

Carta aos investidores

1º semestre de 2024

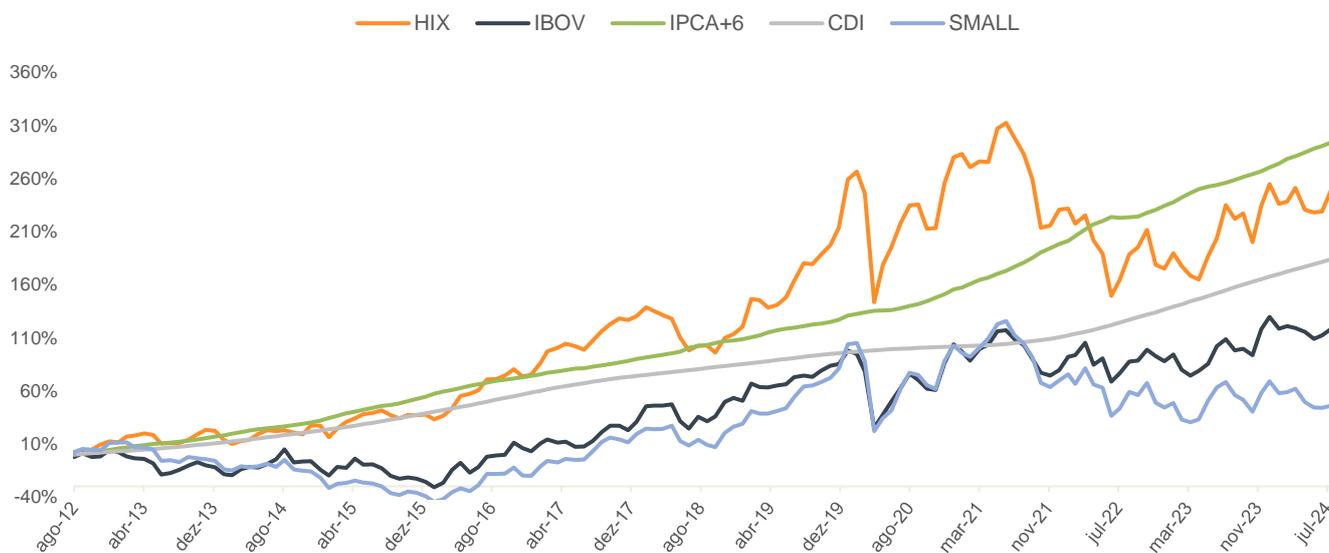
HIX
CAPITAL

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.



In a bull market the future gets a premium. In a bear market, reality gets a discount.

Jim Chanos



Ano	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Jul/24	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%	-1,37%	249,83%
HIX INST*	-	-	-	-1,43%*	25,59%	39,33%	-0,53%	68,20%	6,38%	-13,37%	-15,81%	27,21%	-1,19%	181,44%
HIX Prev*	-	-	-	-	-	-	-	43,13%	2,68%	-13,35%	-12,18%	27,50%	-0,86%	41,35%
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%	-4,87%	118,49%
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%	6,39%	294,08%
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%	6,17%	183,98%

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

ABORDAREMOS OS SEGUINTE TEMAS NESTA CARTA:

1. Análise cenário atual
2. Atualização sobre mercado líquido vs privado
3. Performance & Atualização Institucional

Prezados investidores,

No primeiro semestre de 2024, o HIX Capital FIA (“HIX FIA”) teve um desempenho de -7,22% comparado a -7,66% do Ibovespa e 5,22% do CDI. O desempenho acumulado, de janeiro até julho de 2024, do HIX Capital FIA (“HIX FIA”) foi de -1,37% comparado a -4,87% do Ibovespa e 6,17% do CDI. Desde o início das atividades da gestora, o HIX FIA acumula alta de 249,83% ou 11,06% a.a., comparado à valorização de 118,49% ou 6,76% a.a. do Ibovespa e ganho acumulado de 183,98% ou 9,13% a.a. do CDI. A contar de maio de 2005, a carteira administrada pelos gestores do HIX FIA teve valorização de 1.888,25%¹, comparado a 398,85% do Ibovespa e a 556,60% do CDI.

Mais uma vez nos sentimos ouvindo um relógio quebrado com nossos pares repetindo: o mercado está barato! Mas, de forma pragmática: o que deveríamos pensar quando escutamos essa afirmação e como deveríamos analisar os dados para refutá-la ou comprová-la?



The most important quality for an investor is temperament, not intellect. You need a temperament that neither derives great pleasure from being with the crowd or against the crowd

Warren Buffet



Um bom ponto de partida de qualquer análise é sempre tentar formar uma Taxa Base². Desta forma, dividiremos a nossa correspondência semestral em dois, começando com a tentativa de comprovar a afirmação acima através de dados do mercado em geral para, depois, aprofundar no efeito prático da situação atual na avaliação de nosso portfólio.

Em nossa última carta argumentamos que, por qualquer prisma em que olhássemos, a situação atual nos remeteria a uma crise. Isso não mudou nos últimos meses – para não dizer que “barateou”:

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. O upside nessa análise para a média histórica seria de 40,5% para o IBOV e 43,9% para o SMLL.

