



"...if a business earns 18% on capital over 20 or 30 years, even if you pay an expensive looking price, you will end up with a fine result.¹"
(Charlie Munger)

Caros Investidores,

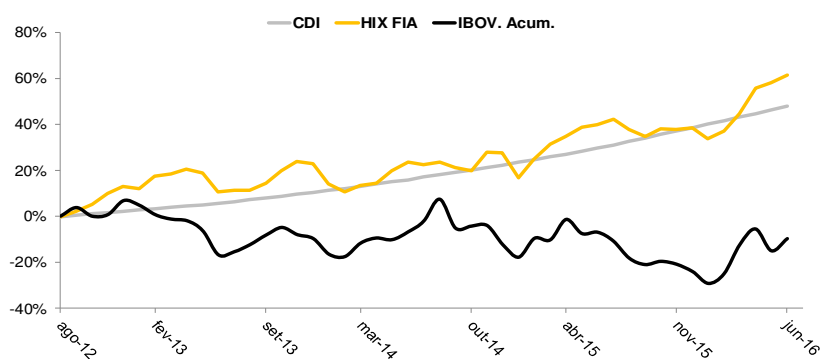
A HIX Capital é uma gestora independente focada em investir em ações. O objetivo dos fundos da HIX é maximizar o retorno sobre o capital investido através de um portfólio concentrado em empresas de qualidade, com modelos de negócios simples de entender, tocadas por bons gestores e que negociem a preços atrativos. Procuramos conhecer tão profundamente as empresas que investimos quanto é possível para um acionista que não seja *insider*.

No primeiro semestre de 2016, o HIX Capital FIA teve um ganho de 16,6%, enquanto o Ibovespa subiu 18,8%. Desde o início, o HIX FIA acumula alta de 61,42% comparado a uma desvalorização de 9,70% do Ibovespa e um ganho de 47,96% do CDI. A carteira administrada pelos gestores do HIX Capital FIA valorizou-se 812% comparado a 101% do Ibovespa² desde maio de 2005.

Resultados Consolidados:

Ano	HIX INST	HIX FIA	Ibovespa	CDI
2012	-	13,09%	6,82%	2,26%
2013	-	8,78%	-15,50%	8,05%
2014	-	3,86%	-2,91%	10,81%
2015	-1,43% ³	8,28%	-13,31%	13,25%
2016	16,29%	16,64%	18,87%	6,64%
Desde o Início	14,62%	61,42%	-9,70%	47,96%

Fonte: HIX Capital



Nesse primeiro semestre, as principais contribuições positivas para a performance do fundo vieram de nossos investimentos em Equatorial Energia, Rumo e Par Corretora. Em contrapartida, a Klabin e a Dufry foram as maiores detratoras de performance, apesar de mitigadas pelo hedge contra a

¹ Essa citação de Charlie Munger é um trecho retirado do discurso "The art of stock picking as a subdivision of the art of worldly wisdom". Link: [http://www.grahamanddoddsville.net/wordpress/Files/Gurus/Charlie Munger/Charlie Munger _ Art of Stock Picking.pdf](http://www.grahamanddoddsville.net/wordpress/Files/Gurus/Charlie%20Munger/Charlie%20Munger_-_Art_of_Stock_Picking.pdf)

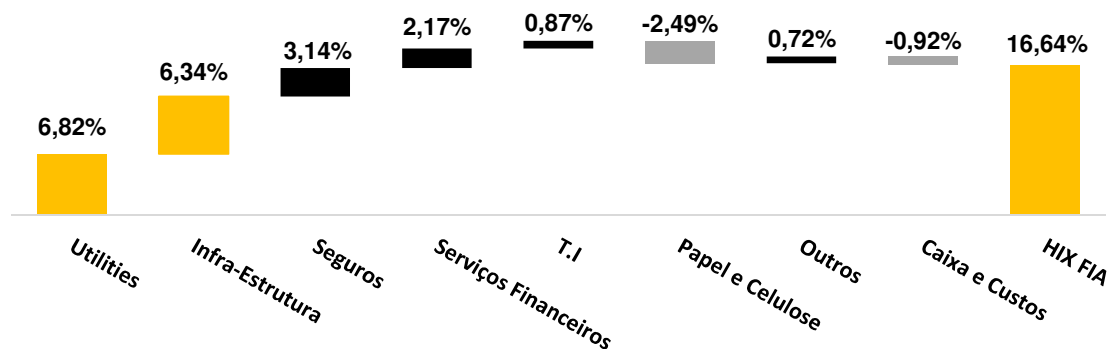
² Inclui a performance do *Clube de Investimentos Keep Investing* de Maio de 2005 até Agosto de 2012. A performance anualizada da carteira até Junho de 2016 foi de 21,6% a.a. versus 6,5% a.a. do Ibovespa.

