



Carta aos investidores

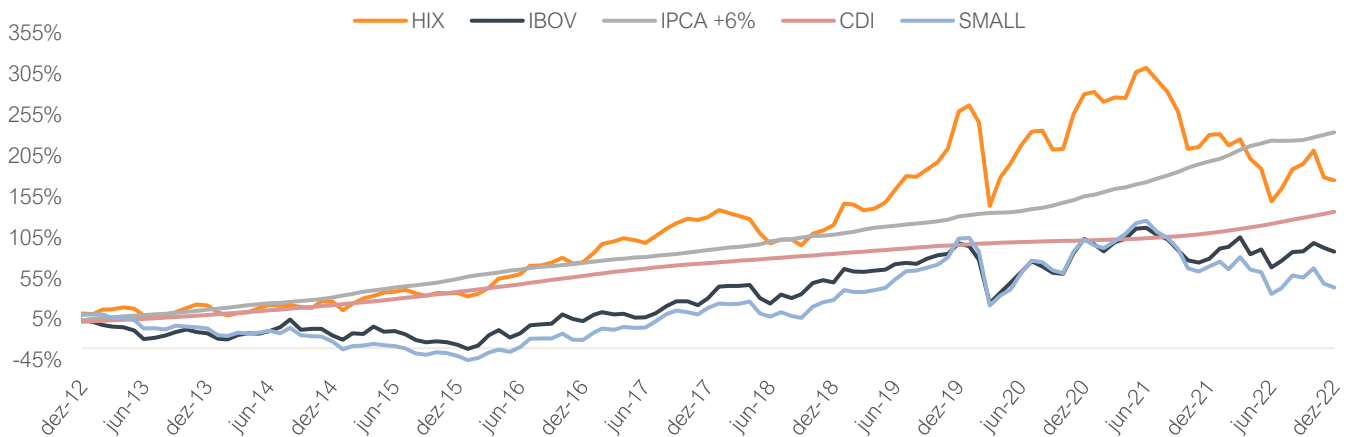
2º semestre de 2022



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.

“I think it’s essential to remember that just about everything is cyclical. There’s little I’m certain of, but these things are true: Cycles always prevail eventually. Nothing goes in one direction forever. Trees don’t grow to the sky. Few things go to zero. And there’s little that’s as dangerous for investor health as insistence on extrapolating today’s events into the future”

Howard Marks



Ano	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Desde o Início
HIX INST*	-	-	-	-1,43%*	25,59%	39,33%	-0,53%	68,20%	+6,38%	-13,37%	-15,81%	123,90%
HIX FIA	13,09%	8,78%	3,86%	8,28%	27,29%	31,48%	-4,35%	63,00%	+5,92%	-13,04%	-16,82%	174,97%
HIX Prev*	-	-	-	-	-	-	-	43,13%	+2,68%	-13,35%	-12,18%	11,83%
Ibovespa	6,82%	-15,50%	-2,91%	-13,31%	38,94%	26,86%	15,03%	31,58%	+2,92%	-11,93%	4,69%	87,82%
CDI	2,26%	8,05%	10,81%	13,25%	14,00%	9,93%	6,42%	5,96%	+2,76%	+4,42%	12,39%	136,62%
IPCA + 6%	4,61%	12,05%	12,76%	17,19%	12,64%	9,05%	9,92%	10,59%	10,76%	16,64%	11,89%	234,30%
SMLL	10,83%	-15,22%	-16,96%	-22,36%	31,75%	49,37%	8,12%	58,20%	-0,65%	-16,20%	-15,06%	44,21%

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

ABORDAREMOS OS SEGUINTE TEMAS NESTA CARTA:

1. Resultados e Cenário
2. Revisão de resultados e portfólio
3. Atualização das principais teses de investimento
4. Updates Institucional

Prezados investidores,

No segundo semestre de 2022, o HIX Capital FIA (“HIX FIA”) teve uma alta de 10,24% comparado à alta de 11,36% do Ibovespa e 6,62% do CDI. No ano de 2022, o HIX FIA teve uma queda de -16,82% comparado à alta de 4,69% do Ibovespa e um resultado de 12,55% do CDI. Desde o início das atividades da gestora, o HIX FIA acumula alta de 174,97% ou 10,20% a.a., comparado à valorização de 87,82% ou 6,24% a.a. do Ibovespa e ganho acumulado de 136,62% ou 8,62% a.a. do CDI. A contar de maio de 2005, a carteira administrada pelos gestores do HIX FIA teve valorização de 1.462,86%, comparado a 328,83% do Ibovespa¹ e a 381,80% do CDI. Considerando, em nossa opinião, que o “risco” está associado à probabilidade de perda permanente de capital, os retornos mencionados acima foram atingidos com baixo risco em comparação ao Ibovespa. Buscamos sempre empresas sólidas com negócios defensivos, para atingir o melhor retorno em função do risco assumido.

Não poderíamos iniciar esta carta sem reconhecer, novamente, a dor que nós cotistas estamos sentindo. Sim, inicialmente, somos sócios de nossos investidores, com 15% do capital dos nossos fundos, e sentimos na pele cada solavanco que nosso portfólio sofre. Isso não é por acaso, mas sim *by design*², gerando um alinhamento umbilical entre cada decisão tomada pelo nosso time e o melhor interesse de nossos clientes. Não é a primeira vez que experimentamos volatilidade em nosso portfólio, mas temos convicção no trabalho de análise que realizamos, e continuamos a atualizar diariamente, e nas empresas que compõe nossa carteira. Esperamos que ao longo desta carta sejamos capazes de traduzir aos nossos investidores o motivo pelo qual estamos confiantes com o retorno prospectivo do fundo.

Durante o ano de 2022, discutimos muito com nossos investidores as dificuldades de alocação de capital em bolsa em períodos que antecedem grandes preocupações macroeconômicas e ciclos de aperto monetários. Em nossa carta da metade deste ano, tentamos explorar em maior detalhe os efeitos do ciclo de aperto global no mercado brasileiro, e conseqüentemente no preço das empresas nas quais investimos, e que hoje sentimos que seguem válidos e muito atuais. Para evitar um excesso de informações repetidas, faremos nesta carta uma breve atualização sobre os temas discutidos em junho e, então, moveremos nossa discussão para nosso processo interno de construção de carteira antecipando um cenário desafiador, além de um *update* detalhado das maiores posições em nossa carteira. Para o leitor mais assíduo sugerimos uma consulta à nossa carta de junho de 2022³.

O ano de 2022 foi desafiador não apenas no Brasil, foi apenas a 5ª vez desde 1928 em que o mercado experimentou quedas combinadas do S&P, de títulos investidos em *bonds* do tesouro americano de 10 anos e no famoso portfólio combinado de 60% ações e 40% *bonds*, e a 1ª vez que a queda foi superior a 10% em todas. Na tentativa de frear a pressão inflacionária global, como efeito dos desdobramentos da COVID-19 e da guerra entre Rússia e Ucrânia, os principais bancos centrais no mundo rapidamente inverteram sua política de subsídio à liquidez na economia com baixas, algumas vezes negativas, taxas de juros e práticas como a de *quantitative easing*⁴ no mercado de *bonds* em economias desenvolvidas para uma política agressiva de aumento de juros e aperto monetário. Olhando para os dados atuais de inflação nos EUA e Europa, ainda nos parece prematura qualquer conclusão sobre a eficácia das medidas adotadas até agora em frear a economia, e conseqüentemente a onda de aumento de preços global, entretanto, a performance dos mercados globais em 2022 parece refletir, pelo menos parcialmente, a expectativa de investidores de recessão tanto nos EUA como na Europa.

¹ Inclui a Performance do Clube de Investimentos Keep Investing, de maio de 2005 até agosto de 2012. O desempenho anualizado da carteira até dezembro de 2020 foi de 22,0% a.a., versus 10,4% a.a. do Ibovespa. Os números dos fundos são apresentados líquidos de taxas.

² Valor básico na infraestrutura de determinada construção, no caso da nossa cultura corporativa.

³ hixcapital.com.br/wp-content/uploads/2022/08/HIX-Capital_Carta-aos-Investidores_1o-Semestre-2022-v3.pdf

⁴ *Quantitative Easing* ou QE é uma forma de política monetária em que um banco central compra ativos no mercado para auxiliar na diminuição dos juros e aumentar a oferta de dinheiro na economia. O processo contrário é chamado de *Quantitative Tightening* ou QT

S&P 500, US 10-Year Treasury, and 60/40 Portfolio (Total Return, 1928-2022)																			
Year	S&P	10-Yr	60/40	Year	S&P	10-Yr	60/40	Year	S&P	10-Yr	60/40	Year	S&P	10-Yr	60/40	Year	S&P	10-Yr	60/40
1928	43,8%	0,8%	26,6%	1947	5,6%	0,9%	3,7%	1966	-10,0%	2,9%	-4,9%	1985	31,7%	25,7%	29,3%	2004	10,9%	4,5%	8,3%
1929	-11,9%	4,2%	-5,5%	1948	5,4%	2,0%	4,0%	1967	23,9%	-1,6%	13,7%	1986	18,7%	24,3%	20,9%	2005	4,9%	2,9%	4,1%
1930	-28,5%	4,5%	-15,3%	1949	23,6%	4,7%	16,0%	1968	11,0%	3,3%	7,9%	1987	5,3%	-5,0%	1,2%	2006	15,8%	2,0%	10,3%
1931	-47,1%	-2,6%	-29,3%	1950	32,6%	0,4%	19,7%	1969	-8,4%	-5,0%	-7,0%	1988	16,6%	8,2%	13,2%	2007	5,6%	10,2%	7,4%
1932	-14,3%	8,8%	-5,3%	1951	23,8%	-0,3%	14,2%	1970	3,9%	16,8%	9,1%	1989	31,7%	17,7%	26,1%	2008	-37,0%	20,1%	-14,2%
1933	44,1%	1,9%	27,2%	1952	18,2%	2,3%	11,8%	1971	14,3%	9,8%	12,5%	1990	-3,2%	6,2%	0,6%	2009	26,4%	-11,1%	11,4%
1934	-4,7%	8,0%	0,4%	1953	-0,9%	4,1%	1,1%	1972	19,0%	2,8%	12,5%	1991	30,4%	15,0%	24,2%	2010	15,1%	8,5%	12,4%
1935	41,4%	4,5%	26,6%	1954	52,3%	3,3%	32,7%	1973	-14,7%	3,7%	-7,3%	1992	7,6%	9,4%	8,3%	2011	2,1%	16,0%	7,7%
1936	33,7%	5,0%	22,2%	1955	31,4%	-1,3%	18,3%	1974	-26,5%	2,0%	-15,1%	1993	10,1%	14,2%	11,7%	2012	16,0%	3,0%	10,8%
1937	-34,7%	1,4%	-20,3%	1956	6,5%	-2,3%	3,0%	1975	37,2%	3,6%	23,8%	1994	1,3%	-8,0%	-2,4%	2013	32,4%	-9,1%	15,8%
1938	30,1%	4,2%	19,7%	1957	-10,7%	6,8%	-3,7%	1976	23,9%	16,0%	20,8%	1995	37,6%	23,5%	31,9%	2014	13,7%	10,7%	12,5%
1939	-0,1%	4,4%	1,7%	1958	43,1%	-2,1%	25,0%	1977	-7,2%	1,3%	-3,8%	1996	22,9%	1,4%	14,3%	2015	1,4%	1,3%	1,3%
1940	-9,6%	5,4%	-3,6%	1959	12,0%	-2,6%	6,1%	1978	6,6%	-0,8%	3,6%	1997	33,3%	9,9%	24,0%	2016	11,9%	0,7%	7,4%
1941	-11,6%	-2,0%	-7,8%	1960	0,5%	11,6%	4,9%	1979	18,6%	0,7%	11,4%	1998	28,6%	14,9%	23,1%	2017	21,8%	2,8%	14,2%
1942	20,1%	2,3%	13,0%	1961	26,9%	2,1%	17,0%	1980	32,5%	-3,0%	18,3%	1999	21,0%	-8,3%	9,3%	2018	-4,4%	0,0%	-2,6%
1943	25,6%	2,5%	16,4%	1962	-8,7%	5,7%	-2,9%	1981	-4,9%	8,2%	0,3%	2000	-9,1%	16,7%	1,2%	2019	31,5%	9,6%	22,7%
1944	19,5%	2,6%	12,8%	1963	22,8%	1,7%	14,3%	1982	21,5%	32,8%	26,0%	2001	-11,9%	5,6%	-4,9%	2020	18,4%	11,3%	15,6%
1945	36,3%	3,8%	23,3%	1964	16,4%	3,7%	11,3%	1983	22,6%	3,2%	14,8%	2002	-22,1%	15,1%	-7,2%	2021	28,7%	-4,4%	15,4%
1946	-8,0%	3,1%	-3,6%	1965	12,5%	0,7%	7,8%	1984	6,3%	13,7%	9,2%	2003	28,7%	0,4%	17,4%	2022	-18,1%	-16,5%	-17,5%

Fonte: Bloomberg

Se a situação nos principais mercados do mundo ainda nos parece incerta, o Brasil, que além de importar boa parte das adversidades globais, ainda é capaz de criar seus próprios infortúnios. Em junho comentamos que “o efeito combinado destas incertezas globais com as mazelas político-eleitorais domésticas, levou o mercado a atribuir uma alta probabilidade para um desarranjo fiscal no futuro breve, e incorporá-lo “no preço” dos ativos de mercado como NTN-B e bolsa. O MSCI Brasil, por sua vez, está negociando em níveis de stress, comparáveis apenas com períodos como a eleição presidencial de 2002, a crise financeira global de 2008 e pré-impeachment da Presidente Dilma (2015/16). O que gera discussão de quanto os riscos descritos acima já parecem incorporados, enquanto pouco da perspectiva de crescimento de lucros se reflete”. Este cenário apenas se deteriorou desde então.

Índice MSCI Brasil em USD desde 2000



Fonte: Bloomberg em 30 de dezembro de 2022

Quando olhamos para o real desempenho das empresas domésticas listadas, que, em sua maioria, é composta por empresas líderes, que apresentam alto retorno sobre o capital investido e potencial de crescimento de lucros, o resultado é surpreendentemente negativo. Mesmo com uma performance negativa muito material nos últimos dois anos, estas empresas ainda superaram os principais índices de mercado nos últimos 10 anos. Em nossa visão, este movimento contrário do preço dos ativos em favor de empresas mais ligadas à commodities é cíclico e tem gerado oportunidades interessantes para investimentos com horizonte de longo-prazo em empresas resilientes e de alta qualidade.

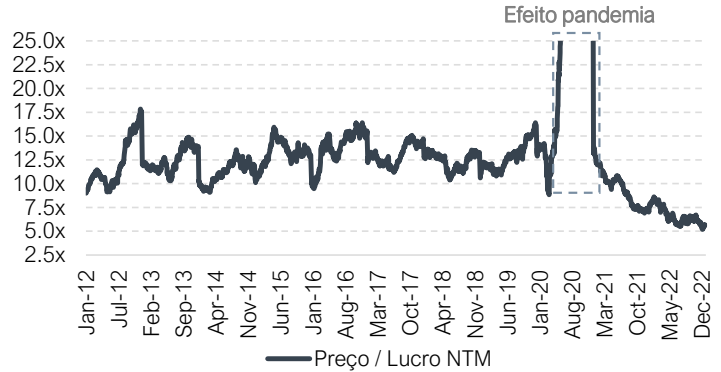
Na tabela abaixo, comparamos a performance dos índices Ibovespa, o SMLL⁶ – índice de empresas de menor capitalização da B3 e o ICON7 – índice de empresas de consumo da B3, que acreditamos que representa um

⁶ Múltiplo preço / lucro dos próximos 12 meses (estimativa de lucros do consenso de analistas de mercado, “Best P/E” Bloomberg)

⁷ https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-de-segmentos-e-setoriais/indice-small-cap-smll.htm

⁸ https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-de-segmentos-e-setoriais/indice-de-consumo-icon-b3.htm

Múltiplo P/E NTM⁶ do Ibovespa desde 2012



pouco melhor este universo de empresas domésticas, descritas acima. Em 2022, um eventual Ibovespa ajustado⁸, com a exclusão de apenas 3 empresas do índice já mostram uma figura muito diferente sobre a performance das ações brasileiras no ano.

