

Carta aos investidores

2º semestre de 2023

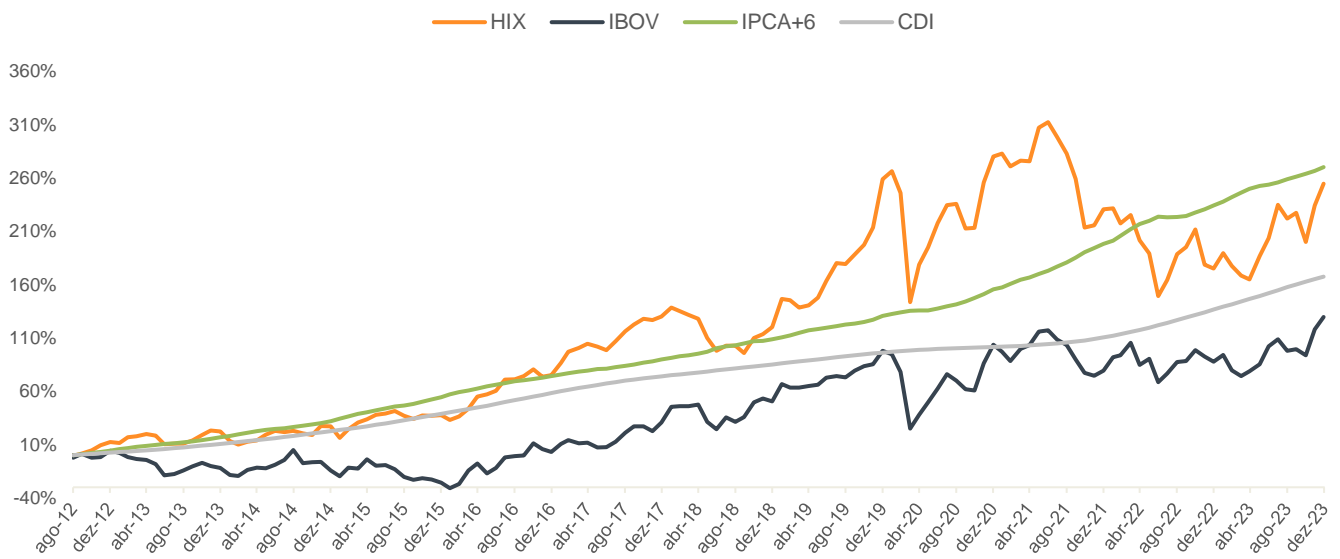
HIX
CAPITAL

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.



A year is the time it takes for the earth to revolve around the sun. It has no foundation in the investment cycle

Terry Smith



Ano	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Desde o Início
HIX FIA	13,09%	8,78%	3,86%	8,28%	27,29%	31,48%	-4,35%	63,00%	5,92%	-13,04%	-16,82%	28,99%	254,67%
HIX INST*	-	-	-	-1,43%*	25,59%	39,33%	-0,53%	68,20%	6,38%	-13,37%	-15,81%	27,21%	184,82%
HIX Prev*	-	-	-	-	-	-	-	43,13%	2,68%	-13,35%	-12,18%	27,50%	42,58%
Ibovespa	6,82%	-15,50%	-2,91%	-13,31%	38,94%	26,86%	15,03%	31,58%	2,92%	-11,93%	4,69%	22,28%	129,67%
IPCA + 6%	4,61%	12,05%	12,76%	17,19%	12,64%	9,05%	9,92%	10,59%	10,76%	16,64%	11,89%	10,75%	270,20%
CDI	2,26%	8,05%	10,81%	13,25%	14,00%	9,93%	6,42%	5,96%	2,76%	4,42%	12,39%	13,04%	167,48%

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

ABORDAREMOS OS SEGUINTE TEMAS NESTA CARTA:

1. Cenário e atualização de carteira
2. Sobre Americanas, contabilidade e endividamento
3. Atualizações operacionais de empresas do portfólio
4. Update Institucional

Prezados investidores,

No segundo semestre de 2023, o HIX Capital FIA (“HIX FIA”) teve uma alta de 16,83% comparado à alta de 13,63% do Ibovespa e 6,20% do CDI e, no ano de 2023 o HIX FIA teve uma alta de 28,99% vs. 22,28% do Ibovespa e 10,75% do CDI. Desde o início das atividades da gestora, o HIX FIA acumula alta de 254,67% ou 11,73% a.a., comparado à valorização de 129,67% ou 7,55% a.a. do Ibovespa e ganho acumulado de 167,48% ou 9,00% a.a. do CDI. A contar de maio de 2005, a carteira administrada pelos gestores do HIX FIA teve valorização de 1.915,86%¹, comparado a 432,33% do Ibovespa e a 520,16% do CDI.

Considerando, em nossa opinião, que 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 e com negócios defensivos, para atingir o melhor retorno em função do risco assumido.



The first rule of compounding is to never interrupt it unnecessarily

Charlie Munger²



Apesar da recente alta no preço das ações em 2023, qualquer prisma em que olhamos para identificar nosso momento no ciclo de investimentos ainda nos remete a cenários de meio de crise e, portanto, mantemos uma visão muito construtiva e parecida com a que tínhamos em 2023.

“A combinação de juros altos com altos prêmios de retorno tende a períodos futuros de retornos muito interessantes para ativos de renda variável. Ao longo da história recente, os retornos de dois anos dos principais índices após a reunião que estabeleceu picos da meta SELIC foram muito positivos”³

Para tentar ilustrar melhor essa percepção de que um pessimismo excessivo se encontra no preço atual dos ativos, tentamos quebrar nossa análise em quatro diferentes perspectivas:

- (i) **Múltiplos de negociação** do índice IBOV e índice SMLL próximos a dois desvios padrões abaixo da média histórica, abaixo inclusive de períodos como a grande crise financeira de 2008 e a crise de 2015

P/E IBOV próximos 12 meses



P/E SMLL próximos 12 meses



Fonte: Bloomberg em 31/12/2023

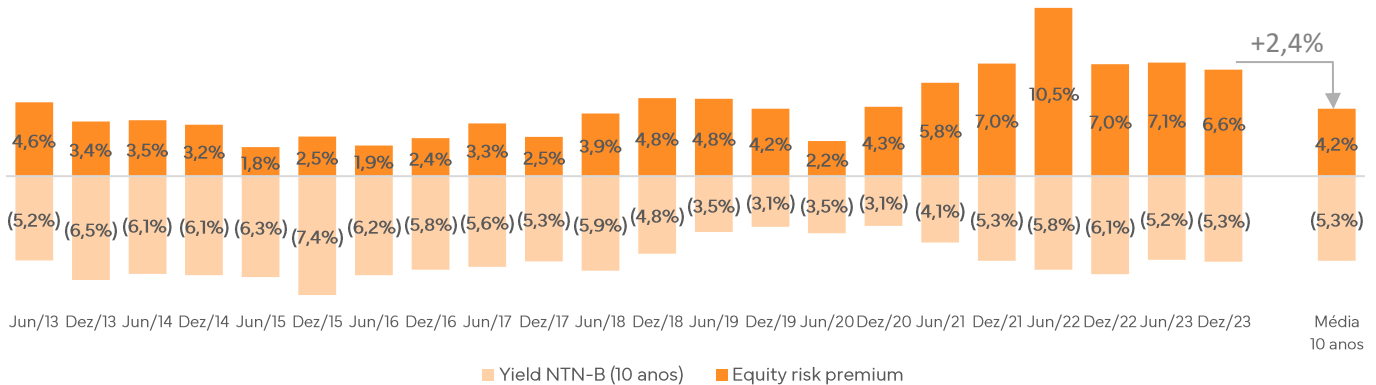
¹ Inclui a Performance do Clube de Investimentos Keep Investing, de maio de 2005 até agosto de 2012. Os números dos fundos são apresentados líquidos de taxas.

