



Carta aos investidores

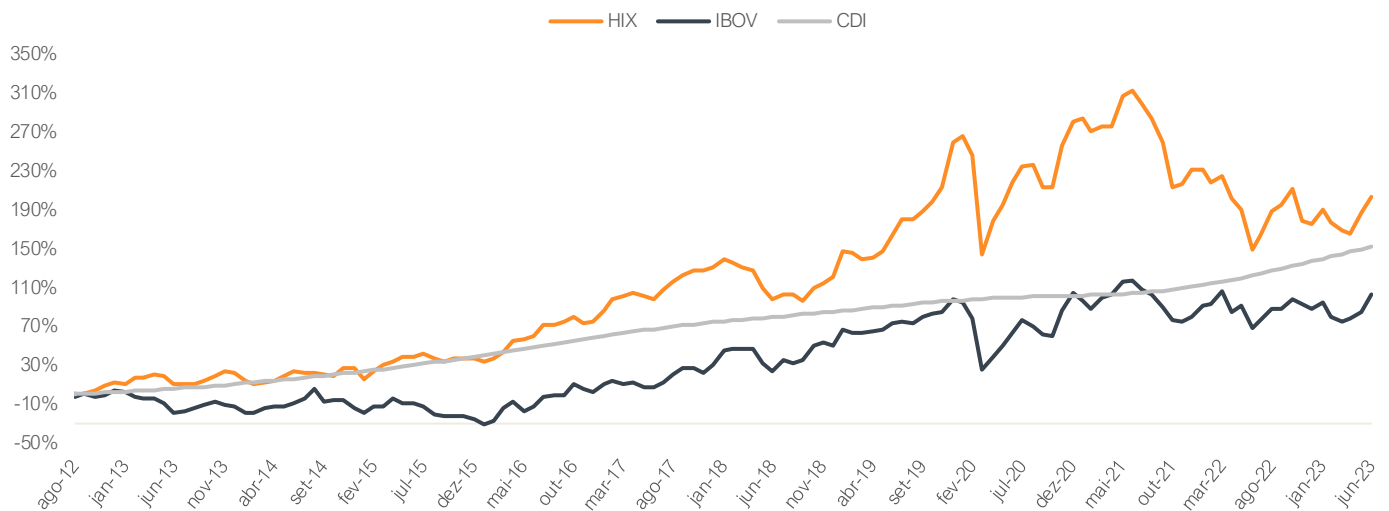
1º semestre de 2023



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.

“It’s waiting that helps you as an investor, and a lot of people just can’t wait. If you didn’t get the deferred-gratification gene, you’ve got to work very hard to overcome that”

Charlie Munger



Ano	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Jun/2023	Desde o Início
HIX FIA	12,45%	8,78%	3,85%	8,28%	27,29%	31,48%	-4,35%	63,00%	+5,92%	-13,04%	-16,82%	10,40%	203,57%
HIX INST*	-	-	-	-1,43%*	25,59%	39,33%	-0,53%	68,20%	+6,38%	-13,37%	-15,81%	10,43%	147,25%
HIX Prev*	-	-	-	-	-	-	-	43,13%	+2,68%	-13,35%	-12,18%	11,33%	24,50%
Ibovespa	4,32%	-15,50%	-2,91%	-13,31%	38,94%	26,86%	15,03%	31,58%	+2,92%	-11,93%	4,69%	7,61%	102,11%
CDI	2,39%	8,06%	10,81%	13,24%	14,00%	9,93%	6,42%	5,96%	+2,76%	+4,42%	12,39%	6,50%	152,00%

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

ABORDAREMOS OS SEGUINTE TEMAS NESTA CARTA:

1. Reflexão sobre dois dos pilares da filosofia de investimento da Hix
2. Uma retrospectiva sobre nosso investimento em Sinqia
3. Revisão de resultados e portfólio
4. Update Institucional

Prezados investidores,

No primeiro semestre de 2023, o HIX Capital FIA (“HIX FIA”) teve uma alta de 10,40% comparado à alta de 7,61% do Ibovespa e 6,50% do CDI. Desde o início das atividades da gestora, o HIX FIA acumula alta de 203,57% ou 10,71% a.a., comparado à valorização de 102,11% ou 6,76% a.a. do Ibovespa e ganho acumulado de 152,00% ou 8,98% a.a. do CDI. A contar de maio de 2005, a carteira administrada pelos gestores do HIX FIA teve valorização de 1.625,44%¹, comparado a 389,64% do Ibovespa e a 482,58% do CDI. Considerando, em nossa opinião, que o “risco” está associado à probabilidade de perda permanente de capital, os retornos mencionados acima foram atingidos com baixo risco em comparação ao Ibovespa. Buscamos sempre empresas sólidas e com negócios defensivos, para atingir o melhor retorno em função do risco assumido.

Durante os últimos dois anos, um espaço grande de nossas comunicações com investidores foi separado para discussões macroeconômicas e sobre as dificuldades de alocação de capital em bolsa em períodos que antecedem grandes preocupações políticas e/ou durante ciclos de apertos monetários. Ao nos aventurarmos em assuntos que fogem do círculo de competência que tentamos aperfeiçoar, apesar de sempre comentarmos sobre como entendemos ser o papel de um investidor de longo-prazo nestes cenários, entendemos que deixamos de lado assuntos mais relacionados à análise das empresas e dos ambientes competitivos.

Nesta carta, gostaríamos de retirar o foco do cenário macroeconômico para resgatar dois entre os pilares da filosofia de investimento que tentamos seguir na Hix, apresentados em cartas ao longo do histórico da gestora, e como isso se traduz na prática em nossos investimentos. Queremos também aproveitar para fazer uma retrospectiva sobre um investimento (de bastante sucesso) que esteve presente no portfólio da Hix durante os últimos 8 anos e como ele se encaixou dentro destes pilares, a Sinqia. Conforme ganhamos maturidade como empresa e nossos investimentos maturam dentro do portfólio, julgamos oportuno compartilhar com nossos investidores a reflexão sobre nosso caminho até aqui e se alguns dos pilares de nosso *framework* de investimentos (i) se refletiram na prática de nossos investimentos ao longo dos anos; e (ii) se acreditamos que estes conceitos continuam vitoriosos dentro de uma estratégia de investimentos em empresas.

Desde o início da Hix, consistentemente asseguramos aos nossos investidores, penhorando apenas nossa experiência e o fato de parte relevante do patrimônio dos sócios da gestora estar investido em igualdade de condições com nossos parceiros (sim, “no nosso restaurante, os Chefs comem a sua própria comida”²), que no longo-prazo, o retorno dos investimentos em boas empresas deveria ser significativo e de baixo risco, apesar da volatilidade natural de um mercado de renda variável. Acreditamos que parte do papel de nossas cartas, além de uma forma de “prestação de contas”, é transmitir as discussões que permeiam nosso processo de investimento ao longo dos ciclos e como isso afeta as nossas decisões de investimento.

Pilar #1: O negócio vem antes do valuation (ou múltiplo baixo) → o tempo a favor do investidor paciente

“It’s not supposed to be easy, anyone who finds it easy is stupid”

Charlie Munger

Investir em ações é tudo menos uma tarefa simples. O número de variáveis quantitativas e qualitativas analisadas e que tentamos controlar no intuito de gerar um bom resultado dentro de um investimento, é grande demais para ter efeito crível. No entanto, se pudéssemos tentar resumir da forma mais objetiva e ilustrativa possível (para um engenheiro ou matemático) a fórmula do retorno do investimento em uma empresa ao longo dos anos, seria algo como:

$$R = f(\text{ROIC}, g)$$

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 Metáfora utilizada em nossa primeira carta, de dezembro de 2012

Onde:

R = retorno de um investimento ao longo do tempo

ROIC = medida de lucratividade que cada unidade marginal de capital retida pela empresa gera

g = é a taxa de crescimento das operações da companhia

Ao tentar discutir essa simplificação com um recém-chegado estagiário da HIX fomos confrontados com uma pergunta simples: “poxa, então só é preciso encontrar empresas que crescem, com um alto retorno sobre o capital e não exagerar no preço pago?”. De certa forma, acreditamos que este corolário é correto, assumindo que o investidor:

- Não interprete errado as vantagens competitivas de uma empresa e o risco da erosão de tais vantagens competitivas possam deteriorar de forma relevante as margens ou o *unit economics* desta companhia ao longo dos anos
- O mercado no qual a companhia está inserida não sofra mudanças relevantes a ponto de mudar a dinâmica competitiva do mesmo
- Alocação de capital seja protegida e inteligente: a importância do *reinvestment moat*³
- O time de gestão e os acionistas da empresa sejam pessoas corretas e competentes e que tratem o mercado de capitais como parceiro
 - Neste ponto vale uma pequena digressão para comentar que valorizamos muito companhias de dono e com boa cabeça, cujo horizonte de investimento é semelhante ao nosso, ou seja, pelo maior tempo possível. Durante nossa história fomos felizes em contar com diversos exemplos e, através de um processo de confiança mútua nesta construção de relacionamento de longo-prazo, muitos deles se tornaram nossos clientes
- O preço, de fato, não seja exagerado
 - Quanto mais próximo o preço do consenso de valor intrínseco de um determinado negócio, menor a margem de segurança no caso de alguns dos pontos acima se provar equivocado

Esta não é uma ideia nova para nós da HIX e, inclusive, em dezembro de 2013 tentamos demonstrar de forma matemática que independente do desconto pago por ações de uma companhia de baixo retorno sobre o capital, quanto maior o tempo para diminuição deste desconto em relação ao valor intrínseco deste negócio, maior a probabilidade do retorno do acionista convergir para o retorno sobre capital marginal desta companhia. O contrário também é verdadeiro, ou seja, mesmo que um investidor faça um investimento a múltiplos elevados em uma empresa com alto retorno sobre o capital, no longo-prazo seu retorno tende ao retorno da alocação marginal de capital das companhias.

=====

[Extrato do relatório de gestão da HIX de dezembro de 2013:](#)

A Empresa A opera em um setor que cresce, seus executivos são competentes, alinhados e trabalham todos os dias para criar valor para a empresa. Os seus produtos são sempre os melhores do mercado, levando a ganhos de market share e a equipe industrial é competente conseguindo manter os custos sob controle. A expectativa para os próximos anos é que a empresa seja capaz de aumentar os lucros em 11% ao ano, aumentando em igual nível o seu valor intrínseco. Sendo assim, não é de se surpreender que suas ações negociem - muito bem avaliadas - a 95% de seu valor justo.