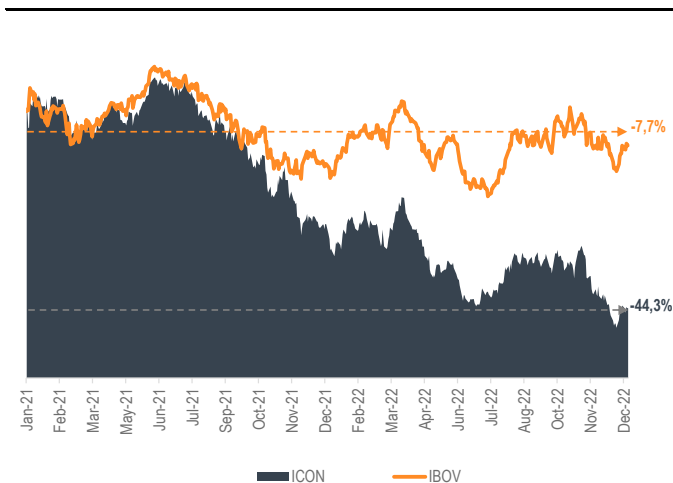
Retornos anuais de diferentes índices desde 2011

	IBOV	IBOV Aj.	SMLL	ICON
2011	(18.1%)		(16.6%)	0.5%
2012	7.4%		28.7%	40.4%
2013	(15.5%)		(15.2%)	0.7%
2014	(2.9%)		(16.9%)	11.6%
2015	(13.3%)		(22.4%)	(6.7%)
2016	38.9%		31.7%	13.2%
2017	26.9%		49.3%	33.1%
2018	15.0%		8.1%	(9.6%)
2019	31.6%		58.2%	55.2%
2020	2.9%		(0.7%)	0.8%
2021	(11.9%)		(16.2%)	(26.1%)
2022	4.7%	(5.9%)	(15.1%)	(25.4%)
Perf. acum.	158.3%		139.6%	174.3%

Fonte: Bloomberg em 30 de dezembro de 2022 e HIX

Nota: IBOV Aj. é o índice Ibovespa ex-performance de Vale, Itaú e Petrobras

ICON - últimos 24 meses base 100



Iniciamos o ano de 2023 com um sentimento muito parecido com o ano de 2015, quando novamente se instituiu um novo ciclo de governo que mostrava pouca, se não nenhuma, preocupação com estabilidade fiscal, controle de gastos públicos e consequências do excessivo controle sobre o preço de combustíveis e mercado de crédito através da participação ativa do governo em empresas estatais e bancos de crédito e desenvolvimento. As primeiras decisões tomadas e os indícios sobre qual caminho de política econômica será seguido pelo atual governo nos fazem lembrar os eventos que experienciamos no final do primeiro mandato e início do segundo mandato do governo da ex-presidente Dilma Rousseff.

Em nossa carta de [junho de 2014](#)⁹ comentamos, meses antes da reeleição da ex-presidente Dilma, “Continuamos com a visão de que a economia brasileira segue em processo de desaceleração e de que 2015 deverá ser um ano de ajuste. Essa visão tornou-se um consenso ao longo dos últimos meses e de certa forma está na expectativa da maioria dos investidores. É muito difícil prever o formato, magnitude ou quando este ajuste ocorrerá e isso torna ingrato o trabalho de prever o seu impacto nos resultados das empresas brasileiras. Neste contexto, a estratégia de construção da nossa carteira está baseada no investimento em empresas que tenham uma dinâmica de crescimento de lucros baseada em alavancas internas. Isto é, buscamos empresas que, para aumentar seus resultados nos próximos anos, dependam principalmente de fatores internos como corte de custos, melhorias operacionais, projetos novos ou que possuam tendências estruturais de crescimento. Desta forma, acreditamos que o nosso portfólio é bastante sólido, pouco correlacionado com a volatilidade do mercado e com alta probabilidade de conseguir crescer os resultados, mesmo em cenários econômicos mais desafiadores”.

Novamente vemos um cenário de grandes incertezas econômicas futuras, desta vez combinado com um rápido movimento recente de aperto monetário no Brasil, que em 15 meses levou a taxa básica de juros de 2,0% ao ano para 13,75% entre março de 2021 e agosto de 2022, afetando o fluxo de capital de fundos de ações e multimercados para renda fixa em velocidade antes não vista. Apenas entre os meses de janeiro e novembro de 2022 os resgates líquidos acumularam mais de R\$67 bilhões para fundos de ações e R\$84 milhões para fundos multimercado.

Como antecipamos em junho deste ano, acreditamos que o “preço de tela” de muitas empresas já representa o resultado de uma “liquidação forçada”, principalmente em *small caps*¹⁰ e empresas com menor liquidez, que muitas vezes não é correspondida pela deterioração de fundamentos que afetam o valor intrínseco destes negócios. Mais abaixo, vamos detalhar a performance operacional e financeira das principais posições dos fundos da HIX e o porquê acreditamos que é possível se aproveitar destes movimentos técnicos para aumentar

⁸

⁹ <http://hixcapital.com.br/wp-content/uploads/2021/08/HIX-Capital-Carta-aos-Investidores-Junho-2014.pdf>

¹⁰ Conjunto de empresas listadas com menor valor de capitalizações de mercado. Segundo a definição do *investopedia* para o mercado americano são empresas com valor de mercado entre US\$300 milhões e US\$2 bilhões. Em nossa carta de junho de 2022 definimos empresas menores que R\$3 bilhões como *micro-caps* e entre R\$3 bilhões e R\$10 bilhões como *small caps*.

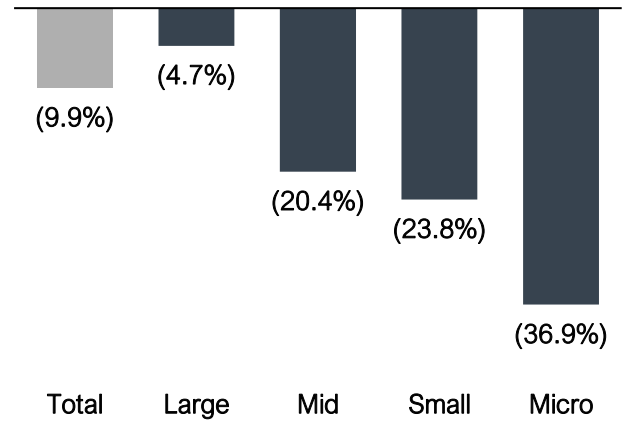
a exposição, e as vezes iniciar novos investimentos, em ativos com um conjunto de características que julgamos excepcionais dentro das empresas que gostaríamos de carregar em nossas carteiras.

Tanto empresas menores como com menor liquidez se tornaram mais ilíquidas

Tamanho de empresa	Média de liquidez diária por market cap. (R\$'000)		
	ADTV - 3 meses	ADTV - 24 meses	Var. (%)
Micro (<R\$3bi)	8.439	12.618	(33,1%)
Small (R\$3-10bi)	49.417	56.810	(13,0%)
Mid (R\$10-20bi)	121.925	142.777	(14,6%)
Large (>R\$20bi)	374.739	363.955	3,0%

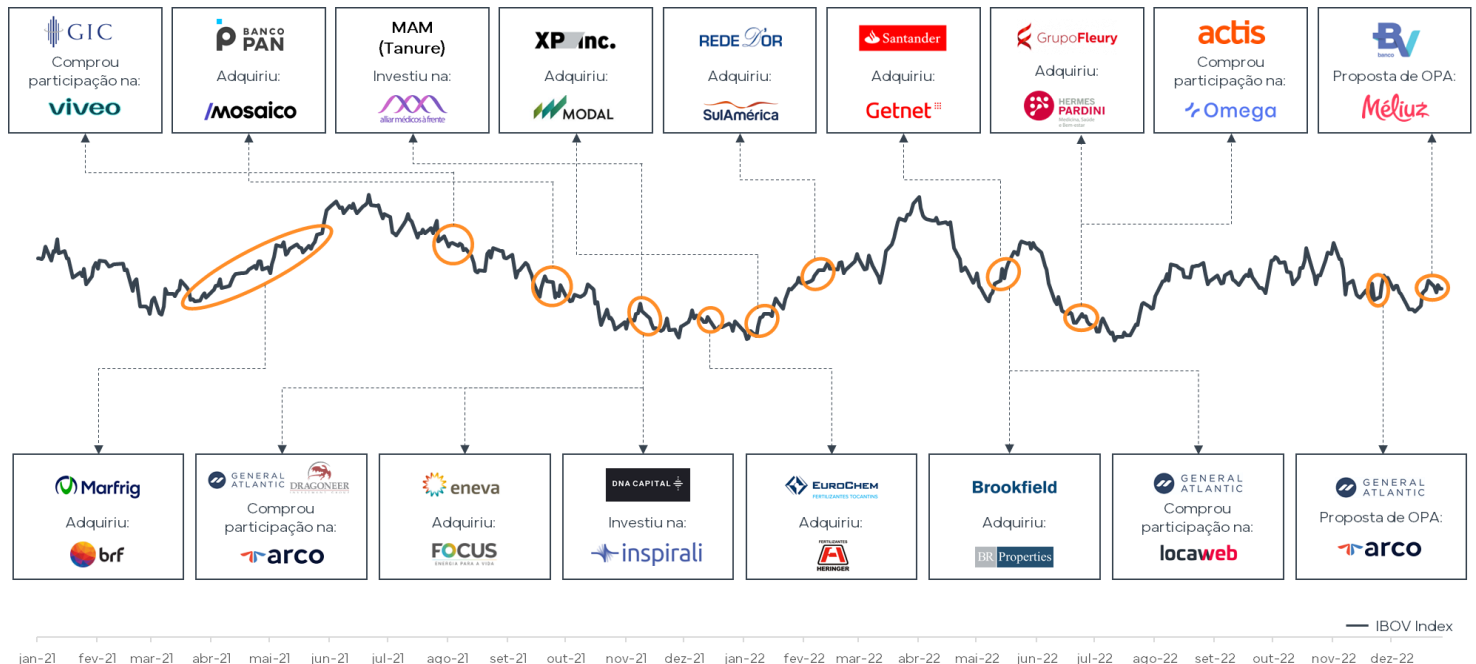
Volume médio diário	Média de liquidez diária por volume (R\$'000)		
	ADTV - 3 meses	ADTV - 24 meses	Var. (%)
<R\$2 mm	355	1.115	(68,1%)
R\$2-5 mm	3.448	8.673	(60,2%)
R\$5-10 mm	7.483	12.825	(41,7%)
R\$10-20 mm	14.506	20.936	(30,7%)
R\$20-50 mm	31.214	40.102	(22,2%)
>R\$50 mm	254.820	251.960	1,1%

Queda das ações foi maior em empresas menores (performance 2022 em %)



Fonte: Bloomberg e HIX em 30 de dezembro de 2022

A título exemplificativo da atual distorção entre valor e preço no mercado, decidimos ser ainda mais repetitivos e atualizar um quadro de nossa última carta. Neste, incluímos dois eventos que envolvem ações do nosso portfólio, Arco Educação e Méliuz. Enquanto o “Sr. Mercado”¹¹ se desespera com as oscilações de curto-prazo, os investidores de longo-prazo aproveitam o momento para ir às compras.



Como enxergamos o papel do investidor de longo-prazo e o investimento em ações neste ambiente?

Se no início de 2015 conseguíssemos antever que os 5 anos seguintes no Brasil trariam uma taxa SELIC média maior que 10,0%, diminuição do PIB em termos reais e alta inflação, poucos seriam os investidores que escolheriam ter uma parcela de seu patrimônio alocado na bolsa brasileira e, portanto, teriam renunciado a um retorno nos próximos 5 anos de 182,5% nos fundos da HIX ou 131,3% no Ibovespa vs. 61,4% do CDI e 71,1% do IPCA+6.

¹¹ Mr. Market is an allegory created by investor Benjamin Graham to describe what he believed were the irrational or contradictory traits of the stock market.

Humildes quanto a nossa falta de capacidade de prever os impactos macroeconômicos, e suas consequências na forma de inflação e/ou juros mais altos por um prazo maior que o esperado e aumento de impostos, no resultado das empresas, temos focado nossos esforços em priorizar nossos investimentos em empresas, que dadas suas características fundamentais, apresentam oportunidades de crescimento em seus resultados por (i) alta capacidade de repasse de preços aos seus clientes; (ii) tendências seculares de crescimento; (iii) oportunidades internas de melhorias e corte de custos; (iv) pouco alavancadas ou com posição de caixa líquido; e (iv) tocadas por gestores extremamente capazes.

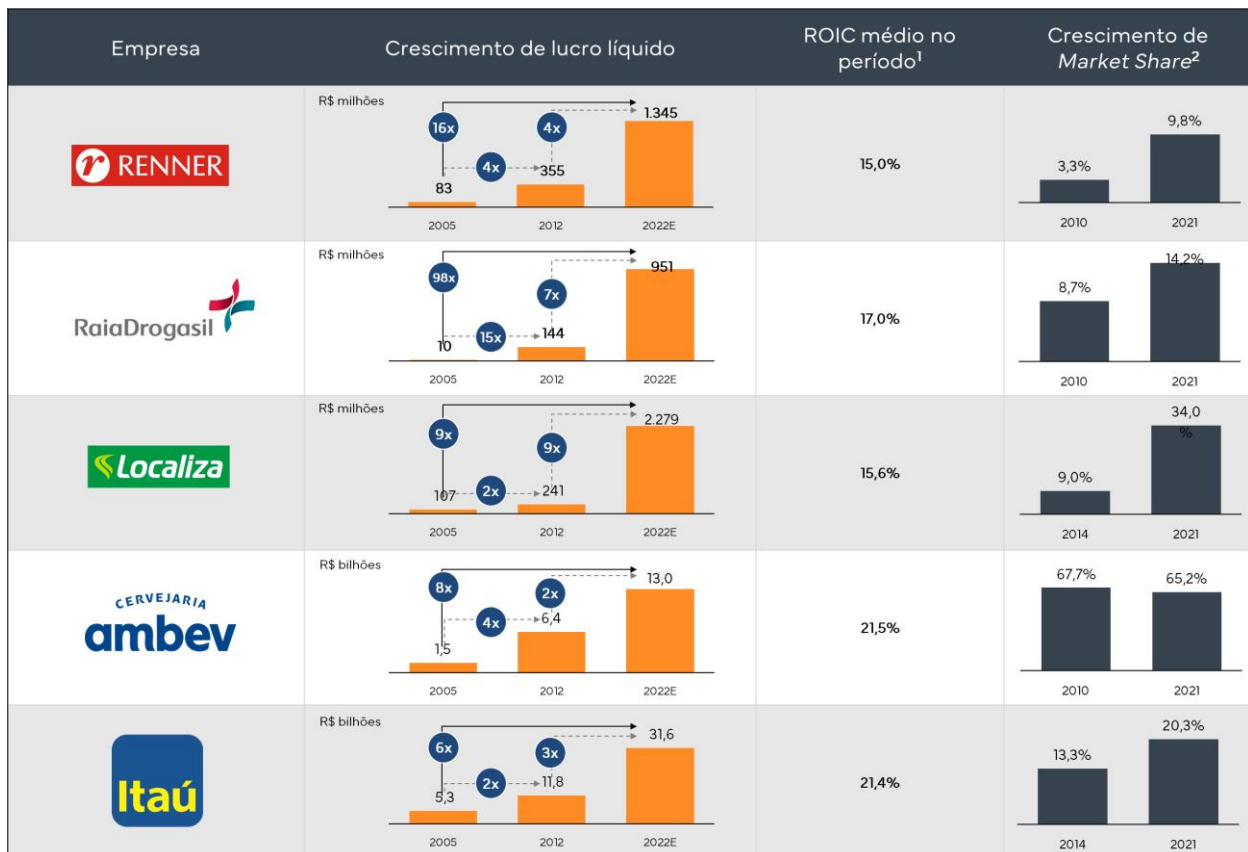
Comentamos recorrentemente em nossas comunicações com investidores, nossa confiabilidade de que, no longo prazo, o preço das ações tende a convergir para o valor intrínseco das empresas e, portanto, o nosso diferencial está, através de diligente análise independente, identificar boas oportunidades de investimento em empresas com as características citadas acima.