² Com muita tristeza recebemos a notícia do falecimento de Charlie Munger em novembro de 2023, aos 99 anos. Charlie sempre foi uma referência para todos na HIX e deixa um legado enorme para as próximas gerações do mundo todo, sejam eles futuros investidores de valor ou não

³ Trecho retirado da carta da HIX de dezembro de 2022: https://hixcapital.com.br/wp-content/uploads/2023/01/HIX-Capital_Carta-aos-Investidores_2o-Semestre-2022_VF.pdf

- (ii) **O prêmio de risco para investimento em ações**, que também pode ser visto como o *yield*⁴ de lucro do IBOV (-) o retorno da NTN-B de 10 anos, em patamares muito superiores à média dos últimos 10 anos, mesmo com um patamar alto de taxa de juros

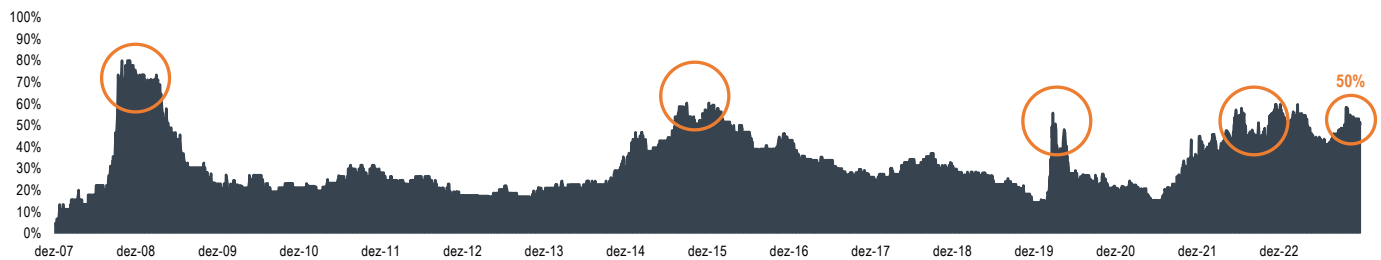
Prêmio de risco para investimentos em ações (= *earnings yield* IBOV – *yield* NTN-B 10 anos)



Fonte: Bloomberg em 31/12/2023 e HIX Capital

- (iii) **Volume de oportunidades**, principalmente em Small Caps: metade das empresas do índice SMLL⁵ estão negociando com mais de 60% de desconto para sua última máxima, algo que aconteceu apenas durante as crises de 2008 e 2015/16 e no início da pandemia da COVID-19.

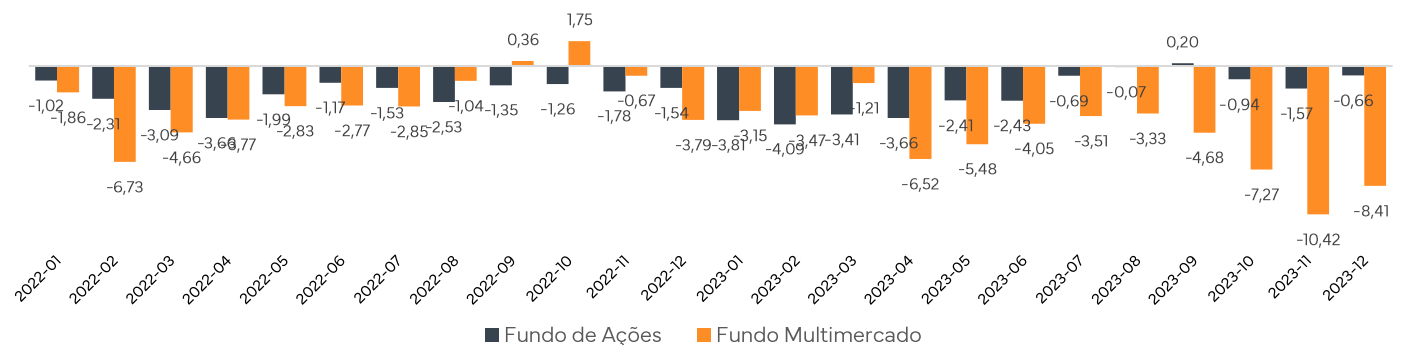
Drawdown de pelo menos 60% (em % de empresas) das ações do índice SMLL



Fonte: Bloomberg em 31/12/2023 e HIX Capital

- (iv) **Mais vendedores marginais:** Resgates líquidos da indústria de fundos multimercado e de ações no Brasil, experienciados em 2022, se mantiveram ao longo de 2023, tendência que pode se reverter com cenário de queda de juros.

Resgates líquidos continuam na indústria de fundos multimercados e ações (em R\$ bilhões)



Fonte: Comdinheiro

⁴ Lucro líquido das companhias que compõe o índice IBOV sobre a capitalização de mercado destas empresas

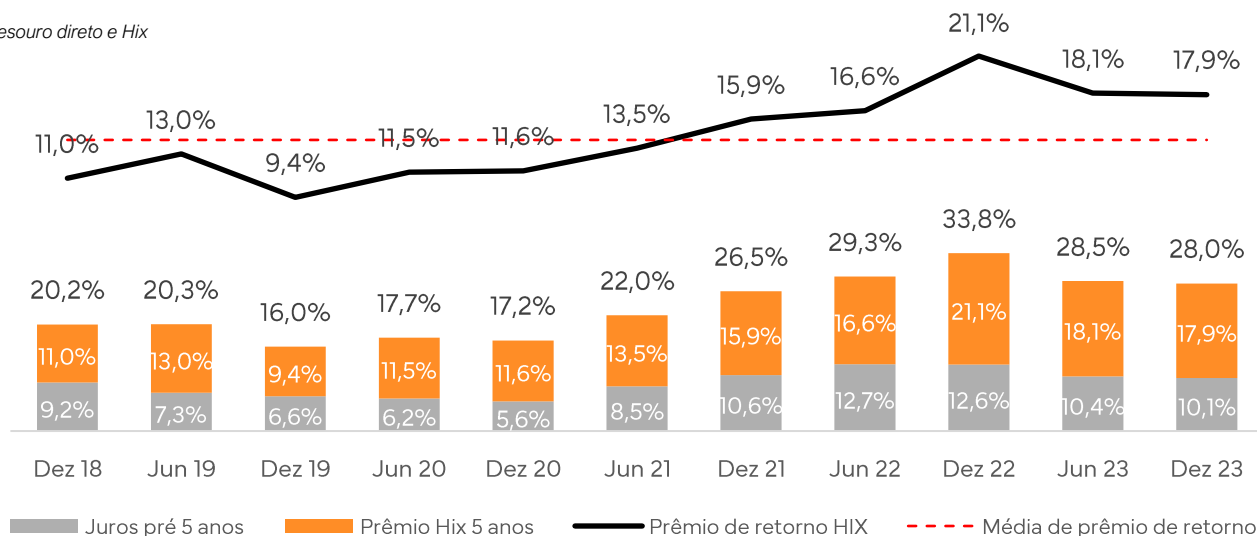
⁵ O índice SMLL é composto por 116 empresas

Mudanças e atualização da taxa interna de retorno do portfólio

Das 20 empresas que compunham o portfólio em junho de 2023, desinvestimos de 6, liberando aproximadamente 25.5% do nosso capital, com destaque para o desinvestimento da Sinqia, que representava 14,8% de nossa carteira. Por outro lado, iniciamos 4 novas posições no semestre, das quais 3 destas já tinham sido investimentos do fundo no passado e são empresas que acompanhamos há bastante tempo. O caixa no final de dezembro representava 9,8% do portfólio, refletindo os ajustes de portfólio ao longo do segundo semestre.