³ Conforme artigo da *Saber Capital Management*, que discutiremos mais a frente nesta carta

Empresa A	Data Compra	Após 12m	Após 24m	Após 36m	Após 48m
Crescimento de Lucros (%)	-	11%	11%	11%	11%
Valor Intrínseco (R\$)	100	111	123	137	152
Valor de Mercado (R\$)	95				
Potencial Retorno Acumulado (%)	5%	17%	30%	44%	60%
TIR (%)		17%	14%	13%	12%

A Empresa B, por outro lado, está em um setor que diminui progressivamente, seus executivos recebem salários polpudos e estão acomodados, apesar da contínua deterioração de seus resultados. Os seus produtos estão cada dia mais defasados e perdem espaço nas prateleiras de seus clientes. Caso a companhia não seja capaz de corrigir a sua rota é provável que seus lucros caiam 5% ao ano, corroendo em igual escala o seu valor intrínseco. As suas ações negociam a um forte desconto de seu valor teórico atual oferecendo um upside de 43%.

Empresa B	Data Compra	Após 12m	Após 24m	Após 36m	Após 48m
Crescimento de Lucros (%)		-5%	-5%	-5%	-5%
Valor Intrínseco (R\$)	100	95	90	86	81
Valor de Mercado (R\$)	70				
Potencial Retorno Acumulado (%)	43%	36%	29%	22%	16%
TIR (%)		36%	14%	7%	4%

O resultado comparativo entre os dois investimentos é muito esclarecedor. Caso o investidor consiga comprar a Empresa B e vendê-la após 12 meses a seu valor justo⁴, terá um retorno acumulado de 36% e uma TIR⁵ de 36%, superando em larga escala os 17% atingíveis no mesmo período na Empresa A. No entanto, devido à degradação gradual de valor na Empresa B e a criação de valor na Empresa A, após apenas 24 meses as taxas internas de retorno se equilibram em 14%. Após 48 meses, a diferença entre as duas é brutal, levando a um retorno anual de 12% e acumulado de 60% para as ações da Empresa A e apenas 4% ao ano com um acumulado de 16% para as ações da empresa B.

Nossa conclusão é simples, não adianta comprar as ações de uma empresa de má qualidade apenas porque elas estão baratas. Neste caso, o investidor estaria apostando em market timing, o que é comprovadamente difícil de se fazer. Sendo assim, gostamos de comprar empresas que tenham vantagens competitivas sustentáveis e que tenham potencial de aumentar o seu valor intrínseco consistentemente. Citando Charlie Munger:

"Over the long term, it's hard for a stock to earn a much better return than the business which underlies it earns. If the business earns six percent on capital over forty years and you hold it for that forty years, you're not going to make much different than a six percent return - even if you originally buy it at a huge discount. Conversely, if a business earns eighteen percent on capital over twenty or thirty years, even if you pay an expensive looking price, you'll end up with one hell of a result."

=====

Na constante busca por empresas que conseguem crescer com alto retorno sobre o capital e acionistas que sejam bons gestores, os conceitos de *legacy moat* e *reinvestment moat* são, para nós, um dos mais interessantes e consistentes. Em uma de nossas cartas de 2016 tentamos abordar este tema em maior detalhe:

[Extrato do relatório de gestão da HIX de junho de 2016: Alocação de capital – Reinvestment Moat](#)

No nosso entendimento existem dois jeitos de olhar para empresas de ROIC elevado⁶:

⁴ Hipótese que nos parece improvável em uma companhia com perspectivas ruins de resultados

⁵ TIR ou taxa interna de retorno mede a rentabilidade anual de um investimento

⁶ Para os mais curiosos, é possível encontrar o artigo original no seguinte link: <https://sabercapitalmgt.com/importance-of-roic-reinvestment-vs-legacy-moats/>

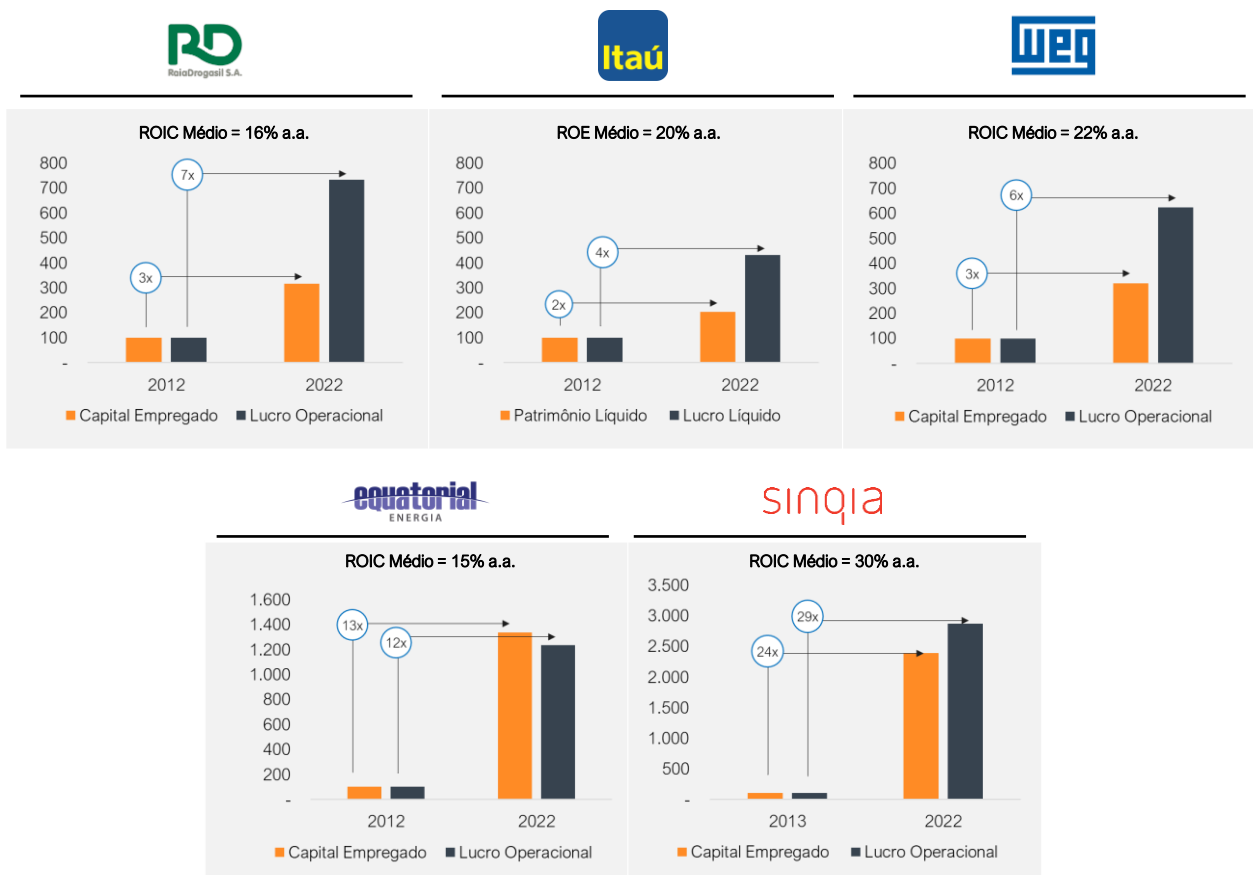
1. Existem empresas com elevado ROIC na operação atual e que possuem vantagens competitivas sustentáveis capazes de mantê-lo elevado no tempo, mas sem grandes oportunidades de crescimento com a mesma rentabilidade (Legacy Moat);
2. Existem empresas com elevado ROIC na operação atual, que possuem vantagens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

O Reinvestment Moat: este segundo tipo é muito mais raro e é um que leva a composição de retornos extraordinários ao longo do tempo. Infelizmente, encontrar companhias que tenham um verdadeiro Reinvestment Moat é muito raro e, tipicamente quando as encontramos, os preços de suas ações costumam ser muito elevados.

=====

Em nossa visão, muitos dos casos de sucesso de multiplicação de valor de longo-prazo nas últimas décadas vieram de empresas que, em seus determinados nichos, providas de vantagens competitivas duradouras e com excepcional capacidade de execução, conseguiram achar oportunidades excelentes de alocação de capital marginal ao longo dos anos. A lista de exemplos abaixo não é exaustiva, mas para prover alguns nomes que se destacam: Raia Drogasil, Itaú, WEG, Equatorial e a própria Sinqia. Na tabela, tentamos mostrar o crescimento do montante de capital empregado entre 2012 e 2022, assim como o crescimento de lucro operacional⁷ e o retorno sobre o capital empregado médio do período.

Histórico de capital investido, crescimento de lucro do período (base 100) e ROIC médio do período (%):



Nota: O cálculo do ROIC considera impostos e exclui ágio de aquisições
 Fonte: Informações das companhias e Hix

⁷ Lucro operacional e capital empregado em bases normalizadas (2012=100)

Importante ressaltar, entretanto, que quanto mais as empresas crescem, mais difíceis passam a ser as oportunidades de investimento marginal nas mesmas taxas de retorno que geram impacto sobre o valor total da empresa. Desta forma, além de encontrar bons alocadores de capital, também existe a importância de encontrar estas oportunidades em mercados grandes, em relação ao tamanho da empresa, e em crescimento. Esta é uma maneira de evitar o investimento em empresas, que apesar de apresentarem boas taxas em seus investimentos marginais por um tempo, acabam se transformando em companhias com *legacy moat* dentro do seu mercado tradicional, ou seja, atingem um teto de crescimento dentro deste mercado. Para continuar crescendo, precisam encontrar formas de alocar capital em outros mercados, onde não necessariamente possuam vantagem competitiva e, portanto, não encontrarão retornos marginais elevados e acima do custo de capital por muito tempo. Em muitos destes casos, na ausência de boas oportunidades de alocação de capital, o melhor a se fazer é focar seus esforços em defender seu mercado e distribuir o lucro aos acionistas.

Acreditamos que diversas empresas de nosso portfólio hoje possuem características similares às grandes vencedoras da última década e, além de oportunidades claras de crescimento em seus resultados por (i) alta capacidade de repasse de preço à clientes através de vantagens competitivas claras; (ii) tendências seculares de crescimento em seus setores; (iii) oportunidades internas de melhoria e corte de custos; (iv) pouca alavancagem; (v) tocada por gestores extremamente capazes, estão negociadas com um alto desconto para o seu valor intrínseco. Para ilustrar com exemplos práticos, estes são os casos de Eneva, Orizon, Sinqia, 3tentos, Vittia, Boa Safra e Banco Inter.