“In the short run, the market is a voting machine but in the long run, it is a weighing machine.”
Benjamin Graham

Já vimos algumas vezes durante nosso histórico na HIX que, em momentos de incerteza e ajustes, o preço “de tela” das ações das empresas podem sofrer, porém, mesmo durante estes períodos, empresas líderes e de alta qualidade conseguem acelerar seu crescimento a despeito de um ambiente de recessão ou menor crescimento econômico, com ganhos importantes de *market share* em cima de concorrentes mais vulneráveis. Nestes cenários, o sistema financeiro se torna mais seletivo e o capital se torna ainda mais escasso para empresas frágeis e disponível apenas para este grupo seletivo de empresas, que fortalece os bons gestores e negócios com boas alternativas de alocação de capital à atrativas taxas de retorno e que, muitas vezes, nem consideram a necessidade deste capital adicional.

De certa forma, esse tipo de ambiente foi o motor que impulsionou a performance de empresas vencedoras como Ambev, Renner, Raia Drogasil, Itaú-Unibanco e Localiza às alturas que atingiram. Em períodos de crescimento forte (entre 2005-2012 o PIB real do Brasil cresceu 36%) ou fraco (na última década o PIB real cresceu apenas 7,5%), quando houve uma grande crise global, pelo menos duas outras crises locais, o impeachment de um presidente, a pandemia e os efeitos negativos da guerra entre Ucrânia e Rússia, estas empresas aumentaram seu *market share* e viram seus lucros multiplicarem inúmeras vezes.

Performance de longo-prazo de empresas “vencedoras”




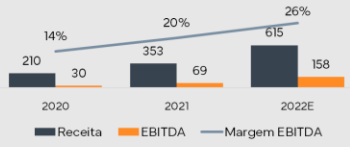
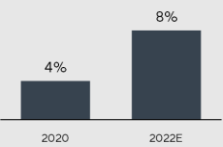

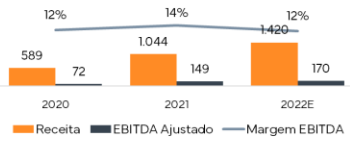
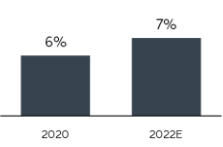

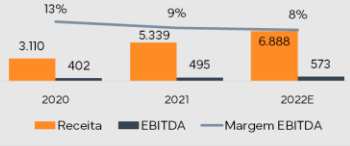
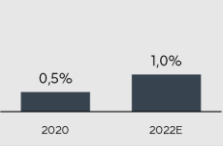

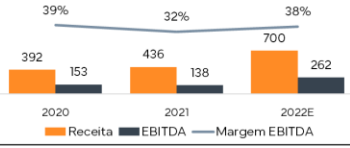
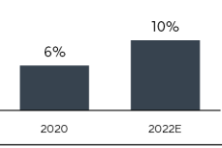
Fonte: Informações das companhias

Notas: 1: ROIC médio entre 2005-2022. Para Itaú, utilizamos o ROE médio. Para RaiaDrogasil, exclui ágio e é a média entre 2014 e 2021

2: Renner, Euromonitor; RaiaDrogasil, IQVIA; Localiza, market share da frota locável, ABLA; Ambev, Euromonitor; e Itaú, market share sobre carteira de crédito total do sistema financeiro PF e PJ, BaCen

Vemos em nossos investimentos atuais a matéria-prima para escrever um capítulo semelhante na economia brasileira nos próximos anos. Orizon, Sinqia, 3tentos e Boa Safra são alguns exemplos de empresas líderes em seus segmentos, que atuam em mercados grandes e com potencial de consolidação, bem capitalizadas e com alto retorno sobre capital investido:

Exemplos de empresas em nosso portfólio com características semelhantes às “vencedoras”

Empresa	Receita Líquida e EBITDA (R\$ mm)	ROIC médio no período ¹	Crescimento de Market Share ²
	 <p>2020: Receita 210, EBITDA 30, Margem EBITDA 14% 2021: Receita 353, EBITDA 69, Margem EBITDA 20% 2022E: Receita 615, EBITDA 158, Margem EBITDA 26%</p>	24,0%	 <p>2020: 4% 2022E: 8%</p>
	 <p>2020: Receita 589, EBITDA Ajustado 72, Margem EBITDA 12% 2021: Receita 1.044, EBITDA Ajustado 149, Margem EBITDA 14% 2022E: Receita 1.420, EBITDA Ajustado 170, Margem EBITDA 12%</p>	30,6%	 <p>2020: 6% 2022E: 7%</p>
	 <p>2020: Receita 3.110, EBITDA 402, Margem EBITDA 13% 2021: Receita 5.339, EBITDA 495, Margem EBITDA 9% 2022E: Receita 6.888, EBITDA 573, Margem EBITDA 8%</p>	24,1%	 <p>2020: 0,5% 2022E: 1,0%</p>
	 <p>2020: Receita 392, EBITDA 153, Margem EBITDA 39% 2021: Receita 436, EBITDA 138, Margem EBITDA 32% 2022E: Receita 700, EBITDA 262, Margem EBITDA 38%</p>	29,5%	 <p>2020: 6% 2022E: 10%</p>

Fonte: Informações das companhias

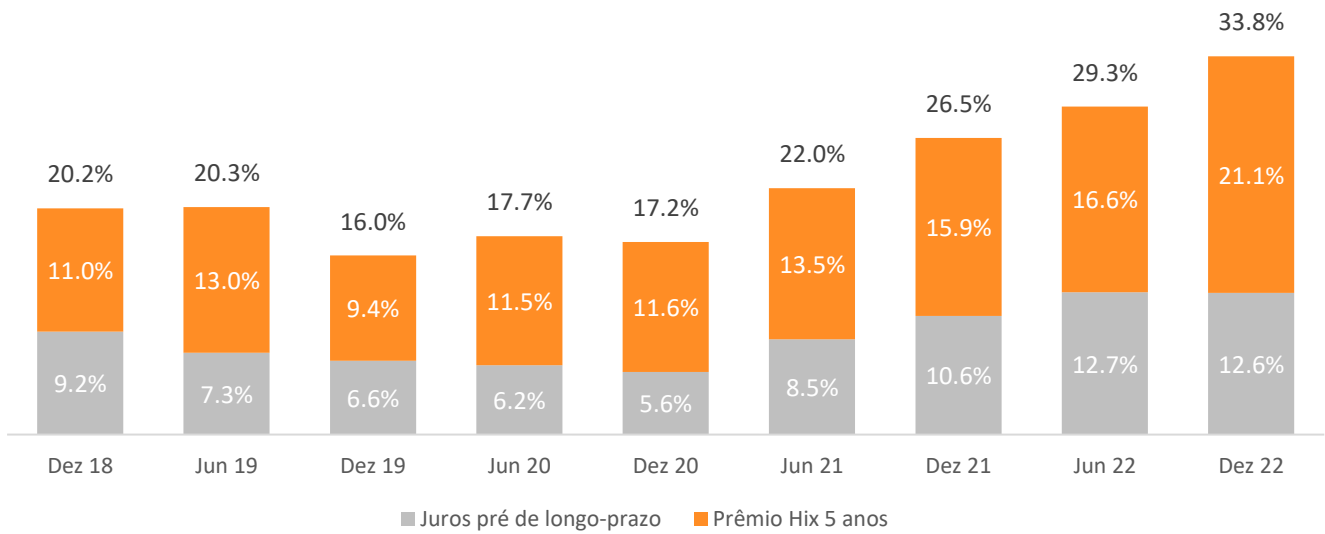
Notas: 1: ROIC médio entre 2020-2022. Para a Orizon, ROIC marginal médio dos dois últimos projetos investidos

2: Sinqia, ABES; Orizon, ABREPE; Boa Safra, companhia, mercado de sacas de sementes de soja 40kg; 3Tentos, mercado de insumos agrícolas no Brasil

Apesar de poucas mudanças em nossas principais posições desde nossa última carta compartilhada, acreditamos que entramos em 2023 com um portfólio altamente defensivo, com fundamentos sólidos, claras barreiras de entrada, gerida por times de gestão de excelência e com capacidade de entregar bom crescimento de lucros, mesmo em cenários mais desafiadores para a economia no Brasil.

Além dos pontos acima, poucas vezes vimos estas empresas negociadas com tamanho desconto para o que acreditamos ser seu valor intrínseco. Quando olhamos o retorno esperado do nosso portfólio ficamos muito animados. A TIR média esperada do nosso portfólio, nos próximos 5 anos, é de 33,8%, levando a um prêmio sobre a curva do CDI de 21,1%. Esta marca é historicamente bastante elevada para nosso portfólio, e se sobrepõe a uma taxa pré-fixada de longo-prazo já elevada de 12,9%a.a. (dezembro de 2022).

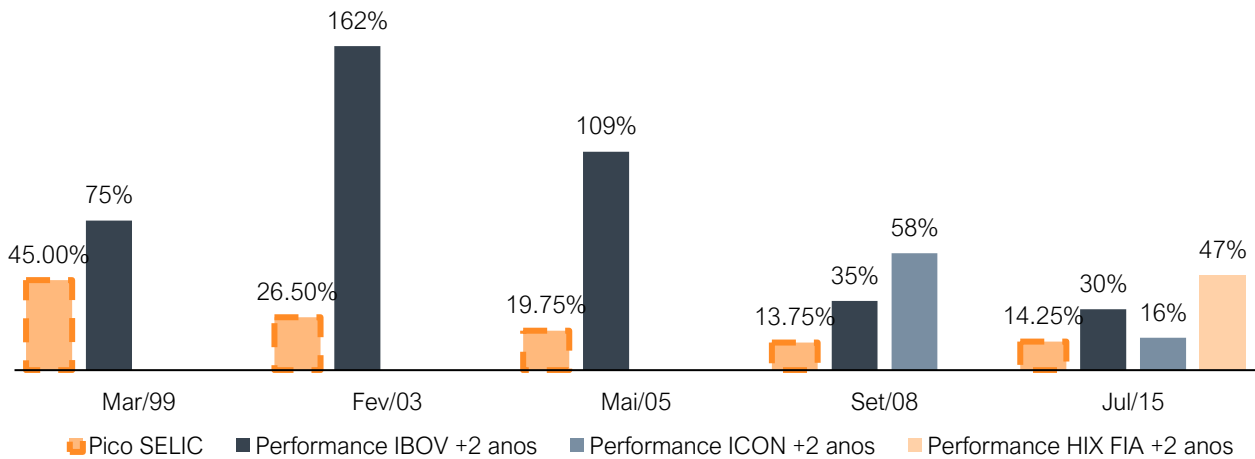
Prêmio de retorno do portfólio da HIX em 5 anos vs. juros de longo-prazo



Fonte: Tesouro direto e HIX

Como sempre, focamos apenas naquelas empresas que tem uma alta qualidade de resultados e previsibilidade de fluxo de caixa futuro, e por consequência tem um baixo risco de perda permanente de capital. Dito isso, a combinação de juros altos com altos prêmios de retorno tende a períodos futuros de retornos muito interessantes para ativos de renda variável. Ao longo da história recente, os retornos de dois anos dos principais índices após a reunião que estabeleceu picos da meta SELIC foram muito positivos.

Pico da meta SELIC vs. performance do IBOV, ICON e HIX FIA após 2 anos



Nota: ICON e HIX FIA desde suas datas disponíveis
 Fonte: Banco Central e Bloomberg

Revisão de Resultados & Portfólio

Das 23 empresas que compunham o portfólio em dezembro (com 89% de exposição), desinvestimos de 8, liberando aproximadamente 17,4% do nosso capital. Por outro lado, iniciamos 4 novas posições no semestre, que já tinham sido investimentos do fundo no passado. O caixa no final de dezembro representava 3,33% do portfólio, refletindo nosso otimismo com as perspectivas das empresas. As maiores posições do fundo no fechamento do semestre eram (em ordem decrescente): Eneva, Orizon, Singia, Vittia, Iguatemi, 3Tentos representando juntas 50,6% do nosso portfólio.

AS PRINCIPAIS CONTRIBUIÇÕES DE PERFORMANCE DO HIX CAPITAL FIA NO 2º SEMESTRE DE 2022 FORAM:

TOP 5 CONTRIBUIÇÕES		TOP 5 DETRATORES	
1. Cury	3,24%	1. Eneva	-3,13%
2. PRIO	2,35%	2. Grupo SBF	-1,36%
3. Orizon	1,98%	3. Singia	-0,88%
4. Brasilagro	1,52%	4. Light	-0,78%
5. Vittia	1,45%	5. Inter & CO	-0,67%
Total Positivas	+19,23%	Total Negativas	-7,92%

AS PRINCIPAIS CONTRIBUIÇÕES DE PERFORMANCE DO HIX CAPITAL FIA NO ANO DE 2022 FORAM:

TOP 5 CONTRIBUIÇÕES		TOP 5 DETRATORES	
1. Cury	2,32%	1. Light	-4,74%
2. Orizon	1,72%	2. Desktop	-2,07%
3. PRIO	1,60%	3. Hapvida	-1,99%
4. Brasilagro	0,83%	4. Mercado Livre	-1,92%
5. 3Tentos	0,31%	5. Eneva	-1,71%
Total Positivas	+8,95%	Total Negativas	-21,16%

Atualização: tese de investimento

Portfólio HIX

Como de costume gostaríamos de atualizar nossos investidores em relação a algumas de nossas teses de investimentos e desenvolvimentos recentes de companhias portfólio. Pedimos desculpas pela repetitividade das palavras: barato, atrativo, desvalorizado entre outras. Raramente encontramos no mercado um número tão prolífico de oportunidades de empresas de alta qualidade a um valuation tão descontado.

- Eneva
- Orizon
- Iguatemi
- Sinqia
- Cury
- 3tentos
- Boa Safra
- Aura Minerals
- Vittia
- Brasilagro

Eneva

Como discutimos em nossa carta anterior, realizamos nosso primeiro investimento na Eneva em 2017 e a companhia é hoje uma das posições mais antigas em nossa carteira. Nossa tese de investimentos é pautada no posicionamento privilegiado da companhia em um cenário de transição energética, que vamos aprofundar abaixo, e que permite alocações de capital a taxas muito atrativas, tanto nos últimos 5 anos como em projetos futuros.

Evolução Eneva	2017	2021
Valor de mercado	R\$ 4,4 bn	R\$ 17,9 bn
Capacidade instalada	2,2 GW	3,7 GW
Reservas de gás e condensado (2P)	18,8 Bcm	44,3 Bcm 4,7 MM bbl
EBITDA Ajustado	R\$ 1,4 bn	R\$ 2,2 bn
Margem EBITDA	39.30%	43.20%
ROE	1.50%	17.30%
Capital investido	- R\$ 5,3 bn ->	

O crescimento das fontes renováveis, como eólica e solar, traz sazonalidade e intermitência ao parque de geração de energia do sistema elétrico nacional. Com um recurso que não pode ser armazenado – e sistemas de armazenamento a baterias ainda distantes de serem economicamente viáveis – as usinas térmicas à gás natural assumem um papel de fornecer energia barata e com baixa pegada de carbono, que garantem a confiabilidade de geração de energia para o sistema. Assim, o gás natural se destaca como a fonte preferencial de geração térmica durante esta fase de transição.

O ano de 2022 foi extremamente importante para a companhia, e foi seguido de diversos acontecimentos relevantes, no qual a Eneva:

- Divulgou sua visão estratégica de 10 anos, evidenciando sua pretensão em ser um dos protagonistas na transição energética do país, com posicionamento tanto no mercado de gás natural quanto no mercado de renováveis;
- Fechou seus primeiros contratos de comercialização de gás natural com Suzano e Vale, credenciando a companhia como pioneira no desenvolvimento de um mercado com retorno interessante;

- (iii) Realizou a aquisição de CELSE, um ativo que garante um posicionamento estratégico relevante no mercado de gás natural das regiões do Sergipe e da Bahia;
- (iv) Foi vencedora do leilão de reserva de capacidade na modalidade energia em setembro deste ano, onde aumentou em 560 MW sua capacidade instalada de geração de energia, que devem contribuir com aproximadamente R\$5,0 bilhões de valor adicional para seus acionistas.