Lembramos aos nossos investidores que vemos a HIX como uma holding não operacional de participação em empresas operacionais e, portanto, olhamos sempre para a carteira e uma média de retornos que enxergamos ao longo do tempo. Como sempre, vale lembrar que 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. Continuamos em um cenário de retornos muito interessantes e acima da média dos últimos anos, mesmo com a alta recente do preço das ações de companhias que compõe nosso portfólio:

Fonte: Tesouro direto e Hix



Sobre o "evento Americanas", contabilidade e endividamento

A ciência que conhecemos hoje em dia como contabilidade, tem a sua origem na antiguidade, provavelmente tão antiga quanto o momento em que o homem deixou de ser caçador coletor e passou a se organizar em sociedade. Há pistas que diversas civilizações antigas, como os sumérios e os egípcios, trabalharam com registros contábeis. No entanto foi em 1494 que Luca Pacioli, um frade Italiano, lançou um trabalho pioneiro, intitulado *Summa de Arithmetica, Geometria, Proportioni et Proportionalita*. Nessa obra, Luca descreveu detalhadamente a contabilidade de partida dobrada, o sistema que se tornou a base da origem da contabilidade moderna.

Dentro de uma empresa, a contabilidade desempenha o papel crucial de fornecer informações sobre o patrimônio, um dado essencial tanto para nós, investidores, quanto para outros *stakeholders*, incluindo os gestores da empresa e o fisco. Todavia, contrariando uma concepção comum, a contabilidade não é uma ciência exata, mas sim uma ciência social aplicada – envolve comportamento, interpretação e julgamento. Além disso, a

contabilidade se manifesta de diversas formas: a gerencial, que orienta as decisões diárias dos gestores; a financeira, voltada para o público externo, principalmente investidores e credores; e a tributária, focada nas obrigações fiscais.

Consideremos uma situação em que sua empresa possui uma conta a receber relevante de um cliente no valor de X, um ativo no seu patrimônio. Se este cliente está com 90 dias de atraso no pagamento, torna-se crucial reavaliar esse ativo, pois a probabilidade de recebimento integral de X diminui com o atraso, demandando um ajuste no valor registrado. Aqui, entra o julgamento dos administradores sobre a probabilidade de recebimento de X: o valor a ser registrado (aquele provável de recebimento) é 90% de X, 50% de X, ou outro percentual? Essa decisão complexa desencadeia uma série de considerações e conflitos: (i) gerenciais (a necessidade do gestor de planejar financeiramente com esses valores); (ii) tributários (como o fisco interpreta a redução do lucro tributável devido a perdas); e (iii) de principal-agente⁶ (como os acionistas perceberão a decisão do gestor em relação ao impacto no patrimônio da empresa).

De tempos em tempos e, na maior parte das vezes, após a deflagração de fraudes corporativas, as firmas de auditoria revisam a necessidade de divulgação ou de maior abertura de certas informações financeiras e pressionam seus clientes pela publicação mais detalhada nas respectivas demonstrações financeiras. Não muito diferente das mudanças de contabilização de ativos no balanço (ou grau de *disclosure* destes ativos nas notas explicativas do balanço) após a fraude na Enron⁷ nos EUA, o evento "Americanas" no início de 2023 trouxe um aumento significativo das exigências de divulgação por empresas brasileiras relacionadas a antecipação ou cessão de recebíveis, risco sacado e concessões com fornecedores em suas demonstrações financeiras. Com estas mudanças, os investidores agora são capazes de utilizar dados mais efetivos (vs. as suposições usualmente utilizadas nas publicações até o 3º trimestre de 2022) para auferir mais precisamente o endividamento e dinâmica de capital de giro de diferentes companhias, um avanço na transparência das empresas do mercado de capitais brasileiro.

Exemplo de reapresentação de informações de operações de risco sacado de uma varejista brasileira

Em 31 de dezembro de 2022, a Administração revisou o seu entendimento acerca da classificação de suas operações de fornecedores risco sacado (convênio) na demonstração dos fluxos de caixa, por este motivo os saldos referentes ao período findo em 30 de setembro de 2022 estão sendo reapresentados. Essa reapresentação não afetou os valores da Demonstração do resultado do período.

⁶ O dilema do principal-agente, ocorre quando uma pessoa ou entidade (o "agente") está apto a tomar decisões ou a promover iniciativas em nome de, ou com impactos, relativos a outra pessoa ou entidade (o "principal")

⁷ A deflagração da ocultação de dívida e outros crimes de colarinho branco na Enron foi um dos maiores casos de fraude corporativa do mundo, que levou a empresa ao pedido de recuperação judicial, causou um prejuízo superior a US\$90 bilhões aos seus investidores e causou a dissolução da firma de auditoria Arthur Anderson (antes do termo *Big 4*, existiam 5 grandes firmas de auditoria no mundo). Para os mais interessados, esta história é muito bem retratada no livro *The Smartest Guys in the Room: The Amazing Rise and Scandalous Fall of Enron* de Bethany McLean e Peter Elkind

Os perigos da simplificação

No mesmo contexto de complexidade contábil, métricas simplificadoras como EBITDA⁸ e Dívida Líquida, entre outras, nasceram com objetivo de ajudar executivos, credores e investidores a entender de forma rápida e simplificada a situação financeira de companhias. Enquanto o primeiro seria uma *proxy* da capacidade de geração de caixa operacional de uma empresa, o segundo daria uma ideia do que seriam seus passivos onerosos, que teriam que ser servidos com esta geração de caixa.



I think you would understand any presentation using the word EBITDA (earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization) if every time you saw that word, you just substituted the phrase 'bullshit earnings'

Charlie Munger



Em mais um momento de sábio ensinamento, Charlie Munger já resumia concisamente a forma com que o EBITDA, ao desconsiderar diversas despesas caixa (como impostos, investimentos para manutenção dos ativos de uma empresa ou até a necessidade de capital de giro), pode ser uma métrica distante da real capacidade de geração de caixa de uma empresa.

Apesar do problema de partida no EBITDA, ao excluir estes desembolsos obrigatórios para um negócio, como mencionado acima, ele poderia ser usado com algum conforto por pessoas escoladas em seu conceito geral. No entanto ao longo do tempo vimos a métrica de EBITDA passar a ser adaptado, ajustado e desconstruído com cada vez mais frequência, de forma a indicar cada vez menos o que um dia ele representou e forçando analistas a analisar minuciosamente o que os executivos de cada companhia querem dizer com EBITDA e, por sua vez, fazer cada um o seu ajuste para tentar refletir o objetivo inicial de *proxy* de geração de caixa.

IFRS16: A introdução de novas normas contábeis, como o IFRS-16, que tornou despesas correntes conhecidas, como aluguel de imóveis e despesas de uso de software, em ativos capitalizados e posteriormente amortizados, gerou distorções importantes no EBITDA de companhias que possuem aluguel como uma “despesa caixa” relevante em seus negócios

So what?...

Ao longo de 2023 revisando o novo *disclosure* nas notas explicativas de uma série de varejistas percebemos que houve um hábito difundido de adaptação criativa, do conceito do endividamento líquido (ou Dívida Líquida) por elas. Protegidas pelo véu da obscuridade, estas adotaram práticas como o tratamento de descontos de recebíveis, risco sacado, convênios com fornecedores, entre outros, como *off-balance*, reduzindo materialmente a foto do endividamento dessas companhias – mas que se fique claro, não evitando o custo financeiro dessas dívidas ocultas. Ao visualizar essas novas aberturas de dados e reclassificar adequadamente os números dessas empresas para esse tipo de prática, percebemos que muitas empresas listadas – apesar da menção do setor de varejo, também identificamos esse tipo de práticas em outros segmentos – estão exageradamente alavancadas. Não por acaso, algumas destas companhias estão entre as empresas com maior posição *short*⁹ da bolsa, e tem uma grande dificuldade de converter os seus “EBITDAs” em caixa efetivo.