Apesar da inocência da pergunta de nosso estagiário, que comentamos acima, acreditamos que este é um fator de diferenciação de longo-prazo. Isto não significa que, ao trabalhar no mercado de investimentos em ações, não estamos expostos à irracionalidade que surge em momentos de excesso de euforia ou pessimismo e que gera distorções no preço de ações de empresas que não necessariamente possuem todas as características listadas acima. Nestes momentos, que podem ser relacionados ao mercado em geral ou em algum setor de natureza mais cíclica, surgem oportunidades de comprar ações de boas empresas a preços exageradamente descontados e que, conforme as percepções demasiadamente pessimistas são dissipadas, o preço da ação pode convergir para algo mais próximo do valor intrínseco destas companhias. Entendemos que este tipo de investimento é também mais cíclico, mas uma boa fonte de remuneração ao investidor atento e, mais importante, com baixo risco de perda permanente de capital dado o valor extremamente depreciado dos ativos.

“Skepticism and pessimism aren’t synonymous. Skepticism calls for pessimism when optimism is excessive. But it also calls for optimism when pessimism is excessive. . . .”

Howard Marks

Quanto mais o tempo passa e mais colocamos em prática nossos estudos, mais verificamos que alguns dos pilares sobre os quais construímos nosso *framework* de investimento seguem intactos. Ao longo de nosso histórico, ficamos contentes ao pensar que nosso portfólio foi consistentemente e majoritariamente composto por teses em empresas com vantagens competitivas claras, com oportunidade de alocação de capital com alto retorno e em setores com bastante crescimento potencial.

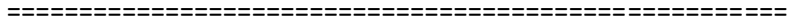
Pilar #2: Procurar onde poucos estão ajuda a encontrar oportunidades a preços atraentes

“If everyone is thinking alike, then somebody isn’t thinking.”

General S. Patton

Em junho de 2017, introduzimos aos nossos investidores um outro conceito que buscamos na Hix e, gostamos de acreditar, que fomos ainda mais criativos ao tentar ilustrar nossa forma de pensar aos leitores. Em uma analogia, comparamos as ondas perfeitas de Pipeline, onda localizada na costa norte da Ilha de Oahu no Havaí, e que é um consenso entre os surfistas como uma das 5 melhores ondas do mundo. Entretanto, apesar da experiência (e competência!) que alguns sortudos tiveram de surfá-las ser excepcional, para a maior parte dos

surfistas isso tender a ser bastante diferente, em razão da necessidade da disputa braçada a braçada por um lugar dentro de uma destas ondas fantásticas.



[Extrato de nossa carta de junho de 2017: Oahu \(Pipeline\) vs. Mentawai](#)



Expectativa



Realidade

Buscamos comprar empresas de altíssima qualidade sim, mas desde que a preços atraentes, que permitam uma taxa de retorno interessante no longo prazo. Para isso, muitas vezes temos que fazer um esforço extra. Assim como o surfista que vai atrás das longínquas ilhas de Mentawai, buscamos aquelas empresas que ainda não são conhecidas pelo mercado ou então que estejam passando por uma grande transformação interna em relação à sua estratégia e gestão. Os motivos podem ser os mais variados, mas a consequência é sempre a mesma, estas companhias não são unanimidades quando estamos montando as nossas posições.

Mentawai, na Indonésia, tem muito menos glamour como destino de surfistas até hoje. Apesar disso acreditamos que a maioria deles não pensariam duas vezes antes de trocar a situação acima pela foto abaixo. Não fariam isso pois a onda é melhor ou porque o acesso é mais fácil. Também não seria pela infraestrutura local permitir mais conforto, e muito menos o fariam por ser mais barato. Fariam isso pois apesar de do ponto de vista das características mais difíceis, a oportunidade de ter o seu próprio espaço faz com que a experiência seja mais recompensadora. O importante as vezes é estar atento aos destinos menos óbvios para encontrar as melhores ondas.



Ao buscar oportunidades onde o escrutínio anterior é menor, também estamos fadados a erros em nossas teses. Em um ambiente menos explorado, dependemos ainda mais de nossa análise independente e qualitativa sobre a empresa e seu modelo de negócios. É um trabalho investigativo, com a necessidade de diversas validações sobre o modelo de negócios, time, ambiente competitivo e, também, discussões profundas entre o time e teste de hipótese para cada uma das premissas que introduzimos. Quanto mais tentamos confrontar cada um dos pontos apresentados em uma tese, menor a chance de um erro de análise sobre uma determinada empresa e, por isso, a importância que damos ao nosso processo de investimentos. Sabemos que, mesmo assim, ainda estamos sujeitos a mudanças e/ou impactos de fatores exógenos que não são possíveis controlar, mas com um processo robusto é muitas vezes possível antecipar riscos na tese e mudar o caminho quando necessário.

Por outro lado, acreditamos que os erros de análise também acontecem em diversas teses consensuais entre agentes do mercado e que ao longo do tempo se provam equivocadas, pois não conseguiram antecipar uma mudança no ambiente competitivo e o preço pago por determinada empresa não reflete o seu real poder de realocação de capital ao longo do tempo. Nestes casos, como o preço na maior parte das vezes já não contam com uma boa margem de segurança, o tamanho da queda tende a ser ainda maior – assim como o “caldo”⁸ em ondas maiores tende a ser ainda mais doloroso.

Reconhecemos a vantagem e o papel que o cumprimento de processos de investimento bem definidos tem na geração de valor de longo-prazo. Dentro do nosso processo, análises quantitativas representam uma parte importante, porém sozinhas não nos levam a qualquer tomada de decisão de investimentos e é apenas quando combinadas com validações qualitativas que conseguimos criar um mapa mais assertivo sobre a dinâmica competitiva de uma determinada companhia, entender a existência ou não de vantagens competitivas, e, a partir daí, tentar imaginar de que forma as forças que impactam o balanço competitivo, de uma determinada empresa ou setor, podem afetar a rentabilidade de um negócio ao longo dos próximos anos. Este trabalho investigativo nos fornece subsídios, que são então estressados por todos do time de análise em nossas discussões no formato de comitê de investimentos.

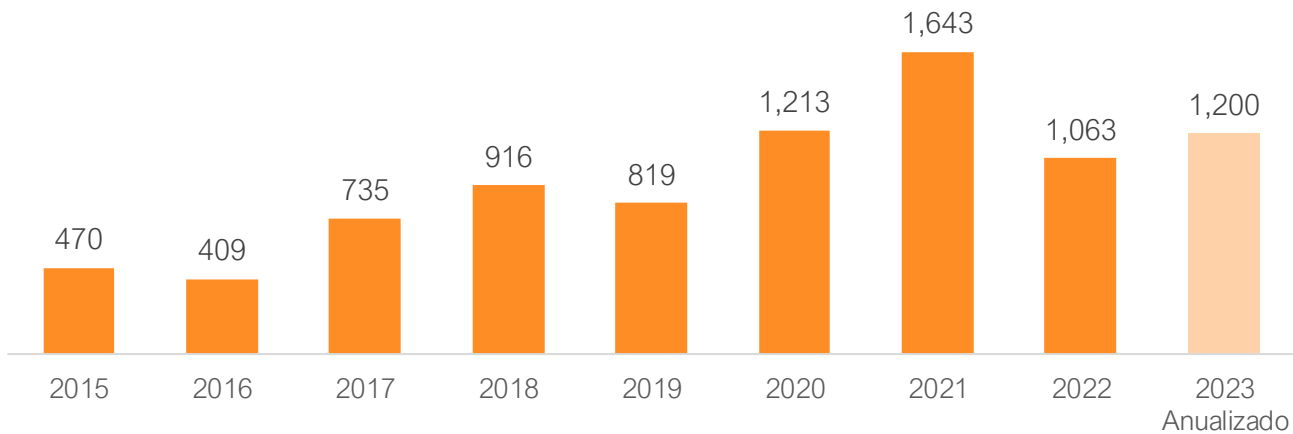
Como exemplo prático, desde 2015 foram quase 8.000 conversas com notas detalhadas e devidamente registradas com diferentes stakeholders das mais diversas companhias que analisamos, seja para a construção de uma nova tese de investimento ou do monitoramento que fazemos com as companhias do nosso portfólio para a constante crítica sobre eventuais mudanças de cenário, tanto para riscos como potenciais *upsides*, vs. nossa construção inicial de determinada tese. Utilizando a Sinqia como exemplo, em 2015 apenas, ano de nosso investimento, fizemos mais de 45 conversas com clientes, executivos, ex-executivos, competidores, entre outros, que nos ajudou a entender melhor a empresa e, também, espaço para melhorias que ajudamos a conduzir com o time nos anos subsequentes⁹.

Na Hix, acreditamos em narrativas apenas se estiverem muito bem suportadas por dados. Para a construção de um mapa mais detalhado do ambiente competitivo de uma empresa tentamos ao máximo evitar apenas as conversas com a parte do time de gestão que normalmente tem um discurso mais polido e treinado, como o CEO, CFO e RI. Damos muito mais importância para o alinhamento do *middle management* com as iniciativas prometidas pelo *sênior management*, acreditamos no conhecimento do chão de fábrica, nos clientes e fornecedores e, também, na forma com que competidores falam sobre uma determinada empresa. A qualidade da “cozinha” muitas vezes nos diz mais sobre a cultura e capacidade de entrega de uma empresa que a apresentação em powerpoint e o discurso charmoso de seu CEO.