³ A performance do HIX Capital Institucional leva em consideração apenas o período de 03/11/2015 até 30/06/2016. Neste mesmo período o Ibovespa se valorizou em 7,2%.



exposição comprada em USD. A seguir detalhamos a contribuição para os resultados do fundo por setor.

Atribuição de Performance do 1º Semestre de 2016: HIX Capital FIA



Fonte: HIX Capital

ATUALIZAÇÃO DE CENÁRIO E PORTFÓLIO:

Durante o semestre, convivemos com uma intensa volatilidade dos mercados. Logo no começo do ano, um pessimismo exacerbado, refletindo a delicada situação político-econômica do Brasil, sob o governo Dilma, tomou conta dos mercados levando a uma forte fuga de capitais. Na sequência, graças ao andamento do processo de Impeachment, a esperança dos investidores de que uma melhora estimulada por uma política fiscal mais restritiva, levaria a mais confiança e traria de volta o investimento, tomou conta do mercado financeiro. A bolsa assim como os outros principais termômetros econômicos, os juros e o câmbio, oscilaram fortemente. Ao nosso ver, essa “montanha-russa” deriva da falta de clareza e convicção dos investidores sobre o cenário político-econômico brasileiro nos próximos anos, aliado a uma grande incerteza sobre os efeitos que o *Brexit*⁴ e a possível desaceleração chinesa poderão causar na economia mundial.

Na HIX estamos cautelosamente otimistas com o cenário para investimento em ações. Otimistas pois o governo Temer mostrou desde cedo muito alinhamento com um projeto de retomar o crescimento sustentável. Cautelosos pois a situação fiscal do Brasil é complexa e o ambiente econômico brasileiro permanece fortemente recessivo⁵, fazendo com que a vida das empresas e da população continue muito difícil. Dentre os pontos positivos gostaríamos de ressaltar dois importantes eventos: (i) Temer nomeou uma equipe econômica, competente e experiente, assim como um quadro político que agradou o mercado; (ii) as estatais também ganharam quadros gerenciais com extensa reputação⁶ e um plano claro de reestruturação financeira e ganho de eficiência operacional.

⁴ Referendo sobre a saída do Reino Unido da União Europeia.

⁵ Na prática, tecnicamente já estamos vivendo uma Depressão Econômica.

⁶ Vale aqui ressaltar Pedro Parente na Petrobras, Wilson Ferreira na Eletrobrás.



Como sempre preferimos evitar gastar tempo demais tentando descobrir exatamente o que vai acontecer com a economia, e focar em entender o que os preços das empresas que gostamos embutem em relação a expectativas de crescimento. Assim vale ressaltar que continuamos animados com as oportunidades disponíveis para comprar boas empresas, com resultados previsíveis e vantagens competitivas sustentáveis ainda a preços interessantes. Isso é o grande *driver* para a valorização da nossa carteira nos próximos anos.

Apesar da grande oscilação do mercado, as principais posições dos fundos mudaram pouco. Fizemos alguns ajustes pontuais, tendo desinvestido totalmente da CVC e da Qualicorp e, por outro lado, investimos na Rumo⁷. A motivação da venda de CVC foi o aumento do preço dos papéis, que subiram acima do que achávamos razoável. Já no caso de Qualicorp, houve uma mudança na estrutura da diretoria, que nos deixou desconfortáveis com as perspectivas futuras da empresa. Ao final de junho o fundo tinha um caixa de 13,3%.