P/E IBOV próximos 12 meses



P/E SMLL próximos 12 meses



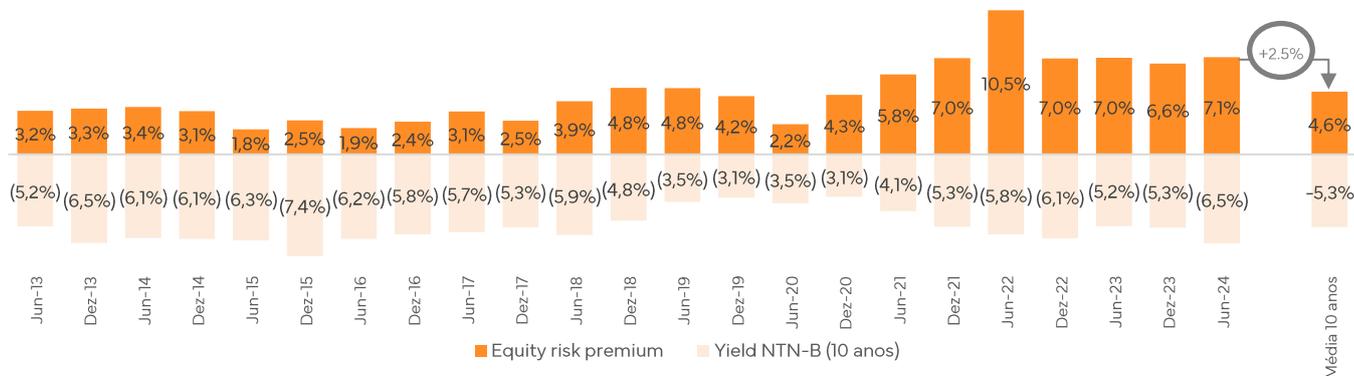
Fonte: Bloomberg em 30/06/2024

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 Base Rate no conceito de Michael Mabuoussin (The Base Rate Book, Integrating the Past to Better Anticipate the Future – Sep 2016) "Uma taxa base é basicamente uma distribuição de experiências passadas dadas as mesmas circunstâncias iniciais. Apenas entender como as coisas se desenrolaram para outras pessoas pode ser muito útil para entender como as coisas podem se desenvolver para você ou seu objeto de interesse."

O prêmio de risco para investimento em ações, que também pode ser visto como o *yield*³ de lucro do IBOV menos o retorno da NTN-B de 10 anos, está em patamares muito superiores à média dos últimos 10 anos, mesmo com um patamar alto de taxa de juros. O upside nessa análise para a média de 10 anos seria de 37,3%.

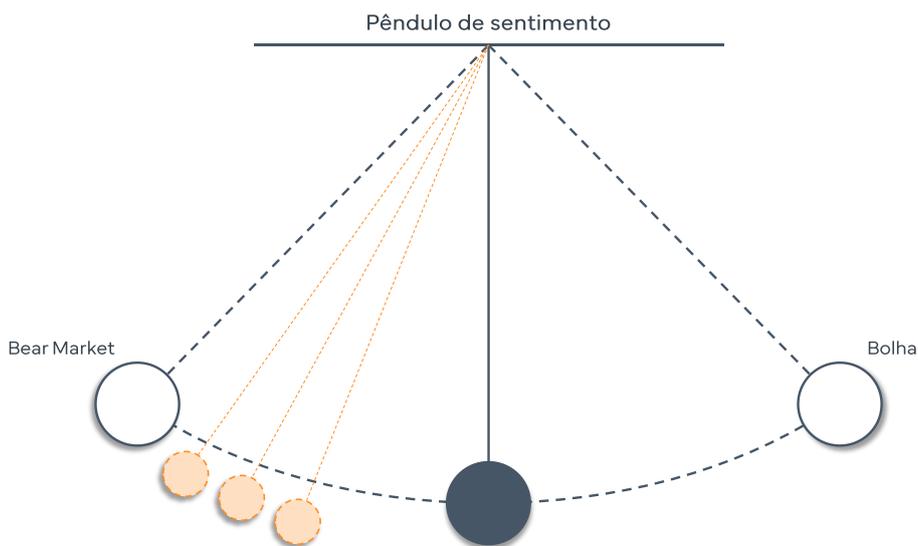
Prêmio de risco para investimentos em ações (= *earnings yield* IBOV – *yield* NTN-B 10 anos)



Fonte: Bloomberg em 30/06/2024 e HIX Capital

Antes que nosso ávido leitor experiencie uma sensação de *déjà vu* ou sinta-se combatido por um demasiado volume de informações que tenta comprovar um mercado disfuncional e que já viu repetidas vezes, inclusive em nossas recentes comunicações com investidores, gostaríamos de mudar o foco desta carta e seguir com uma analogia, utilizada por Howard Marks⁴, para exemplificar de forma qualitativa como vemos o momento atual do mercado.

Segundo Marks, os mercados se comportam como um pêndulo que oscila entre ganância e medo. Quando os investidores estão otimistas e gananciosos, há uma competição intensa para fazer investimentos, elevando os preços dos ativos. Em contraste, quando os investidores estão pessimistas e dominados pelo medo, o receio de perder dinheiro supera o desejo de aproveitar oportunidades, resultando em menor demanda por novos investimentos e queda nos preços dos ativos. Marks sugere que essa oscilação é uma característica natural dos mercados financeiros.

