

Carta Anual
2022



Introdução

A Carta anual saiu mais tarde do que gostaríamos. Mas o início do ano de 2023 não nos permitiu soltá-la antes pois o evento de Americanas e os fatos subsequentes (outras reestruturações e abertura de spreads) tomaram bastante tempo e energia, em especial do time de gestão.

A carta, como nos anos anteriores não segue um padrão definido e procura repassar aos investidores um resumo de como o time de gestão viu o ano que passou, as lições aprendidas e um pouco de perspectiva para o ano de 2023 (nesta altura 2 meses já se passaram).

Esperamos que gostem.

Parte 1: Um resumo do mercado para quem aloca em crédito

Se fôssemos resumir o que foi o ano de 2022 para a indústria de crédito privado, em bullet points, faríamos assim:

- 1) Selic subindo de elevador e a expectativa de juros surpreendendo;
- 2) Entrada de recursos abundantes;
- 3) Aumento da inadimplência e do custo de crédito.

Estes fatores foram decisivos para explicar várias das ocorrências do nosso portfolio ao longo de 2022. Vamos passar por cada um deles e depois passar pelo nosso portfólio.

1) Selic subindo de elevador e expectativa de juros surpreendendo

A escalada da inflação, decorrente da alta dos preços das commodities, associada à demanda represada pela pandemia, fez com que o Bacen elevasse em menos de 2 anos a Selic de 2% aa para 13,75% aa.

A elevação da taxa de juros, associada a algumas intervenções do governo (em especial nos impostos sobre energia e combustíveis) foram capazes de conter parcialmente a alta da inflação.

A Selic surpreendeu em muito a expectativa que o mercado tinha para os juros:

Expectativa Selic

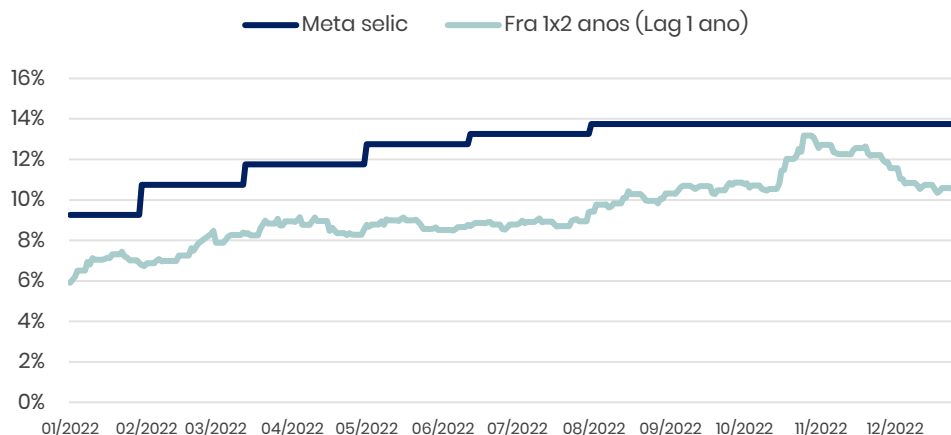


Gráfico 1: Expectativa versus Meta Selic.

O Gráfico 1 acima mostra claramente o quanto o mercado precificou as expectativas da Selic abaixo do que efetivamente ocorreu.

2) Entrada de recursos abundantes nos fundos de crédito privado

Gráfico abaixo mostrando a captação “acelerada” dos fundos de crédito privado.

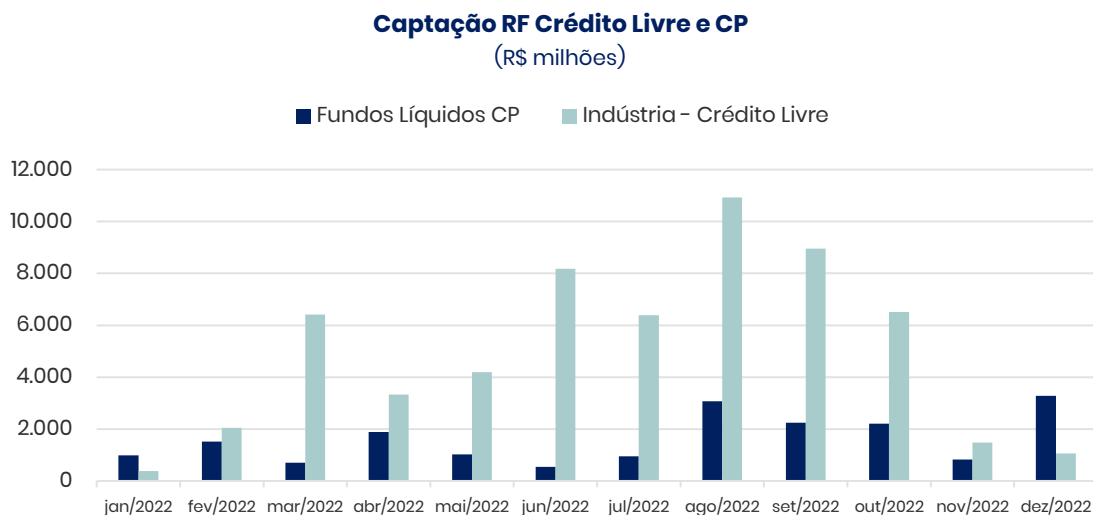


Gráfico 2: Captação RF Crédito Livre e Crédito Privado.

3) Deterioração dos créditos “sub-primés”

Abaixo compartilhamos alguns dados divulgados pelo Bacen (até nov/2022). O primeiro gráfico mostra a inadimplência dos recursos livres de carteiras PF e PJ. O segundo mostra o índice de Custo de Crédito, que é um indicador do Bacen que mede o custo médio das operações de crédito que integram as carteiras de crédito do sistema financeiro.