O *release* de resultados de uma empresa deveria ter como objetivo ajudar seus *stakeholders* a entender de forma mais simplificada como a gestão desta companhia enxerga seu respectivo negócio e o porquê muitas vezes os números contábeis, com todas as normas exigidas, podem não refletir a dinâmica real de fluxo de caixa e da natureza de determinado negócio. Em nossa visão, muitas empresas se aproveitaram das distorções

⁸ EBITDA ou em sua tradução literal “LAJIDA” significa Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização

⁹ Posição *short* ou vendida é realizada através do aluguel de ações quando o investidor acredita que o valor justo de um determinado ativo é menor que o preço de tela, ou seja, que as ações devem cair no futuro.

geradas pelas mudanças contábeis para distorcer e oferecer um cenário alternativo, e muito mais positivo, que a realidade de seus negócios aos seus acionistas e credores, induzindo-os ao erro.

Uma forma mais simples que utilizamos para tentar identificar distorções entre endividamento reportado e o montante de dívida sujeito à juros que a companhia realmente carrega em seu balanço, é tentar comparar as despesas financeiras com juros (incluindo todos os instrumentos de financiamento da companhia) com o montante de dívida reportado. Se o custo implícito dos juros pagos for muito diferente ao custo da dívida que a empresa reporta em seu balanço, nos parece necessário entender melhor esta diferença.

Conforme demonstrado na tabela abaixo, algumas empresas tiveram um montante de despesas com juros muito superior ao custo das linhas reportadas em seus balanços – implicando em dívidas múltiplas vezes maiores que sua dívida reportada:

<i>Base 100</i>	Empresa A <i>Varejista</i>	Empresa B <i>Varejista</i>	Empresa C <i>Varejista</i>	Empresa D <i>Industrial</i>
Dívida Líquida reportada (média 12 meses)	100	100	100	100
Resultado financeiro UDM	-25	-134	-95	-45
Custo implícito (%)	24,6%	134,2%	94,8%	45,3%
<i>CDI médio UDM</i>	<i>13,6%</i>	<i>13,6%</i>	<i>13,6%</i>	<i>13,6%</i>
CDI+	11,0%	120,6%	81,2%	31,7%
Assumindo custo da dívida médio reportado	15,4%	15,1%	16,2%	15,6%
Resultado financeiro UDM	-25	-134	-95	-45
Dívida Líquida média implícita	160	888	584	290
Dif. dívida implícita / dívida reportada (x)	1,6x	8,9x	5,8x	2,9x

Sem o intuito de criar algum tipo de embate ou colocar uma companhia específica em holofote, mas sim construir uma reflexão sobre a forma como algumas companhias reportaram seus resultados recentemente, preferimos omitir os nomes das companhias e colocar os resultados em base 100 (a partir da Dívida Líquida) ao construir a tabela. Esta mudança não distorce e nem altera a diferença (i) entre a proporção de alavancagem construída pela companhia em seu release e divulgada aos seus investidores e (ii) a alavancagem implícita com base no custo de dívida divulgado em seu balanço.

Uma outra forma de ajustar e entender o tamanho do problema

Ao longo do ano, estudamos em maior detalhe os resultados da Empresa A (exemplo acima), cujo aluguel e operações de risco sacado e antecipação de recebíveis representam variáveis importantes em seu negócio. Acreditamos que o time de gestão desta empresa se utilizou de diversas ferramentas para mostrar um resultado muito distante da realidade difícil enfrentada pela companhia. Ao ampliar nosso escopo de estudo sobre empresas com dinâmica de negócios parecida, notamos que esta postura arrojada na apresentação de seus resultados aos investidores parece ter se tornado a regra e não a exceção.

Os principais impactos das mudanças trazidas pela IFRS16 nos resultados de uma companhia, conforme já comentamos acima, estão na realocação de despesas com aluguel¹⁰ em Ativos e Passivos, que são amortizados e pagam juros de direito de uso, conforme duração destes contratos. Ao alterar a posição com que estas despesas transitam dentro do P&L¹¹ de uma empresa para as linhas de amortização e de despesas financeiras, elas não são contempladas dentro do EBITDA da companhia e, com isso, a margem apresentada pode ser substancialmente superior às margens de sua operação caso estas despesas fossem incluídas. O objetivo inicial de ter o EBITDA como métrica de geração operacional de caixa da empresa nos parece ainda mais esvaziado e com pouco uso prático.

¹⁰ E outras despesas com característica de locação, como uso de software por exemplo, que não iremos aprofundar para simplificação de nosso exemplo

¹¹ Muitas vezes, a diferença de contabilização dos contratos de arrendamento para direito de uso dos contratos nos Ativos e Passivos de uma empresa geram distorções entre as despesas (de amortização e financeira) apresentadas e o real gasto caixa com pagamento destes arrendamentos

Além disso, ao mostrar apenas a dívida financeira em seu release, ou seja, a obrigação que possui com os bancos e outros credores, e omitir a dívida operacional tanto pelas obrigações assumidas dos contratos de locação como de antecipação de recebíveis e risco sacado no capital de giro, a Empresa A induziu seu leitor menos atento a acreditar que sua alavancagem era substancialmente inferior a realidade – e que a companhia ainda era solvente.

Com o mesmo intuito da tabela de alavancagem acima, para construir o exemplo abaixo preferimos omitir o nome da companhia e colocar os seus resultados em base 1.000 (a partir da dívida bruta) ao construir a tabela. Esta divisão não distorce e nem altera a diferença (i) entre a proporção de alavancagem construída pela companhia em seu release e divulgada aos seus investidores e (ii) a nossa opinião sobre a real situação desta mesma companhia em honrar seus compromissos.

EBITDA e Dívida Líquida divulgados vs. visão ajustada pré-IFRS16 (Dívida bruta = base 1.000)

Conforme reportado pela Empresa A		Com ajustes propostos	
Resultado últimos 12 meses - reportado		Resultado últimos 12 meses - ajustado	
Receita Líquida	2.256	Receita Líquida	2.256
(A) EBITDA Ajustado - reportado	180	(A) EBITDA Ajustado - reportado	180
Margem EBITDA	8,0%	(-) Pgto. de arrendamento (aluguel)	(138)
		(C) EBITDA pré-IFRS16	42
		Margem EBITDA	1,9%
Endividamento - reportado		Endividamento - ajustado	
Dívida Bruta	1.000	Dívida Bruta	1.000
(-) Caixa	(522)	(+) Antecipação de recebíveis	86
(B) Dívida Líquida	478	(-) Caixa	(522)
		(D) Dívida Líquida (pré- IFRS16)	564
Alavancagem implícita (não reportada)		Alavancagem com ajustes	
Dívida Líquida / EBITDA (B/A)	2,6x	Dívida Líquida / EBITDA (D/C)	13,3x

Ajustes que julgamos necessários vs. os números reportados

Como efeito ilustrativo para este exemplo, não entraremos no mérito de ajustes propostos pela administração da Empresa A, mas sim nos ajustes que deveriam ter sido incluídos pela companhia em seu release para ajudar seus investidores a entender o cenário real de alavancagem da empresa.