⁸ Caldo/Vaca: quando o surfista cai da onda. Também chamado de *wipe-out* (<https://frsurf.com.br/dicasdesurf/pequeno-dicionario-do-surf/>)

⁹ Ao todo foram mais de 160 interações ao longo do investimento, excluindo as reuniões formais da companhia

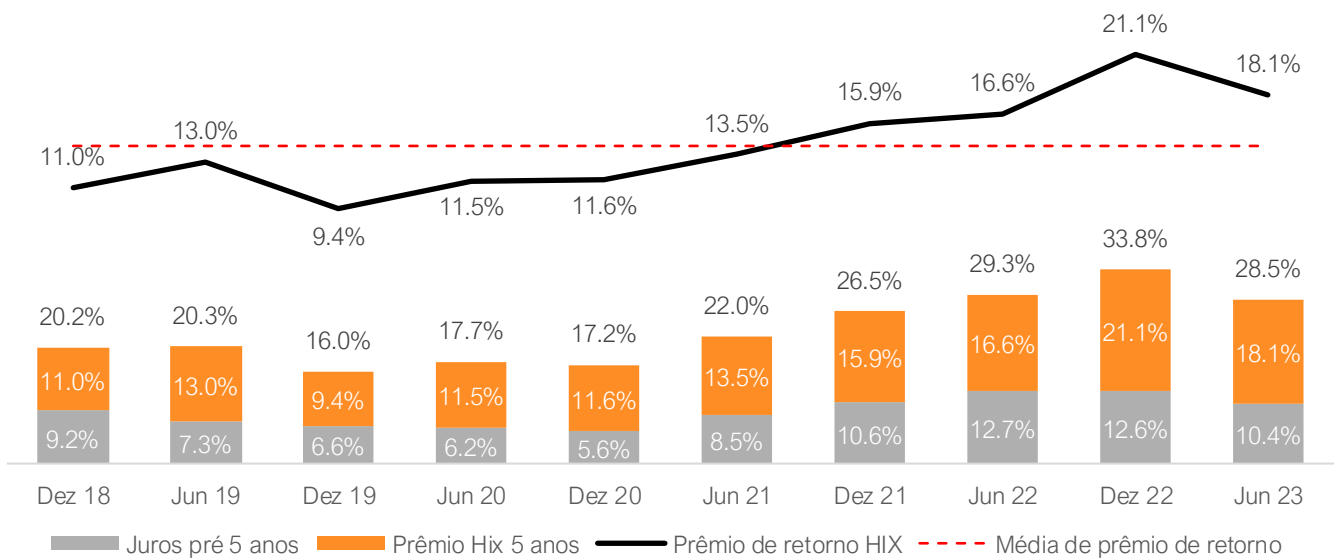
Número de interações por membros do time de investimento da Hix desde 2015:



Neste quesito, não podíamos deixar de agradecer aos nossos clientes, um grupo composto por pessoas extremamente capazes e dos mais diversos setores de atividade empresarial do Brasil e que, ao ter uma cabeça muito parecida com a nossa sobre o cultivo de relacionamentos de confiança no longo-prazo, se tornaram verdadeiras fontes primárias de validações sobre determinados mercados.

Atualização TIR do portfólio

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



Fonte: Tesouro direto e Hix

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.

Retrospectiva sobre investimento na

Sinqia

No dia 20 de julho de 2023, o Conselho de Administrações da Sinqia, em conjunto com os seus maiores acionistas, assinou um compromisso de venda da totalidade de suas ações para a Evertec (NYSE:EVTC). A conclusão desta transação, que deve ocorrer nos próximos meses, após as aprovações e providências previstas no acordo, representará o último capítulo de nosso investimento na empresa. **Desde o nosso investimento inicial, as ações da Sinqia se valorizaram mais de 12x (retorno anualizado de mais de 37% ao ano)**. O investimento de Sinqia exemplifica na prática os conceitos (re)apresentados nesta carta.

A Sinqia é, hoje, a empresa líder no desenvolvimento de softwares para o setor financeiro no Brasil. Com atuação em quatro principais linhas de produtos (softwares para bancos, fundos, previdência e consórcio), e em algumas linhas soluções horizontais, conjuntamente chamada de Sinqia Digital, que podem ser utilizadas por clientes de todas as verticais e até por clientes de segmentos distintos ao financeiro. Como complemento a este conjunto de soluções, a Sinqia ainda conta com uma oferta de serviços e consultoria. Mais de 90% da receita da companhia é recorrente e uma parte relevante dos clientes já faz parte da sua base há mais de uma década.

Através de uma estratégia de crescimento orgânico e inorgânico, adicionando novas verticais e fontes de receita, a companhia cresceu aproximadamente 26% ao ano desde 2010. O crescimento da Sinqia está intrinsicamente ligado ao crescimento do setor financeiro brasileiro, ao surgimento de novos operadores e à adesão de novos clientes finais. Além disso, a crescente formalização e uso de recursos tecnológicos também têm sido grandes impulsionadores do crescimento do setor.

Liderada por um C-Level excepcional - Bernardo Gomes (CEO) e Luciano Camargo (COO), sócios fundadores, e Thiago Rocha (CFO/Estratégia), profissional com mais de 16 anos de experiência, dos quais 10 na Sinqia - a Companhia realizou algumas decisões estratégicas e operacionais relevantes recentemente, dentre elas: (i) a migração de seus produtos “legados” para servidores de terceiros, reduzindo o tempo de implementação e criando mais incentivos para a adesão de novos clientes; (ii) consolidação de produtos semelhantes (advindos de empresas adquiridas), para melhorar a qualidade e reduzir custos de manutenção; (iii) desenvolvimento de novos produtos e soluções através da estratégia de *open innovation*, onde fomenta o ecossistema de soluções para o mercado financeiro por meio de investimentos, parcerias e discussões com *bigtechs*, aceleradoras e fundos de venture capital; e, (iv) contínua busca por aquisições de empresas para consolidar suas verticais e para desenvolver sua estratégia da Sinqia Digital (ativos sinérgicos e que expandem o mercado endereçável). Vale notar também, as evoluções da Companhia em termos de posicionamento de qualidade de software e de gestão nos últimos anos. Em 2019 conquistou pela primeira vez a certificação Great Places To Work (GPTW), que é relevante para uma empresa necessidade de atração e retenção de talentos em um segmento tão competitivo como o de Software, e acumulou de 2017 a 2020 presença no ranking de Fintechs da IDC.

Mas nem sempre foi assim...


Nossa história de investimento na Sinqia se iniciou em maio de 2015 quando adquirimos aproximadamente 8,7% das ações, da então chamada Senior Solution S.A. - empresa listada no segmento de acesso da B3, o Bovespa+. Na época percebíamos que o setor de software aplicativos possuía um conjunto de características que consideramos de alta qualidade:

- Setor com um potencial de crescimento significativo, mesmo em um cenário macro desafiador

- *switching cost* para os clientes era bastante elevado¹⁰ e por consequência havia um alto *pricing power*, que garantia altos retornos sobre o capital empregado

As empresas listadas bem conhecidas pelo mercado no Brasil eram a Totvs e a Linx que negociavam a 12x e 16x EBITDA, respectivamente – vale mencionar que estávamos em meio à turbulência do segundo mandato Dilma – o que nos parecia demasiadamente caro para trazer um retorno adequado aos investidores¹¹. Nos deparamos então com a Senior Solution, uma small cap¹² com uma estratégia e, também, track record de crescimento via M&A, em um nicho de mercado grande e ainda muito pulverizado – software aplicativo com foco no mercado financeiro.

Slide de nossa apresentação interna de discussão - 2015



Overview

Overview

- ▶ A Senior Solution foi fundada em 1996 e é hoje uma das líderes no **desenvolvimento de softwares com foco no setor financeiro brasileiro** (*one-stop-shop*);
- ▶ A empresa é referência nos setores onde atua e **detentora de marcas de softwares líderes no setor financeiro** (tesouraria, gestão de carteiras e consórcio), possuindo as principais instituições financeiras como clientes;
- ▶ Em 2012 realizou o seu IPO no Bovespa Mais e possui as melhores práticas de governança corporativa;
- ▶ Tem **crecido ROL a 24% a.a. e EBITDA 28% a.a. nos últimos 3 anos** (desde 2012);
- ▶ Efetivou 2 aquisições desde o IPO, com valor somado de R\$21,5 mm a múltiplos atrativos;

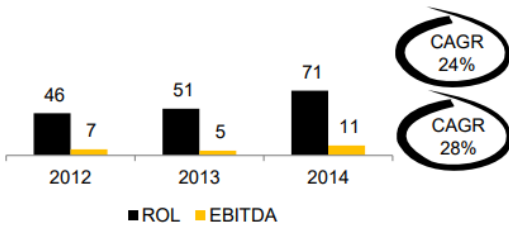
Indicadores SNSL3

Preço/Ação	R\$9,60
EV	R\$84 mm
Equity Value	R\$109 mm
FCF Yield 16	13,2%
EV/EBITDA 15	6,5x
Liquidez Diária	R\$110k

Indicadores Retorno

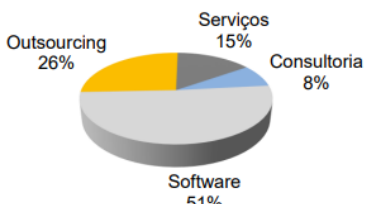
IRR %	33,5%
MOIC	3,1x

Crescimento ROL e EBITDA



Mix Receita

~77% da ROL é recorrente



Mix Clientes

	# Clientes	%
Software	160	58%
Outsourcing	35	13%
Serviços	30	11%
Consultoria	52	19%
Total	277	100%

Fonte: HIX Capital e Senior Solution * Números não incluem pro-forma da Aquarius

Iniciamos então uma diligência cuidadosa, falando com os executivos da companhia, acionistas e em especial os seus clientes – foram mais de 45 interações com stakeholders ao longo de 2015. Através destas conversas, descobrimos a percepção dos clientes sobre a qualidade do produto e serviço prestado pela companhia, diversas oportunidades de melhorias operacionais e de gestão, e, também, um extenso *pipeline* de potenciais aquisições. Colocando todos os fatores em uma balança, tivemos confiança que havia mérito em negociar a aquisição da participação de um acionista financeiro que estava desinvestindo da companhia a R\$8,95 por ação da SNSL3, que equivalem hoje – pós-split de 2019 e *rebranding* da companhia – a R\$2,24 de SQIA3. A empresa possuía diversas características que gostamos, conforme conceitos exemplificados acima em nossa carta:

¹⁰ Movido pela experiência própria de nossos fundadores de conduzir um processo de migração de ERP entre 2009 e 2010 como diretores da Scalina S/A

¹¹ O retorno anualizado de Linx e Totvs nos próximos 3 anos foi de 8,2% e -6,5%, respectivamente. O retorno anualizado de Totvs de maio daquele ano até o final de julho de 2023 foi de 12,9% a.a.