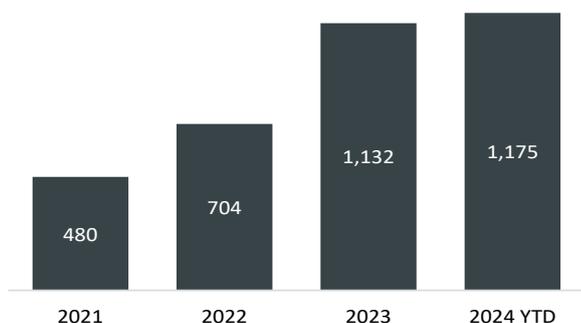


³ Lucro líquido das companhias que compõe o índice IBOV sobre a capitalização de mercado destas empresas

⁴ Howard Marks é o sócio fundador e co-chairman da Oaktree Capital Management. Além de seu trabalho como investidor, ele é responsável por uma série de "Investment Memos", entre os quais um memo de julho de 2004 intitulado de "Happy Medium" trata sobre este tema da psicologia <https://www.oaktreecapital.com/docs/default-source/memos/2004-07-21-the-happy-medium.pdf?sfvrsn=2> e por dois livros muito interessantes, e que são parte da lista de leitura obrigatória dos analistas da HIX, sobre investimentos e ciclos de mercado: "The Most Important Thing" e "Mastering the Market Cycle", do qual emprestamos a analogia do pêndulo

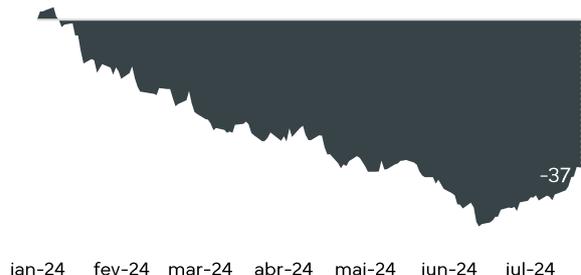
De forma qualitativa, utilizando o conceito de Howard Marks, os mercados se tornam mais interessantes aos investidores quando um sentimento de pessimismo demasiado é incorporado nas projeções dos formadores de mercado e, portanto, os preços dos ativos distanciam-se de forma significativa de seu valor intrínseco – nestes momentos, é possível encontrar diversas possibilidades de investimento com altos retornos potenciais e larga margem de segurança. É assim que vemos o mercado brasileiro de ações atualmente, sendo preterido por (i) investidores globais na busca por ativos que se beneficiem de IA; (ii) fundos de pensão, que encontram uma trilha segura e acima de sua meta atuarial nas NTN-Bs longas; e (iii) pessoas físicas locais, que aumentaram de forma relevante sua alocação em ativos incentivados⁵.

Estoque de LCA, LCI, CRI e CRA (R\$ bi)



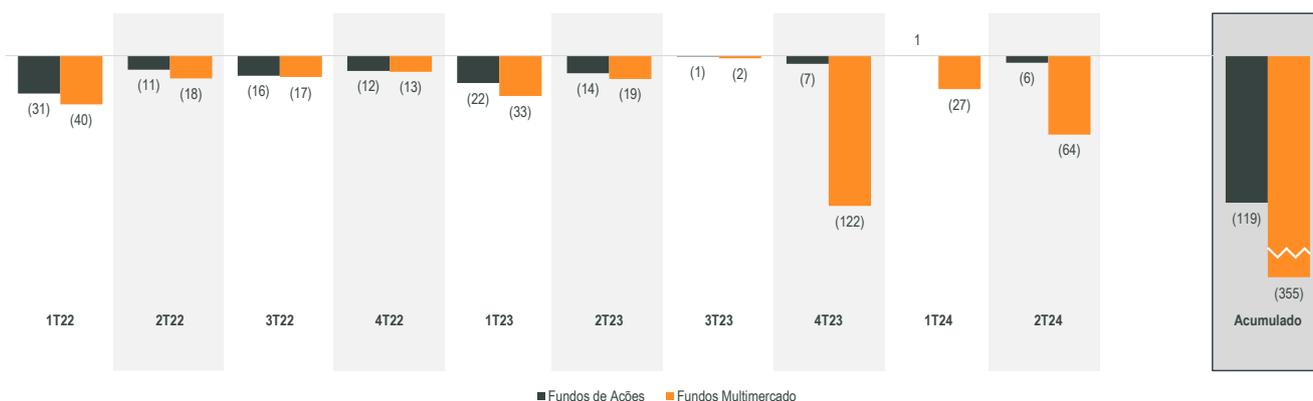
Fonte: Anbima

Fluxo de investimento estrangeiro no Brasil (R\$ bi)



Fonte: BTG Pactual

Resgates da indústria de fundos de ações e multimercado no Brasil desde 2022 (R\$ bi)



Fonte: BTG Pactual

Uma breve atualização sobre o mercado líquido vs. o mercado privado

“Enquanto o “Sr. Mercado”⁶ se desespera com as oscilações de curto-prazo, os investidores de longo-prazo aproveitam o momento para ir às compras”