- 1) **Inclusão de despesa de aluguel:** o primeiro ajuste consiste em adicionar as despesas com pagamentos de aluguel dentro do EBITDA, que reduz a margem EBITDA da empresa A de 8,0% para 1,9%
- 2) **Inclusão da antecipação de recebíveis na dívida líquida:** assumindo um custo de antecipação de CDI + 2% do saldo de contas a receber antecipadas a instituições financeiras, a dívida líquida deveria ser acrescida em 18%

Apenas com os ajustes propostos acima, é possível observar que a realidade da Empresa A é muito distante daquela que a empresa tenta ilustrar em seu *release* de resultados. Vale mais uma vez lembrar que o EBITDA, ao não considerar despesas correntes como juros, impostos, capex de manutenção, necessidade de financiamento de capital de giro, entre outras, não reflete nem de perto a geração operacional de caixa da empresa, que neste caso específico precisou recorrer a financiamentos adicionais (seja de dívida, *equity* ou venda de ativos) para cumprir com suas obrigações operacionais e financeiras no ano.

Por que a antecipação de recebíveis deveria ser considerada dívida? Imagine que você pretende vender uma moto a um conhecido por R\$1.000,00 ele aceite suas condições desde que o pagamento ocorra 6 meses após a compra. A concessionária, que intermediou a venda, sabendo de suas necessidades de caixa, oferece antecipar o caixa desta venda por R\$900,00 hoje, dado o custo de oportunidade e ônus de potencial calote, e você transfere o direito de recebimento do comprador a esta concessionária. O custo (financeiro) de R\$100,00 para antecipar este valor recebido deveria ser visto como juros sobre uma dívida que você poderia ter recebido de um banco no mesmo dia para pagamento em 6 meses após recebimento pela moto.

Apesar da omissão de muitas empresas em seus cálculos gerencias de Dívida Líquida, a ferramenta de antecipação de recebíveis é um produto de financiamento sujeito à juros.

Outras varejistas, no entanto, parecem muito disciplinadas em apresentar seus números da forma mais próxima do objetivo original de criação destas métricas, que, por incrível que pareça, hoje pode ser visto como uma forma conservadora e cuidadosa de apresentação. Para a administração destas empresas, fica aqui nossa mensagem que seu esforço é muito apreciado, e valorizado!

Atualização das principais posições do portfólio

Das 20 empresas que compunham o portfólio em junho de 2023, desinvestimos de 6, liberando aproximadamente 25.5% do nosso capital, com destaque para o desinvestimento da Sinqia, que representava 14,8% de nossa carteira. Por outro lado, iniciamos 4 novas posições no semestre, das quais 3 destas já tinham sido investimentos do fundo no passado e são empresas que acompanhamos há bastante tempo. O caixa no final de dezembro representava 9,8% do portfólio, refletindo os ajustes de portfólio ao longo do segundo semestre.

As maiores posições do fundo no fechamento do semestre eram (em ordem decrescente): Eneva, Orizon, OceanPact, Hidrovias do Brasil, Iguatemi e 3tentos, representando juntas 55,0% do nosso portfólio.

AS PRINCIPAIS CONTRIBUIÇÕES DE PERFORMANCE DO HIX CAPITAL FIA NO 2º SEMESTRE DE 2023 FORAM:

<u>TOP 5 CONTRIBUIÇÕES</u>		<u>TOP 5 DETRATORES</u>			
1.	Sinqia	4,08%	1.	Multilaser	-0,94%
2.	Boa Safra	2,32%	2.	IBOV	-0,49%
3.	OceanPact	2,08%	3.	Vittia	-0,44%
4.	Eneva	2,01%	4.	3Tentos	-0,35%
5.	Banco Inter	1,79%	5.	Blau	-0,29%
Total Positivas		+21,59%	Total Negativas		-3,21%

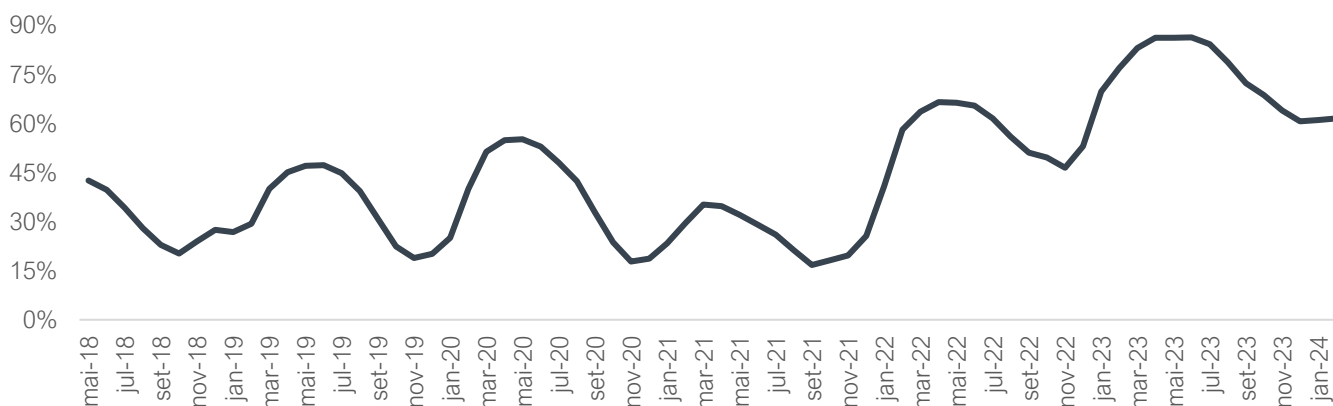
AS PRINCIPAIS CONTRIBUIÇÕES DE PERFORMANCE DO HIX CAPITAL FIA NO ANO 2023 FORAM:

<u>TOP 5 CONTRIBUIÇÕES</u>		<u>TOP 5 DETRATORES</u>			
1.	Sinqia	9,45%	1.	Blau	-1,44%
2.	OceanPact	3,84%	2.	Light	-1,14%
3.	Boa Safra	2,74%	3.	Multilaser	-1,03%
4.	Banco Inter	2,72%	4.	Vittia	-0,77%
5.	Orizon	2,61%	5.	Brasilagro	-0,71%
Total Positivas		+40,73%	Total Negativas		-11,74%

Eneva

Os anos de 2022 e de 2023 foram marcados por uma condição hidrológica muito favorável no Brasil. Como resultado, vimos os reservatórios alcançando os níveis mais altos dos últimos 5 anos, o que reduziu a necessidade de as térmicas serem acionadas e impactou o resultado da Eneva nos últimos 2 anos. Em nossas análises de sensibilidade, acreditamos que este impacto no resultado afetou a percepção de agentes do mercado sobre a probabilidade do despacho termelétrico no longo-prazo para algo próximo de zero no país.

% Energia Armazenada Subsistema SE/CO



Em agosto de 2023, entretanto, passamos por um evento de estresse no setor elétrico, que culminou em um apagão em várias regiões do país. A adição de fontes intermitentes em nossa matriz energética e eventos climáticos cada vez mais extremos tem tornado nosso sistema elétrico muito mais complexo de se operar e, como consequência, o operador nacional do sistema necessita cada vez mais de fontes despacháveis, que garantam flexibilidade para a operação.

Vimos este evento como uma evidência importante da necessidade de térmicas flexíveis para o sistema e de que este cenário extremo de despacho próximo a zero projetado pelo mercado não nos parece factível.

Embora o valor efetivo do despacho no ano de 2024 não seja tão representativo do valor de longo-prazo da companhia, estimamos que a diferença da expectativa do mercado e um cenário mais normalizado representariam mais cerca de R\$380 milhões de EBITDA (quase 10% do EBITDA da companhia) e R\$300 milhões de lucro (aproximadamente 60% do lucro da companhia), o que pode chamar a atenção de investidores com horizontes diferentes do nosso.

Durante o 4T23, o conselho de administração da Eneva apresentou uma proposta de fusão com a Vibra Energia, visando uma fusão de iguais em que ambas as empresas seriam avaliadas ao mesmo valor de mercado. A Eneva, com diversas oportunidades de alocação de capital, mas com balanço restrito, contrasta da Vibra uma companhia com muita geração de caixa e com uma visão de longo prazo desafiadora, uma vez que a discussão sobre transição energética crescente traz dificuldades para o setor de distribuição de combustíveis.

