

CARTA AOS INVESTIDORES

1º SEMESTRE DE 2026

EQUITIES BRASIL



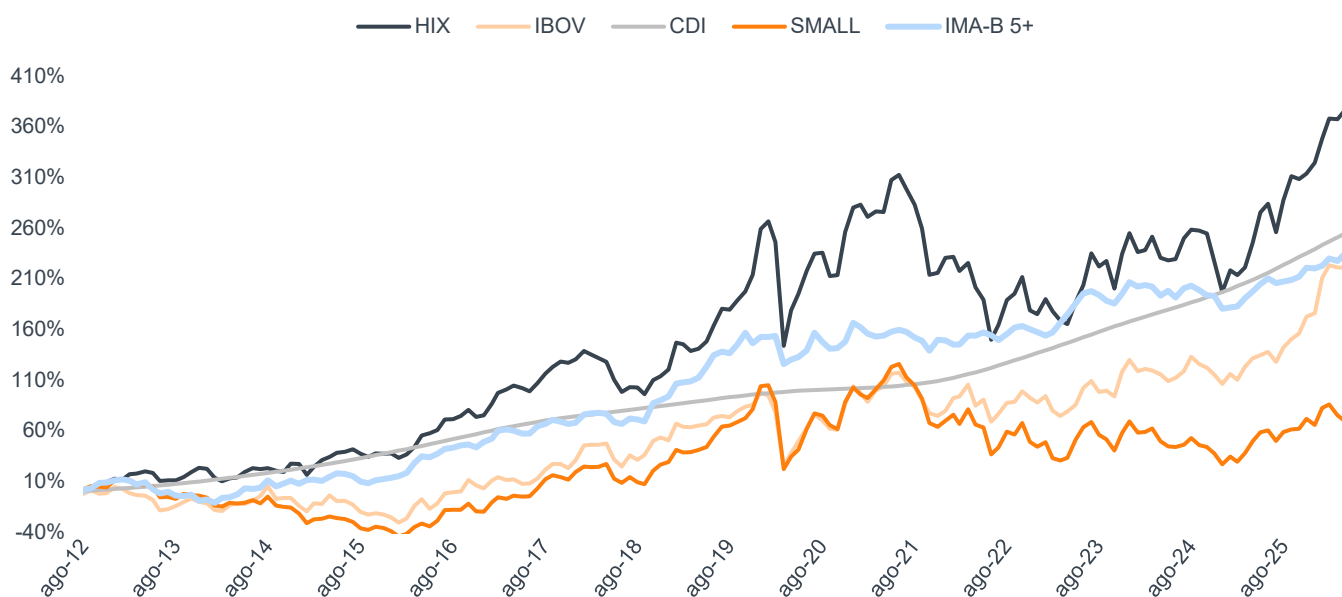
Sobre a HIX Capital: Gestora independente focada em investimento em ações. O objetivo dos fundos da HIX é maximizar o retorno sobre o capital investido ao montar um portfólio concentrado em ações de empresas sólidas, com modelos de negócios vencedores, vantagens competitivas claras, simples de entender, 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.

“

*Eu vejo o futuro repetir o passado
Eu vejo um museu de grandes
novidades*

”

Cazuza, O Tempo Não Para



Database: jun/26	YTD	3M	12M	24M	36M	60M	Desde o Início	Retorno Anualizado
HIX FIA	7,10%	-2,80%	18,40%	38,05%	49,64%	10,17%	354,26%	11,49%
Ibovespa ¹	6,76%	-8,24%	23,89%	38,83%	45,68%	35,66%	194,43%	8,07%
SMLL ¹	-4,58%	-9,76%	-1,35%	9,81%	-3,32%	-30,04%	57,92%	3,34%
CDI ¹	6,80%	3,30%	14,80%	28,70%	43,80%	77,40%	262,25%	9,69%
IMAB-5+ ¹	7,20%	3,38%	12,57%	26,84%	39,71%	79,95%	123,64%	11,33%
HIX INST ²	5,64%	-3,30%	15,24%	34,77%	44,38%	6,85%	256,99%	12,67%
HIX Prev ³	6,76%	-2,19%	13,98%	31,02%	39,31%	8,21%	73,44%	7,89%

¹Pode tratar-se de mera referência econômica e não meta ou parâmetro de performance.

²Início do HIX Institucional FIA: novembro 2015.

³Os valores acima são referentes ao veículo HIX Icatu Prev FIC FIM (CNPJ: 29.800.227/0001-01), sendo seu início: abril 2019. A estratégia previdenciária da HIX possui também os veículos HIX Prev II Master FIM (CNPJ: 41.035.308/0001-50), HIX Capital Prev III FIC FIA (CNPJ: 43.507.741/0001-76) e HIX Capital Prev IV FIC FIA (CNPJ: 45.664.286/0001-48). Entrar em contato com a HIX para verificar a disponibilidade com a sua seguradora.

Análise do Cenário Atual

Prezados Investidores,

No primeiro semestre de 2026, o HIX Capital FIA (“HIX FIA”) teve um desempenho de 7,1%, comparado a 6,8% do Ibovespa e 6,8% do CDI. Desde o início das atividades da gestora, o HIX FIA acumula alta de 354,3% ou 11,5% a.a., comparado à valorização de 194,4% ou 8,1% a.a. do Ibovespa e ganho acumulado de 262,2% ou 9,7% a.a. do CDI. A contar de maio de 2005, a carteira administrada pelos gestores do HIX FIA teve valorização de 2.482,2%⁴, comparado a 672,3% do Ibovespa e a 837,3% do CDI.

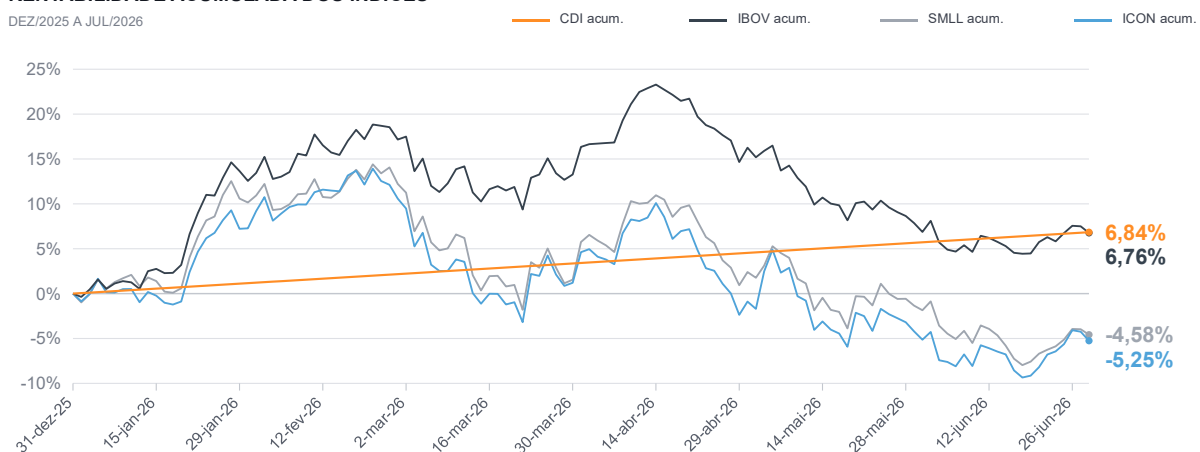
“Price is what you pay. Value is what you get.”

Warren Buffett

Se há 6 meses discutíamos a existência de barganhas na bolsa, hoje essa dúvida parece menos relevante. Durante o semestre, janeiro e fevereiro entregaram, juntos, uma valorização de aproximadamente 17% no Ibovespa, e em abril o índice marcou sua máxima histórica, 199.354 pontos, impulsionada pela entrada de aproximadamente R\$ 70 bilhões em capital de investidores estrangeiros. Esse fluxo, no entanto, se reverteu nos meses subsequentes, restando a entrada líquida de R\$ 33 bilhões no acumulado do semestre e que trouxe um recuo de 8% da bolsa, com retorno agregado de 6,8% no semestre. Enquanto o Ibovespa parece mostrar uma história positiva no agregado, o índice SMLL fechou o semestre em queda de 3,6% — cerca de 12 pontos percentuais atrás do Ibovespa e o índice de empresas domésticas (ICON) sofreu ainda mais. A dispersão entre o índice Ibovespa e o universo de ações listadas apresenta hoje um grande número de oportunidades (barganhas), semelhante inclusive ao que observávamos em dezembro de 2024, período que precedeu a valorização expressiva de 2025: o Ibovespa, o SMLL e o HIX FIA fecharam o ano com altas de 34,0%, 30,7% e 43%, respectivamente.

RENTABILIDADE ACUMULADA DOS ÍNDICES

DEZ/2025 A JUL/2026

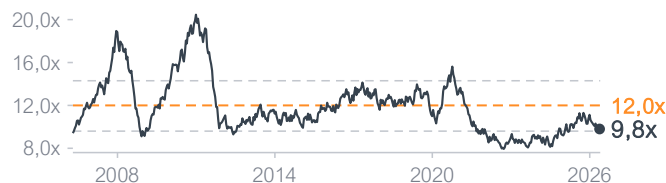
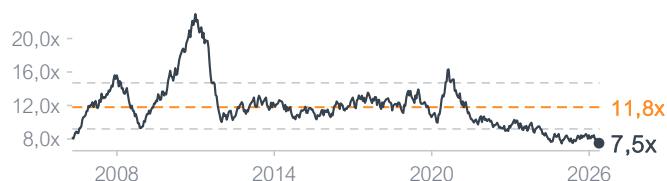


Fonte: HIX

Mais do que a fotografia de variação das ações no semestre, o que nos parece decisivo é o pessimismo embutido nos preços das ações. O Ibovespa ex-Petro e Vale negocia ao redor de 10x os lucros projetados para os próximos doze meses, contra uma média histórica na faixa de 12x, e as small caps operam próximas de 7,5x, contra ~12x de sua média. As ações de empresas domésticas sofreram este ano enquanto os resultados das

⁴Inclui 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.

companhias seguem avançando — uma divergência que já dura algum tempo, aumentando consistentemente os retornos prospectivos de muitas ações, como mostra o gráfico abaixo.

Ibovespa ex-Petro e Vale**Ibovespa****Empresas domésticas****Small caps**

— MÉDIA HISTÓRICA — ± 1 DESVIO PADRÃO — P/L 12M À FRENTE

Fonte: HIX e BTG

Ao mesmo tempo, os títulos de longo prazo atrelados à inflação (NTN-B 10 anos) e os pré-fixados (Pré 5 anos) se encontram em taxas raramente vistas, dignas de uma crise profunda, como mostram os gráficos abaixo.

Taxa NTN-B 10 anos

TAXA DIÁRIA, JUL/2016 A JUL/2026

**Taxa pré 5 anos**

TAXA DIÁRIA, JUL/2016 A JUL/2026



Fonte: Bloomberg e HIX

Essa leitura nos devolve a um paralelo que propusemos há quase dez anos e que nunca nos foi tão útil para explicar um ciclo inteiro. Em dezembro de 2017, sob o título O Dilema do Gestor, tomamos emprestada de Milan Kundera, em A Insustentável Leveza do Ser, a pergunta com que o escritor interpela a filosofia do Eterno Retorno de Nietzsche — viver é leve, porque o que passa nunca volta, ou insustentavelmente pesado, porque tudo se repete eternamente? — e a traduzimos para o ofício de investir no Brasil: “Queremos acreditar na leveza, como se o que passou nunca voltará (agora é diferente, há fundamentos de longo prazo para um salto de prosperidade sustentável), ou pesada, como se tudo o que viesse a partir daqui levará inevitavelmente ao ponto de partida (mais incompetência política e uma nova crise econômica)?” A conclusão de então valia para o dia seguinte e vale para hoje: “O analista de investimentos se depara com a escolha entre acreditar no leve ou no pesado todos os dias.” Esta é a terceira vez que voltamos ao tema — dezembro de 2017, dezembro de 2019 e agora.

