimentos, a recíproca também é verdadeira e traz mais valor ainda para o desenvolvimento do ecossistema promovido pela Sinqia.

Apesar de acreditarmos bastante nas casas de *venture capital* mencionadas, dado que entregaram bons retornos aos seus investidores tradicionais, e que esses ativos podem explorar diversas sinergias com a Sinqia, não colocamos esse potencial geração de valor na conta.

⁹ *Corporate Venture Capital*, forma de investir em startups relacionadas à empresa principal com o objetivo de gerar inovações.

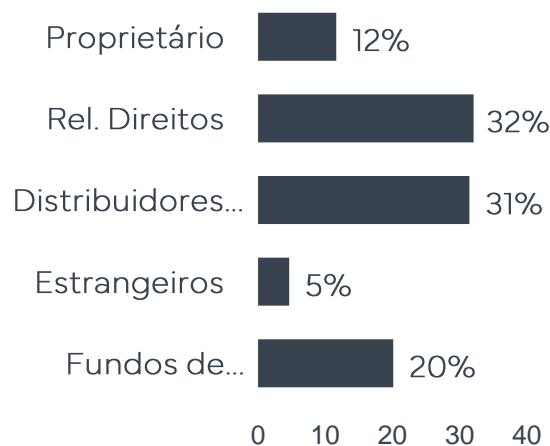
¹⁰ *Proof of Concept*, ou Prova de Conceito, que é uma modalidade de teste de aderência de uma nova solução em desenvolvimento.

Atualização da HIX Capital

Do ponto de vista institucional, o ano de 2021 foi um ano bastante desafiador para a HIX, mas ao mesmo tempo com um grande desenvolvimento para a gestora. Investimos no time, aumentando o seu tamanho, de forma que hoje somos 20 pessoas. Junto com o aumento das equipes, vieram consideráveis melhoras nos processos que realizamos. Vale comentar especificamente também que reestruturamos nossa área de Risco e Compliance e o Francisco Ajaj assumiu como Diretor responsável e tem liderado uma agenda de tornar cada vez mais robustos nossos sistemas, processos e governança.

Em 2021 decidimos abrir novos fundos *feeders* para clientes específicos. Fizemos dois fundos de previdência com novas seguradoras, os quais têm um limite superior em investimentos no exterior. Além disso, na nossa estratégia de ilíquidos (já citada em outras cartas), fizemos dois novos investimentos no ano.

Do ponto de vista de captação, 2021 foi um bom ano para a HIX. Captamos R\$ 254 milhões líquido no ano, o destaque foi para o segmento institucional, *family offices*, e em previdência. Estamos com uma base de clientes muito alinhado com visão de longo prazo e bastante diversificado, como pode-se reparar pela imagem abaixo.



Mais uma vez, agradecemos a sua confiança,

Equipe HIX Capital