Todos estes movimentos foram acompanhados de um *follow-on*, no qual a empresa captou R\$4,0 bilhões para fazer frente aos investimentos necessários para sua conclusão. Seus principais acionistas acompanharam a totalidade ou parte do aumento de capital, o que em nossa visão demonstra que capital não será um problema na existência de projetos que continuem contribuindo com o crescimento do valor intrínseco da companhia.

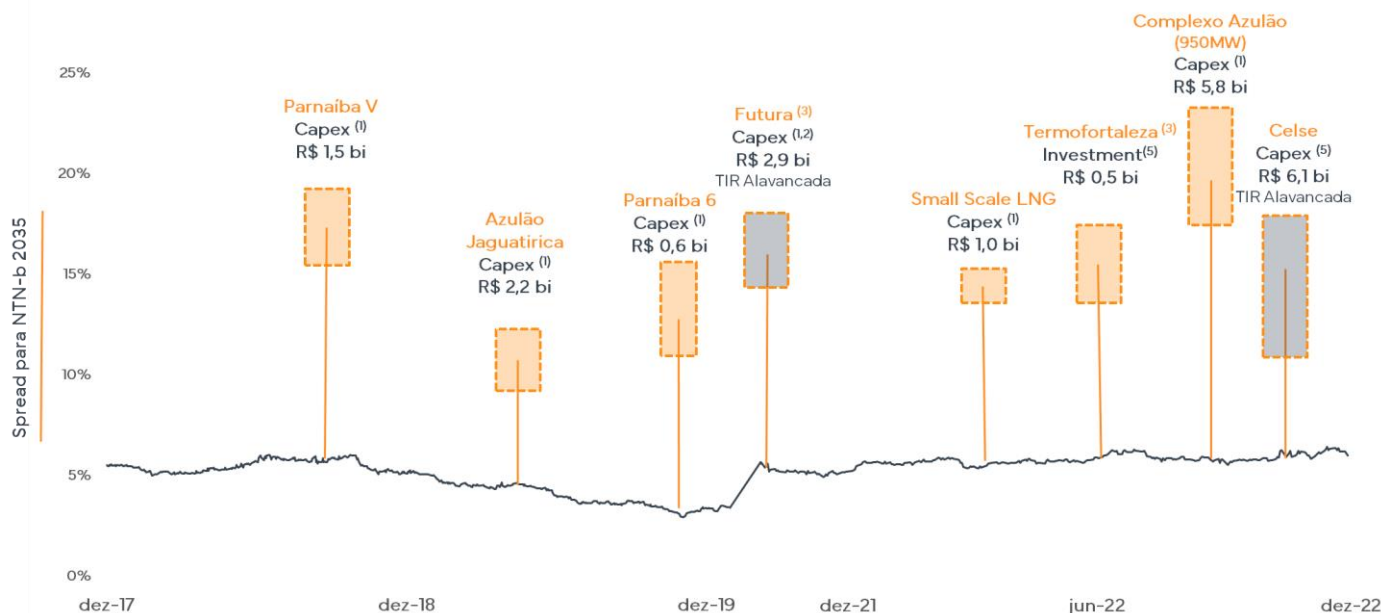
Do lado institucional, a Eneva também passou por uma sucessão em sua diretoria, com a saída do antigo CEO, Pedro Zinner no final de 2022, que estava no cargo há quase 6 anos. O escolhido para assumir foi Lino Cançado, antigo diretor de operações, que ocupava esse cargo desde 2018 e está na Eneva desde 2015 e tem mais de 30 anos de experiência na indústria. Lino era responsável pela gestão operacional de todos os ativos e pelas áreas exploratórias da companhia. Pela sua relevância na empresa, seu conhecimento da operação e do setor, além de sua participação já ativa nas reuniões de diretoria e sua relação com os principais acionistas, enxergamos o Lino como uma excelente escolha para ocupar este cargo. Vale ressaltar que essa é uma transição que vinha sendo preparada desde novembro de 2021. Acreditamos que o Pedro encerrou um ciclo muito bem-sucedido, com a realização do turnaround da companhia e auxílio na determinação de um plano estratégico de longo prazo, apresentado no Eneva Day de 2022¹², em que a companhia traçou suas áreas de interesse para os próximos 10 anos.

Vantagem competitiva da companhia

O transporte e armazenamento do gás natural são complexos e custosos. Uma das grandes fortalezas da Eneva é ser detentora de campos de hidrocarbonetos e responsável pela extração do gás em locais próximos a linhas de transmissão, se tornando assim o *lowest cost provider* de energia armazenável no nosso país, que lhe garantiu e garante uma vantagem competitiva relevante em novos projetos de térmicas a gás. Resultado desta vantagem nos últimos anos, a Eneva foi capaz de investir com retornos elevados.

No preço “de tela”, enxergamos um ótimo retorno para as ações sem a necessidade de inclusão de novos projetos no modelo (ou seja, apenas com os projetos já contratados). Entretanto, as condições de mercado nos parecem intactas para novos investimentos, não só com altos retornos, mas em volume suficiente para que sejam relevantes para multiplicação do valor intrínseco da companhia.

¹² <https://ri.eneva.com.br/informacoes-financeiras/apresentacoes-e-teleconferencias/>

Taxa interna de retorno desalavancada dos projetos (em termos reais) e divulgada pela companhia

Notas: (1) Capex Estimado; (2) Capex da Usina Fotovoltaica Futura 1; (3) Inclui Futura 1 e Trading; e (4) Título do Tesouro Nacional; (5) Valor de aquisição do projeto alavancado; (6) Valor de aquisição do projeto desalavancado.

Fonte: Site RI ENEVA, Apresentação Corporativa dezembro/2022.

Como exemplo, uma das novas avenidas de crescimento da companhia é o desenvolvimento do mercado de substituição de diesel e óleo combustível por gás natural através de *Small Scale LNG*¹³. Embora ainda incipiente, este nos parece um mercado de tamanho expressivo e com retornos bem acima do custo de capital.

Estamos ainda mais animados com as oportunidades, conforme aprofundamos nas análises de potencial de geração de valor destes novos projetos para a companhia. O crescimento de fontes intermitentes na nossa matriz deve trazer uma necessidade maior de térmicas para o nosso sistema. Agregado a isso, a transição energética deveria trazer um incentivo cada vez maior pela substituição de diesel e óleo combustível por combustíveis menos poluentes, como o gás natural. Neste contexto, mesmo em um cenário com diversas oportunidades de alocação de capital não incluídas em nosso modelo, estamos enxergando o maior desconto da história para o valor justo de seus ativos, com um retorno esperado próximo a IPCA + 15% a.a., um prêmio de quase 9% a.a. para a NTN-B.

Orizon

O setor de gestão e valorização de resíduos ainda é muito incipiente, tanto no Brasil como fora. O Brasil consome 76 milhões de toneladas de resíduos sólidos urbanos, dos quais apenas 46 milhões têm a destinação adequada, por consequência, mais de 1.500 lixões deveriam ser encerrados e ter seus recursos direcionados para aterros sanitários, o que garante um crescimento importante para o mercado da Orizon. A crescente preocupação com sustentabilidade criou um ambiente propício para que novas soluções de valorização de resíduos se apresentem. Neste contexto, acreditamos que Orizon, uma das maiores empresas de gestão e valorização de resíduos sólidos do país, é uma das empresas mais bem-posicionada para atuar na vanguarda de desenvolvimento destas soluções. Para os leitores mais estudiosos é possível conhecer mais sobre a empresa em nosso HIX Talks com Milton Pilão, CEO e fundador da mesma¹⁴.

Clique [aqui](#) para acessar o **HIX Talks | Orizon**

¹³ https://www.epe.gov.br/sites-pt/publicacoes-dados-abertos/publicacoes/PublicacoesArquivos/publicacao-706/NT%20GNL%20Pequena%20Escala_r0.pdf

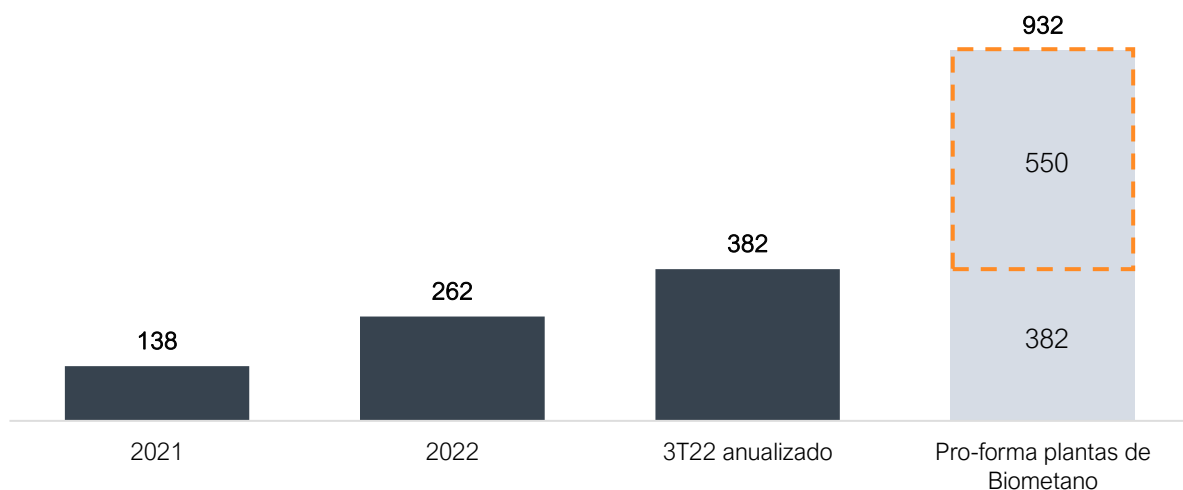
¹⁴ <https://vimeo.com/user129371382/hixtalks>

Nossa tese de investimento é baseada na previsibilidade do negócio de aterros, que garante um fluxo de caixa estável e resiliente, com pouca dependência da economia, e por diversas opcionalidades que podem surgir por meio de novas iniciativas para extração valor dos resíduos já destinados a estes aterros. Atualmente, já existem três frentes estruturadas:

- (i) Monetização do biogás por meio de geração de energia ou venda para consumidores de gás natural.
- (ii) Unidades de tratamento mecanizada, separando o material reciclável e vendendo para grandes consumidores.
- (iii) Venda de créditos de carbono, se aproveitando da menor emissão de gases com a utilização do biogás.

Em 2022, a Orizon realizou uma série de movimentos importantes, como: (i) a aquisição dos ativos da Estre, uma empresa de aterros sanitários que estava em recuperação judicial, dobrando seu volume de resíduos recebidos; (ii) implementou a usina térmica (geração de energia através do gás – biogás – produzido pelos resíduos em seus aterros) de Paulínia, em que tinha sido vencedora do leilão emergencial em 2021 e foi um projeto extremamente complexo, dado seu curto tempo de construção; e (iii) divulgou seu plano de implantação das plantas de biometano (biogás purificado), no qual espera R\$1,2 bilhões em 10 aterros ao longo dos próximos 3 anos, um projeto que pode entregar um EBITDA adicional de R\$ 550 milhões.

EBITDA da Orizon (em R\$mm)



Fonte: informações da companhia e estimativas da HIX

Como resultado de seus projetos desenvolvidos este ano e às aquisições realizadas, a Orizon quase dobrou seu EBITDA em 2022, que saiu de R\$ 138 milhões para R\$ 262 milhões. Quando olhamos o resultado do 3º trimestre anualizado (EBITDA 3T2022 x 4), a companhia já está em um patamar quase 3x maior comparada ao ano de 2021. Com a implementação das plantas de biometano, que são projetos de curto-prazo, a companhia deve operar com um EBITDA superior a R\$900 milhões (quase 7x maior que em 2021).

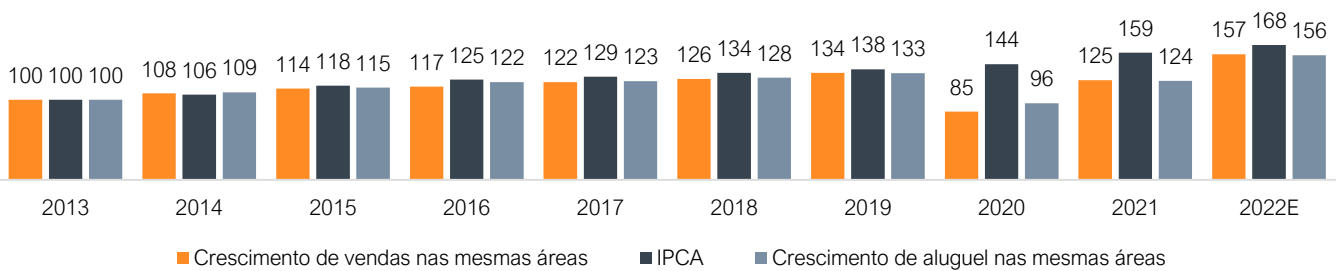
Entramos em 2023 animados com o início da execução dos planos já anunciados pela companhia, bem como para novas avenidas de crescimento que podem ficar mais visíveis ao longo da implementação destes projetos e possíveis novas aquisições, como a dos ativos da Estre mencionado acima. Mesmo com a performance positiva da ação, dados os movimentos de 2022 e o avanço dos planos de implantação das plantas de biometano, ainda vemos um retorno de IPCA + 15% a.a., um prêmio de mais de 9% para a NTN-B.

Iguatemi

A Iguatemi é uma das posições mais antigas da HIX – desde 2016 – e em tempo algum presenciamos um cenário de valuation tão atraente como o atual. Nossa tese se baseia na compra de um portfólio de shoppings de altíssima qualidade, com um baixo risco operacional e, hoje, com um preço extremamente descontado. A empresa está negociando a um desconto de mais de 40% para a média de seu múltiplo histórico, apesar do excelente momento operacional atual da companhia. Acreditamos que uma série de eventos recentes podem ter camuflado a percepção de qualidade do ativo por parte dos investidores.

O setor de shoppings no Brasil, nos últimos 20 anos, foi razoavelmente defensivo em momentos de estresse econômico, ainda mais nas empresas focadas nas classes A e B. Entre 2013 e 2019, por exemplo, a Iguatemi, mesmo em uma das maiores crises do Brasil, conseguiu repassar aluguéis muitos próximos da inflação.

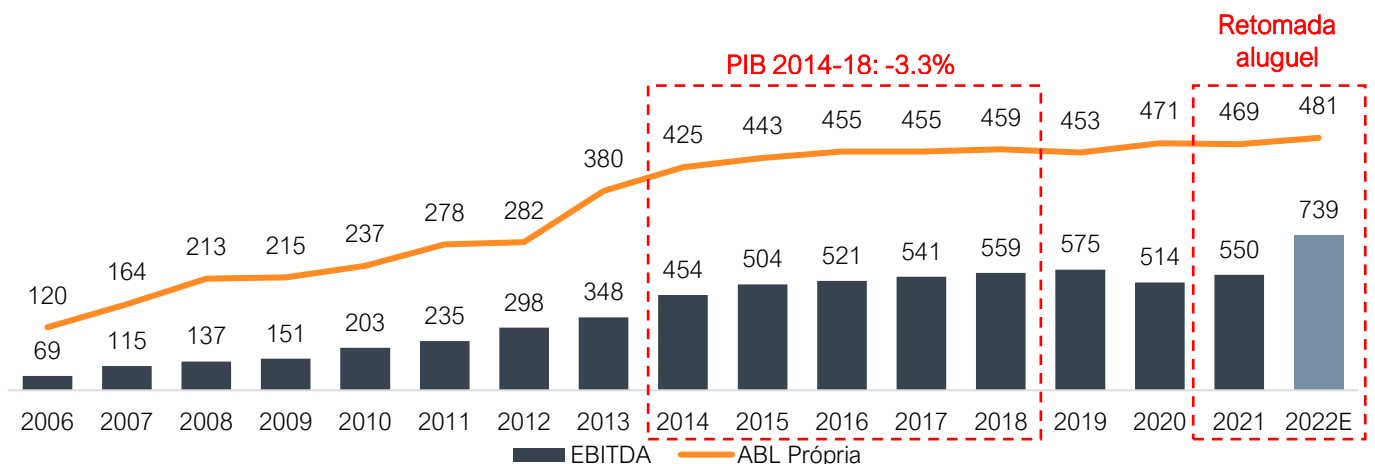
Vendas nas mesmas áreas (base 100)



Fonte: informações da companhia

O período entre 2020 e 2021 foi marcado por diversas restrições operacionais como efeito da pandemia da Covid-19, que reduziu o fluxo de pessoas nos shoppings e trouxe talvez o maior impacto da história do setor em vendas e aluguéis. Naquele momento, a aceleração dos ganhos de *market share* do e-commerce, como alternativa disponível naquele momento, levou ao questionamento sobre a potencial mudança estrutural de hábitos de consumo futuros dos clientes.