A possível união destas duas empresas tem o potencial de criar uma entidade robusta capaz de realizar movimentos mais ousados no setor de energia no Brasil, desbloqueando valor para os acionistas de ambas as partes. Embora a primeira proposta tenha sido rejeitada pelo conselho de administração da Vibra devido a uma percepção de *valuation* fora do considerado aceitável, é possível que a Eneva apresente uma nova proposta nos próximos meses.

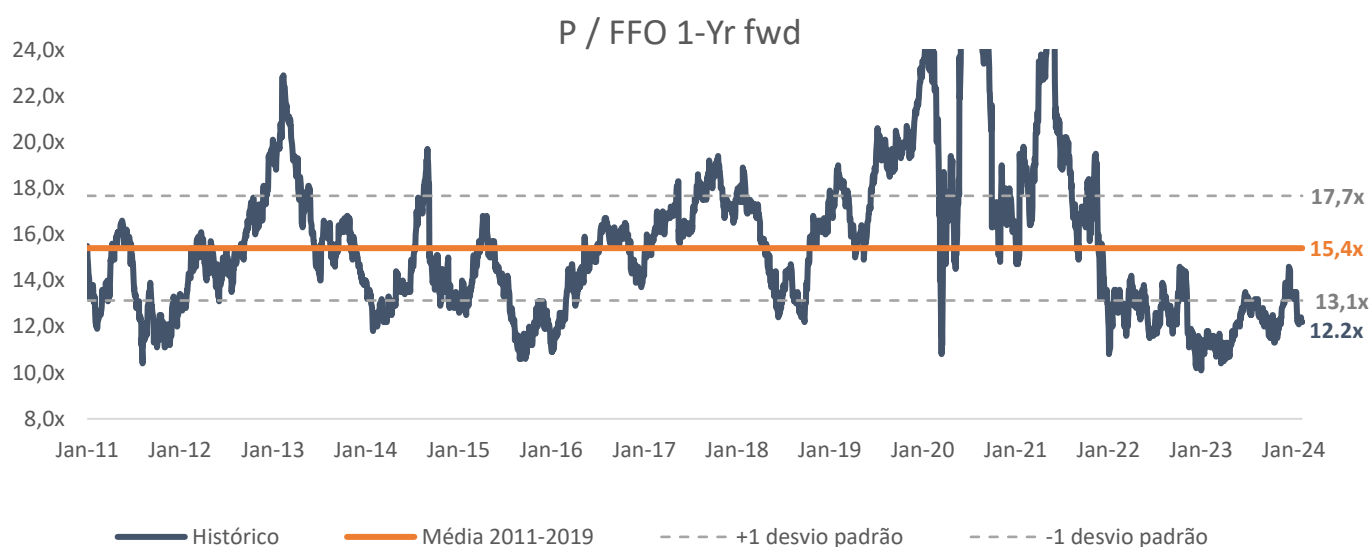
Independentemente do desfecho da fusão, enxergamos hoje na Eneva uma das maiores assimetrias de percepção de valor que já vimos durante nosso histórico de investimento na empresa, que está muito bem-posicionada para aproveitar grandes oportunidades tanto no setor elétrico quanto no crescente mercado de gás brasileiro.

Iguatemi

A Iguatemi seguiu com uma dinâmica muito positiva de crescimento de vendas nos meses de outubro e novembro, de 12,4% se comparado com o mesmo período de 2022. Essa dinâmica positiva tem sido relevante para que a companhia siga com reajustes de aluguel acima da inflação sem pressionar a saúde financeira do lojista. Mesmo assim, a companhia tem sentido uma demanda de lojistas por novas áreas relevante.

Ao longo de 2023, vimos a taxa de ocupação dos shoppings saindo de 92,7% em janeiro para 94,1% em setembro, com estimativas de que esteja acima de 95% até dezembro. Essa dinâmica positiva tem como consequência um crescimento de EBITDA de 12% a.a. nos próximos 2 anos e de 18% a.a. de FFO¹².

Mesmo com a alta recente, em nosso cenário base, seguimos enxergando a companhia a um múltiplo 20% menor que sua média histórica (até final de 2019, para evitar distorções da pandemia), como podemos ver no gráfico abaixo e, por isso, seguimos vendo um retorno atrativo para um ativo de baixíssimo risco operacional.



OceanPact

A OceanPact apresentou fortes resultados operacionais após todos os barcos do plano de crescimento da empresa estarem 100% operacionais no 4T22, mudando o patamar de geração de caixa da empresa. Como referência, o EBITDA acumulado de 12 meses cresceu 82% de R\$234 milhões no 3T22 para R\$425 milhões no 3T23.

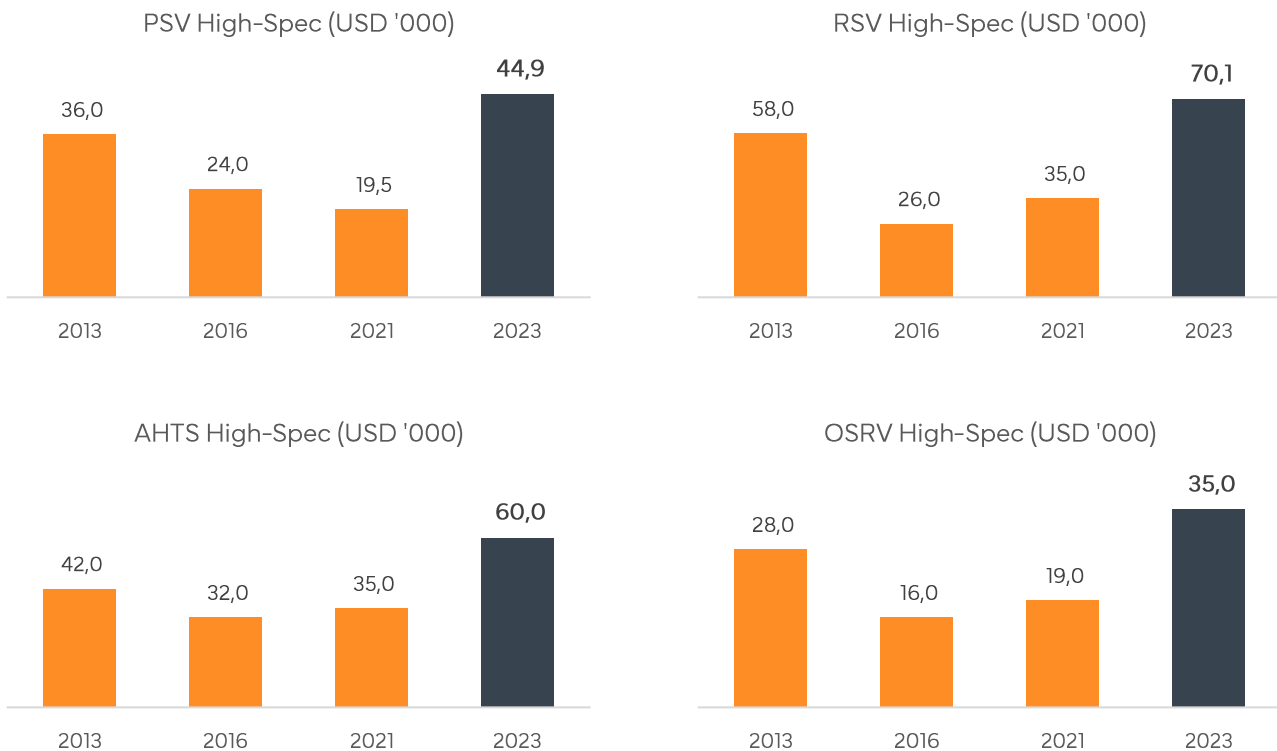
Ainda no final de 2023, ocorreram diversos novos *bids* para contratação de embarcações pela Petrobras, que mostram uma tendência muito forte de aumento de diárias para todos os tipos de embarcações operadas pela companhia devido à escassez de embarcações no mercado. Nossa expectativa é que o resultado da empresa continue crescendo à medida que o backlog de contratos com preços antigos seja renovados nos atuais preços de mercado.