¹² Eufemismo para uma companhia que tinha aproximadamente um valor de mercado de R\$100 milhões e receita de R\$70 milhões

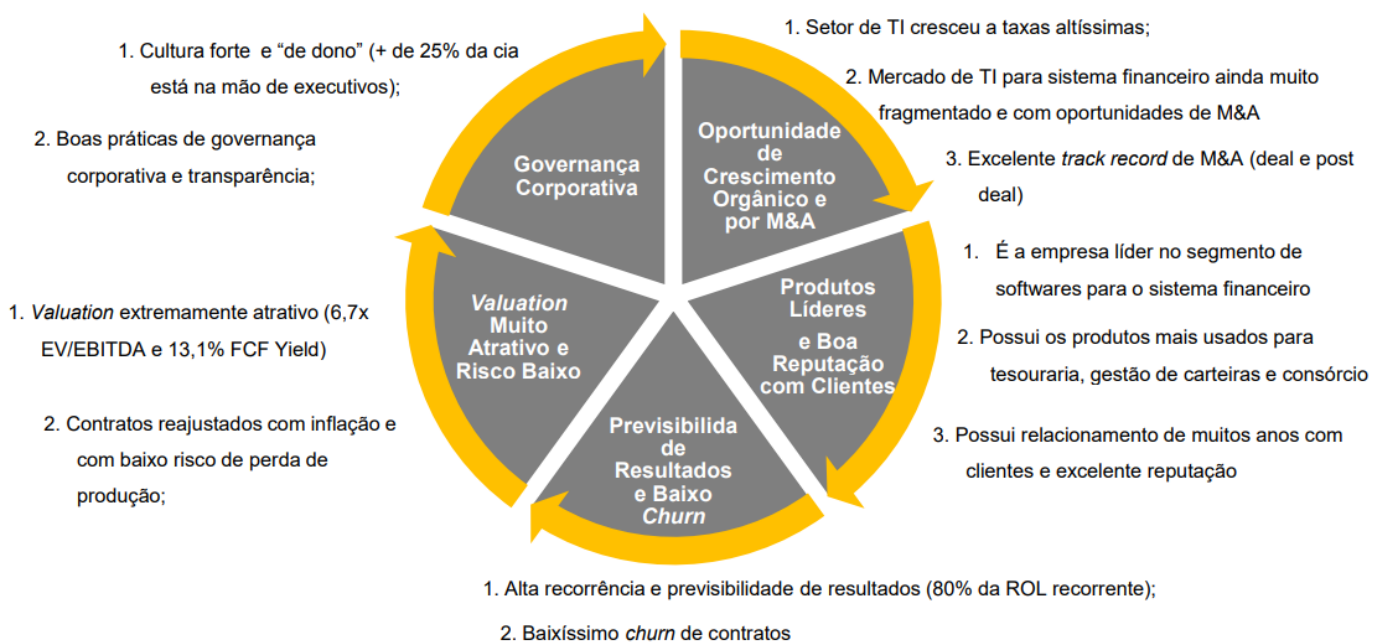
- (i) Time experiente e de altíssimo nível;
- (ii) Modelo de negócios escalável, rentável e com alto *switching-cost* (vantagem competitiva clara);
- (iii) Setor em crescimento
- (iv) *Bom track-record* em M&As (*tanto aquisição como integração de investidas*); e, por último
- (v) *Valuation* atrativo: 8x EBITDA, ou mais importante, 9,5% a.a. de fluxo de caixa livre para o acionista

Slides de nossa apresentação interna de discussão - 2015



Tese de Investimentos

Tese de Investimentos Senior Solution



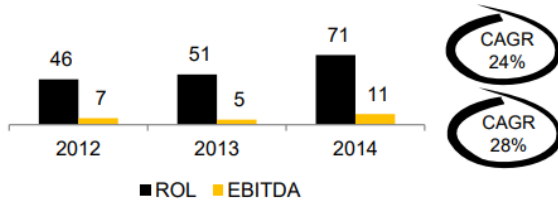
Fonte: HIX Capital

19



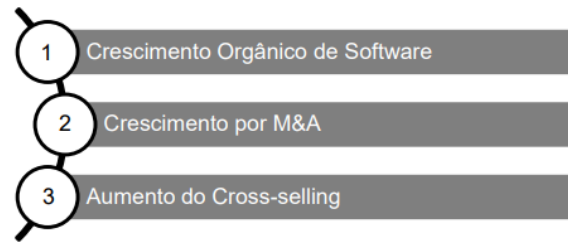
Estratégia e Vantagens Competitivas

Evolução Financeira Recente



* Números não incluem pro-forma da Aquarius

Prioridades Estratégicas



Iniciativas novo plano estratégico



Fonte: HIX Capital e Senior Solution

Vantagens Competitivas

- ▶ **Marcas / Produtos e Foco:** possui as principais marcas dentro do segmento de produtos pra instituições financeiras
- ▶ **Confiabilidade, Reputação e Foco:** atua desde 1996 focada no segmento financeiro, com alto nível de relacionamento com os clientes
- ▶ **Sólida Carteira de Clientes:** possui as principais inst. financ. do Brasil como clientes com baixa representatividade individual na ROL
- ▶ **Switching Cost:** altíssimo custo de troca dada criticidade operacional
- ▶ **Track Record em M&A:** realizou 7 aquisições
- ▶ **Pessoas e Cultura:** time muito capacidade na área financeira, o que permite uma venda mais técnica e qualificada

14

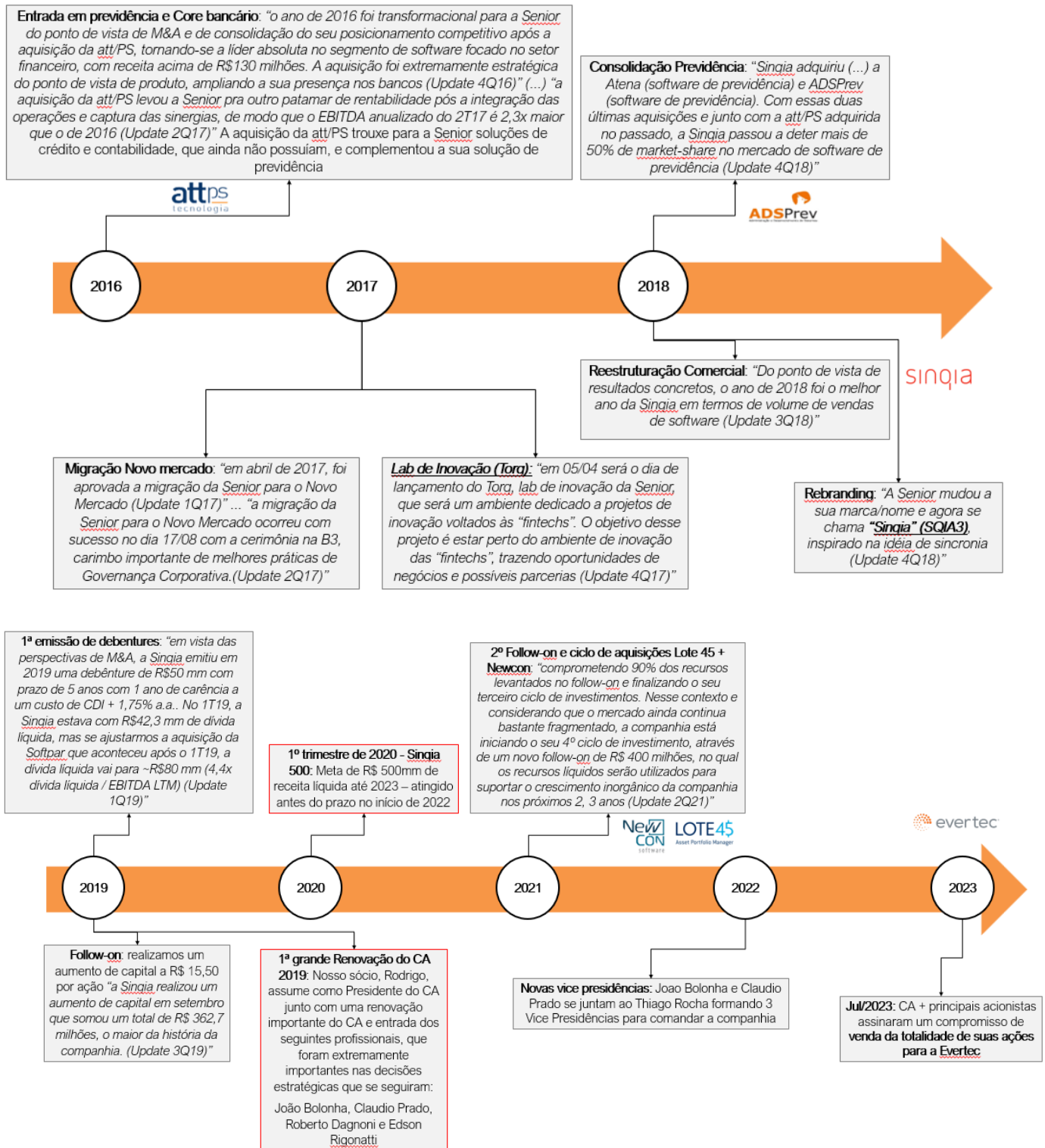
Desde o início assumimos uma postura contributiva com a companhia e buscamos colaborar com a sua evolução: *“fizemos um extenso trabalho de aproximação com os principais executivos e sócios-fundadores através de diversas reuniões, tendo como objetivo um diagnóstico ainda mais profundo da companhia. Com esse diagnóstico preliminar em mãos, fizemos uma apresentação para os sócios-fundadores, os quais mostraram ótima receptividade e proatividade na implantação de alguns dos pontos que levantamos e também se mostraram abertos a avançarmos com o trabalho conjunto.*

Sugerimos aos sócios-fundadores da Senior Solution que fosse criado um Comitê de Estratégia e Gestão, sendo que o nosso objetivo será apoiar o Conselho nas seguintes agendas: (i) Melhoria da performance da área comercial, (ii) Execução da área de M&A e estruturação das oportunidades e (iii) Auxiliar na evolução do modelo de Gestão por Diretrizes (GPD) para toda companhia.”¹³

O momento de mercado no Brasil era bastante desafiador e alguns meses após nosso investimento tivemos a oportunidade de aumentar nossa participação na companhia através de alguns *block-trades* em preços semelhantes à primeira *tranche*, assim atingimos 14,3% de participação na companhia e, com isso, nos tornamos os maiores acionistas individuais da empresa.