A reabertura que ocorreu a partir de março de 2022, com a redução das restrições e do uso de máscaras, trouxe uma rápida recuperação de vendas, que suportou o reajuste “agressivo” de aluguéis, como é possível notar no gráfico acima entre 2020 e 2022 e no EBITDA esperado para 2022, mesmo com o fluxo de clientes ainda levemente abaixo dos níveis de 2019 – resultado da demora para normalização de alguns serviços, como cinemas, por exemplo. Com o desenrolar do fim das restrições e volta das vendas em lojas físicas, fica ainda mais evidente que a dinâmica e resiliência do setor não se alterou.



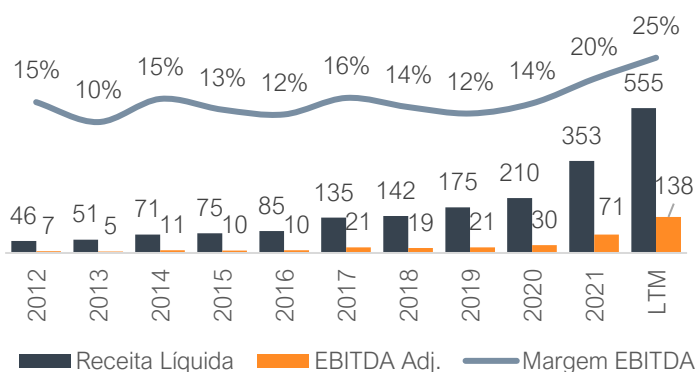
A Iguatemi aproveitou esse período de incertezas e *valuations* mais atrativos para realizar movimentos interessantes. Em agosto de 2022, a companhia realizou um *follow-on* para a aquisição dos 36% da participação que ainda não detinha no shopping JK Iguatemi, com um cap. rate estimado de 9,8%¹⁵, que para a qualidade do ativo nos parece extremamente atrativo.

Além disso, acreditamos que existe uma oportunidade de reajuste de aluguéis ainda mais agressivo, pois a companhia passou por um processo de maturação de ativos mais demorado na última década. Entre 2012 e 2018 a companhia cresceu em 61% sua área de shoppings e ativos de altíssima qualidade, como o JK Iguatemi, ainda estão cobrando um aluguel menor que ativos de qualidade similar, que deveria abrir espaço para reajustes de aluguel acima da inflação, mesmo em um ambiente macroeconômico mais desafiador.

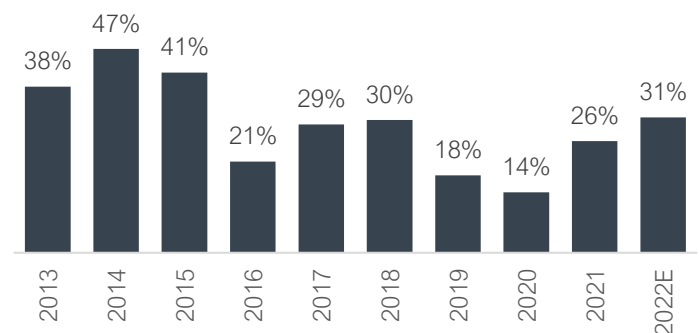
Sinqia

Em nossa carta de dezembro de 2021¹⁶ detalhamos um pouco melhor nossa visão e expectativas sobre a tese de Sinqia. Ao longo deste ano pudemos ver as evoluções concretas sendo refletidas nos números da Companhia, melhorando sequencialmente. No último resultado divulgado pela companhia, do terceiro trimestre de 2022, a empresa reportou um crescimento orgânico anualizado de ARR (receita anual recorrente) de 21%, R\$ 638 milhões de receita *run rate*¹⁷ e R\$ 163 milhões de EBITDA, uma margem de 26%.

Performance histórica da Sinqia (R\$mm)



ROIC histórico¹⁸ (%)



Nosso case é pautado em 4 grandes pilares: modelo de negócio resiliente e vencedor, setor com tendências claras de investimento e crescimento, gestão de alta qualidade e excelente *track record* de entrega de resultados. Estes pontos reforçam ainda mais nosso investimento na Sinqia em momentos macroeconômicos desafiadores.

Modelo de negócio: a Sinqia comercializa softwares operacionais e de missão crítica para diversos segmentos do mercado financeiro, sendo os principais: bancos, gestoras, administradores de previdência e administradores de consórcio. Os produtos oferecidos pela companhia representam uma fatia pequena da receita dos seus clientes e compreendem serviços altamente necessários, o que garante à Sinqia alto *switching cost*¹⁹, maior facilidade de repasse de preços e uma receita previsível e recorrente. Além disso, a Sinqia opera no modelo de SaaS²⁰, ou seja, o crescimento de sua receita e ganho de escala é acompanhado por altas margens, uma vez que o grande gasto com desenvolvimento dos produtos é realizado antes da comercialização do produto.

¹⁵ *Capitalization rate* é uma métrica muito utilizada no setor para avaliação dos ativos. Cap. rate é resultado do NOI / EV. NOI, ou *net operating income*, é o fluxo de caixa operacional do ativo

¹⁶ http://hixcapital.com.br/wp-content/uploads/2022/02/HIX-Capital_Carta-aos-Investidores_2o-Semestre-2021_v11.pdf

¹⁷ *Run Rate*: Receita do 3Q22 anualizada (multiplicado por 4x)

¹⁸ Cálculo do ROIC exclui ágio de aquisições

¹⁹ *Switching cost*: uma das formas mais claras de barreira de entrada, onde o custo para o cliente trocar determinado serviço ou produto não se limita apenas ao custo do produto. Alguns exemplos são (i) tempo necessário para o cliente aprender a navegar um novo produto e/ou (ii) eventuais custos de uma interrupção nas operações por falhas na implementação de um novo produto. Quanto menor o preço do produto em relação ao serviço final disponibilizado pelo cliente, maior o *switching cost*

²⁰ SaaS: Software as a Service, assinatura de um serviço digital

Setor em crescimento: o setor de tecnologia voltada para o mercado financeiro no Brasil é um setor grande e que passa por duas grandes tendências: (i) bancarização dos brasileiros pouco ou mal servidos; e (ii) a digitalização do setor, que ocorre tanto no *backoffice* (sistemas dos bancos e instituições financeiras) quanto no *front-office* (mais e melhores aplicativos, serviços e UX).

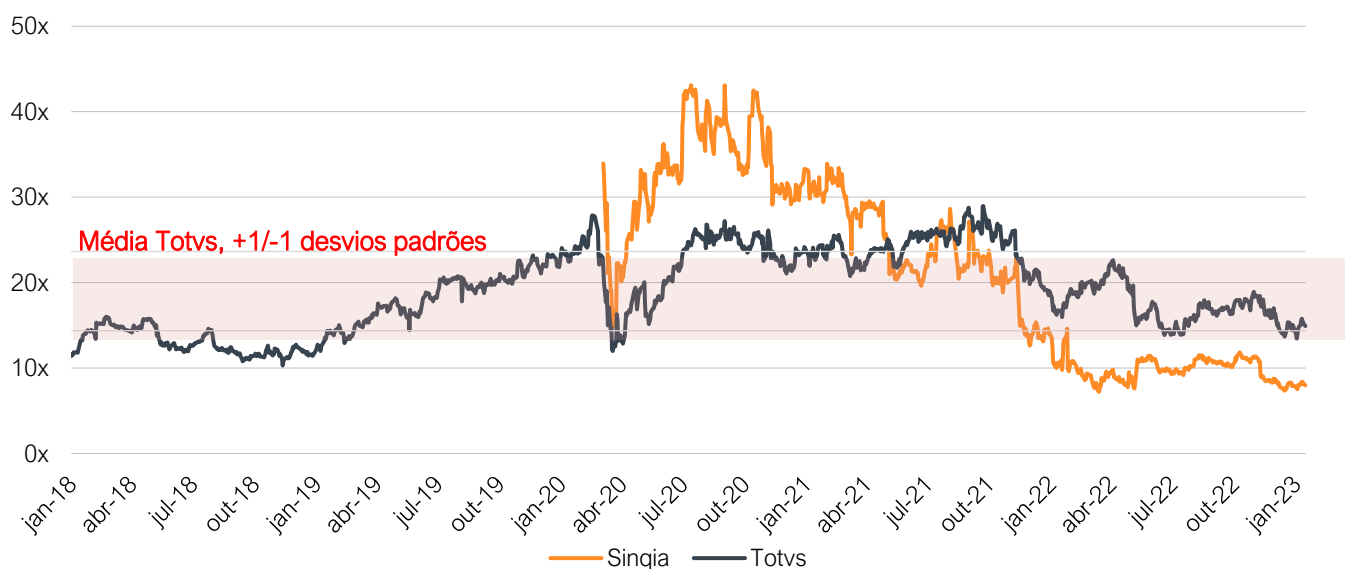
Gestão de alta qualidade: unindo a experiência dos seus fundadores (Bernardo Gomes e Luciano Camargo) com profissionais altamente qualificados “de casa” (Thiago Rocha) e recém-chegados (João Bolonha e Claudio Prado), acreditamos que a Sinqia não poderia estar sob uma melhor gestão.

Extenso *track-record* de entrega: ao longo dos seus 20 anos de atuação, a Sinqia não sofreu retração em seu faturamento e executou com sucesso 23 aquisições.

A combinação de um balanço sólido – a empresa está com 1,5x EBITDA *run rate* de dívida líquida, alavancagem confortável para um modelo de negócios com receita tão previsível – com acesso ao mercado de capitais (tanto para emissão de novas ações como para emissões de instrumentos de dívida), e a gestão de um time experiente e “cascudo”, que já passou por diversas crises ao longo de seu histórico, acreditamos que a companhia está muito bem posicionada para aproveitar um cenário mais desafiador e ganhar mercado em cima de seus concorrentes. Sejam esses ganhos através de aquisições ainda mais oportunísticas de empresas complementares / concorrentes e/ou crescimento orgânico impulsionado pelos esforços de seus clientes em melhorias operacionais e controle de custos.

As ações da Sinqia estão cotadas a cerca de 8 a 9x EV/EBITDA 2023, ou 18x P/E 2023 adj²¹, o que nos parece exageradamente descontado (e atraente) para uma empresa com tamanha geração de caixa e resiliência. Quando comparamos com a Totvs, empresa com característica similares, vemos ela sendo negociada a 14x EV/EBITDA 2023, ou 21x P/E 2023 adj., respectivamente 65 e 17% de prêmio vs. Sinqia. Não bastasse a diferença de múltiplos entre elas, a própria Totvs se encontra 22% abaixo da sua média dos últimos 5 anos. Conforme comentamos ao longo da carta, 2022 foi um ano em que ativos de menor liquidez sofreram mais que os ativos *blue chips* e entre ela não foi diferente.

EV/EBITDA NTM²²



Fonte: Capital IQ

²¹ Lucro ajustado pela amortização de intangíveis e ágios de aquisição

²² NTM = próximos 12 meses

Cury

A Cury é uma das principais incorporadoras/construtoras do Brasil. Com mais de 60 anos de experiência, a empresa foca suas operações em baixa renda, e opera principalmente na região metropolitana de São Paulo e do Rio de Janeiro. A empresa já atuou em diversos segmentos da baixa renda, mas nos últimos anos tem focado nos segmentos mais altos do Casa Verde e Amarela e, também, um pouco acima das faixas máximas do programa.

Confiamos muito na estratégia e no time da Cury, que fazem da empresa uma vencedora no setor:

Financiamento acessível para consumidor: Em torno de 70% dos lançamentos da Cury são de imóveis que se enquadram no programa Casa Verde Amarela e, por isso, possuem condições de financiamento e subsídios do FGTS e que não dependem da taxa SELIC, que torna a demanda muito mais resiliente.

Regiões centrais: A Cury foca em empreendimentos em regiões mais centrais, perto de transportes públicos em São Paulo e Rio, o que torna o produto muito mais demandado. Consegue muitas vezes se enquadrar em zoneamentos específicos que permitem um potencial maior de construção, que torna Cury competitiva na aquisição de terrenos centrais mesmo quando comparado com players de média e alta renda.

Alta utilização do potencial construtivo: a companhia utiliza alvenaria estrutural, que permite modelar o empreendimento para aproveitar quase a totalidade do espaço disponível e torna a empresa mais competitiva na compra de terrenos.

Terrenos grandes que permitem várias fases: Cury normalmente foca em terrenos grandes nos quais consegue lançar diversas fases. Lançamentos subsequentes possuem um risco de aceitação do produto muito menor já que a empresa já conhece o consumidor e pode inclusive adequar melhor o preço, extraíndo mais valor.

Foco em venda: Diferentemente de maioria dos outros players de baixa renda, a Cury adota um modelo de vendas mais parecido com média e alta renda, no qual investe mais para vender os apartamentos, por exemplo, investe na construção de estandes de venda – prática pouco comum ao setor. Com isso, possui uma velocidade de venda muito alta (Em 2022 de +70%). Isso também atrai e fideliza corretores para as vendas, pois estes sabem que podem contar com bons e recorrentes lançamentos da Cury.

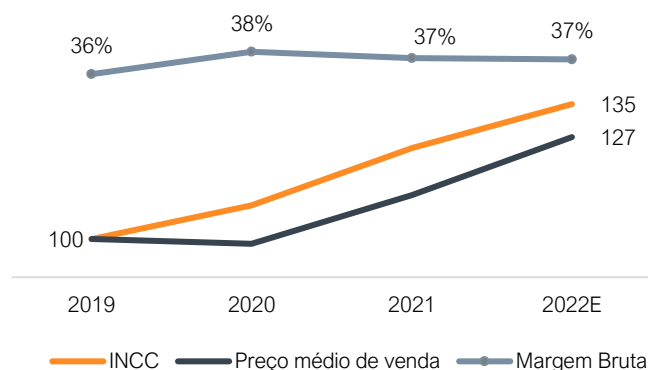
Alto nível de retorno sobre capital: A Cury consegue utilizar o crédito associativo - mesmo nos lançamentos fora do teto do CVA - o que permite a empresa já receber pagamentos conforme avançar nas obras. Isso, somado a alta velocidade de venda permite que a Cury consiga lançar seus empreendimentos com baixa exposição de capital, o que lhe garante um alto retorno sobre capital (+40%), alta geração de caixa e alta distribuição de dividendos (empresa historicamente distribuiu +70% do lucro em dividendos e tem hoje uma posição confortável de caixa líquido em seu balanço).

Essa estratégia se mostrou acertada e 2022 foi mais um ano espetacular para a Cury, que mesmo em um ambiente muito desafiador para o setor obteve resultados impressionantes e viu sua ação se valorizar 88% no ano. Visando compensar a grande inflação de custo de construção, focaram em clientes com maior poder aquisitivo que permitiram a empresa aumentar os preços e manter as margens sob controle. Novos ajustes no CVA também ajudaram a aumentar o poder de compra do consumidor – e devem ter impactos adicionais em 2023. Com isso, a empresa conseguiu bater recordes de lançamentos, vendas e resultado, como podemos ver abaixo, mesmo sofrendo com efeitos de uma inflação enorme de materiais que pressionaram as margens das incorporadoras.