Sob risco de parecermos repetitivos, acreditamos ser relevante esclarecer que nossa carteira continua alocada principalmente em negócios resilientes e previsíveis. Os resultados destes estão pouco correlacionados com os movimentos de curto prazo da economia brasileira. Acreditamos ser muito importante buscar oportunidades de investimento em empresas que tenham projetos que levem a crescimento de lucro independente da melhoria da economia. Aproximadamente 60% dos recursos do fundo estão investidos em empresas que têm dinâmicas de crescimento de lucro resilientes ao ambiente que estamos vivendo conforme detalhamos abaixo. Estas empresas, por motivos diversos, têm dinâmicas de volume de vendas e preço de seus produtos, que levam as suas operações, a não sofrerem grandes riscos de queda de resultados nos próximos anos:

Empresa	% Portfolio	Dinâmica de Volumes	Dinâmica de Preço
Dufry e Kraft	18%	Volumes diversificados no mercado global	Preços e custos em USD/EUR
Equatorial	14%	Volumes não discricionários	Corrigido contratualmente por inflação
Klabin	11%	Demanda excedente exportada reduz pressão sobre mercado local	Bom <i>pricing power</i> no mercado doméstico
Par Corretora e BB Seguridade	9%	Característica de empilhamento em boa parte dos produtos	Preços corrigidos pela inflação
Senior Solution	5%	Demanda contratual com altíssimo <i>switching cost</i>	Corrigido contratualmente por inflação
Renova	2%	Contratos de venda de energia de longo prazo	Corrigido contratualmente por inflação
Total	59%		

Apesar da recente valorização das ações, graças ao crescimento dos resultados das empresas do portfólio e aos ajustes comentados o múltiplo combinado de P/E 2016 de 13,1x permanece bastante atraente dadas as perspectivas de crescimento lucro robusta para os anos seguintes. Continuamos trabalhando intensamente para encontrar oportunidades e vale ressaltar que a produtividade do nosso time está cada vez maior.

⁷ Montamos uma posição pequena na Rumo para obter o direito de participar no aumento de capital que ocorreu em abril. A exposição máxima do fundo no papel a custo foi de 7% e 10% a mercado, mas devida a rápida valorização dos papéis, a mesma foi reduzida para 5% no fechamento do semestre.



Evolução Resultados (Simulação HIX FIA Holding)

	2013A	2014A	2015A	2016 E
Receita Líquida	75,5	89,0	100,0	111,6
Cresc. %		17,8%	12,4%	11,6%
Lucro Líquido	16,9	19,9	24,6	30,6
Cresc. %		17,8%	23,7%	24,1%
P/E Fwd.	13,5X	11,7X	13,4X	13,1X

Fonte: HIX Capital

REFLEXÕES SOBRE INVESTIMENTOS: *REINVESTMENT MOAT*:

Um assunto que é pauta frequente de nossas discussões internas sobre características que procuramos em nossos investimentos, é relevância de comprar empresas que tenham uma alta taxa de retorno sobre o capital marginal investido, também conhecido como ROIC⁸. Nesta carta, decidimos explicar de forma sucinta uma de nossas conclusões sobre o assunto⁹: Em resumo, nossa opinião é que o ideal é buscar empresas que tenham um *pipeline* relevante de oportunidades de investimento que tenham em si um ROIC elevado.

Existe uma grande tendência entre os analistas de investimentos em procurar empresas com ROICs elevadíssimos, embasado em uma crença de que isso garante uma taxa de retorno excepcional para as ações ao longo do tempo. Discutindo este assunto, acabamos por ler diversos artigos e estudos, dentro os quais um de *Maboussin*¹⁰, que prova empiricamente algo que já entendíamos ser verdade: ROICs elevados apenas ajudam no retorno das ações quando a empresa ainda tem espaço para crescer sem deteriorar o indicador.

Em um mercado competitivo, taxas de retorno altas são anomalias. Quando uma empresa começa a ganhar muito dinheiro em um segmento ou produto, rapidamente a concorrência, ao perceber a oportunidade, procura entrar neste mercado. Com o aumento da competição por clientes, as margens tendem a ser comprimidas, levando a uma queda de rentabilidade e uma convergência para o custo de capital médio do setor. Para que uma empresa tenha um ROIC elevado de forma sustentável, ela precisa ter vantagens competitivas sustentáveis como uma patente, uma marca forte, uma ampla rede de distribuição, uma fazenda muito produtiva ou até mesmo um contrato de longo prazo.