¹³ Extrato de nosso relatório de acompanhamento do 2º trimestre de 2015

Eventos transformacionais desde o nosso investimento e trechos de nossas cartas de atualização:

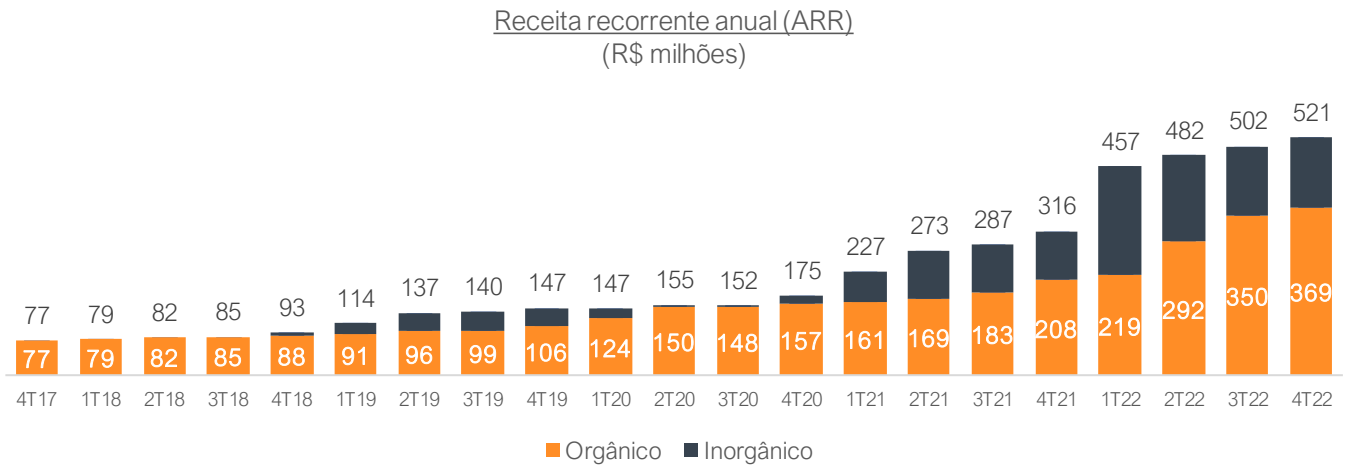


EVOLUÇÃO DA SINQIA E TRACK-RECORD DE AQUISIÇÕES

Em um mercado com receita extremamente resiliente e recorrente como o da Sinqia, gostamos de olhar para a evolução de ARR¹⁴, possibilitando enxergar o patamar de receita contratada ao longo do tempo a partir do crescimento orgânico e inorgânico da Companhia. Durante os quatro anos apresentados abaixo, apenas no

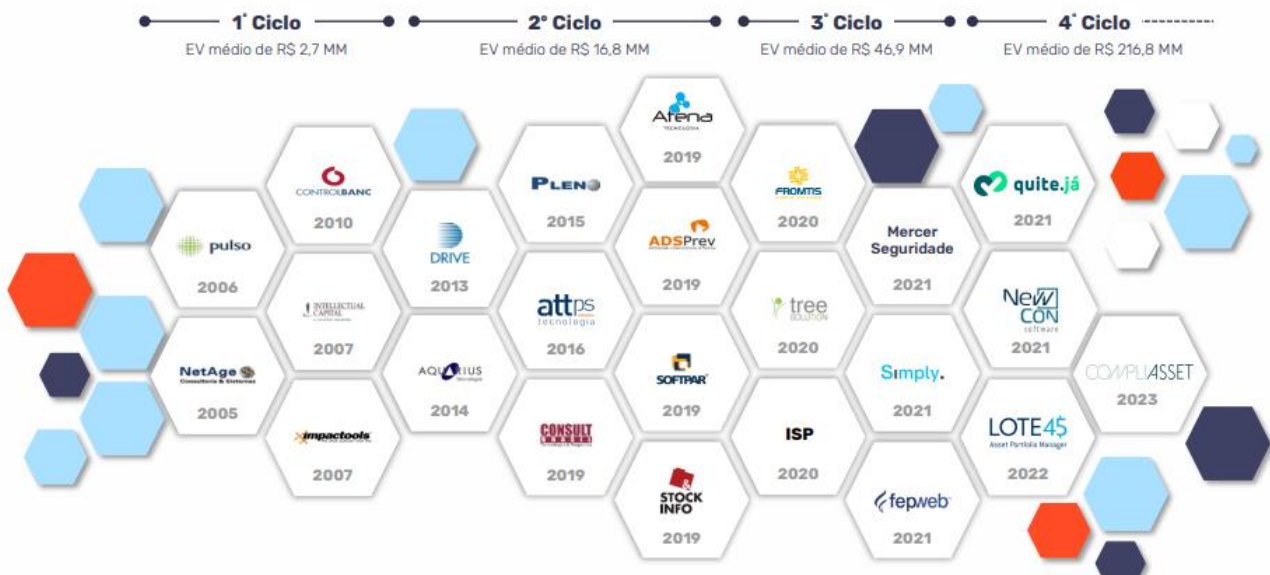
¹⁴ ARR significa *Anual Recurring Revenues*, uma medida do volume de receita recorrente anual já contratada pelos atuais clientes.

terceiro trimestre de 2020 houve queda de faturamento orgânico, em pleno ápice da pandemia do COVID-19 e, mesmo assim, foi pouco expressivo. Além disso, a capacidade de aquisição e integração de companhias foi mais que comprovada ao longo da história.



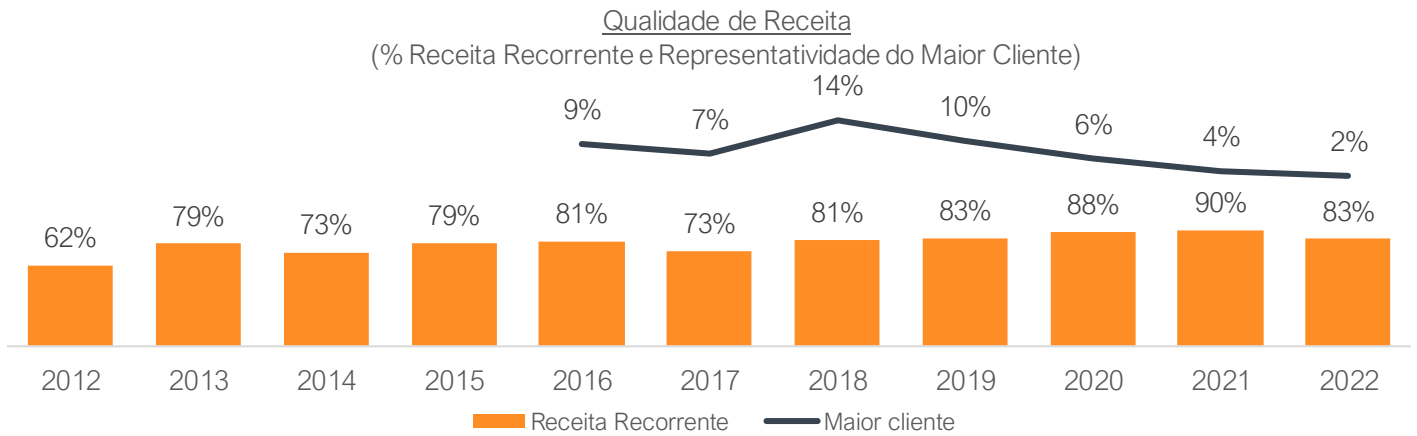
Fonte: informações da companhia e Hix

Track record de aquisições:



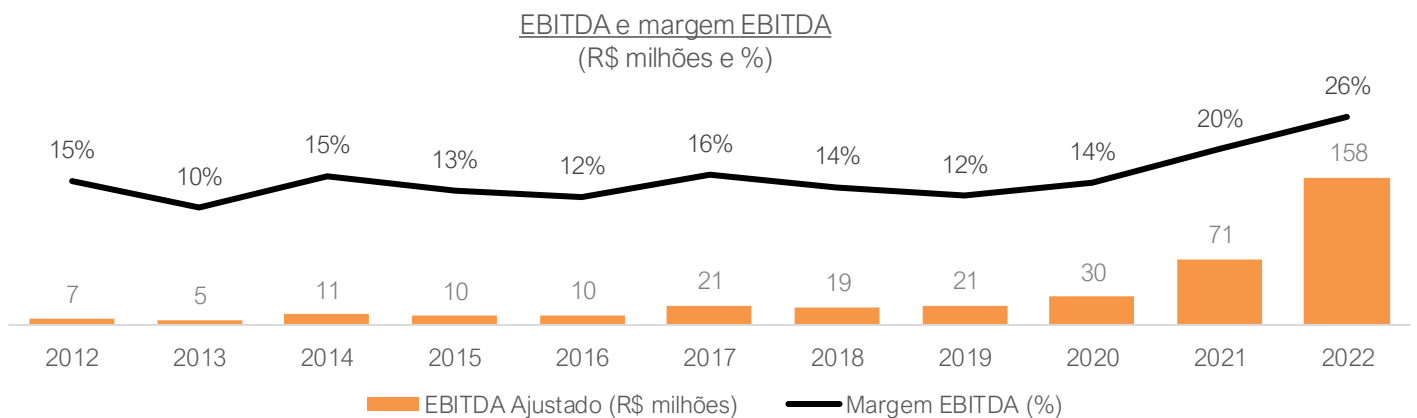
Fonte: apresentação institucional da Sinqia, maio de 2023

Outro ponto interessante ao acompanhar o crescimento de receita e ARR é que o perfil de faturamento também melhorou com aumento da diversificação da base de clientes (maior cliente passou a representar 2,0% vs. 14,4% em 2018), de produtos (cada segmento representa entre 13% e 24%, vs. 6% e 37% em 2018) e de recorrência (em 2022, o patamar de recorrência diminuiu após a aquisição e integração da Newcon).