Destaques operacionais e financeiros

R\$ mi	2019	2020	2021	2022E	CAGR 19-22
Lançamento	1,149	1,541	2,785	3,295	42%
Venda líquida	982	1,346	2,567	3,277	49%
VSO	65%	64%	73%	76%	
Receita Líquida	1,019	1,145	1,738	2,230	30%
Lucro Bruto	362	433	646	826	32%
% mg	35.5%	37.8%	37.2%	37.0%	
EBITDA	188	244	398	440	33%
% mg	18.4%	21.3%	22.9%	19.8%	
Lucro Líquido	141	190	315	344	35%
% mg	13.8%	16.6%	18.1%	15.4%	
ROE	45%	46%	55%	46%	

Preço de venda e INCC (Base 100) e Margem Bruta



Acreditamos que em 2023 a empresa vai continuar se beneficiando de uma forte demanda, mas desta vez combinada com inflação mais controlada, que deve permitir um reconhecimento ainda maior de resultados. Além disso, o novo governo está indicando mudanças no programa habitacional, com maiores incentivos às faixas mais baixas (incluindo ~R\$10 bilhões propostos na PEC de transição), que devem estimular o setor de incorporação de baixa renda. A Cury também pode se beneficiar destes incentivos e voltar a atuar em faixas mais baixas do programa e, por isso, já está buscando terrenos para se posicionar. A empresa sempre se ancorou muito em sua engenharia, que evoluiu ao longo dos anos, ganhando eficiência, se reinventando e atuando em diversos tipos diferentes de empreendimentos. Por isso, a Cury não teria nenhuma dificuldade de adaptação ao faixa 1, nicho inclusive que já atuou com muito êxito.

Hoje vemos a companhia negociando a atrativos 7,5x P/E 2023, um *dividend yield*²³ potencial de cerca de 15%²⁴ e com potencial de crescimento relevante de lucro para 2024. Por isso, apesar da alta valorização em 2022, continuamos animados com as perspectivas da companhia.

3tentos

Na última carta enviada aos investidores, detalhamos nossa visão sobre a 3tentos, e em dezembro de 2022 realizamos um bate-papo do gestor – HIX Talks, com o seu CEO Luiz Osorio Dumoncel²⁵.

Fundada no Rio Grande do Sul, a 3tentos é uma companhia de agronegócio com 30 anos de experiência que opera um ecossistema verticalizado, integrado, centrado na revenda de insumos, com produção de óleo de soja, biodiesel, farelo de soja e *trading* de grãos originados em sua rede de lojas. O histórico de crescimento de 30% a.a. de receita e EBITDA desde 2011 é bastante impressionante, e levou a receita e EBITDA a atingir, respectivamente R\$6,4 bilhões e R\$506 milhões nos últimos doze meses.

A expectativa da empresa é que 12% da receita líquida de insumos em 2022 seja originada no estado do Mato Grosso. Ao passo que para 2023, a meta é atingir a marca de 20% da receita de insumos, o que significaria que a receita de insumos do Mato Grosso (com 8 lojas abertas a partir de 2021 ao final de 2023) já seria 25% da receita de insumos do Rio Grande do Sul (com 57 lojas abertas ao longo de 3 décadas ao final de 2023) com apenas 3 anos de operação. Portanto, seguimos muito animados com a tese pelo fato de enxergamos um claro potencial da operação no Mato Grosso (maior estado produtor de soja e principal fronteira agrícola do mundo) se tornar tão ou até mais relevante que a operação no Rio Grande do Sul.

Clique [aqui](#) para acessar o **HIX Talks | 3tentos**

²³ Rendimento dos dividendos sobre preço das ações

²⁴ Assumindo que a companhia distribua integralmente sua geração de caixa livre do ano (ainda assim continuaria com uma posição de caixa líquido relevante ao final do ano)

²⁵ <https://vimeo.com/user129371382/hix-talks>

O ano de 2022 conta duas histórias sobre a companhia. Por um lado, as expectativas de resultado para 2022 da 3tentos foram ajustados para baixo, pois houve uma quebra de safra muito relevante – cerca de 58% no Rio Grande do Sul, a maior das últimas décadas – afetando a margem de esmagamento. A volatilidade climática no mercado agrícola e no Rio Grande do Sul é um fato conhecido, porém uma quebra de safra dessa proporção é um evento raro. Dada a magnitude da quebra a operação foi prejudicada com impactos no lucro e EBITDA, que mesmo nesse cenário ainda devem crescer 10% e 16% respectivamente, mostrando a resiliência do modelo de negócios verticalizado e integrado. Por outro lado, do ponto de vista estratégico e de geração de valor para a 3tentos, foi um ano muito importante. A cia empresa expandiu a capacidade na planta de esmagamento de soja em Cruz Alta – RS, avançou significativamente na construção da nova planta industrial no Mato Grosso, que deve começar a operar em março de 2023 e começar a esmagar soja em maio deste mesmo ano. Além disso, a companhia acelerou bastante o plano de abertura de lojas, principalmente no Mato Grosso, cuja expectativa inicial de conclusão na época do IPO era até 2025, enquanto hoje esperamos a conclusão em 2023, dado o ritmo atual de abertura de loja.

Acreditamos que 2023 será um ano muito positivo para a 3tentos, uma vez que já contará com 5 lojas no Mato Grosso e 52 lojas no Rio Grande do Sul (sendo 15 delas abertas nos últimos 4 anos e em maturação), a safra 2023 será sequencialmente melhor que a 2022, a operação na planta industrial de Vera – MT será iniciada e a expansão da planta de Cruz Alta – RS operará durante todo o ano.

A rara combinação de crescimento de receita com alto retorno de capital, nos faz acreditar que as ações da 3tentos, negociadas a menos de 7,0x P/E 2023, são uma oportunidade muito atraente.

Boa Safra

Em nossa carta aos investidores do 1º semestre de 2021 detalhamos nossa visão sobre a Boa Safra Sementes. A companhia é líder na produção de sementes de soja no Brasil, com unidades de beneficiamento de sementes (UBS) nos estados de Goiás, Minas Gerais, Bahia e Distrito Federal. Ademais tem longo histórico de sucesso no setor e está muito bem-posicionada para capturar o crescimento vindo da tecnificação do campo, com aumento da relevância das biotecnologias embarcadas na semente de soja.

Antes do melhoramento genético e da transgenia a semente de soja era mais próxima do grão - em estado vivo - em termos técnicos e em preço. No entanto, hoje elas diferem bastante apesar de compartilharem a mesma aparência. Uma semente de soja certificada de qualidade possui uma quantidade enorme de tecnologia embarcada, resultado de muitos bilhões de dólares investidos ao longo de décadas em pesquisa e desenvolvimento de melhoramento genético e transgenia. Por esses motivos, o preço da semente de soja cresceu muito nos últimos anos, descolando totalmente do preço do grão, em contrapartida a maior parte do custo de uma semente certificada são valores relativos aos royalties das tecnologias embarcadas.

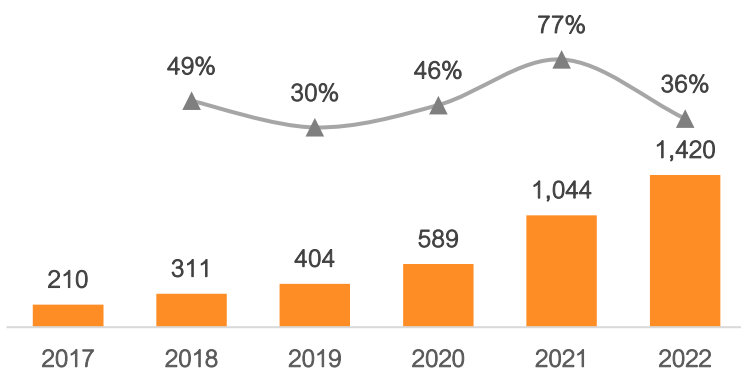
Ao final de 2020 a companhia tinha capacidade instalada de 2,5 milhões de sacos de semente de soja e fez seu IPO em abril de 2021 para acelerar seu plano de expansão (vale lembrar que a HIX foi investidor âncora nessa oferta). Com os recursos a companhia vêm executando o seu plano de crescimento e buscando atingir a capacidade de 9,0 milhões de sacos de sementes de soja até 2026. Nossa tese é fundamentada no fato de enxergamos um claro potencial da Boa Safra ser um consolidador do setor de sementes de soja no Brasil. A companhia possui diversas características de negócio que entendemos como vencedores, são eles:

- **Mercado com dinâmica de crescimento secular.** O Brasil é o maior e exportador de soja globalmente e continua sendo responsável por suprir o aumento de demanda global por proteínas. Essa tendência de crescimento do agronegócio brasileiro, com destaque para soja, permanece válida para as próximas décadas, pois é consequência das excelentes condições ambientais do nosso país, que conferem ao setor benefícios irreplicáveis, como solos com alto potencial produtivo, temperaturas estáveis, níveis adequados de precipitação ao longo do ano e grande disponibilidade de recursos hídricos e energia solar. Por consequência o agronegócio brasileiro tem se expandido a taxas elevadas e de forma consistente,

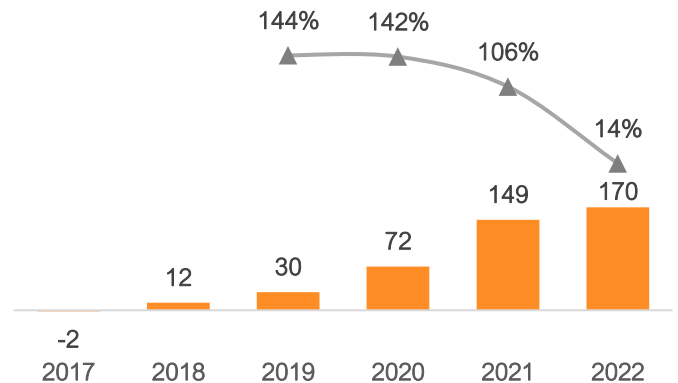
com o seu PIB crescendo a uma taxa de 9% a.a. e o segmento de insumos crescendo 12% a.a. na última década. Olhando com lupa o segmento de insumos, semente é o segundo produto que mais cresce, atrás apenas de defensivos biológicos.

- **Mercado amplo e fragmentado.** A Boa Safra Sementes é líder na produção de sementes de soja no Brasil – um mercado altamente fragmentado e que cresce a taxas altas, com apenas 6% de *market-share*. O ótimo relacionamento da companhia com as principais revendas de insumos do país, bem como um produto de qualidade a um custo muito competitivo, cria a oportunidade de ganho contínuo de mercado.
- **Empresa líder com o portfólio completo e de qualidade.** A empresa é a maior produtor de sementes do Brasil, com estreito relacionamento com as empresas desenvolvedoras de germoplasmas e biotecnologia, e com um dos maiores portfólio de produtos. Além disso, é reconhecida por produzir sementes com alta germinação e vigor a preços competitivos.
- **Modelo de negócios atrativo com alto nível de retorno sobre capital.** A Companhia se diferencia dos concorrentes ao focar no beneficiamento da semente e utilizar produtores cooperados para a produção da semente e revendas para distribuição, dessa forma utiliza menos capital, pois não é proprietária das terras. A Boa Safra consegue oferecer um produto de qualidade com um preço na ponta competitivo, ganhando *market-share* ano após ano. As operações da companhia geram um alto retorno sobre o capital, a empresa cresceu 45% a.a. desde 2017 com ROIC acima de 26%.
- **Time e cultura que admiramos.** O time de gestão tem muito dos componentes culturais que adoramos ter em qualquer investida nossa. O CEO Marino Colpo é um executivo que demonstra forte ambição, vontade de aplicar as melhores práticas de gestão e longa experiência no setor.

Receita Líquida e Crescimento (R\$m, %)



EBITDA Ajustado e Crescimento (R\$m, %)



O ano de 2022 foi muito importante para consolidar a liderança da Boa Safra, com a abertura de novos CDs em Balsas/MA e Sorriso/MT, a nova UBS²⁶ de Jaborandi/BA e o início da construção da UBS de Primavera do Leste/MT. A operação dos CDs melhorará bastante o nível de atendimento ao cliente, a logística de escoamento e empurrará estruturalmente a distribuição do resultado mais para o 4T, pois as sementes estarão mais próximas do cliente final. Após a conclusão da UBS de Primavera do Leste/MT, a empresa contará com excelentes estruturas nas unidades de produção, abrindo oportunidades para novos projetos de crescimento brownfield, que possui um perfil de risco e tempo de execução bem menores. Para a safra 2022/23 a companhia está executando expansões para atingir uma capacidade de produção de 212 mil big bags, uma adição de relevante de 32 mil big bags, sendo 60 mil big bags em unidades próprias. Além da nova adição de capacidade, as expansões de 2022 rodarão em plena capacidade.

²⁶ Unidade de Beneficiamento de Sementes.



Na safra 2021/22 o portfólio de sementes de soja da companhia incluiu 48 cultivares, das quais 18 são cultivares com as novas biotecnologias do mercado: Intacta 2 Xtend, Refúgio Xtend, Enlist E3 e Conkesta E3. Essas novas cultivares, que já representam 6% da área plantada com os produtores cooperados, contribuem para o aumento da qualidade e a entrega de maior valor agregado, descolando cada vez mais o preço das sementes em relação do grão. Como resultado do alto padrão de qualidade dos campos de sementes e dos rigorosos processos de beneficiamento e armazenagem, a empresa atingiu novamente recorde nos indicadores de qualidade de semente, atingindo 92% de vigor médio e 95% de germinação (acima dos padrões do mercado e do próprio MAPA que exige uma germinação mínima de 80%), reforçando o diferencial competitivo da Boa Safra. A empresa tem conseguido crescer ao mesmo tempo que melhora a qualidade da semente.

SAFRA 2019/20	SAFRA 2020/21	SAFRA 2021/22
Vigor médio: 84,0%	Vigor médio: 91,4%	Vigor médio: 92,0%
Germinação: 94,0%	Germinação: 94,9%	Germinação: 95,0%

Em agosto de 2022, a companhia fez em parceria uma emissão de um FIAGRO associado à emissão de um CRA²⁷. O SNAG11²⁸ adquiriu o CRA que é rotativo com lastros em (i) direitos creditórios futuros oriundos da venda de sementes de soja, e tem prazo de 20 anos e (ii) um BTS do terreno da UBS de Primavera do Leste/MT e o CD de Sorriso/MT. Essa operação ajudou a companhia a otimizar o seu uso de capital com mais uma alternativa de financiamento barato para os seus projetos de crescimento. Importante mencionar a relevância desse movimento em um cenário atual de deterioração das condições no mercado de crédito brasileiro com SELIC e spreads mais altos.

²⁷ Os Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA) são títulos de renda fixa lastreados em recebíveis originados de negócios entre produtores rurais. Mais informações: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-fixa/certificado-de-recebiveis-do-agronegocio.htm

²⁸ código de negociação do referido FIAGRO

Em setembro de 2022, com objetivo de ampliar o escopo de atuação da Boa Safra para sementes de milho e aproveitar uma sinergia importante de canal vendas e clientes com as sementes de soja, a empresa adquiriu 66,7% do capital social da empresa Bestway Seeds. A aquisição foi realizada através de um aporte de R\$35 milhões na empresa, marcando a entrada da Boa Safra no mercado de sementes de milho. A oportunidade no mercado de milho estava mapeada em nossa tese original, mas acreditávamos que seria difícil, ou doloroso, entrar nesse mercado sem a *expertise* previa da indústria. Acreditamos que a transação resolveu este obstáculo.

Enxergamos muito potencial de crescimento no mercado de sementes de milho, acompanhando o expressivo crescimento da safrinha de milho no centro-oeste. Hoje, a Bestway Seeds possui duas unidades de produção em Uberlândia, principal região produtora de sementes de milho no Brasil (“BWS1” e “BWS2”). A BWS1 possui 300 mil sacas de capacidade e já opera as duas fases do processo de beneficiamento da semente de milho, enquanto a BWS2 atualmente opera apenas a fase 1 do processo com capacidade de 1 milhão de sacas. A Bestway Seeds investirá R\$40,0 milhões para adicionar a fase 2 na linha de produção até meados de 2023, ficando com 1,3 milhão de sacas de capacidade de produção nas duas fases. O impacto dessa transação em resultado é praticamente nulo em 2022 e já começa a contribuir de forma positiva em 2023.