Isso nos traz para o ponto-chave da nossa discussão, pois no nosso entendimento existem dois jeitos de olhar para empresas ROIC elevado¹¹:

1. Existem empresas com elevado ROIC na operação atual e que possuem vantagens competitivas sustentáveis capazes de mantê-lo elevado no tempo, mas sem grandes oportunidades de crescimento com a mesma rentabilidade (*Legacy Moat*);

⁸ ROIC: return on invested capital

⁹ Como tudo no mundo dos Investimentos a conclusão parece tão simples que nos perguntamos por que não seria óbvia para todos. No entanto, não é!

¹⁰ *ROIC Patterns and Shareholder Returns - Sorting Fundamentals and Expectations*. Artigo um pouco árido porem interessante

¹¹ Os curiosos podem ler o artigo original no seguinte link: <http://basehitinvesting.com/importance-of-roic-reinvestment-vs-legacy-moats/>



2. Existem empresas com elevado ROIC na operação atual, que possuem vantagens competitivas sustentáveis a ponto de mantê-lo elevado no tempo e que tem também grandes oportunidades de crescimento com a mesma rentabilidade (*Reinvestment Moat*);

O *Legacy Moat*: este tipo de vantagem competitiva é a mais comum de se encontrar no mercado e é aquela que não se aplica para novos projetos ou investimentos. O exemplo mais simples é de uma fazenda muito produtiva, em um local onde o solo é fértil, faz muito sol e a quantidade quase ideal de chuva ocorre apenas nos períodos do plantio e antes da colheita. O feliz proprietário desta fazenda, que tem uma produtividade de 60 sacas de soja por hectare por ano, adquiriu a mesma há muitos anos antes de que outras pessoas conhecessem a região e, por isso, pagou apenas o equivalente a 300 sacas por hectare. Assim, o ROIC desta propriedade atinge os impressionantes 20% a.a. Infelizmente, ao tentar comprar a propriedade de seus vizinhos com o objetivo de reinvestir o lucro de sua operação, o proprietário descobriu que eles também estavam muito felizes com suas fazendas e não aceitariam vendê-las por um preço menor que 1.000 sacas por hectare. Sendo assim, nesse exemplo, o ROIC do novo projeto do nosso fazendeiro seria de apenas 6% a.a., retorno este que poderia ser classificado como medíocre. Portanto, o fato do ROIC sobre o investimento original ser alto não ajuda o nosso personagem a manter um bom retorno sobre o capital gerado pelo lucro de sua fazenda.

Ao encontrar empresas com este tipo de vantagem competitiva é muito importante ter disciplina para não pagar caro, pois isso poderia tornar o retorno do investimento ruim.

O *Reinvestment Moat*: este segundo tipo de vantagem competitiva é muito mais raro e é um que leva a composição de retornos extraordinários ao longo do tempo. Infelizmente, encontrar companhias que tenham um verdadeiro *Reinvestment Moat* é muito raro e, tipicamente quando as encontramos, os preços de suas ações costumam ser muito elevados. É o caso de empresas como Cielo, Renner e Ambev.

Para entender melhor o que estamos falando, vale pensar no Wal-Mart nos Estados Unidos em 1972. Eles tinham naquele momento 51 lojas que iam muito bem e, por isso, conseguiam atingir um ROIC de 52%. Eles já tinham percebido que o modelo de lojas estava funcionando, trazendo para pequenas cidades de alguns estados um formato de loja diferenciado e uma devoção fanática para levar preços baixos aos seus clientes e, com isso, dominar completamente o varejo da cidade. Cada uma das lojas de Sam Walton tinha seu próprio *Legacy Moat* fazendo com que os seus resultados fossem entre estáveis e levemente crescentes. No entanto, o grande valor da companhia foi o fato que eles poderiam continuar expandindo o modelo de negócios para as cidades vizinhas abrindo lojas com retornos excepcionais, o que garantia o seu *Reinvestment Moat*. Sendo assim, nas próximas décadas a empresa reinvestiu incessantemente o lucro de suas lojas na abertura de novas lojas e passou a dominar cada vez mais regiões nos Estados Unidos. Atualmente, existem mais de 11.000 lojas do Wal-Mart em todo o mundo e o seu resultado operacional cresceu a uma taxa de 22% a.a. nos últimos quase 50 anos. Estamos sempre em busca de um próximo Wal-Mart!