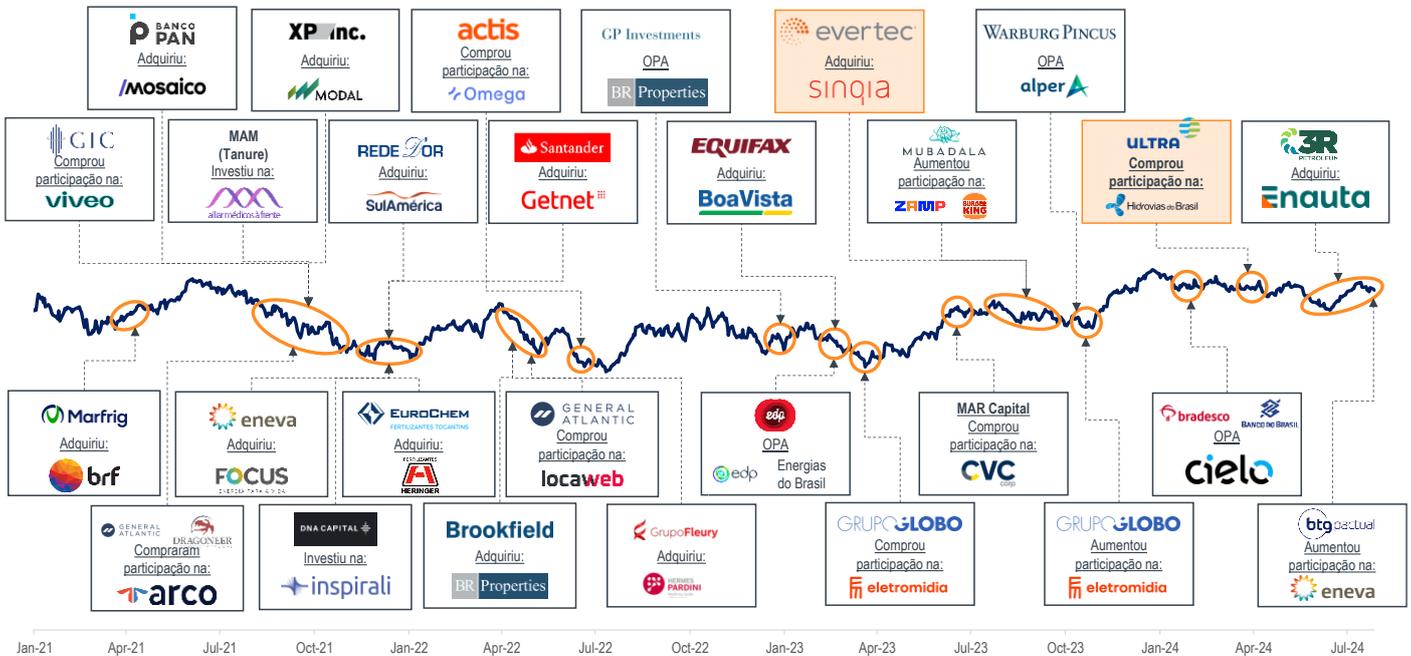
Carta HIX, dezembro de 2022⁷

Em 2022, provocamos nossos leitores sobre a forma como os investidores estratégicos, que possuem um horizonte muito longo de investimento, estavam se aproveitando de um momento de mercado de preços deprimidos para realizar aquisições. Este movimento não se alterou e, inclusive, duas ações de nossa carteira foram alvo destes eventos – Sinqia e Hidrovias do Brasil:

⁵ Nesse caso, o mercado – analisando apenas os *spreads* de crédito dos títulos - nos parece estar do outro lado do pêndulo, onde o investidor deveria navegar com cautela.

⁶ “Mr. Market” ou “Sr. Mercado” é uma alegoria criada pelo investidor Benjamin Graham para descrever o que ele acreditava como movimentos irracionais ou contraditórios do mercado de ações.

⁷ https://hixcapital.com.br/wp-content/uploads/2023/01/HIX-Capital_Carta-aos-Investidores_2o-Semestre-2022_VF.pdf



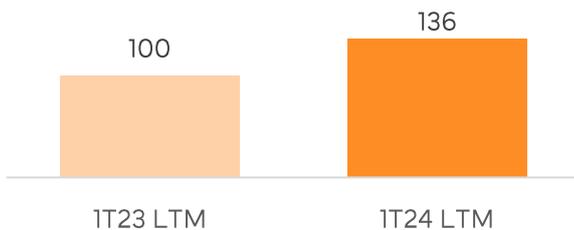
Não temos a pretensão em acertar o *timing* ou enxergar em qual ponto exato do pêndulo se encontra o mercado hoje, pois entendemos a dificuldade em fazer isso de forma sustentável. Entretanto, ao colocar em perspectiva os pontos acima, nos parece que o mercado de ações no Brasil se encontra em algum dos pontos laranjas do pêndulo, onde a assimetria ao “investidor paciente”⁸ é muito favorável.