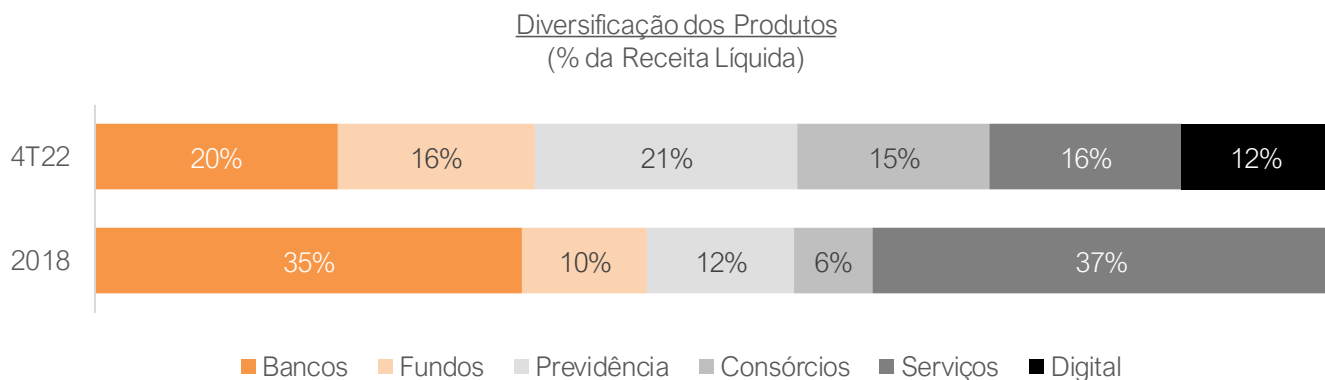


Fonte: informações da companhia e Hix

Mesmo com foco em crescimento de receita em detrimento de margens, a margem EBITDA da Sinqia permaneceu saudável ao longo do tempo. Em 2018, por exemplo, mencionou que subsidiaria parte relevante dos custos de implementações, sacrificando margens de curto prazo por uma maior receita recorrente no longo prazo. Mais recentemente, com este último efeito sendo diluído e com algumas consolidações de empresas adquiridas, a margem apresentada teve uma melhora significativa, alcançando o patamar de 26% em 2022.



Fonte: informações da companhia e Hix



Fonte: informações da companhia e Hix

Revisão de Resultados & Portfólio

Das 24 empresas que compunham o portfólio em dezembro de 2022 (com 89% de exposição), desinvestimos de 6, liberando aproximadamente 6,19% do nosso capital. Por outro lado, iniciamos 3 novas posições no semestre, e 2 destas já tinham sido investimentos do fundo no passado. O caixa no final de junho representava 2,01% do portfólio, refletindo nosso otimismo com as perspectivas das empresas. As maiores posições do fundo no fechamento do semestre eram (em ordem decrescente): Singia, Orizon, Eneva, 3Tentos, Vittia, Iguatemi, representando juntas 53,48% do nosso portfólio.

AS PRINCIPAIS CONTRIBUIÇÕES DE PERFORMANCE DO HIX CAPITAL FIA NO 1º SEMESTRE DE 2023 FORAM:

<u>TOP 5 CONTRIBUIÇÕES</u>		<u>TOP 5 DETRATORES</u>			
1.	Singia	4,95%	1.	PetroReconcavo	-1,28%
2.	3Tentos	2,40%	2.	Light	-1,21%
3.	Hapvida	1,97%	3.	Blau	-1,13%
4.	Orizon	1,82%	4.	Brasilagro	-0,85%
5.	OceanPact	1,54%	5.	Grupo SBF	-0,50%
Total Positivas		+18,93%	Total Negativas		-7,42%

Como de costume gostaríamos de atualizar nossos investidores em relação a algumas de nossas teses de investimentos e desenvolvimentos recentes de companhias portfólio.

3tentos

A empresa segue em ritmo acelerado no plano de expansão. Em 2022, foram adicionadas +9 lojas na base, atingindo um total de 57 lojas (52 no Rio Grande do Sul e 5 no Mato Grosso). Com a operação destas novas lojas no estado, o Mato Grosso, que representou 13% da receita de insumos em 2022, deve representar entre 18-20% em 2023, marcando seu expressivo crescimento. O ano de 2023 também marca o início da operação da planta industrial de Vera/MT, cujo comissionamento ocorreu durante no final do 2T23. Além disso, os modelos climáticos indicam a ocorrência do fenômeno El Niño, que beneficia a safra do Rio Grande do Sul, após 3 anos de La Niña e com safras abaixo do potencial produtivo. Essa mudança de regime climático incentiva o produtor a investir mais no pacote de insumos que será utilizado na lavoura, impulsionando o crescimento do segmento de insumos.

Vemos a companhia em uma excelente posição competitiva e com um balanço muito saudável, a 3tentos fechou o 1T23 com um índice de dívida líquida / EBITDA de 0,6x, compara a um mercado em que as revendedoras estão muito fragilizadas financeiramente. Isso pode abrir espaço para a 3tentos seguir consolidando o mercado.

Dado a velocidade de execução de seu plano de crescimento até aqui, é muito provável que a 3tentos entregue parte do plano de 2025 do IPO já em 2024. Com isto, acreditamos que em breve a empresa deve anunciar um novo plano de investimento, com mais lojas no Mato Grosso e mais uma planta industrial.

Hapvida

Sempre gostamos do case de Hapvida, que para nós possui uma grande vantagem competitiva dado seu modelo de negócios verticalizado e capacidade de controle de custos, o que a torna uma das *lowest cost providers* da indústria. Desde que desinvestimos da empresa em 2022, dado o cenário difícil e incerto de sinistralidade no setor, continuamos acompanhando a empresa de perto, pois acreditávamos que poderíamos ter uma boa oportunidade de investimento caso um cenário muito negativo fosse precificado pelos agentes de mercado, o que de fato ocorreu no 2T23.

Após apresentar resultados ruins no 4T22 e divulgar ao mercado que estaria procurando formas de capitalização, a ação da companhia caiu +60% e passou a ser avaliada em R\$15 bilhões, patamar quase 3x menor que a avaliação *stand-alone* da Hapvida antes da fusão com a GNDI.

Em nossa visão, quais riscos estavam sendo precificados pelo mercado neste momento:

- i. Problema específico da empresa e não do setor, ou seja, o *earnings power* da companhia poderia ter estruturalmente mudado de patamar (para baixo) e;
- ii. Risco de solvência.

Ao aprofundar a análise sobre os seus concorrentes, notamos que o setor passava por um sério problema de rentabilidade, dado o impacto da pandemia no repasse aos planos de saúde e aumento do sinistralidade, e não um problema específico da companhia. Inclusive, a Hapvida é a empresa com sinistralidade mais controlada entre os grandes operadores do setor, que apenas corrobora o grande diferencial da companhia e de seu modelo de negócios. Já o risco de solvência também diminuiu quando a companhia divulgou um plano de capitalização que incluiu um *sale leaseback* de alguns de seus ativos imobiliários por R\$1,25 bilhões, no qual a família controladora comprou estes ativos, e uma oferta primária de R\$1,0 bilhões, que juntos injetaram R\$2,25 bilhões no caixa da empresa.

Além destes pontos, vimos outras transformações positivas, que devem ajudar a companhia nos próximos trimestres:

- i. movimento de seus acionistas em simplificar a gestão da companhia: Após um período confuso de integração com o Grupo Intermédica, em que foi concebida uma estrutura de Co-CEOs e times duplicados, a família fundadora da Hapvida, com décadas de experiência no negócio, assumiu o controle de vez da companhia;
- ii. Conseguimos checar na ponta que os aumentos de preços, parte do discurso do time de gestão sobre os *drivers* de recuperação de rentabilidade, já estavam acontecendo e isso nos deu segurança que a empresa já caminhava para uma normalização de suas margens
 - Importante lembrar que este negócio possui um ciclo longo em que os ajustes de preço demoram para ter efeito no resultado financeiro da empresa

Dado todo este cenário, decidimos fazer novamente um investimento na empresa nas semanas que antecederam e sucederam à realização da oferta de *follow-on*. Apesar da alta valorização do preço no preço ações desde então, continuamos acreditando que existe um *upside* relevante ainda a ser capturado.

OrizonAumento de capital / pagamento dos ativos da Estre

No primeiro trimestre de 2023, a Orizon concluiu o fechamento da aquisição do aterro de Maceió, último aterro pendente da transação com a Jive pelos ativos da Estre, e realizou um aumento de capital para o pagamento desta transação conforme combinado no acordo de compra e venda das empresas e, com isso, a Jive passou a deter 11,5% da companhia.

Em abril, a companhia realizou então uma oferta de ações (*follow-on*) primária e secundária, na qual (i) a Jive, gestora focada em créditos de ativos estressados, vendeu sua participação na empresa e (ii) a Orizon se capitalizou para investimentos futuros.

Update operacional

Ao longo do semestre, a Orizon divulgou com mais detalhes os seus planos de expansão:

Na frente de M&A, a companhia adquiriu 51% de um aterro em construção na cidade de Porto Velho (RO), uma cidade que ainda utiliza lixões como destinação de resíduos, um projeto extremamente atrativo em termos de retorno, dado que o desembolso de R\$10 milhões pelo aterro deve gerar em torno de R\$7 milhões em EBITDA para a empresa.

Na frente de energia, a companhia criou a BioE, subsidiária responsável por ser a *offtaker* do gás dos aterros. A companhia pretende realizar a instalação de plantas de biometano em 10 de seus aterros, totalizando R\$1,2 bilhão em investimentos para uma contribuição de EBITDA estimada, pela empresa, em R\$550 milhões quando estas plantas estiverem operacionais.

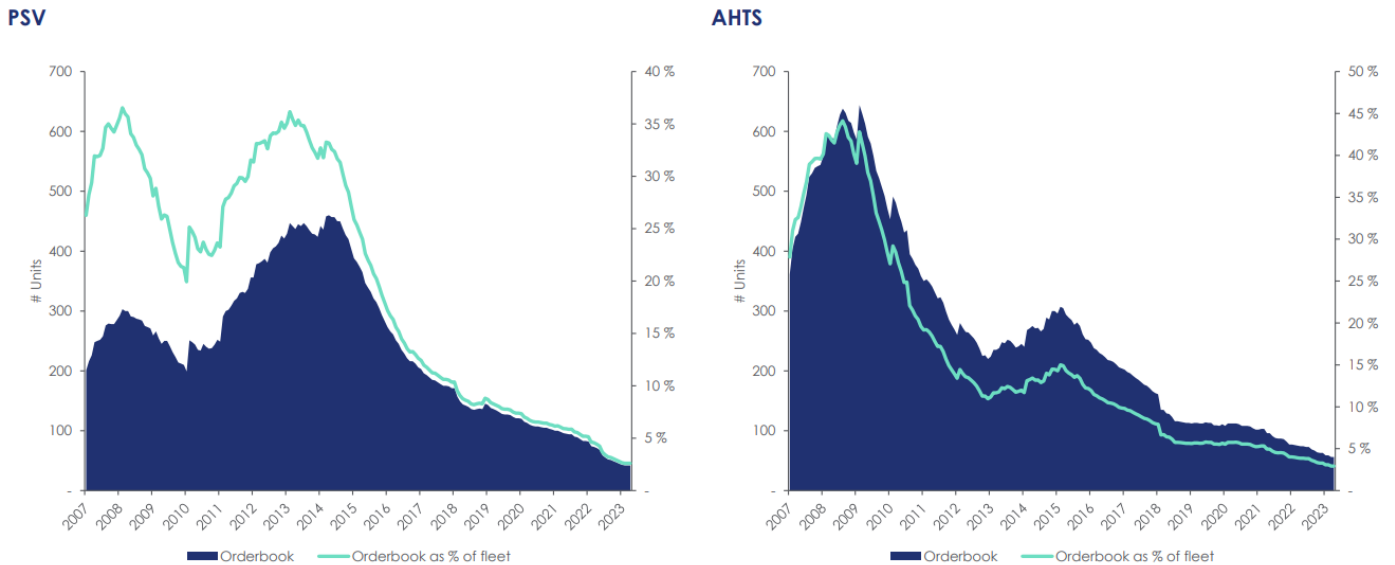
Além disso, a Orizon assinou recentemente um contrato de 10 anos com a Copergás em Jaboatão dos Guararapes para fornecer aproximadamente metade do volume do aterro. A companhia vem trabalhando para fechar novos contratos tanto em Jaboatão como em Paulínia, e conseqüentemente, pretende captar recursos para essas duas plantas nos próximos meses.