ATUALIZAÇÃO DE TESES DE INVESTIMENTO:

Na nossa carteira, diversas empresas têm algum tipo de *Reinvestment Moat*. A Equatorial por exemplo, tem um *pipeline* de investimentos enorme que, além de melhorar a qualidade do serviço aos seus consumidores, deverá criar valor para os seus acionistas. A Par Corretora também tem esta característica, dado o seu contrato de exclusividade na comercialização de seguros nas agências da Caixa Econômica Federal. A seguir, vamos detalhar mais a nossa tese de investimento em duas empresas sobre as quais ainda não escrevemos, mas acreditamos que possuem estas características.

Rumo Logística:

Há muito tempo acompanhamos as operações da América Latina Logística (ALL). A empresa surgiu em 1997, época da privatização do sistema ferroviário brasileiro, quando a GP Investimentos adquiriu a Ferrovia Atlântico Sul. A partir disso, a ALL, que teve seu capital aberto em bolsa em 2004, cresceu com a aquisição de ferrovias no Brasil e na Argentina. Em 2006, através da aquisição da Brasil Ferrovias e da Novoeste Brasil, a companhia passou a atuar em áreas estratégicas do Centro-Oeste e de São Paulo.

A GP desinvestiu totalmente da companhia em 2009, pouco tempo após de a ALL ter firmado contrato com a Rumo, controlada da Cosan, para transporte de açúcar do MT até Santos. A Rumo investiu R\$ 1,2 bilhão em material rodante e via permanente para transporte de açúcar. Para ALL, o contrato com a Rumo tinha benefícios de curto prazo, pois aumentava a capacidade das vias e melhorava o material rodante da companhia. No entanto, era pouco rentável dado que o transporte de grãos do MT para Santos tem retorno maior do que o transporte de açúcar.

Entre 2009 e 2015, a ALL passou por um período de muita instabilidade operacional. Um número muito acima do que seria razoável de CEOs diferentes exerceram a liderança da companhia, assim como inúmeros diretores financeiros e operacionais. Além disso, a empresa tinha uma estrutura de remuneração exageradamente voltada para resultados de curto prazo¹² e não havia um controlador atuante, o que contribuiu para o sucateamento dos ativos da companhia, devido ao sub-investimento em manutenção. A consequência imediata foi a redução da capacidade de transporte da companhia. Devido à restrição de capacidade na malha e com objetivo de maximizar os resultados, a ALL deixou de honrar com os compromissos de volumes com a Rumo e passou a transportar mais soja, que era mais rentável. Isso levou a Rumo a iniciar um processo litigioso contra a ALL que foi bastante danoso à operação de ambas as companhias. A Rumo, apesar de ser a ponta ativa do litígio, era prejudicada pela situação da ALL, pois a malha ferroviária era essencial para que garantisse sua posição estratégica no transporte e armazenamento de açúcar. Assim, em 2014, com o objetivo de conciliar a situação, ocorreu a proposta a fusão das duas companhias¹³.

Em 2015 a fusão entre a Rumo e a ALL foi concluída, consolidando a Rumo Logística como a maior operadora de ferrovias independente do Brasil. Sua malha ferroviária é composta por 4 concessões e um terminal graneleiro em Santos, sendo considerado o maior terminal da América do Sul e um ativo irreplicável e extremamente estratégico no escoamento de grãos e de açúcar. Apesar da Rumo Logística deter um ativo estratégico e irreplicável, ter uma receita resiliente (80% da demanda da companhia é concentrada em exportações de *commodities* agrícolas), em um

¹² Foco principalmente em EBITDA do ano.

¹³ Fusão que seria melhor descrita como uma aquisição da ALL pela Rumo.



mercado crescente, além de ser uma opção logística mais competitiva que o modal rodoviário, a companhia sofria por ter uma capacidade limitada em função do estado de sucateamento dos seus ativos e por apresentar um péssimo desempenho operacional¹⁴.

No final do ano passado, a Rumo atingiu uma situação de alavancagem financeira insustentável. A única solução para o problema passava necessariamente por um substancial aumento de capital, aliado a um reperfilamento das dívidas e destravamento do acesso da companhia a novos financiamentos. Nesta linha, dada a grande qualidade do ativo e o foco do time da Rumo em fazer o *turnaround* da operação, compramos uma pequena posição do fundo e com isso participamos do seu aumento de capital em abril deste ano, momento em que a posição se tornou relevante (~8% do fundo).