Se, partindo desta Taxa Base, as informações disponíveis nos levam a crer que o mercado está sim “barato”, gostaríamos então de discorrer sobre a avaliação atual dos ativos em nossa carteira. Com a intenção de ilustrar melhor a situação atual destas oportunidades, acreditamos ser oportuno segregar nossos investimentos entre diferentes tipos de teses dentro do fundo.

Teses ligadas ao mercado doméstico

Enquanto as empresas de consumo e voltadas para o mercado doméstico que compõe o nosso portfólio continuam entregando resultados sólidos, com um crescimento de lucro líquido de 36,3% entre o 1T24 últimos doze meses (“LTM”) vs. 1T23 LTM (ponderado pela participação de cada empresa no fundo), o múltiplo Preço / Lucro (P/E) destas empresas apresentou uma queda comparado a dezembro de 2023, ou seja, comparando com nossa última carta, mesmo com crescimento expressivo de seus resultados, o *valuation* destas empresas diminuiu⁹.

Crescimento de lucro (1T24 LTM vs. 1T23 LTM), rebaseado a 100



P/E últimos 12 Meses (LTM), ponderado pelo % no fundo



Nota: Composto por Iguatemi, Plano e Plano, Boa Safra, 3tentos, Grupo SBF, XP, GPS, Banco ABC e Desktop
Fonte: Informação das companhias e HIX

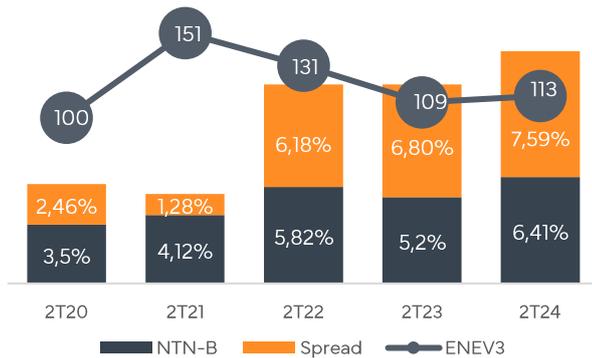
⁸ “The stock market is a device to transfer money from the ‘impatient’ to the ‘patient’”, Warren Buffet
⁹ Para este e todos os demais exemplos desta carta, nos baseamos nos preços das ações em 30/06/2024

Utilities

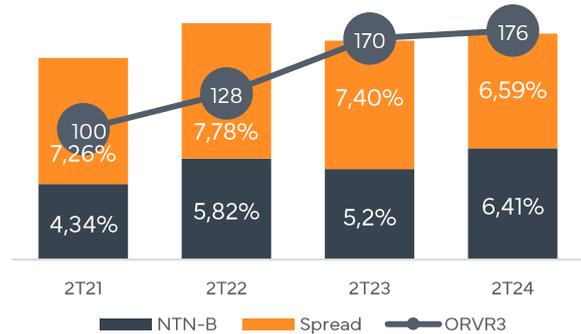
Uma forma interessante de olhar o segmento de *utilities* é avaliar o retorno esperado (com base em nossas projeções) como um prêmio para as taxas de juros longas do Brasil (NTN-B de 10 anos), dado sua natureza de receitas contratadas e ajustadas por inflação.

Nos gráficos abaixo, incluímos as informações do preço das ações (base 100, a partir do 2T20 ou da data que iniciamos a cobertura da empresa) e prêmio de risco (“*spreads*”) oferecidos pelos títulos públicos e pelas empresas em nossas projeções. Assim, é possível observar que, apesar de uma performance positiva das ações da maioria destas empresas, o aumento expressivo na taxa de juros foi seguido por um aumento também dos prêmios de retorno.

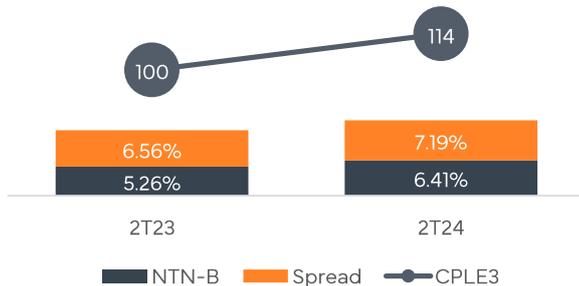
Eneva



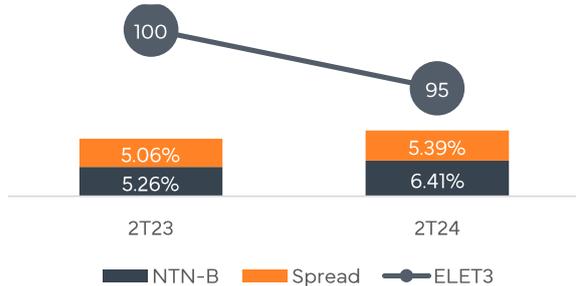
Orizon



Copel



Eletrobras



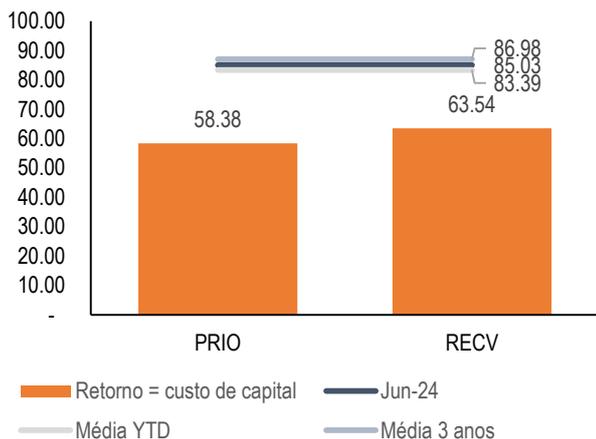
Teses ligadas ao mercado externo

Uma forma simplificada que encontramos para ilustrar o montante do desconto implícito nas teses do fundo relacionadas ao mercado externo foi: calcular qual a queda possível no preço da commodity de maior influência no resultado destas empresas que ainda nos permitiria um retorno igual ao custo de capital¹⁰.