A Bestway Seeds tem potencial para se tornar tão relevante ou até mesmo maior que Boa Safra. O mercado de sementes de milho é maior em termos financeiros e cresce mais rápido que o mercado de sementes de soja com a safrinha de milho em diversas regiões do centro-oeste. O mercado de sementes de soja atingiu a marca de R\$16 bilhões em 2022, enquanto o mercado de sementes de milho é de R\$22 bilhões. Enquanto no mercado de soja são mais de 300 sementeiras, no milho 3 sementeiros relevantes dominam o mercado. É um mercado que cresce muito e existe espaço para uma nova sementeira com o nível de qualidade e operação da Boa Safra. Acreditamos que as empresas de biotecnologias enxergam como positiva a entrada de mais um concorrente, pois o poder de barganha das principais sementeiras de milho é excessivo perante as empresas de biotecnologias pelo fato do mercado ser muito concentrado.

Detalhamento da Compra

Participação: **2/3** da Companhia

Valor da Aquisição:
R\$ 35,0 milhões (primária)

Dívida Líquida (pós capitalização)
R\$ 2,53 milhões

	BWS1	BWS2
Localização	MG	MG
Capacidade de Recepção (mil sacas)	300	1.000
Operacional	Sim	Sim
Fase I	Sim	Sim
Fase II	Sim	2023

Racional da Aquisição

Localização estratégica, próxima aos **maiores produtores de sementes de milho** do país

Know-how de produção de sementes de milho

Contratos de médio-longo prazo com os principais clientes

Ativos já operacionais e empresas com **boa reputação** no mercado

Drivers de Valor

Otimização de custos: ganho de escala proporcionará otimizações de custos operacionais e administrativos

Sinergia com CDs da Boa Safra

Potencial de crescimento: o mercado de sementes cresce em média 3% a.a.

Alavancagem: financiamentos junto a bancos de privados/fomento com custos competitivos

Unidade de produção	UBSs			
	19/20	20/21	21/22	22/23
Formosa ¹	16	20	20	20
Buritis	30	36	40	40
Cabeceiras	45	50	60	80
Jaborandi	0	0	20	40
Primavera	0	0	0	20
Terceiros	8	24	30	12
TOTAL	100	130	170	212

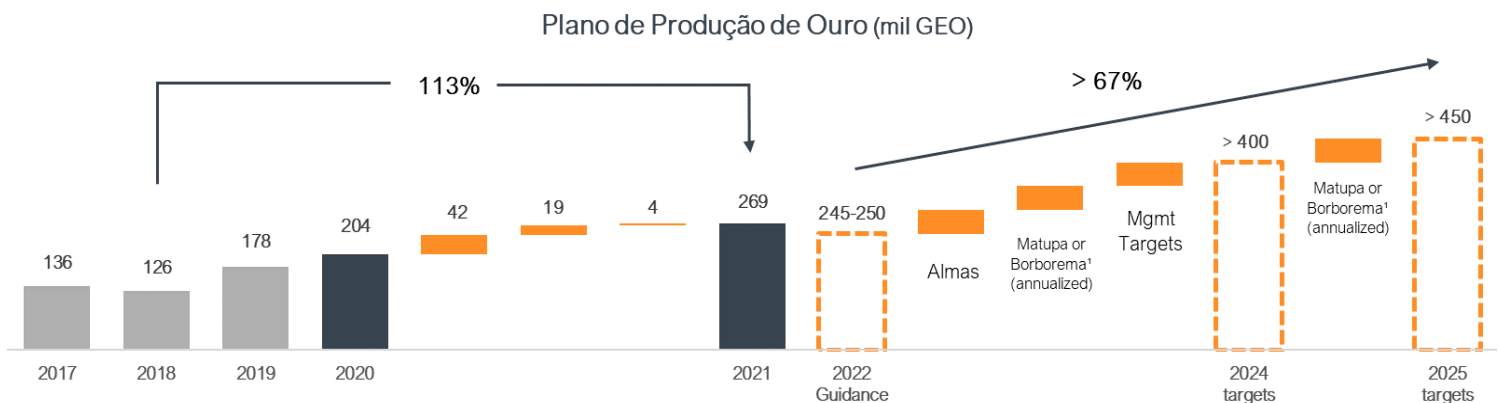
1: Unidade arrendada

O alto crescimento da companhia em 2022 não veio sem dores. Problemas de planejamento e atrasos de concessionárias de energia, levaram os novos CDs e UBS a rodar o ano com geradores de energia, impactando de forma relevante as despesas com diesel. Além disso, a UBS de Jaborandi/BA operou com apenas 30% de sua capacidade total, pois alguns equipamentos importados da Alemanha atrasaram, e um volume relevante de sementes tiveram que ser beneficiadas nas plantas do centro-oeste, punindo o resultado com despesas de fretes adicionais e ineficiência tributária. Como entendemos que estes efeitos são não recorrentes, a reversão destes efeitos, combinado com o crescimento de volume esperado em 2023 deve levar a um ganho expressivo de EBITDA no próximo ano.

Estamos animados com as perspectivas da companhia para 2023. A Boa Safra deve terminar 2022 com uma posição forte de caixa, com suas vantagens competitivas ainda mais consolidadas e com uma nova oportunidade de crescimento muito atrativa no mercado de sementes de milho. Com um múltiplo de apenas 7,5 vezes o lucro de 2023 as ações da Boa Safra nos parecem longe de refletir o seu potencial.

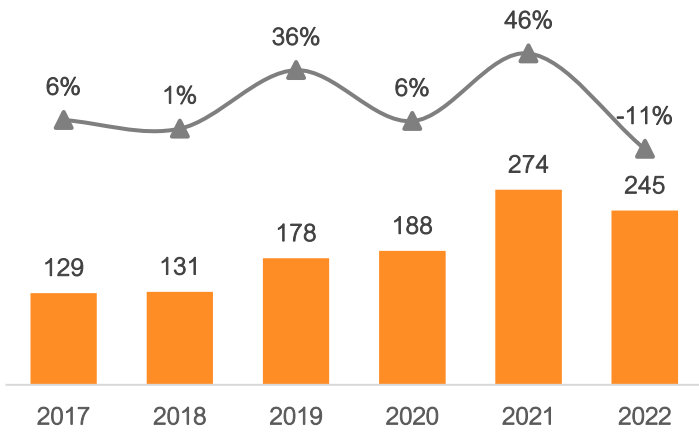
Aura Minerals

A Aura Minerals é uma mineradora júnior de ouro e cobre listada na bolsa TSX de Toronto, no Canadá, e com BDR negociados na B3. A empresa possui operações no Brasil, México e Honduras e tem como plano aumentar a sua produção em aproximadamente 70% nos próximos 3 anos, graças aos projetos em desenvolvimento dentro do portfólio. A sua receita é originada principalmente nas operações de ouro, que correspondem por 75%, enquanto cobre corresponde por 25%. Atualmente a companhia possui 3 minas operacionais: (i) EPP no Brasil, que produz apenas ouro; (ii) Aranzazu no México, que produz principalmente cobre e um pouco de ouro; e (iii) San André em Honduras, que produz apenas ouro. Abaixo o gráfico com o plano de crescimento da companhia até 2025, ano em que a produção passaria de 450 mil onças de ouro equivalentes.

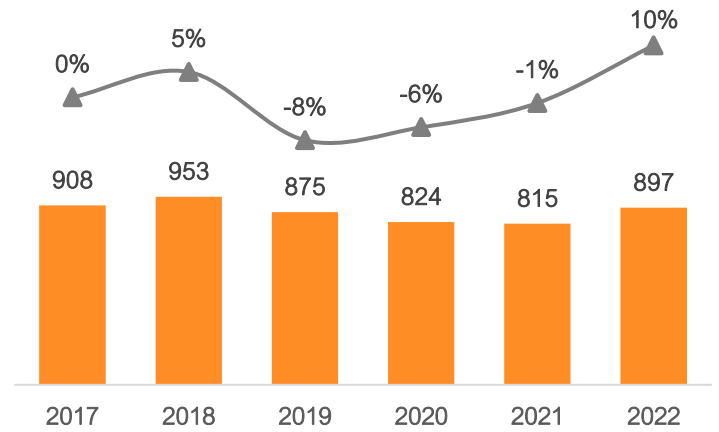


Fonte: informações da companhia

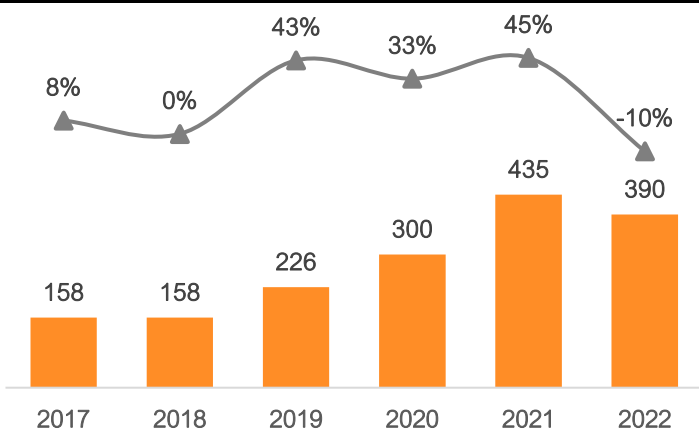
Volume de Vendas e Crescimento (mil GEO, %)



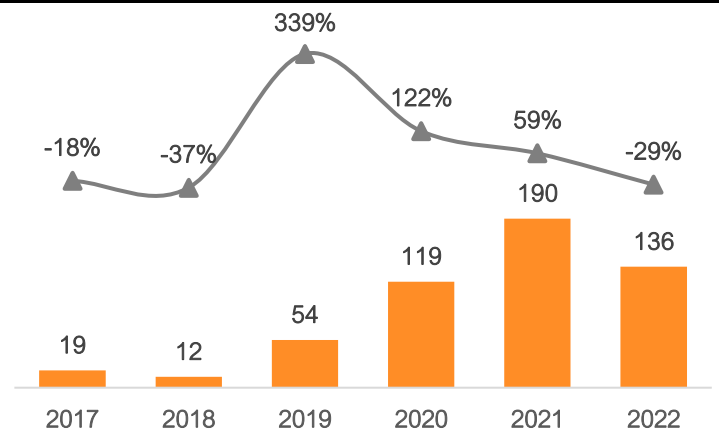
Cash Cost e Crescimento (US\$/GEO, %)



Receita Líquida e Crescimento (US\$m)



EBITDA Ajustado e Crescimento (R\$m, %)

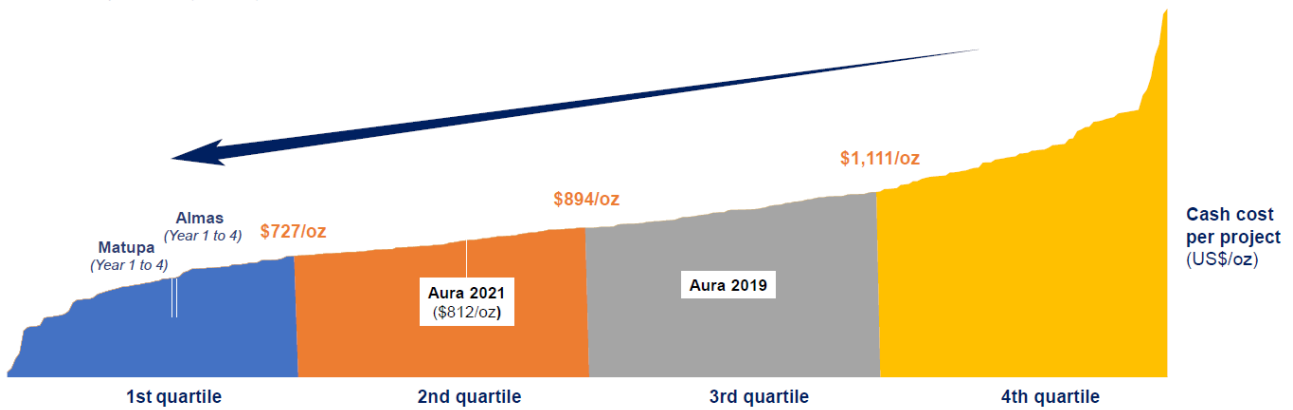


Nosso case é pautado nos seguintes pilares:

Time e cultura que admiramos. O time de gestão tem muito dos componentes culturais que valorizamos. O CEO Rodrigo Barbosa, que antes de entrar na em 2016, era um *outsider* da indústria de mineração, trouxe uma mudança cultural muito importante para a empresa. O modelo de gestão passou a ser mais descentralizado, com cada mina sendo mais responsável pelas suas decisões, diferente do modelo mais centralizado e engessado, comum na indústria de mineração. Essa cultura possibilitou um melhor nível de controle e eficiência na operação. Por exemplo, o *cash cost* da companhia aumentou apenas 8% entre 2020 e 2022E, enquanto o CPI americano para o período foi de 17% e o impacto no *cash cost* médio das mineradoras de ouro foi acima de 30%.

Portfólio com bons projetos de crescimento de alto retorno e payback curtos. A empresa está desenvolvendo 3 projetos de crescimento: (i) Almas; (ii) Borborema; e (iii) Matupá. A adição dos projetos Almas - que deve entrar em produção comercial em julho de 2023 - Matupá e Borborema devem reduzir o *cash cost* médio da Aura pois eles individualmente terão um custo menor que a média das minas atualmente em operação. Assim a companhia deverá crescer ao mesmo tempo que melhora o seu *unit economics* e diversifica p seu risco operacional (devido ao aumento do número de ativos). Outro dado muito interessante é que de 2019 para 2021 a Aura Minerals passou do 3º quartil para o 2º quartil na curva de *cash cost* da indústria e os novos projetos estão situados no 1º quartil da curva

Cash-cost curve, by number of projects
2021, per asset (US\$/oz)



Forte geração de caixa e disciplina na alocação de capital. Nos níveis atuais de preço de ouro a geração de caixa da empresa é suficiente para financiar o programa de investimentos em novos projetos e ainda assim pagar dividendos muito atrativos. Nos últimos 24 meses a companhia devolveu na forma de dividendos e recompras aproximadamente 25% de seu valor de mercado.

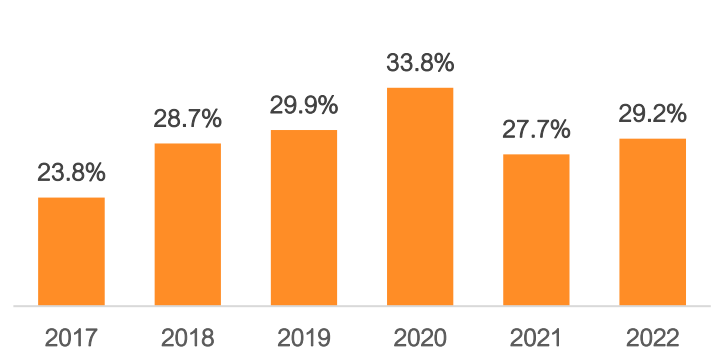
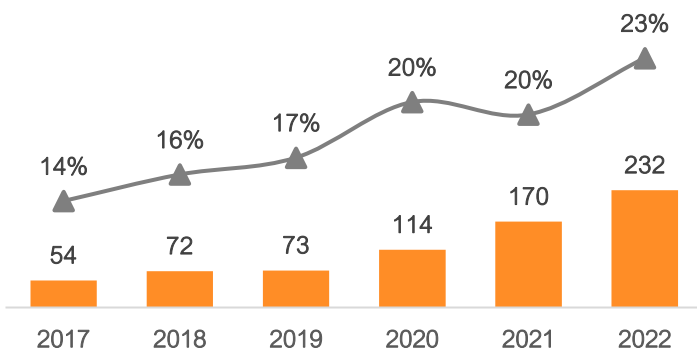
Estamos confiantes com as perspectivas da companhia para 2023: (i) A construção do projeto Almas está avançando dentro do cronograma e a empresa espera iniciar a operação comercial dentro do orçamento e prazo, em julho de 2023. (ii) As outras 3 minas operacionais minas estão rodando bem, com custos controlados, e devem apresentar crescimento de produção em 2023. (iii) por último, mas não menos importante, o desenvolvimento dos projetos Borborema e Matupá, deverão alçar a Aura a um patamar de produção acima de 450k GEO oz o que deveria levar a empresa a passar a ser avaliada como uma mineradora de outro *1st tier*, e a um potencial *re-rating* do múltiplo da companhia.