A operação da Rumo é composta por 4 concessões organizadas nas operações Norte e Sul:

Operação	Concessão	Vencimento
Operações Norte	Malha Paulista	2079
	Malha Norte	2029
Operações Sul	Malha Sul	2027
	Malha Oeste	2026

A Operação Norte, composta pelas malhas Paulista e Norte, é a mais estratégica para companhia pois, além de concentrar 67% do volume transportado e 87% do seu EBITDA, liga o Mato Grosso, a partir do terminal de Rondonópolis, ao Porto de Santos, rota esta que é responsável pelo escoamento de 70% dos grãos exportados no Brasil.



¹⁴ O pior do setor quando comparado com todas as outras operadoras de ferrovias.



Nossa tese de investimentos é baseada em um *turnaround* financeiro e operacional, cujas consequências são adição de capacidade e aumento de rentabilidade (EBITDA/TKU¹⁵), o que permitirá a captura da demanda reprimida no escoamento de grãos e do açúcar (modal ferroviário é mais competitivo e caminhoneiros estão incapazes de entrar em uma guerra de preços).

Turnaround Financeiro: permitirá melhorar a situação de liquidez da companhia e realizar o plano de investimentos. Podemos dividir esse processo em 3 passos:

- 1) **Aumento de Capital:** a companhia levantou no mercado o equivalente a R\$ 2,6 bilhões, permitindo a reabertura do acesso ao mercado de crédito;
- 2) **Reperfilamento da Dívida:** alongamento dos vencimentos da dívida dos próximos 3 anos. Isso permite que a companhia direcione o seu fluxo de caixa dos próximos anos em investimentos de alto retorno;
- 3) **Financiamentos de Longo Prazo:** objetivo é obter financiar de longo prazo a custo baixo para viabilizar o plano de expansão. O BNDES já indicou a liberação de R\$2,5 bilhões em linhas de crédito diretas e indiretas e participação em até R\$300 milhões em emissão de debêntures conversíveis da companhia (FI-FGTS deve entrar com R\$1 bilhão na emissão das debêntures conversíveis)

Turnaround Operacional: uma vez encaminhado o *turnaround* financeiro, tornou-se possível executar o plano de investimentos desenhado pelo *management*, que é composto por uma série de iniciativas de ROIC marginal alto e que, conseqüentemente, gerará valor para os acionistas. Estes projetos são de certa forma um *reinvestment moat*, uma vez que a companhia só precisa executá-los de forma competente para usufruir do valor gerado.

Os *drivers* para geração de valor estão em, através de investimento e melhorias operacionais, conseguir adicionar volume e reduzir o custo unitário de transporte. Para adicionar volume é necessário aumentar o volume transportado por trem e fazer com que um mesmo trem faça mais viagens ao longo do ano.

As principais iniciativas para atingir esses *drivers* são:

- 1) **Investimento em Material Rodante:** Isso inclui adquirir e reformar vagões e locomotivas. A companhia está adquirindo locomotivas novas, mais eficientes e mais rápidas, o que reduz gastos com combustível (-20%), gastos com manutenção e o tempo de trânsito. Os novos vagões também irão ajudar na redução dos gastos com combustível (-5%) e manutenção, além de reduzir as perdas de carga e permitir um maior volume transportado (+10 ton. /Vagão).

Investimentos em Via Permanente: Inclui construção e ampliação de pátios, duplicação de trechos, melhoria dos acessos aos portos e investimento para aumentar capacidade dos terminais (Rondonópolis). Com isso, será possível reduzir o número de paradas que um trem faz durante o percurso, o que diminui o consumo de combustível, aumenta a velocidade média, reduz o tempo de carga e descarga e aumenta o número de vagões por trem, devido a pátios mais largos. A companhia prevê um aumento para 120 vagões por trem em comparação com os atuais 80 vagões (50% de crescimento de volume transportado por trem). Os investimentos em via permanente também servirão para aumentar a segurança e reduzir os acidentes que, quando ocorrem, atrapalham a utilização da via e geram danos a sociedade.