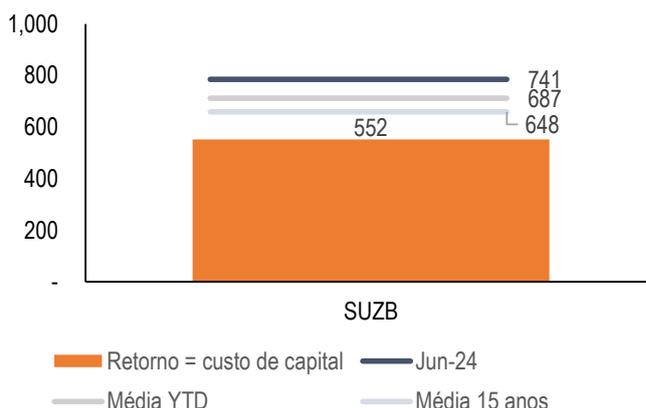
Para PetroReconcavo e PRIO, essa variável é o petróleo, já no caso da Suzano, o preço da celulose. Nestes casos, o preço destas commodities poderiam cair bastante, comparado com a precificação atual e seu histórico de curto e longo-prazo, e, mesmo assim, as ações destas empresas deveriam entregar, aos seus investidores, um retorno igual ao custo de capital.

¹⁰ Nestes exemplos, deixamos todas as demais premissas de nossos modelos constantes e ajustamos apenas o preço da commodity a partir de Jan/25 para entender qual o patamar de preço entregaria um retorno igual ao custo de capital

Preço do brent (US\$ / bbl)



Preço da celulose (US\$ / t)



Importante ressaltar que a nossa tese de investimentos nestas empresas não é amparada pela manutenção ou aumento no preço da principal commodity produzida, mas sim nas diversas oportunidades de ganhos operacionais, seja de volume ou custo.

Situações especiais

Enxergamos em nossa carteira alguns exemplos de “situações especiais”. Apesar do uso recente desta nomenclatura no mercado, estes exemplos **não** são de empresas que se encontram em situação de *turnaround*, mas sim de ativos negociando com um desconto substancial para seu valor de reposição.

Nos casos de SYN e OceanPact, utilizamos estimativas conservadoras para avaliar os ativos detidos pelas companhias, basicamente imóveis e embarcações (já deduzidos de suas dívidas), e sua comparação com o preço de suas ações. Já para a Multilaser, ilustramos uma comparação de seu valor de mercado vs. o valor do patrimônio líquido da empresa¹¹ no 4T2023 e no 2T2024.

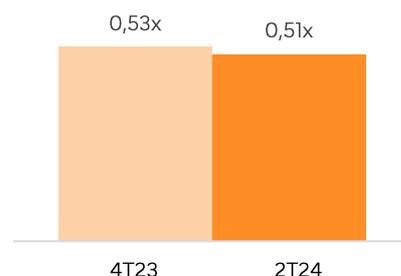
SYN Properties (P / NAV)

Valor Ativos (NAV)	R\$ (mm)
(+) Recebíveis de ativos vendidos	1,505
(+) Remanescente Shop. Cidade SP	493
(+) Outros ativos remanescentes	585
(-) Dívida Líquida 1T24	(439)
(=) NAV	2,144
NAV / ação (R\$)	14.05
SYNE3 (R\$) - 30/06	9.15
Upside para o equity	54%

OceanPact (P / NAV)

Valor dos ativos (NAV)	R\$ mm
NAV embarcações (R\$mm)	2,813
(+) NPV legal claims	418
(-) dívida líquida 1T24	(929)
NAV	2,302
NAV / ação	11.51
OCPT3 (R\$) - 30/06	6.62
Upside para o equity	74%

Multilaser (P / BV)



Colocando o preço / valuation em perspectiva...