Quando o revisitamos, em dezembro de 2019, o mercado já havia escolhido o leve com convicção. Perguntamos ali se conseguiríamos “garantir apenas mais uma recuperação cíclica” ou se seríamos “capazes de continuar no caminho das reformas estruturais”, e registramos, com o ceticismo de quem opera “em um mercado como o brasileiro, onde apenas os Antifrágéis sobrevivem”, os sinais de alerta que os preços davam. E eles não deixavam dúvida sobre a aposta em curso: as ações fora do universo de commodities negociavam a cerca de 18,6 vezes os lucros, aproximadamente 60% acima da média histórica, em meio a uma profusão de ofertas iniciais de ações, e a taxa interna de retorno esperada da nossa própria carteira havia recuado de 20% para 16%.

Em 2022 veio o principal *reset* do custo de capital da década. A NTN-B, nossa melhor proxy do juro real longo brasileiro, saiu de algo entre 2% e 3% para mais de 6%. Quando a régua com que se descontam os lucros futuros muda de tamanho, o valor presente de qualquer fluxo encolhe e um país inteiro é reprecificado. Foi o que aconteceu, e não porque as empresas tivessem piorado: porque a régua havia mudado.

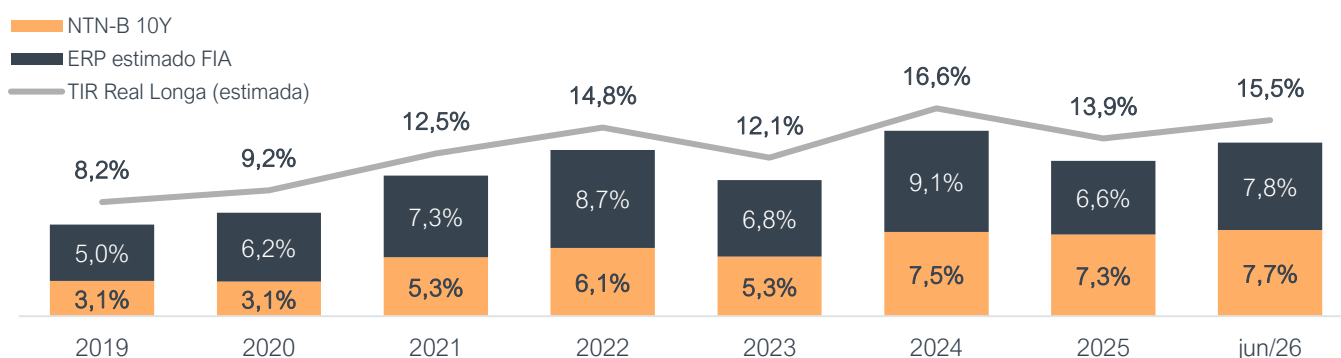
Foco no micro em vez do macro – desde que no preço certo

Sentimos nos investidores brasileiros, atualmente, um certo desânimo em relação a ativos de risco no país. Talvez derivado de um retorno sofrível de seus portfólios nos últimos 5 anos. Janela que poderia ser caracterizada como longo prazo e vem sendo extrapolada para o futuro. Outro ponto que afasta os investidores parece ser o “barulho” político-econômico atual no país, em especial com a proximidade das eleições. Não é incomum ouvirmos comentários como “investir em ações no Brasil sempre perde para o CDI”.

O período de 2021 a 2022 trouxe uma deterioração significativa da disciplina fiscal no Brasil, associada a uma forte onda de populismo. O que foi iniciado com o governo Bolsonaro apenas se aprofundou com o governo Lula 3 e a consequência é que após alguns anos o custo de capital (lido aqui como o retorno projetado a longo prazo) do nosso portfólio subiu de 8% + IPCA para 15% + IPCA. O efeito disso é que os lucros teriam que se multiplicar apenas para o valor justo das empresas e suas ações se manterem no lugar.

Esse *reset*, doloroso para quem havia comprado a leveza, por outro lado criou um nível de preço de ações que permitiu que o retorno voltasse a ser adequado - o preço certo - que simplesmente não estava disponível entre 2019 e 2021.

TIR Real Longa estimada do portfólio HIX | ERP x NTN-B 10 anos



Fonte: Tesouro Direto e HIX

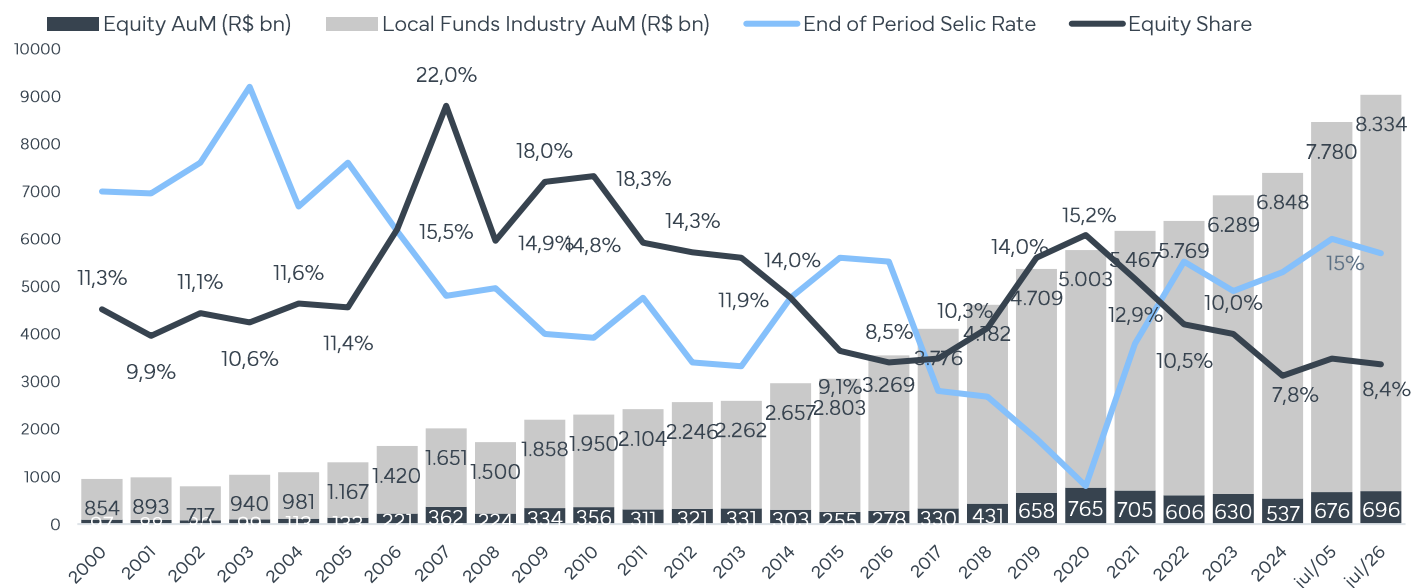
Analisando o que aconteceu no período subsequente ao *reset* mais relevante no custo de capital, a conclusão parece ser mais favorável do que os investidores percebem. De 31 de dezembro de 2022 a 30 de junho de 2026, o HIX rendeu 67,70%, contra 54,38% do CDI e 28,67% do IMA-B 5+. Comprar empresas muito sólidas, que seguiram entregando resultados, rendeu frutos mesmo com uma compressão contínua de múltiplo (ou aumento do retorno prospectivo) durante o período. Não foi *timing*, mas sim a combinação de fundamentos e preço. É assim que a dialética se resolve: como aprendemos com um grande gestor brasileiro e repetimos desde então, “o papel de um gestor de recursos não é saber o que vai acontecer, mas sim saber o que já está refletido nos preços.”

Ao apresentarmos as perspectivas das empresas que compõem nosso portfólio, uma pergunta voltou a se repetir com frequência, agora vestida de ano eleitoral: quem vence em outubro, e o que isso faz com a bolsa? Em julho de 2025 a pergunta era outra na forma e a mesma no conteúdo — qual seria o gatilho que faria a bolsa subir — e nossa resposta segue idêntica: não é preciso saber o que vai acontecer, é preciso saber o que está refletido nos preços.

Nada disso equivale a ignorar o macro, mas sim evitar depender dele. Seguimos dedicando a maior parte do nosso tempo a entender empresas, e não a antecipar o próximo movimento da Selic, do câmbio ou das urnas. Acreditamos que o foco do investidor deveria estar na avaliação dos níveis de *valuation* e na existência de uma margem de segurança adequada, e não na tentativa de antecipar gatilhos de curto prazo. Sob essa ótica, o momento atual nos parece especialmente atrativo: os preços dos ativos seguem em patamares historicamente deprimidos, oferecendo uma relação risco-retorno bastante assimétrica a favor do investidor de longo prazo. Os resultados das companhias no nosso portfólio avançaram nos últimos anos, mas os preços das ações não acompanharam adequadamente esse progresso. Isso nos parece ser reflexo de um pessimismo pervasivo em relação às perspectivas da economia brasileira.

A atual aversão ao risco vem gradualmente se reforçando. A exposição total a fundos de ações, incluindo investidores de varejo, fundos de pensão e outros institucionais, foi muito reduzida em função de incertezas e da busca pelo retorno nominal e previsível com as altas de juros. Com isso, o percentual de alocação em ações pela indústria de fundos no Brasil está hoje no nível mais baixo desde o ano 2000, anterior até mesmo ao início do primeiro mandato do governo Lula.

AuM da indústria de fundos locais (R\$ bi)



Fonte: BTG Pactual

Novamente pegando emprestado o conceito de pêndulo de Howard Marks, parece que estamos novamente no extremo pessimismo, o que está alinhado com um momento interessante para investir. Não cabe a nós decretar a hora em que ele sairá dos preços, e sim estar posicionados nas empresas certas, ao preço certo, para capturar a volta do pêndulo quando ela vier.