Vittia

A Vittia é uma das principais empresas brasileiras de proteção e nutrição vegetal do Brasil, com mais de 50 anos de história no setor. Os seus produtos permitem os produtores obter ganhos relevantes de produtividade e rentabilidade por área, enquanto diminuem o impacto ambiental, uso de produtos tóxicos e a pegada de carbono da lavoura. Na linha de nutrição vegetal a empresa produz fertilizantes foliares, inoculantes, organo-minerais, entre outros. Na linha de proteção vegetal a empresa comercializa defensivos biológicos, que além de eficazes, possuem um excelente apelo socioambiental. Vale destacar que a companhia não trabalha com os produtos mais commoditizados como os fertilizantes NPK tradicionais vendidos pela Mosaic, Nutrien e Yara e não possui nenhum defensivo químico no portfólio. Graças a esse portfolio com produtos muito eficazes, a Vittia teve uma trajetória de crescimento de resultados relevante nos últimos anos, ao mesmo tempo que manteve um elevado retorno sobre os seus investimentos.

EBITDA Ajustado e Margem (R\$m, %)

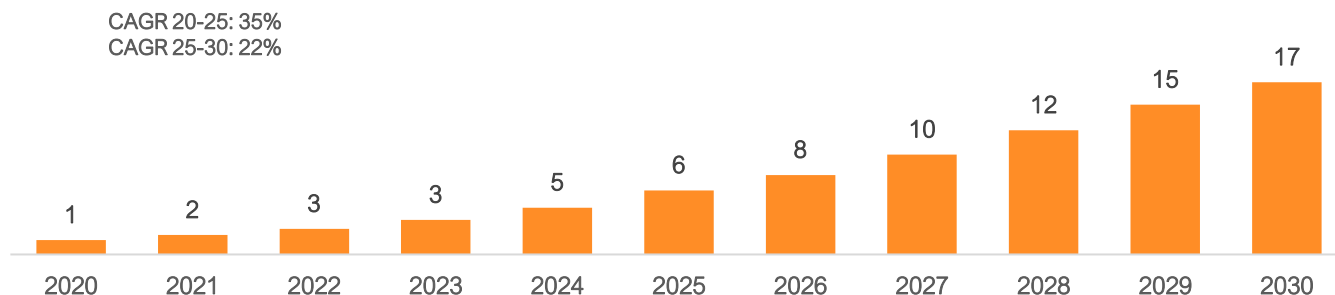
ROE (%)



Alguns dos principais pilares do caso de investimento merecem ser mencionados:

Mercado com dinâmica de crescimento secular -> Enquanto o mercado agrícola brasileiro vem crescendo 12% (vide comentário mencionado na tese de Boa Safra), o setor de biológicos vem apresentando um crescimento de múltiplas vezes isso. Acreditamos que o uso desses produtos ainda está em seus primórdios e por consequência o potencial de crescimento seja muito relevante.

Mercado Brasileiro de Defensivos Biológicos (R\$ bi)



Time de alta qualidade com track-record comprovado. O time de gestão conseguiu transformar a Vittia ao longo de sua história. A empresa começou apenas como uma pequena produtora de inoculantes em há mais de 50 anos e nos últimos anos a empresa conduziu com muito sucesso 5 operações de M&A que mudaram bastante a empresa. Algumas dessas operações foram transformacionais, como por exemplo a aquisição da Biovalens, que garantiu a entrada de forma mais relevante no mercado de defensivos biológicos.

Alto nível de retorno sobre capital. Os seus produtos diferenciados, associados a um forte time de consultoria e distribuição permitem que a companhia trabalhe com margens elevadas e um retorno sobre capital (ROE) de cerca de 28%. É importante mencionar que replicar o modelo de negócios da companhia é bastante desafiador dado o alto grau de investimento em propriedade intelectual e fabril da companhia.

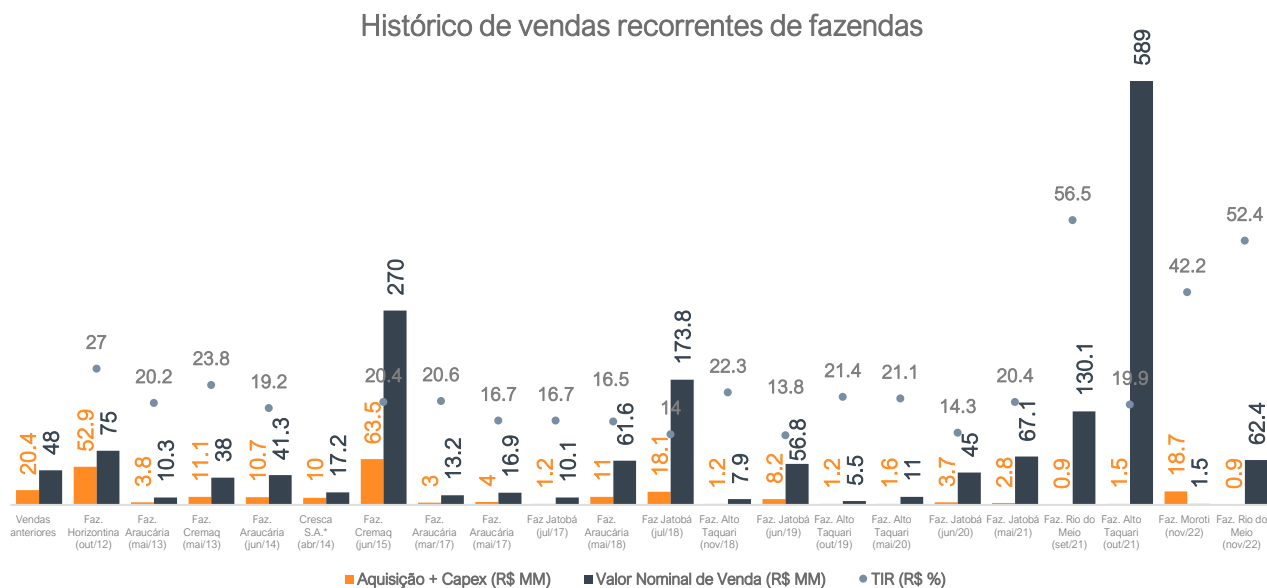
Desde o seu IPO em agosto de 2021 a Vittia tem consistentemente superado nossas expectativas de resultado e até mesmo os números prometidos pelo sindicato dos bancos na época. Apenas como referência, os números oficiais do IPO consideravam um EBITDA 2021E de R\$162 milhões e EBITDA 2022E de R\$200 milhões, enquanto o número realizado em 2021 foi de R\$170 milhões (5% acima do número do IPO) e nossa estimativa atual para 2022E é de R\$232 milhões (16% acima do número do IPO). Parte relevante dessa diferença vem do fato da linha de defensivos biológicos estarem performando melhor que o esperado. O aumento do uso de produtos biológicos na agricultura é uma tendência global que já vem acontecendo há alguns anos, vetor de crescimento forte que acreditamos continuará válido ainda por um bom período.

Para 2023 esperamos que a empresa continue no ritmo acelerado de crescimento, com o EBITDA crescendo acima de 20%. A empresa contará com os benefícios dos investimentos feitos no centro de armazenagem e expedição, na ampliação de capacidade de produção de inoculantes dos atuais 35 milhões de doses por ano para 44 milhões de doses por ano, a duplicação da capacidade de produção via fermentação sólida e aumento da flexibilidade operacional possibilitando a produção simultânea e segura de um maior número de microrganismos / produtos biológicos com os menores riscos possíveis de perdas por contaminação. A um múltiplo de 8,5 vezes o seu lucro de 2023 a Vittia é mais uma companhia de multiplicação relevante do investimento nos próximos anos.

Brasílagro

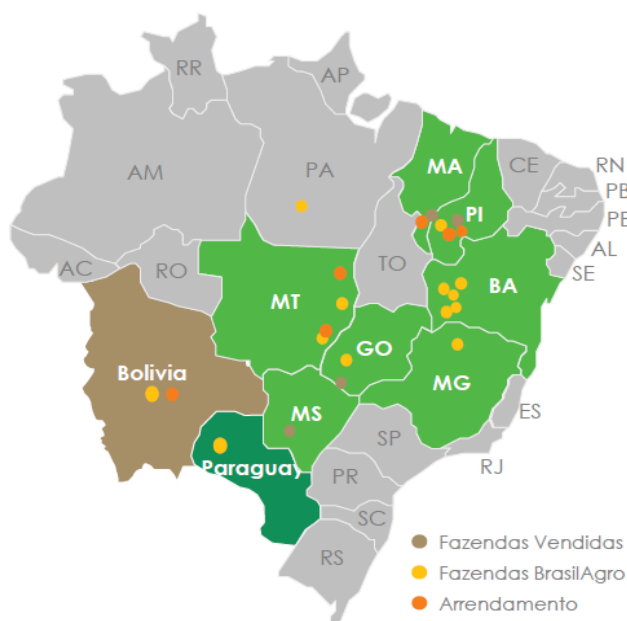
A Brasil é a maior empresa dedicada ao desenvolvimento e transformação de terras com aptidão agropecuária no Brasil. Em outras palavras, a companhia adquire propriedades rurais nas quais enxerga ter significativo potencial de valorização por meio da transformação do uso e cultura agrícola aplicado no solo. A partir do momento da aquisição da propriedade rural, ao longo de um ciclo multianual a companhia implementa (i) culturas de maior valor agregado, (ii) melhores práticas de gestão e (iii) investimentos em infraestrutura e tecnologia. No final desse processo, quando a fazenda já está madura - ou seja, atingiu um platô de produtividade por hectare - e pronta para ser vendida para um produtor rural, a terra geralmente tem uma valorização de 3-4x, garantindo um alto retorno (entre de 20% a 25% a.a.) para empresa. Até o período antes da venda da fazenda, a companhia também rentabiliza os seus ativos com a produção de commodities nas propriedades rurais.

Histórico de vendas recorrentes de fazendas



Fonte: Apresentação institucional da companhia

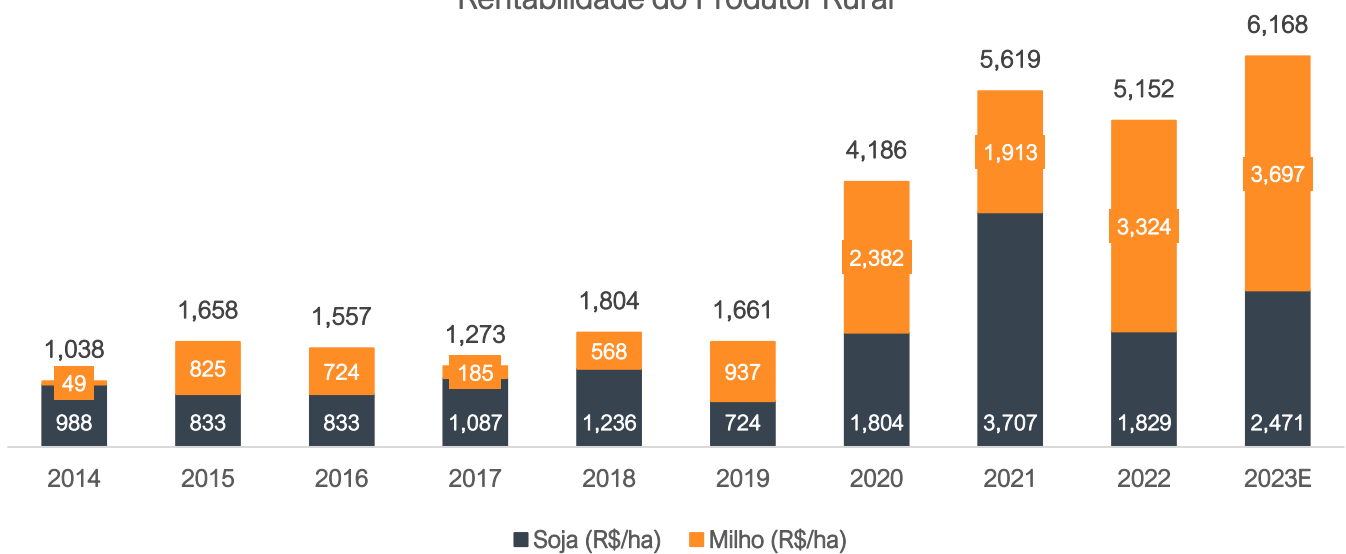
Com um portfólio de 170 mil hectares, a companhia é uma das maiores empresas em quantidade de terras agricultáveis do Brasil. Na última safra 37% da área plantada era soja, 16% milho e milho safrinha, 17% cana-de-açúcar, 7% pastagem, 4% feijão e feijão safrinha, 5% algodão e 17% outros. Em termos de EBITDA a de cana-de-açúcar foi responsável em 2022 por 47% do resultado, soja 47% e milho 6%.



Em 2022 a Brasilagro atingiu resultados recordes em todas as suas métricas. A receita líquida atingiu um recorde de R\$1,5 bilhões, enquanto o EBITDA alcançou R\$748 milhões - desses R\$497 milhões resultado das operações agrícolas de venda de commodities e R\$252 milhões resultado das vendas de fazendas – e não menos importante, a companhia distribuiu R\$ 520 milhões em dividendos aos acionistas (um *dividend yield* de 16%).

A rentabilidade do produtor rural é um dos fatores mais relevantes a afetar a liquidez do mercado de fazendas, e por consequência o modelo de negócios da Brasilagro. Com a recente redução dos preços de fertilizantes e a sustentação dos preços das commodities agrícolas em patamares elevados, margem implícita do produtor teve uma evolução positiva, se traduzindo em recuperação de rentabilidade esperado para 2023. Nessa linha, acreditamos que o mercado de terras continuará aquecido em 2023 e a Brasilagro se poderá se beneficiar, monetizando parte de seu portfólio maduro (atualmente 50% do portfólio total de fazendas).

Rentabilidade do Produtor Rural



Sob o risco de mais uma vez sermos repetitivos, a um valor de mercado que representa apenas 75% do valor de suas propriedades agrícolas, o investimento nas ações da Brasilagro nos parece muito atrativo.

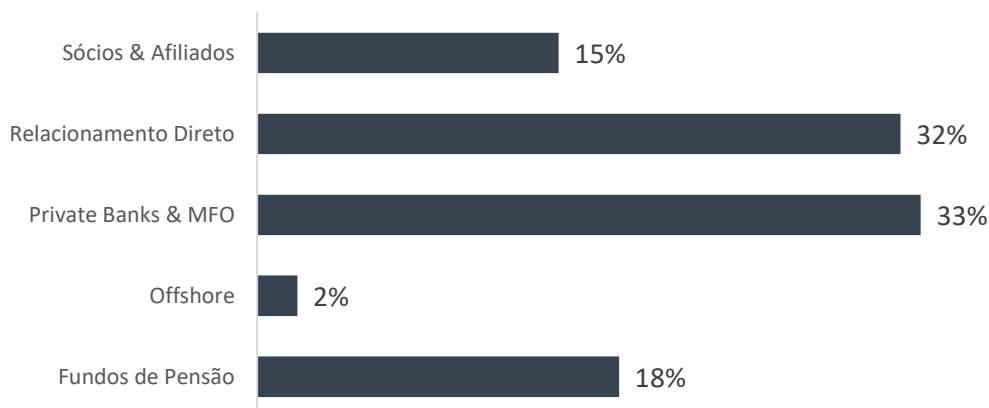
Atualização da HIX Capital

O ano de 2022 foi produtivo do lado institucional. Aprimoramos os esforços na gestão de nossa cultura organizacional, otimizamos nossa estrutura e processos de *backoffice* e ampliamos nossa estratégia de investimentos privados, com um novo investimento no período.

Do lado comercial, passamos a disponibilizar os fundos HIX para investimentos através do Itaú Personalité e Uniclass, e de antemão, no início de 2023, lançaremos aos clientes do Itaú, nosso fundo de Previdência em parceria com a Itaú seguros.

Nosso relacionamento com clientes foi novamente um ponto de destaque. Apesar do período extremamente desafiador para a captação na indústria de fundos de ações, nossa base de clientes diversificada e alinhada com nossos objetivos, nos ajudou a atingir um resultado neutro, com manutenção do volume de recursos líquidos captados.

A fotografia da nossa base segue com destaque para os 15% do capital que advém de Sócios & Afiliados HIX e investem em igualdade de condições com nossos investidores:



Mais uma vez, agradecemos a sua confiança,

Equipe HIX Capital

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