¹⁵ EBITDA/TKU: Lucro Operacional por Tonelada Quilômetro Útil (1 ton transportada por 1000 km equivale a 1000 TKU)



- 2) **Melhorias Operacionais e Carga de Retorno:** Existem oportunidades de ganho sem investimentos relevantes. Entre elas estão o combate a perda de carga, otimização do processo de carga e descarga e o aproveitamento do retorno do trem para transportar fertilizantes. Atualmente, o trem descarrega as mercadorias no Porto de Santos e volta vazio, porém há demanda de transporte de fertilizantes de Santos a Rondonópolis e a companhia pretende operar essa carga até 2018.

A companhia vem melhorando suas operações desde o fim do ano passado e já é possível notar melhorias no resultado do 1T16. Comparado com o mesmo período do ano passado, as operações da Malha Norte apresentaram redução de 8% no consumo de combustível, aumento em 35% o número de vagões carregados por dia e redução de 5% no número de dias que um vagão leva por ciclo (Rondonópolis-Santos-Rondonópolis).

A Rumo tem um desafio operacional relevante pela frente, porém tem obtido resultados encorajadores. Acreditamos que por se tratar de uma empresa com modelo de negócios simples, com um time capacitado e experiente¹⁶, a Rumo será capaz de atingir altos retornos marginais e com isso criar valor para os acionistas.

Senior Solution:

Sempre gostamos do modelo de negócio das empresas de software e acompanhamos de perto o mercado brasileiro do setor. Nesse contexto acabamos, no início de 2015, conhecendo e investindo na Senior Solution, maior desenvolvedora de Software para Instituições financeiras do Brasil. Atualmente, a HIX é a maior acionista individual da companhia com 14,3% do seu capital, e está representada no Conselho de Administração por um dos seus sócios.

A Senior Solution foi fundada em 1996, fez o IPO no Bovespa Mais em 2013 e, ao longo de sua história, apresentou um forte crescimento orgânico e também por aquisições (oito empresas adquiridas) conforme demonstrado no gráfico a seguir. Possui um nível de governança corporativa e transparência admirável, os fundadores continuam a frente do negócio (CEO e COO) e tem um time de primeira linha. É hoje uma das líderes no mercado de software com foco exclusivo no setor financeiro brasileiro, oferecendo soluções para tesouraria de bancos, gestão de recursos (assets, fundos de pensão, administradores de recursos e custodiantes) e administração de consórcios.



¹⁶ O CEO Julio Fontana esteve a frente do *turnaround* da MRS e alcançou resultados excepcionais: (i) Redução de 20% no consumo de combustível; (ii) aumento de 29% na velocidade média; (iii) crescimento de mais que 50% no volume carregado e (iv) aumento expressivo do EBITDA.



A empresa possui uma base de clientes pulverizada, cujo relacionamento é de longo prazo e é composta pelas principais instituições financeiras do Brasil conforme exemplificado abaixo.

Bancos				Gestão de Recursos				Adm. Consórcios			

Fonte: Senior Solution

Além da qualidade do software, esses clientes têm buscado cada vez mais fornecedores robustos, que consigam garantir a sustentabilidade e atualizações dos produtos ao longo do tempo. Nesse sentido, a Senior surge como uma das poucas provedoras de solução para as Instituições financeiras com governança e robustez que garantem a segurança de continuidade aos clientes além de qualidade de produto e atendimento. A maior parte das receitas da empresa são recorrentes, e estão associadas a contratos com repasses automáticos de inflação.

Uma característica importante do segmento de atuação da Senior é que suas soluções estão inseridas em atividades de extrema importância nos seus clientes e de forma integrada com diversos outros sistemas, o que faz com que o custo de troca seja altíssimo, ou seja, é raro que percam algum cliente, o que garante um bom *legacy moat*. Além disso, como os sistemas da Senior já foram desenvolvidos, os gastos com P&D já foram feitos e estes estão devidamente atualizados, o custo de um novo cliente é baixíssimo, o que faz com que cada novo cliente tenha um retorno altíssimo sobre o capital investido, razão pela qual o crescimento orgânico da Senior gera muito valor e pode ser considerado um *Reinvestment Moat*. A Senior vem conseguindo sistematicamente ao longo dos anos crescer e ganhar participação de mercado em todos os segmentos de atuação, dada a qualidade dos seus produtos e atendimento.