*A teacher asks a class a question: There are 10 sheep in a pen.
One jumps out, how many are left?
Everyone but one boy said 9 are left. That one boy said none are left.
The teacher said "you don't understand arithmetic"
and he said: "No, you don't understand sheep."*

Charlie Munger

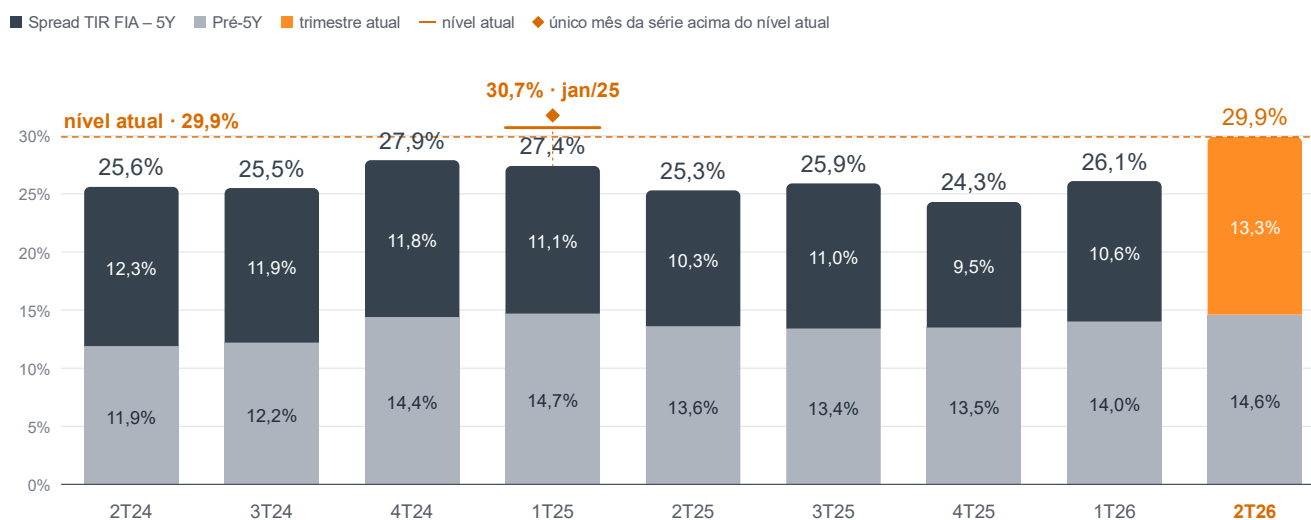
Performance

Das 21 posições que compunham o portfólio em dezembro de 2025, desinvestimos 8. Paralelamente, iniciamos 8 novas posições no semestre. O caixa representava 7,2% do portfólio no final de junho, refletindo os ajustes ao longo do primeiro semestre. Concentramos os investimentos nas teses de maior convicção e retorno ajustado ao risco.

Lembramos aos nossos investidores que enxergamos a HIX como uma holding não operacional, focada em participações em empresas operacionais. Avaliamos a carteira como um todo, considerando a média de retornos projetados ao longo do tempo e acompanhamos essa métrica como termômetro de atratividade de retorno. Reiteramos nosso foco em empresas com resultados de alta qualidade e previsibilidade de fluxo de caixa futuro, o que reduz significativamente o risco de perda permanente de capital. Ainda enxergamos um cenário de retornos muito atrativos, acima da média observada de períodos anteriores.

TIR nominal do portfólio | Spread x Pré-5Y

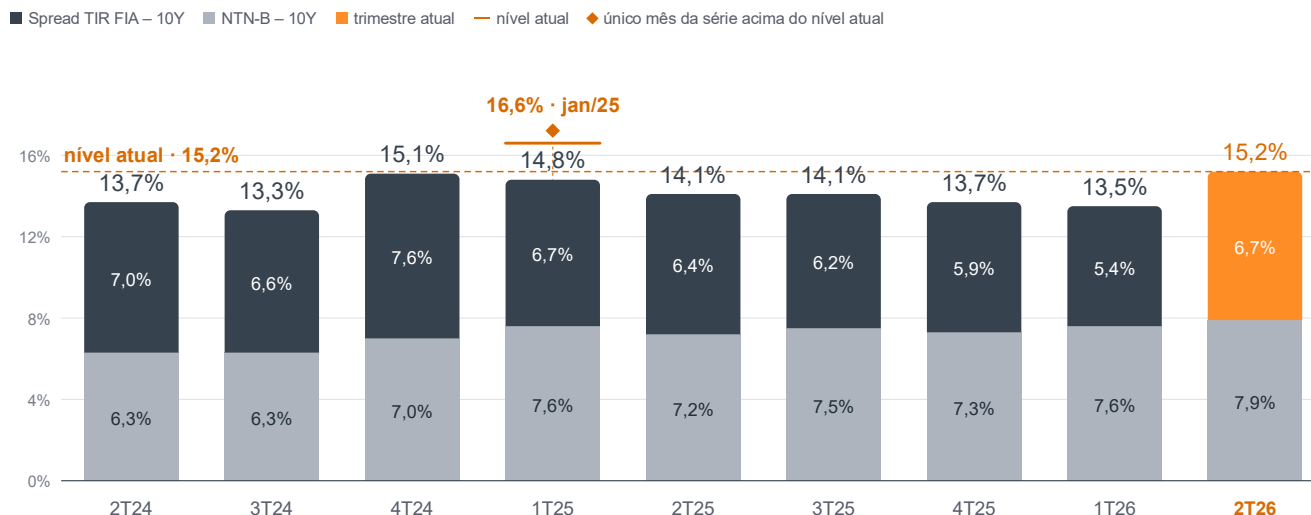
O fechamento de 2T26 (29,9%) é o mais alto de toda a série trimestral.



Fonte: Tesouro Direto e HIX

TIR Real Longa | Spread x NTN-B 10 anos

Em termos reais: 2T26 fecha a 15,2%, o topo da série trimestral — e jan/25 (16,6%) é o único mês acima do nível de hoje



Fonte: Tesouro Direto e HIX

AS PRINCIPAIS CONTRIBUIÇÕES DE PERFORMANCE DO HIX CAPITAL FIA NO 1º SEMESTRE DE 2026 FORAM:
TOP 5 CONTRIBUIÇÕES

1	Eneva	+6,3%
2	OceanPact	+1,8%
3	Tenda	+1,6%
4	Intelbras	+1,5%
5	Orizon	+1,3%
Total Positivas		+17,8%

TOP 3 DETRATORES

1	Plano & Plano	-2,3%
2	Grupo GPS	-1,8%
3	Suzano	-1,1%
4	Banco Inter	-0,8%
5	Hapvida	-0,6%
Total Negativas		-10,8%

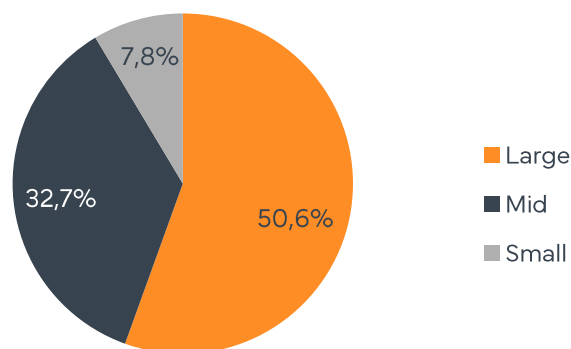
Na HIX, dedicamos a maior parte de nossos esforços a encontrar e monitorar oportunidades de investimento em ações de boas empresas, que estejam negociando com um desconto relevante para seu valor intrínseco, e não dedicamos nosso tempo tentando antecipar movimentos macroeconômicos. Dito isso, uma das nossas principais preocupações atualmente é evitar uma possível deterioração do fluxo de caixa futuro das nossas empresas, impactadas por uma eventual contração da atividade econômica. O portfólio tem dinâmicas de receita pouco relacionadas à atividade econômica brasileira.

Empresa	% Portfólio	Dinâmica de Volumes	Dinâmica de Preço
Eneva	22,3%	Contratos de PPA fixos de longo prazo.	Contratualmente por inflação e preços de LNG
OceanPact	9,2%	Mercado com escassez de embarcações e contratos plurianuais	Preços cotados em US\$ em tendência de alta
Grupo GPS	5,6%	Serviços essenciais, bastante resilientes.	Corrigido contratualmente por inflação
Plano&Plano	5,5%	Demanda estrutural por moradia popular (MCMV)	Arelado às faixas de renda do programa
Tenda	5,2%	Demanda estrutural por moradia popular (MCMV)	Arelado às faixas de renda do programa
Rumo	4,8%	Expansão atrelada ao crescimento dos volumes agrícolas.	Fretes negociados conforme oferta e demanda
Orizon	4,5%	Contratos de longo prazo, upside de créditos de carbono	Corrigido contratualmente por inflação
3Tentos	4,5%	Expansão atrelada ao crescimento da área agrícola no Brasil	Margem via spread, exposta a commodities
Iguatemi	3,0%	Ativos ultra premium em SP e RJ – Receita previsível	Arelado ao IGP-M + upside de vendas
Suzano	3,9%	Volumes sólidos atrelados à exportação	Preços de celulose no low de ciclo
TOTAL	68,8%		

As maiores posições do fundo no fechamento do semestre eram (em ordem decrescente): Eneva, OceanPact, GPS, Plano & Plano e Tenda, representando juntas ~48% do nosso portfólio.

Breakdown setorial

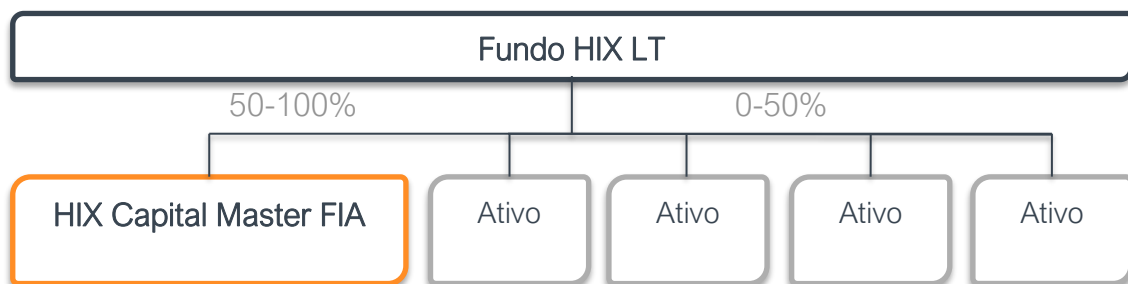
Utilities	22,3%
Infra	18,6%
Serviços Financeiros	10,9%
Incorporadoras	10,6%
T.I	9,0%
Consumo não Cíclico	5,6%
Agribusiness	4,5%
Papel e Celulose	3,6%
Petróleo/Petroquímicos	2,3%
Mineração	1,7%
Loc. Imóveis	1,3%
Cons./Varejo Local	0,7%

Breakdown por capitalização


HIX Long Term FIA

Ao lado do HIX FIA, gerimos o HIX Long Term — veículo com estratégia de concentração ainda maior nas teses de maior convicção da casa, com foco em negócios resilientes e pouco correlacionados ao ciclo econômico e ao calendário eleitoral. Na prática, replicamos no fundo o que fazemos com nosso capital próprio, concentrando um pouco mais o portfólio nessas teses quando as oportunidades surgem.

O horizonte longo nos permite concentrar até 50% do portfólio nos ativos de melhor assimetria — inclusive posições que já tenham atingido os limites de liquidez ou concentração do fundo Master (HIX FIA), respeitado o limite máximo combinado (Master + Direto) de 40% por ativo. Nosso objetivo é maximizar o ganho de capital absoluto acima do custo de oportunidade ajustado ao risco em janelas de 3 a 5 anos — versatilidade que só é possível porque os investidores do veículo compartilham desse mesmo horizonte.



Nota: Limite Máximo Combinado (Master + Direto) de 40% em Único Ativo.