Oceanpact

O ano de 2023 pode ser um ano de mudança de percepção sobre a Oceanpact pelos investidores, após uma série de quebra de expectativas após seu IPO em 2021. Neste ano a empresa contará com um crescimento de seu EBITDA contratado, pois será o primeiro ano completo com operação de toda a frota de contratos que a companhia ganhou até o IPO.

Nos anos seguintes o resultado da empresa deve continuar se expandindo, pois o *orderbook*¹⁵ dos estaleiros para construção de embarcações *offshore* continua baixíssimo e, com isso, não vemos uma pressão competitiva pelos contratos da empresa. Além disso, as diárias correntes no mercado ainda estão significativamente abaixo dos valores que incentivariam a construção de novas embarcações e que o acesso a financiamento para o setor está muito mais restrito, não só pelo aumento do custo de capital, mas também pelo maior foco pelos financiadores nos setores ligados a transição energética, como *offshore wind farm*.

¹⁵ Livro de pedidos de novas embarcações dos estaleiros



Source: Clarksons Research Services Ltd., Clarksons Securities AS

A demanda por embarcações deve continuar aquecida, pois o capex em E&P offshore deve crescer 23%, passando de USD160 bilhões para USD197 bilhões e +80% desses projetos são economicamente viáveis com petróleo a USD60 / barril, de acordo com dados da Rystad Energy.

BrasilAgro

Até a safra de 2022, período com alta rentabilidade do produtor rural e maior liquidez no mercado de terras, a empresa aproveitou para vender fazendas, apenas neste ano fiscal, que se encerra em junho de 2023¹⁶, a empresa já anunciou o fechamento de 4 vendas, totalizando R\$610 milhões, ou 23% da capitalização de mercado da companhia.

A safra atual marca um período de correção da rentabilidade do produtor rural com a formação de custos com preços de fertilizantes e defensivos elevados, após um período com rentabilidade muito superior à média histórica. Agora a empresa está em um estágio muito importante estrategicamente e deve ser mais ativa na aquisição de terras, dado a retração de liquidez neste mercado, marcando seu comportamento anticíclico para garantir boas alocações de capital ao longo dos anos.

Seguimos animados com as perspectivas da empresa, uma vez que a rentabilidade do produtor rural para a próxima safra está dentro da normalidade com a queda recente do preço dos insumos, que devem levar a relação de troca para dentro dos padrões históricos. Além disso, a empresa segue aumentando sua área plantada mesmo após todas as vendas de fazendas realizadas nesse último ciclo. Da safra de 2019 para a safra de 2023, a área cultivada consolidada aumentou em 25%, sendo que a área de grãos aumentou 32%. Além disso, como a empresa possui parte relevante do seu resultado “dolarizado” e o Real se desvalorizou +25% desde 2019, acreditamos que a capacidade de geração de caixa da empresa cresceu de forma relevante.

Blau

O ano de 2023 se iniciou com perspectivas promissoras para a empresa: (i) potencial retomada mais forte das vendas de imunoglobulina; (ii) resultado do efeito de investimentos de anos anteriores (lançamento de novos produtos e expansão de capacidade); e (ii) normalização maior do cenário competitivo.

¹⁶ Ano fiscal da Brasilagro é de julho a junho “Ano Safra”

De fato, é possível já colher parte dos frutos dos investimentos: aumento de capacidade vindo da planta P210 de especialidade que aumentou em 30% a produção, as operações da Hemarus de coleta de plasma nos EUA atingiu *breakeven* no semestre, mesmo com novas unidades abertas, e diversos novos produtos ganharam *share* no mercado (safra de 2021 atingiu +20% de *share*). Entretanto, o cenário competitivo continua bastante desafiador e o desarranjo do setor, que também tem impactado todos os elos da cadeia, pressionou os preços e, conseqüentemente, as margens da companhia.

Além disso, a decisão do ministério da saúde de continuar permitindo a entrada de imunoglobulina sem registro da ANVISA, através de compra emergencial e nova licitação a ser realizada nos próximos meses, direcionou toda a oferta de produtos com registro para o setor privado, aumentando competição e diminuindo preços no segmento. Acreditamos que o cenário competitivo do mercado deve se normalizar ao longo dos próximos semestres e, inclusive, a companhia fechou neste semestre um contrato de 5 anos com seu principal fornecedor, que demonstra a confiança da empresa no segmento, além de mitigar o risco de quebra de fornecimento.

Esperamos que os investimentos em capacidade, sejam eles para o crescimento orgânico (aumento de linhas e a construção da fábrica P100 em Pernambuco relevantes) ou inorgânicos (empresa acabou de anunciar o fechamento da aquisição da Bergamo, operação brasileira da Amgem) combinado com um *pipeline* robusto de lançamentos, garantam um crescimento relevante para a empresa nos próximos anos.

Vemos as ações da empresa negociando a um múltiplo de preço / lucro próximo 10,0x, que consideramos bastante atrativo dado o potencial de crescimento, resiliência e alto retorno sobre capital deste modelo de negócios.

PetroRecôncavo

A PetroRecôncavo é uma empresa brasileira de O&G com expertise na operação e revitalização de campos maduros *on-shore*, fundada em 1997. Acompanhamos a história da empresa desde junho de 2022 e acreditamos que a companhia possui uma série de características que consideramos importantes para investimentos em empresas de exploração de petróleo: (i) *track-record* comprovado, com histórico de mais de 20 anos na gestão e revitalização de campos maduros; (ii) modelo de gestão e cultura diferenciados; (iii) time com qualidade diferenciada e que trabalha junto há muitos anos; e, dados os pontos anteriores (iv) potenciais *upsides* nas certificação de reservas.

Ao longo do semestre, questionamentos do mercado sobre a execução e capacidade de geração de caixa da companhia ganharam holofote, após uma série de falhas de comunicação combinadas com uma produção limitada por problemas de infraestrutura em parceiros e uma concentração maior de investimentos no primeiro semestre. Dado o impacto destes questionamentos no preço das ações e potencial oportunidade de aumentarmos nossa exposição às ações de companhia cujo modelo de negócios nos parece interessante dentro do segmento de O&G, fizemos um grande esforço para aprofundar nosso processo de validações qualitativas, através de diversas conversas com diferentes agentes do setor, incluindo, mas não se limitando, a conhecer ainda mais de perto o time e as operações da companhia. Este processo trouxe aprendizados que nos ajudaram a confirmar boa parte de nossa tese de investimentos inicial, mas também a entender melhor os desafios e oportunidades internas de melhoria.

A partir destas conversas, tentamos dividir a discussão em dois, o que são fatores conjunturais, ou seja, possuem impacto transitório nos resultados, mas não mudam de forma estrutural o *earnings power* da companhia, e o que são fatores estruturais que podem alterar a nossa tese de investimentos ou ter um impacto maior no valor intrínseco da empresa. Neste sentido, as discussões de volume e investimentos nos parecem conjunturais, com a tendência de normalização já nos próximos meses (maior produção e normalização do nível de investimentos). Do lado estrutural, a foto continua bastante positiva, com a manutenção do time de administração e capacidade de atração de novos talentos com experiência na indústria, que reforça a quantidade e qualidade dos projetos

da companhia e, com novos desafios mapeados após o semestre, um plano bem desenhado de ajustes para aperfeiçoar a governança e a forma como os processos, o planejamento e as decisões sobre alocação de capital da companhia são comunicados ao mercado, que são positivos e naturais para uma empresa que apenas recentemente começou seu relacionamento com o mercado de capitais (a empresa realizou seu IPO em 2021).

A combinação destes fatores com um *valuation* ainda mais descontado nos deu confiança para aumentar nossa exposição às ações da empresa durante o semestre.

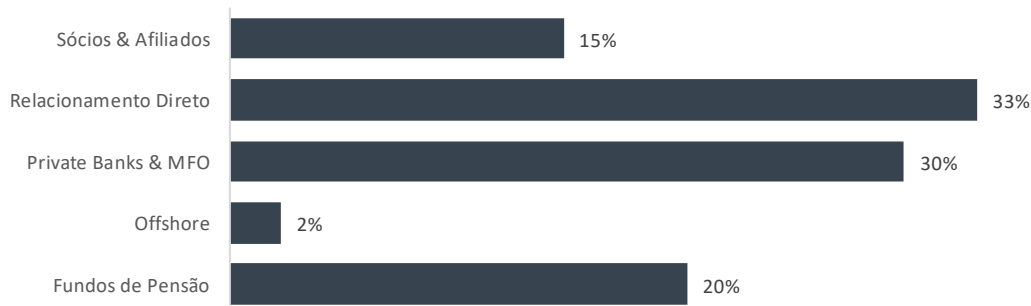
Atualização da HIX Capital

Nos últimos meses, aprimoramos os esforços na gestão de nossa cultura organizacionais, otimizamos nossa estrutura e processos de *backoffice* e ampliamos nossa estratégia de investimentos privados, com um novo investimento na LG Sistemas, maior empresa brasileira especializada em soluções de tecnologia para gestão de RH do Brasil.

Do lado comercial, passamos a disponibilizar os fundos Hix para investimentos através do Itaú Personnalité e Uniclass, e, no início de 2023, lançamos 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.