Além da oportunidade de continuar crescendo organicamente, a Senior está inserida em um mercado extremamente pulverizado, composto por centenas de empresas que, em sua grande maioria, são pequenas, sem escala, e, portanto, pouco rentáveis e incapazes de manter as suas soluções atualizadas e que sozinhas geralmente acabam morrendo no tempo. Essa realidade favorece o processo de aquisições da Senior, que já fez oito ao longo de sua história que somam R\$37 milhões e, atualmente, possui mais de R\$50 milhões no caixa para continuar esse processo.

Aquisição	EV (R\$ mm)	EV/ROL
Netage	n/a	n/a
Pulso	0	0,5 x
Impactools	3	0,5 x
Intelectual	7	1,5 x
Controlpart	4	0,8 x
Drive	15	1,0 x
Aquarius	7	1,0 x
Pleno	2	0,9 x
Total	37	1,0 x

Fonte: Senior Solution



Historicamente, as aquisições geraram bastante valor para os acionistas da Senior, resultando em altas taxas de retorno para os acionistas. Além de ter trazido novos clientes, novas soluções e profissionais qualificados, a Senior conseguiu fazer excelentes retornos nos investimentos em aquisições. A razão para isso, é que a Senior consegue pagar um preço interessante para os vendedores, porém que nas suas mãos em função dos seus processos para extrair sinergias operacionais e sinergias fiscais (ágio) se tornam baratos. Além disso, existe um valor nas aquisições que vem de *cross-sell* de produtos dentro dos clientes.

Aquisição Hipotética	R\$ mm
Rec. Líq.	30
EV/ROL	1,0 x
EV	30
Equity	30
PL	5,0
EBITDA	4,5
EV/EBITDA (pré ágio e sinergias)	6,7 x
Sinergia (~20% G&A)	1
Ágio	25
Valor Presente do Benefício Fiscal do Ágio	6
EV/EBITDA (pós ágio e sinergias)	4,3 x

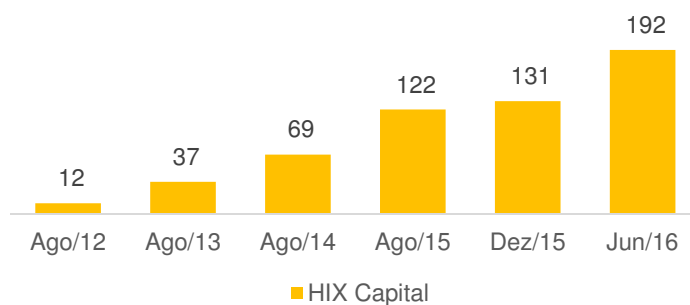
Fonte: HIX Capital

Esperamos que esse processo de aquisições se intensifique ao longo dos próximos anos, consolidando ainda mais o posicionamento competitivo, liderança da companhia e fazendo com que o *reinvestment moat* da Senior aumente continuamente.

ATUALIZAÇÃO HIX CAPITAL:

A despeito do cenário desafiado dos últimos semestres, a HIX Capital conseguiu atingir mais uma vez um crescimento expressivo no AuM. Fechamos 1º semestre de 2016 com mais de R\$190 milhões sob gestão investidos em ações, através de veículos abertos e de co-investimento.

Evolução do AuM da HIX Capital (R\$ milhões)





Nossa estratégia de focar os esforços de captação em relacionamentos de longo prazo com parceiros que tenham visão de investimento alinhada tem se provado acertado e a estabilidade da nossa base de investidores nos permite investir com tranquilidade.

Em abril de 2016, um fundo novo, lançado em novembro de 2015, que é um espelho do HIX FIA devidamente enquadrado nas regulamentações para investidores Institucionais brasileiros, completou seis meses e passou a ser divulgado. O volume de ativos do fundo e o número de investidores tem crescido e estamos animados com as perspectivas. Além disso, pretendemos lançar durante o segundo semestre deste ano um novo veículo espelho do HIX FIA destinado a investidores estrangeiros.

Do ponto de vista de equipe, contamos hoje com um time sólido e entrosado composto por 10 membros que tem funcionado cada vez melhor. Durante o semestre implantamos um sistema de controladoria que nos permitiu melhorar os controles internos, informações gerenciais e *compliance* e com isso nos preparamos para o crescimento com segurança.

Continuamos animados com as perspectivas de crescimento da HIX e confiantes com a capacidade do time de continuar crescendo e encontrando boas oportunidades de investimentos para os sócios e para os nossos investidores.

Agradecemos a confiança,

Equipe HIX Capital