Composição da carteira e Resultados

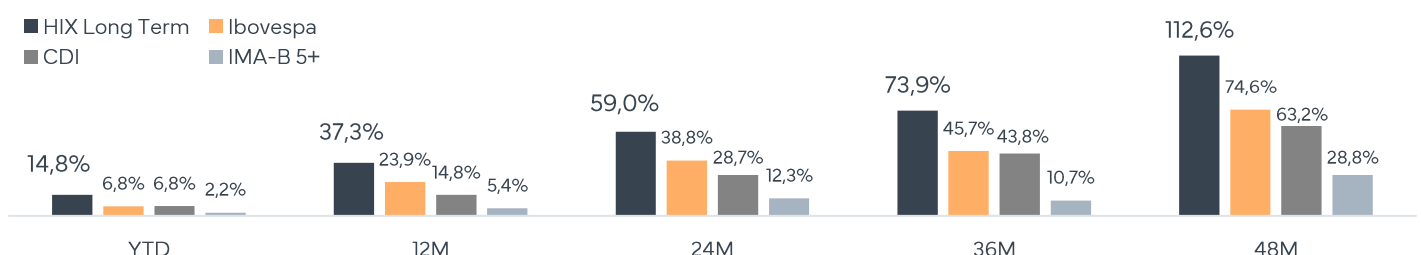
Em junho de 2026, 54,5% do portfólio do HIX Long Term permanecia alocado no HIX Capital Master FIA, enquanto os demais ~45% concentravam-se principalmente em três posições diretas: Eneva (22,2%), OceanPact (15,6%) e Orizon (2,3%), além da exposição ao FIP HIX HCM (2,1%) e ao FIP HIX FMI (2,9%).

Essa seletividade se reflete também na composição setorial: Utilities (34,2%) e Infra (27,8%) somam 62,0% do HIX LT consolidado, refletindo o peso combinado de Eneva e OceanPact. Nenhum outro setor ultrapassa 6% — Serviços Financeiros (5,9%), T.I. (5,0%), Incorporadoras (5,7%) e FIP (4,9%) formam a segunda camada da carteira, com Agribusiness, Papel e Celulose, Petróleo/Petroquímicos, Mineração, Locação de Imóveis e Consumo/Varejo Local em participações residuais. Por capitalização, a carteira permanece posicionada majoritariamente em large caps (47,0%) e mid caps (37,9%), com small caps limitadas a 4,2% e FIPs representando 4,9% do total. A combinação reflete a natureza das teses core do fundo — companhias consolidadas, com liquidez e capacidade de alocação de capital em escala — mais do que uma preferência deliberada por porte.

No 1º semestre de 2026, o HIX Long Term acumulou +14,80% (YTD), superando o Ibovespa (+6,76%), o CDI (+6,84%) e o IMAB-5+ (+2,20%), e destacando-se ainda mais frente ao SMLL, que fechou o semestre em queda de 4,58%.

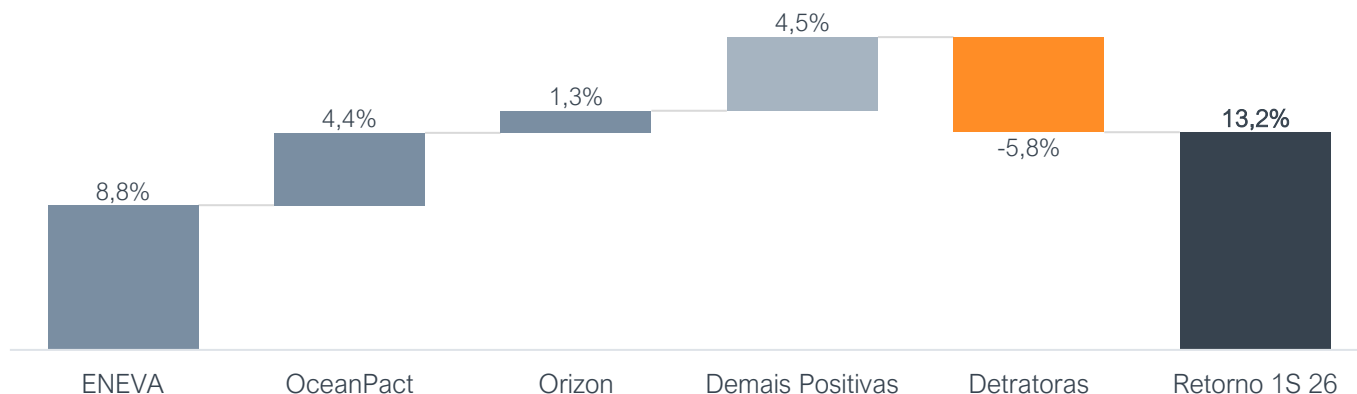
Rentabilidades em Janelas

■ HIX Long Term ■ Ibovespa
■ CDI ■ IMA-B 5+



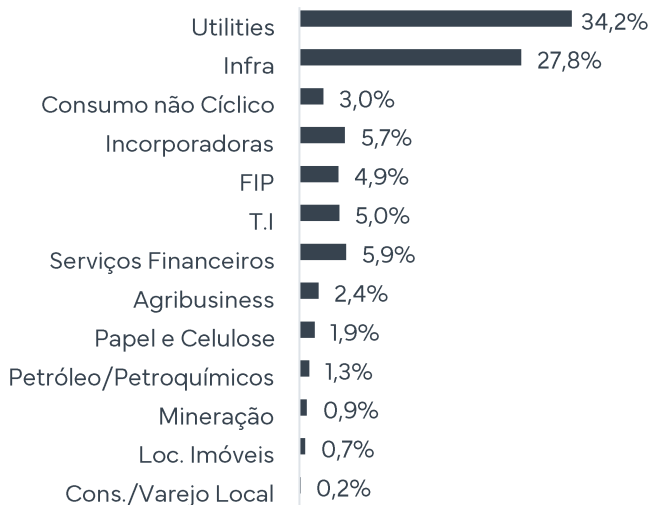
Essa consistência não vem da diversificação, mas do oposto: apenas duas posições — Eneva e OceanPact — respondem por 13,2 dos 19,0 pontos percentuais de contribuição bruta positiva do semestre.

Atribuição de Performance HIX Long Term | 1º semestre de 2026

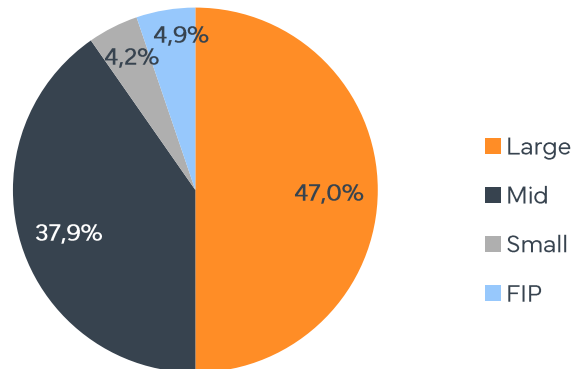


O desempenho reflete, em grande medida, a concentração do portfólio em teses de maior convicção e a captura de assimetrias relevantes ao longo do ciclo. E o cenário atual nos permitiu aumentar nossa participação e concentrar ainda mais o portfólio, dentro do HIX LT, em algumas companhias, que muitas vezes no nosso fundo “aberto” (o HIX FIA) acabam esbarrando em limites de liquidez ou concentração, a preços que consideramos extremamente atrativos dado a qualidade destes ativos.

Breakdown setorial LT consolidado



Breakdown por capitalização LT consolidado



Mantemos a disciplina desde 2020: dedicar tempo a entender poucas empresas, não a antecipar o mercado. É essa lente que sustenta o nível de concentração da carteira — e que nos faz ver o momento atual como particularmente atrativo, com os preços dos ativos ainda descolados da evolução dos resultados das companhias.

Maiores posições do portfólio

Eneva

Única plataforma gas-to-wire do Brasil — o que era opcionalidade tornou-se caso-base

Em dezembro de 2023 escrevemos que enxergávamos na Eneva - uma das maiores assimetrias de percepção de valor que já vimos durante nosso histórico de investimento na empresa. Naquele momento, o mercado precificava as térmicas da companhia como se o despacho fosse praticamente nulo. Em 2024 pagamos o preço da convicção: a Eneva foi a maior detratora do ano, com -4,48% de contribuição, e ainda assim aumentamos materialmente a posição, com chamada de capital e a constituição de um novo veículo de coinvestimento. Em julho de 2025, com o leilão de reserva de capacidade recém-cancelado, dissemos que um certame com contornos emergenciais era o vetor que faltava e projetamos que, a um múltiplo mais normalizado, próximo de 9x EBITDA, as ações poderiam multiplicar por quatro em cinco anos. Em 2025 a Eneva foi a maior contribuição individual do fundo, com +15,94%. Em março de 2026, o leilão veio — e veio maior do que qualquer cenário que havíamos escrito. Registramos isso não como acerto de previsão, mas pela razão oposta: a tese nunca dependeu de adivinhar a data do leilão, e sim de carregar o ativo certo enquanto o mercado precificava o pior. É o que nos permite dizer hoje, com números, que a parte da tese que era opcionalidade tornou-se caso-base.

LRCAP 2026

O LRCAP 2026, realizado em 18 e 20 de março, foi o maior leilão de potência da história do setor elétrico brasileiro: 18,97 GW contratados e R\$ 64,5 bilhões de investimentos previstos, dos quais 8,9 GW em térmicas novas, 7,6 GW em reconstrução de térmicas existentes e 2,5 GW em ampliações de hidrelétricas. A Eneva foi a maior vencedora, com 5,4 GW contratados — 31% de toda a demanda térmica do certame —, sendo 3,65 GW de nova capacidade, o equivalente a 39% de toda a potência nova contratada, e 1,7 GW de reconstrução de ativos existentes por mais dez anos. O resultado adicionou R\$ 161 bilhões de receita fixa contratada, contra um programa de capex de R\$ 18,2 bilhões, e monetizou simultaneamente dois novos hubs de gás, no Ceará e no Sudeste, além da expansão de Sergipe. Traduzido no que interessa ao acionista: a receita fixa contratada da companhia evolui de aproximadamente R\$ 7,5 bilhões em 2026 para cerca de R\$ 19 bilhões em 2032, um crescimento da ordem de 145%, com contratos de dez a quinze anos corrigidos por inflação. De 2030 em diante, aproximadamente 75% do EBITDA da companhia passa a ser fixo e contratado. É a mudança de natureza do investimento que queremos sublinhar: o caso deixou de depender de hidrologia, de PLD ou de qualquer cenário agressivo de despacho para se sustentar.

O que ainda vem pela frente nos parece igualmente mal compreendido.

- i) Mesmo depois de um leilão dessa magnitude, a minuta do PDE 2035 aponta a necessidade de aproximadamente 40 GW de capacidade adicional até 2035 para atender aos critérios de segurança do sistema. Como a demanda de cada leilão de reserva é definida cinco anos antes da entrega, todo esse volume terá de ser contratado em certames realizados até 2030 — o que implica uma sequência de leilões anuais da ordem de 8 a 10 GW, cada um individualmente comparável ao próprio LRCAP 2026, num mercado em que a Eneva acabou de demonstrar ser o operador de menor custo. Some-se a isso um fator que a experiência brasileira ensina e que o mercado trata como detalhe: historicamente, cerca de 30% dos projetos térmicos contratados em leilão não são entregues. Hoje o risco é maior, não menor: os grandes fornecedores de turbinas e motores operam com backlogs recordes, empurrados pela demanda global de data centers, e os prazos de entrega saíram de cerca de oito meses para mais de dois anos. Aplicado aos 8,9 GW de térmicas novas, o fator histórico colocaria cerca de 2,7 GW em risco de não entrega — e, como os vértices de 2028 e 2029 concentram 7,1 GW desse total, um leilão

suplementar em 2027 simplesmente não conseguiria repor o volume com projetos greenfield, porque o cronograma de construção não fecha. Para aqueles dois vértices, a única solução disponível são térmicas já existentes, prontas para reativação. A Eneva tem duas, hibernadas e integralmente descontratadas: Termofortaleza, com 327 MW no Ceará, e a térmica de Camaçari, com aproximadamente 350 MW na Bahia, adquirida da Eletrobras em 2025 — ativos depreciados e instalados junto à infraestrutura de gás da própria companhia. Contratados nas mesmas condições das térmicas existentes do LRCAP 2026, esses cerca de 700 MW gerariam da ordem de R\$ 1,0 bilhão de EBITDA anual.