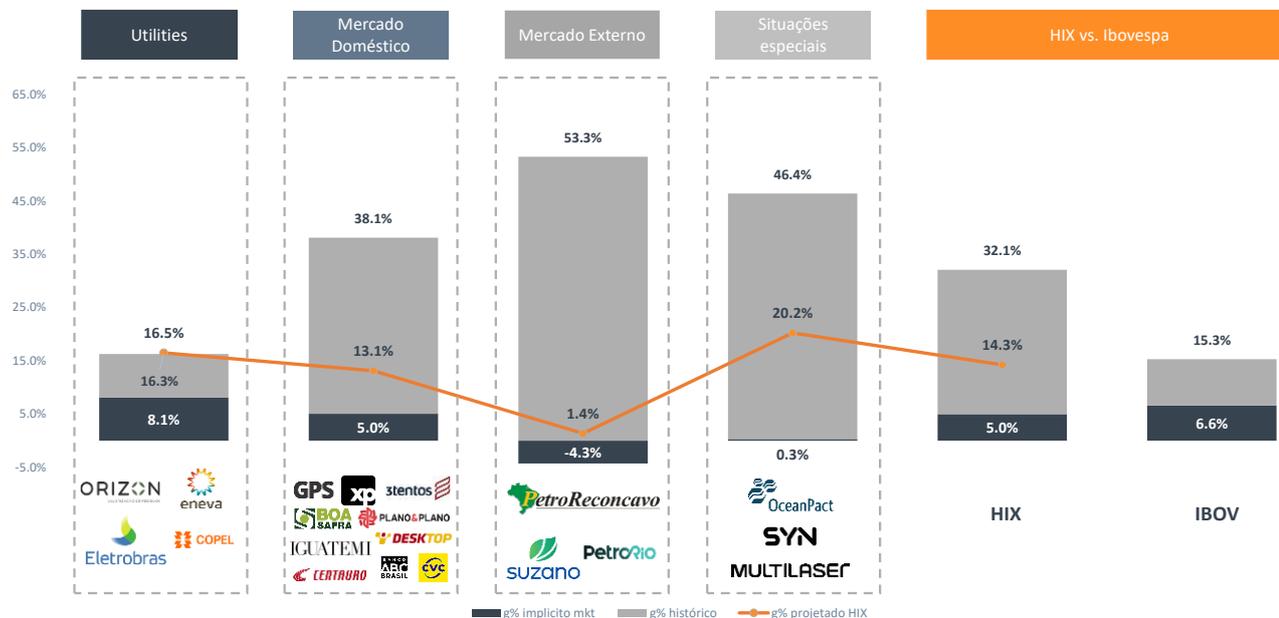
Se até agora tentamos expor o quão “barato” o preço dos nossos ativos está, de forma absoluta, gostaríamos então de explicar de forma prática o porquê o investimento em ações destas empresas parece apresentar uma oportunidade de altos retornos potenciais no futuro, independente das incertezas do cenário macroeconômico. Para tal fim, vamos resgatar um conceito básico, de que no longo prazo o valor de uma ação deveria ser o valor presente dos dividendos que ela virá a pagar a seus acionistas.

Como uma parcela relevante da trajetória destes dividendos está associada à trajetória dos lucros de uma companhia, analisar essas expectativas é uma boa forma de entender o que os preços de mercado dizem implicitamente sobre a evolução das empresas do nosso portfólio e se isso está descolando de alguma forma do que acreditamos ser seu valor intrínseco.

¹¹ Para o 2T24, utilizamos o preço das ações no dia 30/06/2024 e o último patrimônio líquido divulgado, do 1T24

Utilizando uma concepção bem detalhado no livro *Expectations Investing*¹², tentamos estimar qual o crescimento de lucro implícito (“g implícito”) das ações de nosso portfólio. Partindo do custo de capital, retorno mínimo que nós, investidores de ações no mercado local, exigimos, e de uma estimativa conservadora de ROE¹³ marginal destas empresas na maturidade, torna-se possível mensurar qual o crescimento de lucro para cada uma das ações do portfólio que resultaria em um retorno igual ao custo de capital do investidor.

Isto é, **g implícito** = crescimento de lucro líquido necessário de determinada empresa que resultaria em um retorno igual ao custo de capital ao investidor, usando como ponto de partida o preço “de tela”¹⁴ das companhias.



De maneira geral, o g implícito do portfólio é hoje muito inferior ao crescimento histórico – últimos 5 anos – e ao crescimento projetado, nas nossas melhores estimativas para cada negócio. Adotando como exemplo do gráfico acima as teses ligadas ao mercado doméstico, é possível perceber que, apesar de nossos modelos, de forma conservadora, apontarem crescimento de lucro destas empresas de 13,1% a.a. até 2030 (vs. um histórico de crescimento de 38,1% a.a. nos últimos 5 anos), o preço do mercado embute um crescimento de apenas 5,0% (próximo da inflação) para retornar ao investidor seu custo de capital. Qualquer crescimento excedente deveria gerar um resultado relevante e acima do custo de capital ao investidor.

O g implícito do portfólio do HIX FIA é menor que o do Ibovespa, mesmo com empresas que possuem um histórico de crescimento de lucros e ROE muito superiores ao índice.