Apenas como referência da relevância desse efeito no resultado da empresa, o aumento médio de diária para as embarcações com as quais a OceanPact participou (e ganhou) nos *bids* das embarcações dos tipos PSV (Platform Supply Vessel) e OSRV (Oil Spill Response Vessel), que a empresa já está em negociações finais com a Petrobras, é da ordem de 40%. Após recontratar os barcos com diárias defasadas a companhia teria um EBITDA da ordem de aproximadamente R\$700 milhões e estaria negociando hoje ao redor de 3x EBITDA

¹² FFO -> Funds from Operations = Lucro Líquido + Depreciação e Amortização

normalizado, o que representa um significativo desconto em relação aos competidores globais que negociam a 7x EBITDA.

Evolução das taxas diárias (USD '000)



Fonte: Companhia (OceanPact)

Além disso, OceanPact possui um conjunto de créditos litigiosos contra a Petrobras que valem entre R\$700-900 milhões, sendo que o principal processo no valor de R\$540 milhões já se encontra em fase final de julgamento.

Orizon

Durante o segundo semestre de 2023, a Orizon anunciou contratos importantes para venda de biometano produzido em seus dois principais aterros:

- **Paulinia:** criação de uma JV com a Compass, facilitando acesso a clientes da Comgás no Estado de São Paulo. A companhia espera produzir entre 180 mil m³/dia e 300 mil m³/dia de biometano. Este projeto tem a capacidade de adicionar R\$95 milhões de reais de EBITDA, aproximadamente 30% do EBITDA da companhia inteira em 2023.
- **Jaboatão dos Guararapes:** assinatura de um contrato adicional de venda de biometano de longo-prazo com a Copergás (Distribuidora de gás de Pernambuco), representando um adicional de 50 mil m³/dia, com uma opção de venda de mais 20 mil m³/dia, totalizando um volume final vendido do aterro entre 110 mil m³/dia e 130 mil m³/dia.
 - A primeira “parte” do biometano deste aterro havia sido contratado com a Copergás em abril de 2023 e um volume de 60 mil m³/dia. Embora o aterro já esteja produzindo mais que esse volume, essa estrutura de venda por meio de opção mitiga o risco operacional de geração de biogás do aterro. Este é um projeto com um EBITDA estimado de R\$100 milhões, que pé aproximadamente 31% do EBITDA de 2023,

Ambos os contratos evidenciam um mercado de biometano crescente no Brasil, e representam quase 50% do potencial de geração de gás da Orizon, que consideramos em nosso modelo.

A companhia também está participando do chamamento público da Sergás (Distribuidora de gás do Sergipe) e segue negociando a venda da produção futura de biometano em outros 5 aterros. Acreditamos que o restante do gás pode ser contratado ao longo de 2024 e, em conjunto, estes projetos têm a capacidade de adicionar mais R\$300 milhões de EBITDA para a empresa.

Além disso, a Orizon anunciou também a obtenção do benefício de Sudene para 4 de seus aterros por 10 anos: Jaboaão dos Guararapes, João Pessoa, Maceió e Sergipe. A companhia passará a contar com uma redução de 75% do imposto de renda nestes aterros.

Hidrovias do Brasil

A Hidrovias do Brasil é uma empresa que possui 3 operações principais:

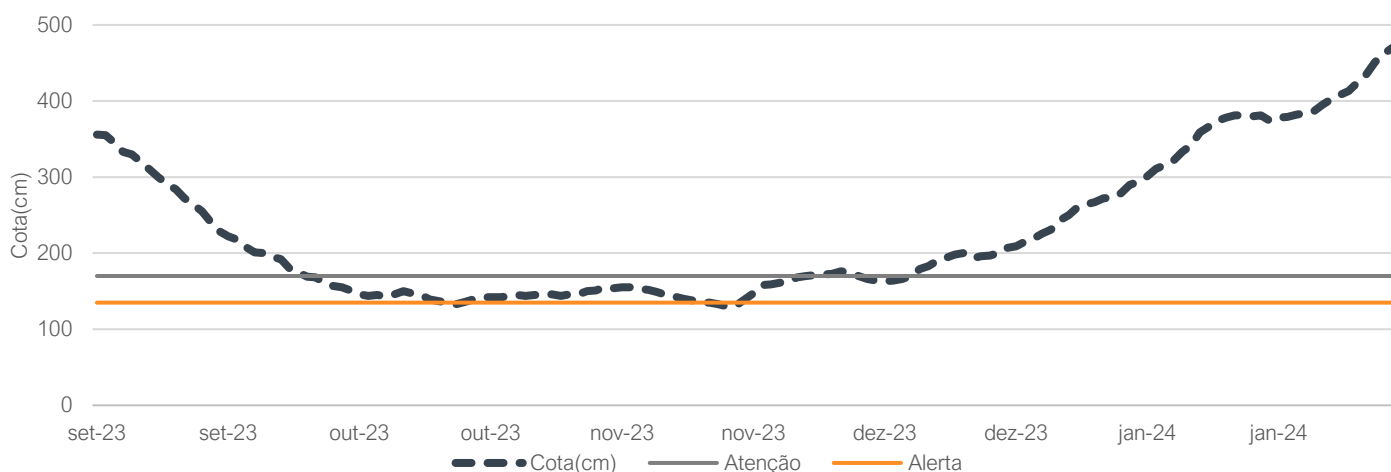
- 1) **Operação norte:** transporte de grãos entre Miritituba e Barcarena, no estado do Pará, cuja principal função é o escoamento de grãos do Mato grosso para a exportação (53% do EBITDA da companhia)
- 2) **Operação sul:** no Rio Paraná, composta pelo transporte de minério de Ferro de uma mina pertencente à J&F em Corumbá com contrato de *take-or-pay* (35 % do EBITDA da companhia)
- 3) **Operação de cabotagem:** consiste em um contrato de transporte de bauxita, para a Alunorte, também com *take-or-pay* contratado (11% do EBITDA da companhia)

Devido ao fenômeno do El Niño, 2023 foi um ano com regime de chuvas muito mais restrito no norte do Brasil, resultando em uma das piores secas da história da região Amazônica. Como consequência, vimos o Rio Tapajós passando por problemas graves de navegabilidade, que acabou paralisando a operação norte da Hidrovias do Brasil ao longo do 4T23.

Em novembro de 2023, a companhia divulgou, através de fato relevante, um impacto relevante no EBITDA do trimestre, que antes era estimado em R\$130 milhões, se tornando aproximadamente 0, após este evento de falta de navegabilidade na região. Embora tenha sido um alto impacto, acreditamos que seja um evento de cauda, e que não mude de maneira relevante nossas projeções de longo prazo.