- ii) Há uma segunda camada, ainda menos visível. Os terminais de regaseificação dos três hubs foram dimensionados muito acima da necessidade das térmicas que os ancoram, e seus custos estão integralmente embutidos na receita fixa das usinas contratadas. Toda a capacidade excedente, portanto, está disponível a custo incremental próximo de zero. Somados, os três hubs reúnem 56 MMm³/dia de capacidade; descontados os cerca de 27,9 MMm³/dia das usinas próprias e os cerca de 12,7 MMm³/dia já monetizados com térmicas de terceiros, restam aproximadamente 15,4 MMm³/dia livres — lastro de gás para cerca de 2,6 GW de novas térmicas, concentrado nos hubs Ceará e Sudeste, que são precisamente os submercados mais valiosos. Como referência conservadora, uma tarifa de capacidade de US\$ 0,6/MMBtu aplicada sobre esse volume disponível geraria cerca de US\$ 120 milhões por ano de EBITDA, aproximadamente R\$ 650 milhões, sem capex incremental relevante. É exatamente a dinâmica que transformou a Celse no ativo mais estratégico do portfólio — agora replicada em três hubs e distribuída em submercados distintos. Nos próximos leilões, a Eneva competirá com terminais já amortizados pelos contratos deste certame.

Despacho: onde discordamos do consenso

O ponto em que mais nos afastamos do consenso é o despacho — e a divergência começa num erro de método. A maior parte das análises do setor é construída sobre a carga média do sistema, quando o parâmetro que dimensiona a necessidade de potência é a carga de ponta. Avaliar o sistema pela média equivale a dimensionar o sistema viário de uma metrópole pela velocidade média diária, ignorando o horário de pico. As duas medidas contam histórias opostas: a carga média do SIN está praticamente estagnada, tendo crescido cerca de 1 GW em sete anos, enquanto a carga de ponta avança aproximadamente 3 GW por ano, cerca de 4% ao ano. A explicação está na geração distribuída, que reduz a carga líquida observada no período central do dia sem interromper o crescimento do consumo — crescimento que se concentra justamente no horário em que a geração solar deixa de contribuir. Os invernos recentes tornam o argumento difícil de contestar: entre junho de 2024 e junho de 2026, o pico de consumo do sistema subiu de 89,9 GW para 96,2 GW, e subiu contra o clima, porque os invernos em São Paulo foram progressivamente mais frios e os reservatórios, progressivamente mais cheios. Quando a ponta cresce apesar de temperaturas em queda e de hidrologia favorável, o movimento é estrutural. Esse é o motivo pelo qual boa parte do mercado trabalha com premissas de despacho de apenas 5% a 10% para o parque contratado no LRCAP: o modelo oficial de precificação opera em médias semanais e não captura a dinâmica intradiária. Nossa análise, construída sobre o crescimento da ponta e sobre a nova pilha de custos variáveis do sistema, aponta para despachos materialmente superiores — da ordem de 35% para o Complexo Parnaíba e entre 8% e 22% para os hubs. Não é uma leitura exclusivamente nossa: o Itaú BBA publicou recentemente relatório que, partindo de metodologia semelhante e premissas distintas, chegou a uma conclusão muito próxima, com despachos da ordem de 30% para os ativos da companhia em 2029 e 2030.

A assimetria fica clara quando se traduz isso em caixa. Sob as premissas de despacho adotadas pelo mercado, o despacho adiciona 5,5% ao fluxo de caixa pós-juros projetado da companhia para 2032. Sob as premissas do nosso cenário base, o acréscimo é de 16%. E vale registrar por que essa margem é tão desproporcional no Complexo Parnaíba: como o gás é próprio, o custo de geração permanece em torno de R\$ 50/MWh, enquanto o custo variável contratado passou de aproximadamente R\$ 200 para R\$ 800/MWh — a margem por MWh despachado saltou de cerca de R\$ 150 para R\$ 750, a mais elevada da frota. As recontrações do certame,

aliás, deslocaram toda a curva de oferta térmica do país para cima: o custo variável médio da pilha do SIN saiu de R\$ 575 para R\$ 833/MWh, uma alta de 45%.

Valuation

O fecho de *valuation* nos parece a parte mais eloquente da tese, porque ela sobrevive às premissas de quem discorda de nós. Considerando apenas a receita fixa já contratada, sem despacho algum e sem qualquer monetização adicional de gás ou de terminais, o retorno é de IPCA + 10,1% ao ano. Um cenário conservador que acrescenta a continuidade do programa exploratório com apenas metade da efetividade histórica e adota o despacho de 5% que o próprio mercado usa entrega IPCA + 12,3% ao ano — uma TIR de 19,3% em cinco anos, ou 2,1x o capital. Nosso cenário base, que eleva o Parnaíba para 25% de despacho e incorpora a ocupação da capacidade ociosa dos terminais, resulta em IPCA + 14,8% ao ano: TIR de 23,5% em cinco anos e aproximadamente 2,4x o capital investido — um retorno real de dois dígitos sustentado, em sua maior parte, por fluxos já contratados. O cenário otimista, que soma a reconstrução de Termofortaleza e Camaçari, a manutenção integral do Hub Sudeste, a monetização de Juruá e a exploração com efetividade histórica plena, chega a IPCA + 18,3% ao ano, cerca de 3,0x em cinco anos — e cada uma dessas alavancas depende substancialmente mais da execução da própria companhia do que de variáveis de mercado.

Cenário	TIR Real	TIR 5 anos	Target	MOIC
Eneva (receita fixa)	10,1%	15,7%	R\$ 27,43	1,81x
Conservador	12,3%	19,3%	R\$ 31,31	2,10x
Base	14,8%	23,5%	R\$ 36,06	2,42x
Otimista	18,3%	29,4%	R\$ 44,42	3,01x

Em relação a 2024, quando constituímos a posição em tamanho maior, o teto segue semelhante; a mudança relevante está no cenário base, que hoje comporta o menor downside que já atribuímos à companhia. Há ainda uma frente que nos parece ausente das modelagens de consenso: a geração de energia não recolhe CBS/IBS, efeito que estimamos em cerca de 10% sobre a receita incremental do leilão, ou aproximadamente R\$ 1,1 bilhão por ano.

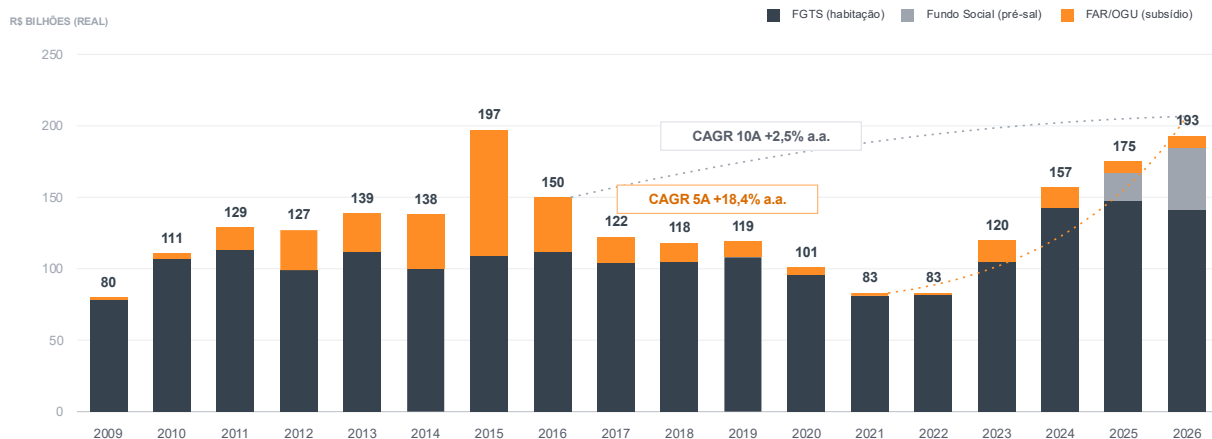
Nada disso vem sem risco, e três merecem ser nomeados. O primeiro é competitivo: baterias devem disputar espaço com as termelétricas nos próximos certames, e parte da demanda de 40 GW pode ser atendida por armazenamento. O segundo é de execução: R\$ 18,2 bilhões de capex — dos quais cerca de R\$ 16 bilhões ainda a desembolsar — em projetos de cronograma apertado, num ambiente de escassez global de equipamentos; a companhia antecipou compras críticas e assinou EPCs antes do leilão, e já antecipou R\$ 655,1 milhões em marcos de turbinas Siemens e GE só no primeiro trimestre, mas o risco permanece o principal item da nossa agenda de monitoramento. O terceiro é societário: os hubs Ceará e Sudeste preveem entrada de sócios minoritários, e a definição do parceiro do Hub Sudeste segue em aberto. Como o deslocamento de capacidade para o Nordeste reduz o NPV do Sudeste, nosso cenário-base considera a possibilidade de o sócio não exercer sua opção, o que deixaria o hub 100% Eneva. Acrescentamos um quarto, mais sutil e que seguimos estudando: o despacho é determinado por um modelo matemático, não pela física do sistema — e a revisão desse modelo, hoje em curso no ONS e na EPE, é simultaneamente o maior risco e a maior oportunidade da tese. O leilão em si já deixou de ser risco em aberto: após breve suspensão judicial, a ANEEL homologou integralmente o resultado do LRCAP 2026 em junho de 2026, com contratos adjudicados para entregas entre 2026 e 2030. O risco regulatório remanescente migra, portanto, para a revisão do modelo de despacho: o modelo atual (40-15) segue vigente até 2027 e a mudança estrutural é esperada por volta de 2028, ainda sem contornos definidos.

INCORPORADORAS MINHA CASA MINHA VIDA | TENDA E PLANO&PLANO

O programa com o maior funding de sua história, e um semestre em que o crédito atrapalhou mais do que a demanda

O programa Minha Casa Minha Vida entra em 2026 com o maior orçamento nominal da sua história, de cerca de R\$200 bilhões, contra R\$164 bilhões em 2025. Em termos reais, deflacionado pelo INCC (Índice Nacional de Custo da Construção), o programa está de volta ao patamar do pico de 2015. O que nos parece relevante não é o recorde em si, mas a velocidade e a natureza da recomposição: desde o piso de 2021, os recursos do programa mais que dobraram, crescendo 18% ao ano acima da inflação de custos da construção.