¹² Michael Mauboussin e Alfred Rappaport <https://www.amazon.com/Expectations-Investing-Reading>Returns-Heilbrunn/dp/0231203047>

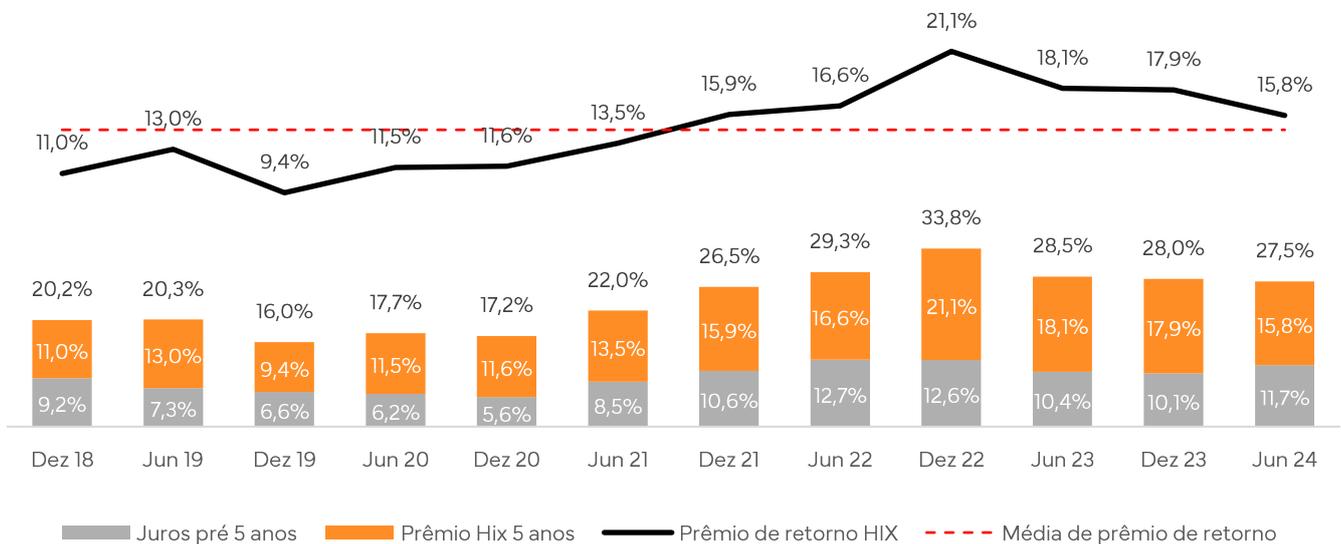
¹³ Return on equity = lucro / patrimônio líquido, é uma tentativa de representar qual o retorno monetário anual para cada real investido em determinado negócio

¹⁴ Preço das ações em 30/06/2024

**Performance
& atualização
Institucional**

Das 20 empresas que compunham o portfólio em dezembro de 2023, desinvestimos de 5, liberando aproximadamente 13.2% do nosso capital. Paralelamente, iniciamos 7 novas posições no semestre, das quais 5 já haviam sido investimentos do fundo no passado e são empresas que acompanhamos há bastante tempo. O caixa no final de junho representava 3,5% do portfólio, refletindo os ajustes de portfólio ao longo do segundo semestre.

Lembramos aos nossos investidores que enxergamos 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 destacar que focamos apenas naquelas empresas que têm uma alta qualidade de resultados e previsibilidade de fluxo de caixa futuro, e por consequência têm um baixo risco de perda permanente de capital. Continuamos em um cenário de retornos muito interessantes e acima da média dos últimos anos:



Fonte: Tesouro direto e Hix

As maiores posições do fundo no fechamento do semestre eram (em ordem decrescente): Eneva, Orizon, Plano e Plano, OceanPact, Boa Safra e Grupo SBF, representando juntas 57,7% do nosso portfólio.

AS PRINCIPAIS CONTRIBUIÇÕES DE PERFORMANCE DO HIX CAPITAL FIA NO 1º SEMESTRE DE 2024 FORAM:

TOP 5 CONTRIBUIÇÕES

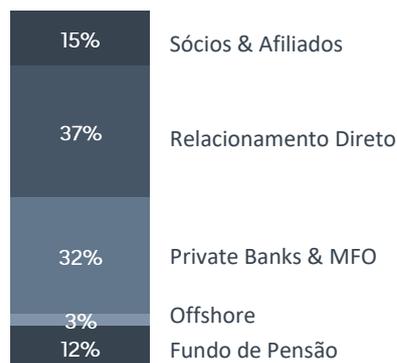
1. Banco Inter	+0,41%
2. Grupo SBF	+0,40%
3. Suzano	+0,37%
4. Hidrovias do Brasil	+0,35%
5. Orizon	+0,16%
Total Positivas	+3,85%

TOP 5 DETRATORES

1. Vittia	-2,07%
2. CVC	-1,19%
3. Eneva	-1,08%
4. Iguatemi	-0,95%
5. 3Tentos	-0,90%
Total Negativas	-11,08%

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 buscar maximizar o retorno do nosso portfólio.

A HIX fechou o 1º semestre de 2024 com 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 período desafiador para o mercado de fundos de ações.



Em abril de 2024, nosso sócio Rodrigo Heilberg foi eleito para o Conselho de Administração da Orizon, como membro efetivo e independente, reforçando nosso compromisso com o aprimoramento de governança e dedicação com as empresas investidas.

Também em abril, com o nosso apoio, a Boa Safra precificou com sucesso uma oferta de capital primária (*follow-on*) de R\$300 milhões. Acreditamos que esse é um importante marco para a companhia que, além de captar um volume de recursos relevante para seguir com sua estratégia ambiciosa de crescimento e consolidação, atraiu um grupo muito qualificado de investidores para sua base acionária.

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.