Se avaliarmos a situação do calado do Rio Tapajós na região de Itaituba, podemos perceber que o Rio alcançou suas mínimas históricas, comparável ao ano de 2010. Ao longo do mês de dezembro, já vimos uma melhora relevante na condição de hidrologia do rio¹³:

Nível Rio Tapajós, Itaituba | período: setembro/2023 a janeiro/2024



Fonte: Sistema de alerta SACE

¹³ Fonte: https://www.sgb.gov.br/sace/index_bacias_monitoradas.php?getbacia=bamazonas

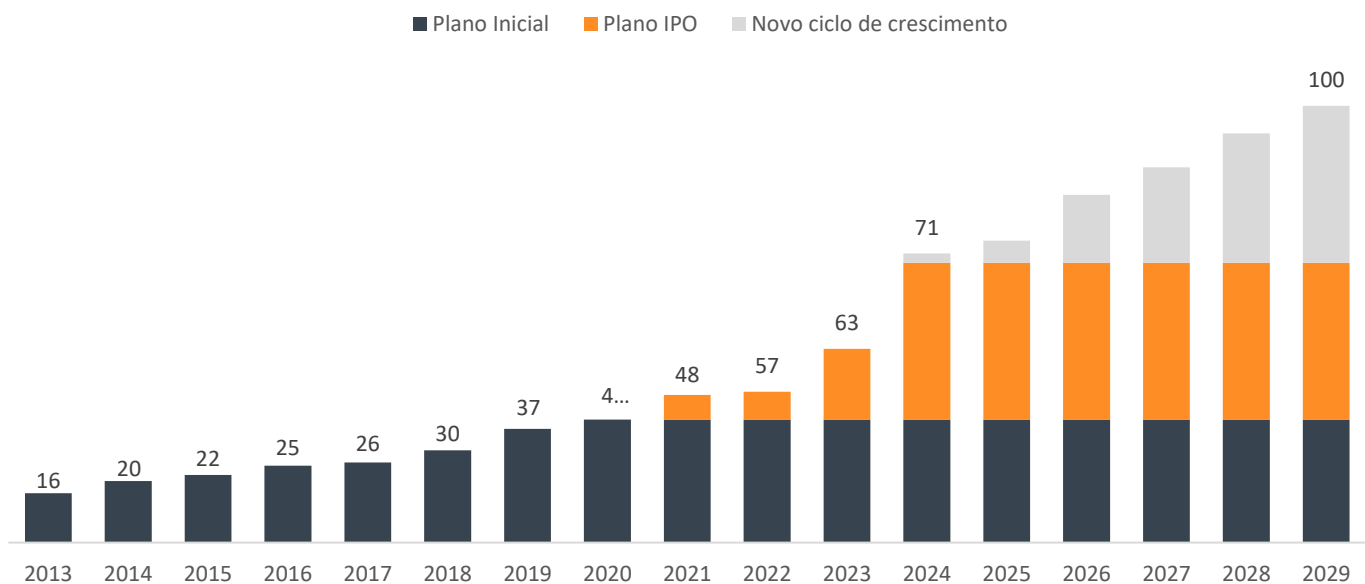
Por ter sido um alto impacto muito alto no trimestre, vimos uma reação muito forte do mercado, resultando em uma queda de 20% no preço das ações. Entretanto, essa nos parece uma reação exagerada e focada no resultado dos próximos meses. Acreditamos que esse seja um evento de cauda e que não muda de maneira relevante nossas projeções de longo prazo ou do valor da companhia.

3tentos

A 3tentos está prestes a entregar seu plano de crescimento do RS e do MT na BR-163, anunciado em 2020 durante o IPO da companhia, com 1 ano de antecedência. A empresa, então, anunciou recentemente um novo plano de crescimento relevante, de R\$2,0 bilhões, que inclui a entrada em uma nova região, o Vale do Araguaia no MT, investimentos em logística no Arco Norte com a criação de uma JV com a Caramuru Alimentos para construção de um terminal portuário, além da expansão da base de lojas e da capacidade industrial nas regiões do RS e MT.

A parte mais relevante deste novo plano está concentrada na região do Vale do Araguaia, onde a empresa investirá aproximadamente R\$1,0 bilhão na construção de uma planta de etanol de milho com capacidade de processamento de 2,1kt / dia. Adicionalmente, a empresa aumentará sua base de lojas de 63 para 100 (+59%), incluindo as lojas do RS e das regiões da BR-163 e Vale do Araguaia no MT, e a capacidade de processamento de soja de 6,6kt para 10,5kt por dia (+60%).

A dinâmica competitiva para execução deste novo plano nos parece até mais favorável que no ciclo anterior, dado um cenário de capital mais escasso dos competidores da empresa. Enquanto os principais concorrentes estão alavancados, digerindo alguns dos excessos realizados nos últimos anos, a 3tentos fechou o 3T23 com o balanço muito saudável, com uma alavancagem de 0,2x dívida líquida / EBITDA, e está preparada para iniciar mais um ciclo de crescimento, que será financiado pela própria geração de caixa e dívida, sem a necessidade da realização de oferta de ações.



Fonte: Companhia (3tentos)

Atualização da HIX Capital

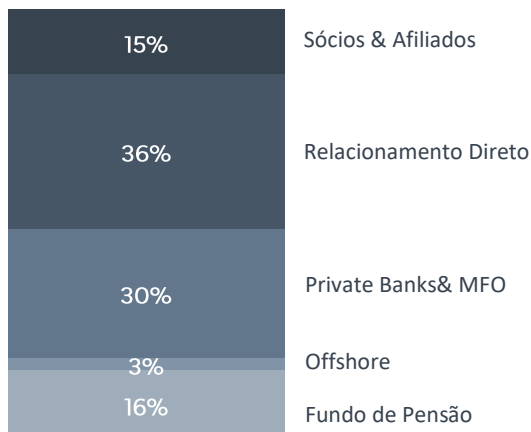
Em 2023, enfrentamos desafios significativos, mas alcançamos marcos importantes na nossa história.

Encerramos com sucesso o desinvestimento na Sinqia após a conclusão da venda da companhia para a Evertec (NYSE:EVTC). Desde nosso investimento inicial em 2015, as ações se valorizaram mais de 12x (um retorno anualizado de 37%).

Finalizamos também, uma segunda rodada de investimento da nossa estratégia de privados na LG Sistemas, maior empresa brasileira especializada em soluções de tecnologia para gestão de pessoas no Brasil, consolidando nossa posição como acionista relevante da empresa.

Ampliamos nosso portfólio de fundos com o início da captação de nosso 7º SPO – veículo de co-investimento de prazo mais longo, que permite uma concentração adicional em uma das empresas de nosso portfólio de ações.

Como já comentamos anteriormente, acreditamos que uma base de capital alinhada com nossa filosofia de investimentos é uma vantagem competitiva importante e nos dá tranquilidade para focar apenas em tarefas dedicadas aos nossos investimentos. A HIX fechou o ano de 2023 com uma R\$1,7 bi em ativos sob gestão, com 50% deste “passivo” concentrado em dinheiro dos sócios da gestora e de relacionamentos diretos próximos, e nossa base de capital se provou mais uma vez resiliente em um ano desafiador para o mercado de fundos de ações.



Mais uma vez, agradecemos a sua confiança

Equipe HIX Capital

Esta carta é publicada somente com o propósito de divulgação de informações e não deve ser considerada como uma oferta de venda dos fundos sob gestão da HIX Investimentos Ltda, nem tampouco como uma recomendação de investimento ou desinvestimento em nenhum dos valores mobiliários citados. Todos os julgamentos e estimativas aqui contidos são apenas exposições de opiniões até a presente data e podem mudar, sem prévio aviso, a qualquer momento. A HIX Investimentos não se responsabiliza por eventuais erros, omissões ou imprecisões nas informações divulgadas. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. O investimento em fundos de investimentos apresenta riscos. Leia cuidadosamente o regulamento antes de investir. Os investimentos em fundos não são garantidos pelo administrador, pelo gestor, ou por qualquer mecanismo de seguro, ou ainda, pelo Fundo Garantidor de Crédito. A rentabilidade do Fundo divulgada nesta carta não é líquida de impostos. Supervisão e Fiscalização: Comissão de Valores Mobiliários - CVM. Serviço de Atendimento ao Cidadão em www.cvm.gov.br.