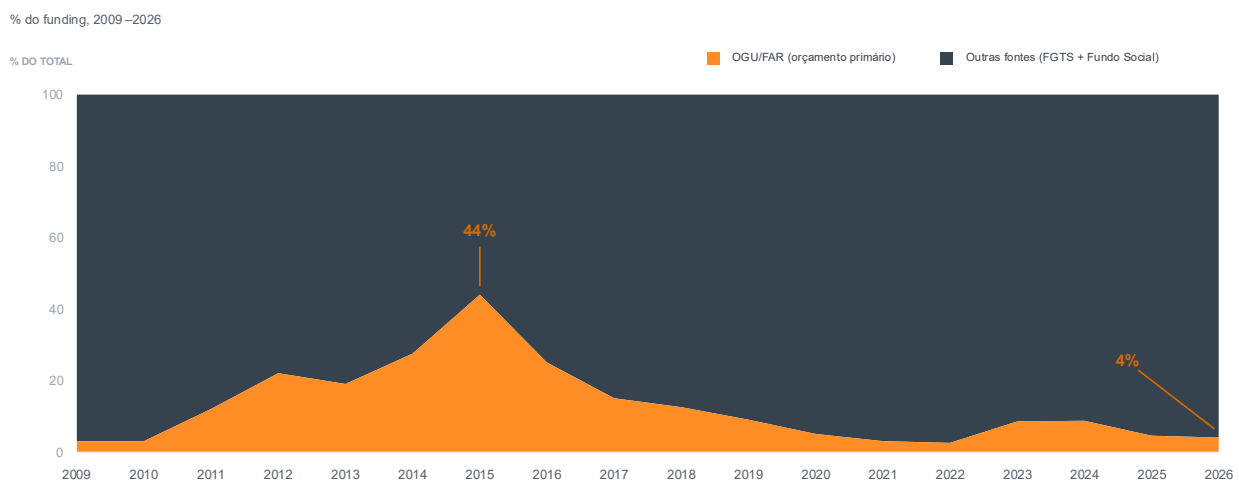
Orçamento do MCMV em Termos Reais (R\$ bi) – Deflacionado por INCC



Fonte: FGTS, SIOP/Portal da Transparência e CDFS

A diferença mais importante em relação a 2015, porém, está na composição. Naquele pico, 44% do funding vinha do orçamento fiscal da União, via subvenções e aportes ao FAR (Fundo de Arrendamento Residencial do governo) — e evaporou junto com o ajuste fiscal que veio a seguir, caindo de R\$43 bilhões para R\$8 bilhões até 2018. Hoje essa dependência é de aproximadamente 4%. Cerca de 96% dos recursos vêm de fontes fora do orçamento primário: o FGTS, que se recompõe com a massa salarial, e, desde 2025, o Fundo Social do Pré-Sal, que já responde por 23% do funding de 2026. É isso que nos leva a tratar o momento atual como um alargamento estrutural da política habitacional, e não como um ciclo de estímulo pontual — o programa hoje é muito menos vulnerável a um aperto fiscal do que era na última vez que operou neste tamanho, e o arranjo atravessou governos de orientações distintas.

Dependência do orçamento primário



Fonte: FGTS, SIOP/Portal da Transparência e CDFS

Esse crescimento de recursos veio acompanhado de uma sequência de reajustes de parâmetros que ampliou tanto o público elegível quanto o poder de compra dentro do programa. Há ainda novas rodadas de melhorias em estudo, ventiladas pelas incorporadoras, que beneficiariam especialmente as Faixas 3 e 4 (rendas familiares de R\$ 5.001 a R\$ 9.600 e de até R\$ 13.000, respectivamente) combinando redução de juros, elevação de tetos de renda e de preço de imóvel.

O efeito combinado de mais recursos e parâmetros mais generosos é que o setor chega a 2026 com as companhias em um momento operacional muito positivo: patamares de vendas elevados, velocidade de vendas robusta, capacidade de repasse de preço e margens em níveis historicamente altos.

A tese tampouco está isenta de riscos, e três deles merecem menção. O primeiro, e principal, é a inflação de custos — risco inerente à operação, dado que a unidade é vendida e repassada na planta, com preço travado em termos nominais antes de a obra ser executada. Além do estouro de obra em si, há o risco de desenquadramento dos parâmetros do programa: a inflação empurra os produtos contra o teto, e nas faixas mais baixas — hoje as mais restritas, na nossa leitura — sobra pouco espaço para repassar preço. O segundo é o pró-soluto, o crédito direto concedido pelas incorporadoras para complementar a entrada: seu crescimento tem origem no consumo do saldo de FGTS dos clientes, antecipado como garantia em crédito pessoal via saque-aniversário — dinheiro que antes era usado para dar entrada no imóvel e que passou a ser suprido pelas próprias companhias. É uma alavanca importante de acessibilidade, mas consome caixa e transfere risco de crédito para o balanço. O terceiro são os cheques estaduais e municipais de subsídio à entrada, que ganharam importância pela mesma razão e são determinantes para o volume de vendas em várias praças, mas seguem orçamentos mais frágeis e sujeitos ao ciclo político. São pontos que monitoramos de perto e que consideramos no sizing das posições.

Tenda

Esta é a primeira vez que escrevemos sobre a Tenda em uma carta, e por isso começamos pelo negócio. A Tenda é uma incorporadora de baixa renda que construiu sua operação em torno de um sistema industrializado: constrói exclusivamente em parede de concreto moldada em forma de alumínio, com mão de obra quase totalmente própria (caso raro na indústria). O diferencial, no entanto, não está na tecnologia construtiva em si, que é acessível a qualquer concorrente, e sim na forma de organizar a produção. A tipologia é padronizada e as obras são encadeadas dentro do que a companhia chama de "fábrica": um conjunto de quatro canteiros em estágios diferentes, em que o produto fica parado e as equipes é que giram de obra em obra. São cerca de 20 "fábricas" no Brasil, cada uma produzindo em torno de 1.200 unidades por ano, com quatro apartamentos concretados por dia. A consequência prática é uma curva de aprendizado que não existe em obra convencional e um custo de execução mais baixo: a companhia concreta em ~98% dos dias úteis contra ~80% dos bons players de forma do setor. É essa vantagem de custo que permite escalar na Faixa 1, algo que praticamente nenhuma outra listada consegue fazer com relevância. O histórico é conhecido: a empresa foi comprada pela Gafisa entre 2008 e 2010, passou por uma reestruturação profunda no início da década de 2010 e reconstruiu a operação a partir de 2013 em torno desse modelo, liderada pelo Rodrigo Osmo (atual co-CEO).

O estouro de custos da pandemia

O episódio mais relevante do histórico recente, e o que mais nos ocupou na diligência, foi o estouro de custo do período de pandemia. Quando aço, concreto e insumos dispararam em 2021 e 2022, a companhia carregava um estoque grande de obras já vendidas e repassadas, sem mecanismo de correção, e a verticalização da mão de obra virou passivo — com o canteiro parado por falta de material, o custo fixo continuou correndo. Somava-se a isso a concentração em Faixa 1, sem espaço para repassar preço. O ponto que consideramos mais importante, porém, é que parte do estrago não foi choque externo, e sim falha de orçamentação e controle: a empresa não tinha à época processos à altura da operação, com uma parcela relevante das obras rodando com

execução e controle orçamentário terceirizados para empreiteiros, o que fez com que os desvios fossem reconhecidos tarde e de forma agregada. O resultado foi acúmulo de prejuízos relevantes e consumo expressivo de caixa, quebra de covenants e perda material de credibilidade com o mercado.

A recuperação veio por quatro frentes: (i) repasse de preço, (ii) orçamentos substancialmente mais conservadores, (iii) extensão da faixa de produto e, sobretudo, (iv) a construção de processos de orçamento e controle muito mais robustos, com a profundidade analítica passando a cobrir a totalidade do custo.

Do início da posição, em 2025, à entrega acima do esperado

Iniciamos uma posição pequena no fim de 2025, após uma correção relevante — e, na nossa leitura, exagerada — do preço das ações na esteira do guidance anual. O que enxergávamos era uma melhora clara de rentabilidade que estava, principalmente, ancorada em uma geração de caixa da operação core que ficava escondida no consolidado, entre o consumo relevante da Alea — a operação de casas industrializadas do grupo, ainda em fase de maturação e deficitária — e a piora do ciclo de recebimento da Caixa, que gerou um efeito pontual em todas as incorporadoras. Olhando o *underlying* do negócio, víamos crescimento robusto de lucro lastreado em caixa, a um múltiplo bastante descontado frente aos pares. Parte importante da tese era também a redução da concessão de pró-soluto — herança do período de reorçamento e repasse de preço, feito num ambiente de parâmetros restritivos na Faixa 1, o grosso da operação. A companhia vinha reduzindo o pró-soluto nas vendas, e essa redução deveria beneficiar a geração de caixa com um descasamento natural no tempo. Era algo que já enxergávamos quando fizemos o investimento, e é algo que entendemos ter se concretizado e que segue beneficiando a companhia hoje.

A entrega desde então nos surpreendeu positivamente, tanto em crescimento quanto em margem. Do lado do crescimento, lemos o movimento como recuperação de *fair share*: a Tenda deixou de crescer justamente num ambiente de franca expansão do programa, cedendo participação em praças onde era dominante, e o que se vê agora é a retomada desse espaço. Do lado da margem, o ganho está lastreado numa operação que executou com bastante excelência as melhorias de nível de produção e de eficiência. A margem bruta da marca Tenda alcançou 40,4% no último trimestre, recorde, com a margem de resultado a apropriar em 42,3% — indicando que o *backlog* carrega boa qualidade adiante. O ROE consolidado chegou a 44%.

Sobre a Alea: desde o início entendemos o tema como menos material para a tese, mas parte relevante da oportunidade de investimento nasceu justamente do desconforto do mercado com ele. Passamos boa parte dos últimos vários meses conversando com competidores, sócios e outros stakeholders da Alea, além de visitar as operações em algumas ocasiões. Temos hoje uma visão mais construtiva — a assimetria nos parece mais positiva —, embora com pouco conforto para valorar o negócio, dado que os unit economics seguem bastante incertos. Continua nos parecendo uma opcionalidade, mas a um custo de carregamento mais razoável do que no passado recente.

Plano&Plano

A Plano&Plano é uma posição que carregamos há alguns anos e que teve uma contribuição importante para o fundo nesse período. Em 2026 ela devolveu parte relevante desse ganho, com a ação caindo aproximadamente 45% no ano. Dois problemas explicam a queda, um de margem e um de caixa.

O primeiro é margem, e nasceu de um descasamento entre lançamento e venda. 2025 foi um ano de recordes operacionais, com R\$ 5,3 bilhões de VGV lançado, 38% acima de 2024, e R\$ 4,3 bilhões de vendas líquidas. Mas os lançamentos correram mais rápido que a capacidade de absorção comercial, e o estoque saiu de R\$ 2,3 bilhões no 3T24 para R\$ 4,9 bilhões no 3T25. A resposta da companhia foi uma campanha agressiva de descontos no quarto trimestre, que funcionou no que se propunha, com vendas de R\$ 1,5 bilhão, 119% acima do 4T24, e trouxe o estoque de volta a níveis saudáveis. A contrapartida foi a esperada, com a margem bruta

ajustada do mercado privado caindo de 35% no 4T24 para 31,2% no 4T25. Somou-se a isso um segundo componente. Um conjunto de empreendimentos de Faixa 3 e 4 lançados nas safras de 2023 e 2024, produtos com um perfil diferente do que a empresa vinha fazendo, precisou de descontos muito mais altos para liquidar. Como já estão em fase avançada de obra, o desconto não se dilui ao longo do cronograma, e sim é reconhecido de uma vez, direto na margem do trimestre. É isso que explica a aparente contradição entre uma margem realizada baixa e uma margem a apropriar alta.

No 1T26, a safra até 2023 rodou margem bruta de 9,6%, contra 31,6% da safra 2024, 34,7% da safra 2025 e 39,0% da safra 2026, com a REF do mercado privado em 38,8%. O 1T26 carregou ainda um efeito de outra natureza. A finalização da primeira fase do Pode Entrar, com as 3.640 unidades entregues dentro do prazo contratual, concentrou gasto extra de obra sem receita correspondente e levou a margem do mercado público a 7,6% no trimestre, contra 23,3% no 1T25, derrubando a margem consolidada para 29,4%. É um custo de encerramento, e não uma medida da rentabilidade do programa, que ao longo do ciclo rodou 24,7%.

Em 2026 a companhia mudou de postura. A política de descontos foi encerrada em dezembro e a exigência de margem nos novos projetos ficou muito maior, o que já aparece nas margens das vendas recentes. O foco passou a ser Faixa 2 e Faixa 1, que devem responder por cerca de 60% e 20% dos lançamentos de 2026. Mais importante que o preço, mudou a cabeça sobre estoque, e a companhia passou a só abrir as vendas com um nível alto de pré-venda contratada. Os primeiros sinais já aparecem, com a VSO trimestral subindo de 17,2% no 1T26 para 19,4% no 2T26. O custo dessa disciplina é visível, com os lançamentos do primeiro semestre de 2026 somando R\$ 1,8 bilhão, 29,7% abaixo do primeiro semestre de 2025.

O segundo problema é caixa, com seis trimestres consecutivos de consumo, R\$ 94 milhões no 1T26 e R\$ 103 milhões no 2T26. A origem está no capital de giro, principalmente no contas a receber, que cresceu bem acima da receita. Como referência, o contas a receber saiu de R\$ 827 milhões no 4T24 para R\$ 1,6 bilhão no 2T26. Os maiores efeitos vêm de uma mudança de processo da Caixa, que alongou o prazo de recebimento do repasse, e do NID, produto de médio padrão com baixo nível de repasse na planta, o que concentra a entrada de caixa no final da obra. Além disso, a companhia ainda tem a receber cerca de R\$ 50 milhões da última parcela do Pode Entrar, que está atrasada. Na nossa visão, são temas conjunturais, que devem se estabilizar em breve.

ORIZON

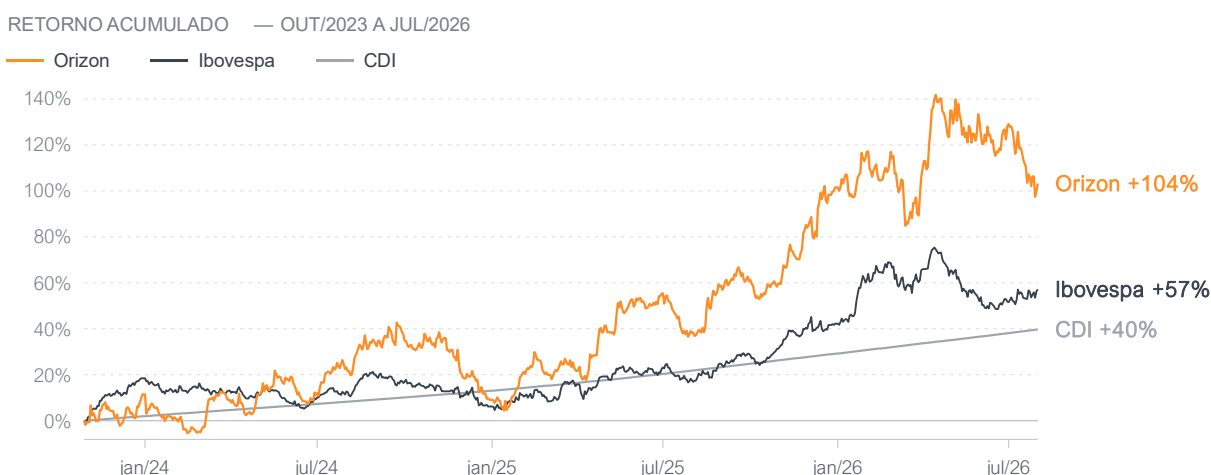
Em novembro de 2023 — quando tornamos a Orizon um dos maiores investimentos de nosso portfólio — projetávamos para o investimento em Orizon uma TIR nominal da ordem de 24% a.a. e um múltiplo de 2,7x sobre o capital investido, ao longo de um horizonte de cinco anos. Em menos de três anos, a empresa superou todas as nossas expectativas e as ações reagiram de acordo. Usando os nossos veículos de coinvestimento como base para comparação, um cotista que tivesse alocado pro-rata nos dois veículos teria tido um retorno médio ponderado de 39,97% a.a. e quase dobrado o seu capital. Para o *flagship* HIX Capital FIA a atribuição acumulada das ações foi de 15,13% na nossa cota — contribuição superada apenas por Eneva, Equatorial e Sinqia em todo o nosso histórico.



*Buying's easier, selling's hard –
It's hard to know when to get out."*

Seth Klarman

Retorno acumulado vs índices



Fonte: B3, BCB e HIX.

Considerando a valorização expressiva da Companhia — acima e mais rápida do que o originalmente previsto — decidimos reduzir materialmente o investimento, abrindo espaço para outros investimentos mais assimétricos. Seguimos acompanhando de perto a Orizon — também na condição de acionistas de uma das líderes do setor de infraestrutura ambiental no Brasil — e enxergamos diversas opcionalidades e oportunidades para que a companhia siga crescendo de forma significativa nos próximos anos seja através de novas aquisições ou da maturação das oportunidades de crescimento orgânico e iniciativas já conhecidas como biometano, crédito de carbono e reciclagem.

SOBRE O INVESTIMENTO

No fim de 2023 a companhia apresentava EBITDA de R\$ 340 milhões, negociando a aproximadamente 9,2x EV/EBITDA 2024E — nosso preço médio de compra no veículo de co-investimento foi de R\$ 36,8 por ação —, enquanto pares internacionais, com crescimento inferior, negociavam em média a 16,5x. Nossa tese apoiava-se em duas grandes avenidas: a consolidação do setor de resíduos e a valorização do resíduo, sobretudo por meio do biogás e de sua transformação em biometano. Essas premissas, que considerávamos realistas à época, previam que a Companhia poderia multiplicar por três o seu EBITDA ao longo do período.

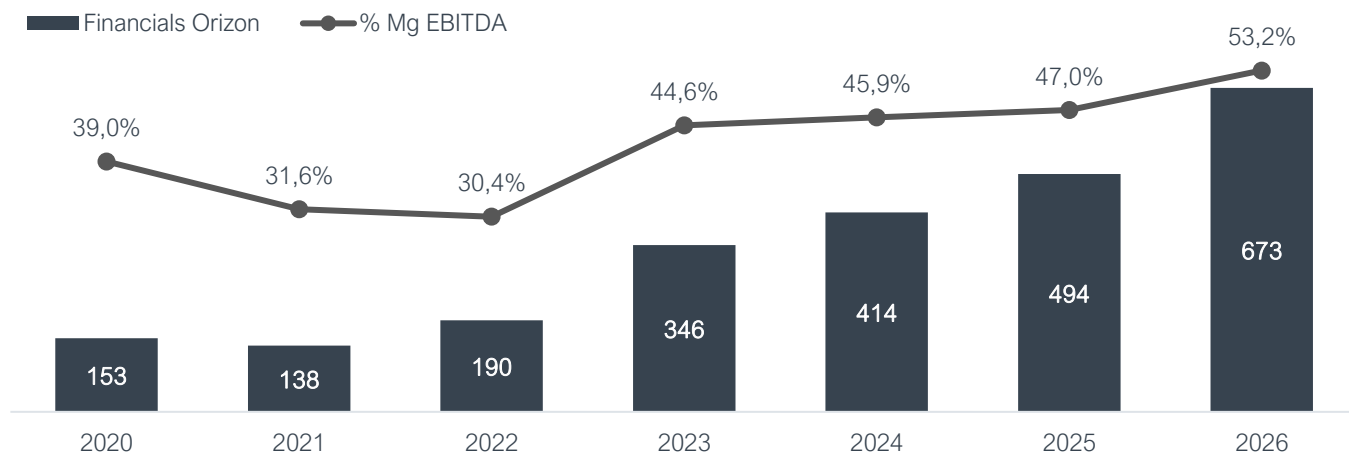
Desde o início, atuamos como acionistas ativos e engajados: conquistamos assento no Conselho de Administração da Orizon, posição a partir da qual contribuimos diretamente para as decisões de alocação de capital e para a agenda de fusões e aquisições que consolidou a liderança da Companhia. Essa proximidade nos

permitiu não apenas acompanhar, mas participar da construção de valor — da expansão dos ecoparques aos movimentos que transformaram a escala do negócio.

Em maio de 2025, a Orizon veio a mercado com um follow-on de R\$ 640 milhões, a R\$ 48,20 por ação e acompanhado de bônus de subscrição (um warrant por ação subscrita, com direito de exercício a R\$ 52,93 por ação em 2027). Enxergamos ali uma oportunidade assimétrica: exercemos nosso direito de preferência e ampliamos a posição dos fundos — em condições atrativas. As ações subscritas seguem sujeitas a lock-up até maio de 2027, enquanto o dos bônus de subscrição já se encerrou, em maio de 2026. Essa estrutura adicionou uma camada relevante de opcionalidade, capturada em benefício dos cotistas.

A execução, em diversas frentes, superou o plano original. A rentabilidade dos aterros alcançou patamar superior, com ganhos reais consistentes acima da inflação, e os créditos de carbono migraram de "evento pontual" para componente estrutural do EBITDA. A frente de biometano — pilar central da tese — entrou em operação, e a incorporação da Vital, anunciada em dezembro de 2025, tornou a companhia combinada líder inequívoca do setor, com EBITDA próximo a R\$ 1 bilhão. Em síntese, o EBITDA saiu de R\$ 340 milhões em 2023 para R\$ 414 milhões em 2025 — e para aproximadamente R\$ 1 bilhão considerando a Vital —, materializando em ritmo acelerado a trajetória que projetávamos no momento do investimento.

Histórico do EBITDA com projeção 2026 Pró-Forma



Fonte: HIX e companhia

OceanPact

A fusão com a CBO cria o sexto maior operador de embarcações de apoio do mundo

Começamos prestando contas do que escrevemos em julho de 2025. Dissemos então que os quatro contratos de RSV com a Petrobras, a uma diária média de US\$ 94 mil, entrariam em operação no primeiro trimestre de 2026 e seriam a principal alavanca de expansão do EBITDA; entraram, e o primeiro trimestre já mostrou a diária líquida média 22% acima do ano anterior, com sete mobilizações simultâneas. Dissemos que o caso Turquoise havia rendido R\$ 115 milhões da parcela incontroversa e que o UP Coral aguardava a última fase no STJ; o tribunal rejeitou novos recursos da Petrobras, e o mérito nos parece essencialmente encerrado, com os valores formalmente destinados a dividendos. Dissemos que a companhia estava prestes a assinar um contrato de descomissionamento de mais de R\$ 1 bilhão; o contrato foi assinado, e a frente que tratávamos como opcionalidade não modelada tornou-se posição de liderança: nos últimos doze meses a OceanPact ganhou R\$ 1,7 bilhão de projetos em cerca de R\$ 6 bilhões de propostas apresentadas.

No entanto, o evento mais importante não estava naquela carta, nem teria como estar. Em fevereiro de 2026 foi anunciada a fusão com a CBO, aprovada em assembleia com 99% dos votos e já aprovada pelo CADE, com fechamento esperado para o início de setembro — a B3 pediu cerca de dez dias úteis após a aprovação para segregar os claims judiciais. A companhia combinada reúne 73 embarcações, backlog de aproximadamente R\$ 13,6 bilhões e EBITDA proforma de cerca de R\$ 1,8 bilhão em 2025, que estimamos evoluir para aproximadamente R\$ 2,8 bilhões em 2028 — o sexto maior operador de embarcações de apoio do mundo e vice-líder no Brasil, com cerca de 20% do mercado brasileiro, além de uma frota sensivelmente mais jovem, com idade média de treze anos na CBO contra dezessete na OceanPact.

A relação de troca, de 42,1% para os atuais acionistas da OceanPact contra 57,9% da CBO, nos parece claramente favorável a quem já estava do nosso lado: a transação é positiva em lucro por ação, fluxo de caixa por ação e dividendo por ação mesmo sem sinergia alguma — estimamos 13% a mais de dividendos por ação até 2030. As sinergias mapeadas na integração somam, conservadoramente, R\$ 120 milhões por ano, contra R\$ 40 milhões na premissa que carregávamos. E, ponto que consideramos decisivo, os créditos judiciais contra a Petrobras permanecem exclusivamente com os acionistas atuais da OceanPact, o que elimina o risco de diluição desse valor na combinação.

O mercado em que essa frota opera é o mais apertado de uma geração. O orderbook global de PSVs e AHTSs equivale a apenas 4% da frota existente — contra 34% em 2008 e 15% no início da década passada —, com idade média da frota se aproximando de vinte anos e prazo de estaleiro de três a quatro anos. Do lado da demanda, a Petrobras tem doze FPSOs previstos até 2030, além de três de petroleiras internacionais, e cada unidade demanda cerca de três embarcações: aproximadamente quarenta barcos adicionais até o fim da década, já considerando ganhos de escala. Mesmo assim, o mercado está muito distante de conseguir entregar algo remotamente próximo disso. O efeito nos preços já é visível: a diária de um AHTS como o Rochedo de São Paulo saiu de cerca de US\$ 33 mil para US\$ 60 mil no contrato de quatro anos assinado em dezembro. E o descomissionamento adiciona uma avenida inteira: a carteira da Petrobras é de aproximadamente R\$ 52 bilhões nos próximos cinco anos, com dezoito plataformas até 2030 e cerca de cinquenta a partir de 2031 — o contrato Trident, de aproximadamente R\$ 1 bilhão e três anos, e o projeto de pull-out da Petrobras, de cerca de R\$ 400 milhões, são os primeiros dessa fila.

Para dar mais uma magnitude do quão incipiente ainda é o descomissionamento: o contrato de pull-out da Petrobras são 100 km de pull-out de um total de 1.800 km que precisam ser removidos. A liderança da OceanPact nesse mercado não vem por acaso, mas sim de uma capacidade ímpar de entregar soluções customizadas que maximizam o valor à empresa e ao cliente. Como exemplo: o contrato da Trident foi executado adaptando o Parcel de Meros de um RSV convencional para um navio com carretéis, guincho tensionador e

clamps, poupando a Trident de ter que pagar uma diária de PLSV (navio 4x mais caro), mas ao mesmo tempo auferindo à OceanPact uma diária equivalente 2,5x maior do que imaginávamos nos nossos cenários.

Entretanto, o preço não só não reflete o valor dessas novas avenidas, como ele sequer reflete o valor de reposição dos ativos da empresa. A companhia negocia a aproximadamente 4x EV/EBITDA, contra 5x a 7x dos pares internacionais, e a menos de 1x o valor patrimonial, num setor em que transações recentes precificam cada embarcação bem acima do que a bolsa reconhece. O fluxo de caixa livre após juros nos parece caminhar para 15% a 16% em 2027, e a geração de caixa deve ficar próxima de zero em 2026 para se tornar expressiva a partir de 2027, com atratividade máxima entre 2028 e 2029. Mantidas as diárias no patamar atual — e este é o ponto essencial da tese, à qual voltaremos —, os dividendos acumulados até 2030 superam 100% do valor de mercado atual da companhia.

Por fim, os riscos, que são três e que nos parecem administráveis. Primeiro, 2027 concentra a reconstrução de cerca de quinze embarcações; se o capex de customização exigido pelos novos contratos vier muito acima do que projetamos, o retorno de caixa ao acionista pode ser materialmente menor do que o descrito acima. Como mitigante, esse CAPEX vem com retorno excelente do ponto de vista de ROIC e é apenas uma postergação dos dividendos, não uma destruição deles. Segundo, há um excesso de oferta técnica de papel a ser absorvido: os controladores da CBO recebem cerca de 200 milhões de ações, sujeitas a lock-up de nove meses após o fechamento, e a normalização dessa base é um overhang conhecido. Terceiro, e mais importante: precisamos que as diárias se sustentem por tempo suficiente para que o capital retorne via dividendo. É uma exigência bem mais modesta — mas é uma exigência. Vemos baixíssimo risco de uma queda de diárias na janela temporal que falamos. Embora não possamos crer que as diárias continuarão subindo tão agressivamente como foi nos últimos anos, a realidade de oferta e demanda global continua ficando cada vez mais apertada. No Q2 desse ano, já vimos as diárias em outras geografias subindo 7,5% QoQ e empresas rivais acreditam em aumento de diária ainda pelos próximos dois a três anos, posicionando-se com contratos curtos para se aproveitar. E no Brasil, com a demanda ainda aquecida no offshore e as avenidas supracitadas, achamos que a OceanPact está muito bem posicionada para auferir o máximo proveito dessa dinâmica.

Atualização Institucional

No primeiro semestre de 2026, demos um passo relevante na expansão da HIX: criamos uma área de Infraestrutura dentro da gestora, iniciativa que amplia nossa atuação para investimentos diretos em ativos de energia com fluxo de caixa contratado e retorno real elevado — uma extensão natural do conhecimento setorial que já vínhamos acumulando por meio do nosso histórico de coinvestimento em Eneva, hoje a maior posição do nosso portfólio de ações brasileiras.

O primeiro investimento dessa nova frente é a UTE Pilar, projeto de geração termelétrica a gás natural desenvolvido em parceria com a Mercúrio Partners. A UTE Pilar foi uma das vencedoras do Leilão de Reserva de Capacidade de março de 2026 e é composta por cinco usinas (Pilar I a V), localizadas no município de Pilar, em Alagoas. A contratação engloba 241,6 MW de capacidade, com receita fixa e indexada ao IPCA, via PPA de 15 anos da ordem de R\$ 615 milhões, com início de operação previsto para outubro de 2028 (Pilar III, IV e V) e agosto de 2029 (Pilar I e II). É esse o perfil de ativo que buscamos para a frente de Infraestrutura: fluxo de caixa contratado, indexado à inflação e previsível ao longo de 15 anos.

O semestre também trouxe uma novidade na frente de produto: em parceria com a Icatu, lançamos um novo fundo híbrido de previdência, que combina em um único veículo as estratégias HIX Ações brasileiras e Ações globais. A Icatu, que já era nossa parceira na oferta de previdência em ações, torna-se agora também a primeira parceira do produto híbrido da casa — um passo natural para levar a investidores de previdência a mesma capacidade de gestão local e global que construímos ao longo dos últimos anos.

ESTRATÉGIAS | GRUPO

01 AÇÕES BRASILEIRAS Portfólio all-caps, especialista em capturar as melhores oportunidades do mercado brasileiro de ações. HIX FIA HIX Institucional Previdências	05 AÇÕES GLOBAIS Foco em empresas globais de alta qualidade, negociadas a preços atrativos. HIXLT Icatu Prev Geo Empresas Globais	02 PIPE / COINVESTIMENTO Foco em oportunidades selecionadas do fundo flagship com alto retorno absoluto ajustado. TIR+30% a.a. 3x MOIC *desinvestidos	03 LONG TERM Estratégia orientada pela concentração nas teses de maior convicção. HIX LongTerm	04 INVESTIMENTOS PRIVADOS Investimentos em companhias para criar valor com iniciativas de growth, resultando em retornos consistentes no longo prazo. 2,3x TVPI 1,3x TVPI 1,7x TVPI 1,3x TVPI F0360 omie LG VORTX	06 REAL ESTATE Atua nos segmentos corporativo, logístico, residencial e de crédito imobiliário, por meio de diferentes modelos — desenvolvimento para renda, incorporações para ganho de capital e operações de crédito estruturado (CRI). ~R\$ 1 bilhão de investimentos realizados TIR19% a.a.	07 INFRAESTRUTURA Atua em ativos com fluxo de caixa contratado, indexado à inflação e previsível ao longo de 15 anos. 241,6 MW contratados PPA de 15 anos — R\$ 672 mi
---	--	--	---	---	---	---

Um de nossos investimentos de maior retorno ao longo do tempo tem se provado ser justamente o relacionamento com os nossos investidores. É sobre essa base de confiança que temos sido capazes de desenvolver projetos como o de Infraestrutura e o de previdência com a Icatu. É também essa base que nos permite tomar, com a mesma disciplina que orienta cada posição do portfólio, decisões sobre quando devolver capital. Em 2026, demos mais um passo importante em algo muito caro a nós: a devolução de capital com retorno adequado aos nossos investidores.

Em Orizon, o preço certo apareceu mais cedo — e mais alto — do que projetávamos. Já explicamos acima os fundamentos da nossa tese; o que vale comentar aqui é a mecânica por trás da devolução de capital: parte da nossa exposição à Companhia é estruturada por meio de veículos de coinvestimento dedicados — veículos concentrados nessa tese específica, complementares à posição carregada pelo HIX FIA. Foi nesses veículos que, diante de uma valorização que superou o ritmo e a magnitude originalmente previstos, realizamos uma amortização extraordinária, devolvendo aos investidores mais de R\$ 155 milhões. Para quem alocou desde a estruturação original, em novembro de 2023, o veículo entregou uma TIR de 33,0% a.a. e um MOIC de 1,92x — à frente do ritmo originalmente projetado. Para quem ampliou posição no follow-on de maio de 2025, o retorno foi ainda mais acelerado: TIR de 72,1% a.a. e MOIC de 1,90x. Parte da posição permanece nesses veículos, e seguimos como acionistas de uma das líderes do setor de infraestrutura ambiental no Brasil.

Em Boa Safra, o preço certo passou a estar em outro lugar. Acompanhamos de perto a transformação da companhia ao longo dos cinco anos de investimento: o faturamento mais que triplicou, a capacidade de beneficiamento de sementes se ampliou de forma expressiva, e novas frentes de originação e distribuição a consolidaram como uma das principais plataformas do setor de sementes no Brasil. O momento do setor agrícola nos últimos anos — marcado por variações climáticas atípicas e por mudanças na dinâmica competitiva — combinado com nossa leitura de que o capital encontra hoje melhor relação risco-retorno em outras teses do nosso universo de cobertura, nos levou a concluir o desinvestimento e devolver a totalidade dos recursos aos investidores.

Nosso trabalho não se resume a encontrar boas empresas a bons preços: inclui também a disciplina de reconhecer quando o preço já fez o que esperávamos dele. Momentos como este vão continuar aparecendo, e seguiremos tratando cada um deles com o mesmo rigor de sempre.

2026 marca também os 15 anos da HIX. Começamos como uma gestora concentrada em ações brasileiras; hoje atuamos também em private equity, ações globais, real estate e infraestrutura — cada nova frente construída sobre o mesmo processo de decisão e o mesmo padrão de exigência aplicado à primeira posição do portfólio. Manter esse processo constante ao longo de quinze anos, à medida que a casa crescia, só foi possível pela confiança renovada, ano após ano, pelos nossos investidores. Seguimos com o mesmo compromisso para os próximos quinze.

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.