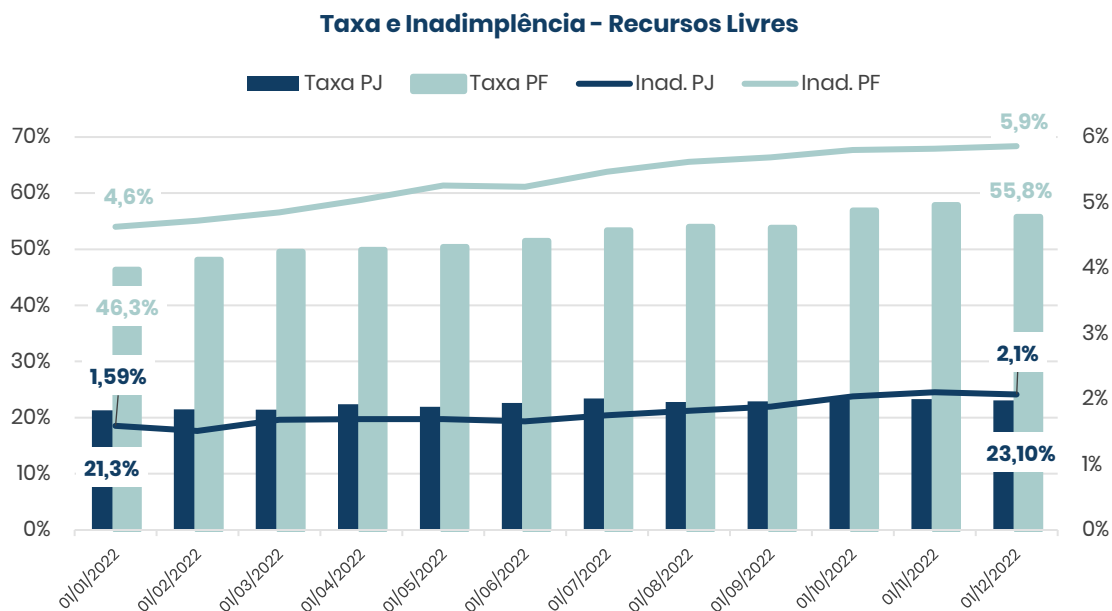


Gráfico 3: Taxa e inadimplência – Recursos Livres

Notamos aumento da inadimplência em quase todas as linhas de concessão, mesmo com tendência marginal no aumento das concessões.

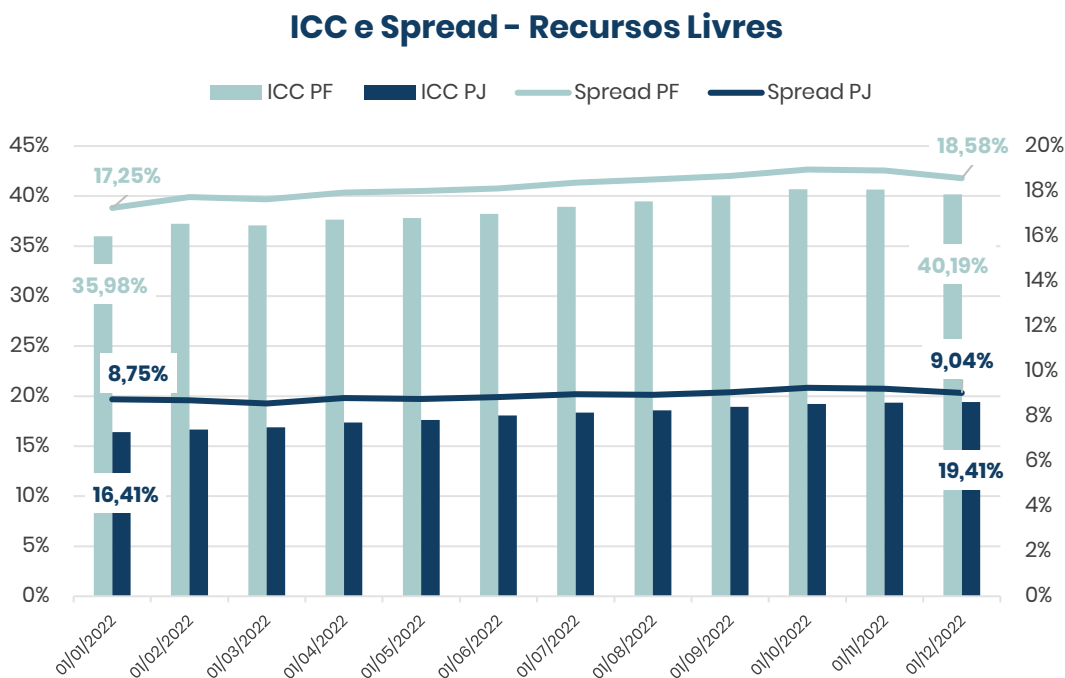


Gráfico 4: ICC e Spread – Recursos Livres

Esses fatores de mercado e técnicos impactaram o mercado e o portfólio da Augme acabou sofrendo também a consequência destes efeitos. O que vamos passar a seguir é um pouco a história da Augme em 2022 à luz destes eventos. Ao final da carta, como fazemos todos os anos, vamos contar os melhores e os piores casos de 2022.

Augme Capital

Parte 2: Como o mercado afetou a Augme

1) Crescimento do PL – recursos de investidores e carregos do portfólio

Abaixo estamos reportando números consolidados dos fundos abertos a investidores:

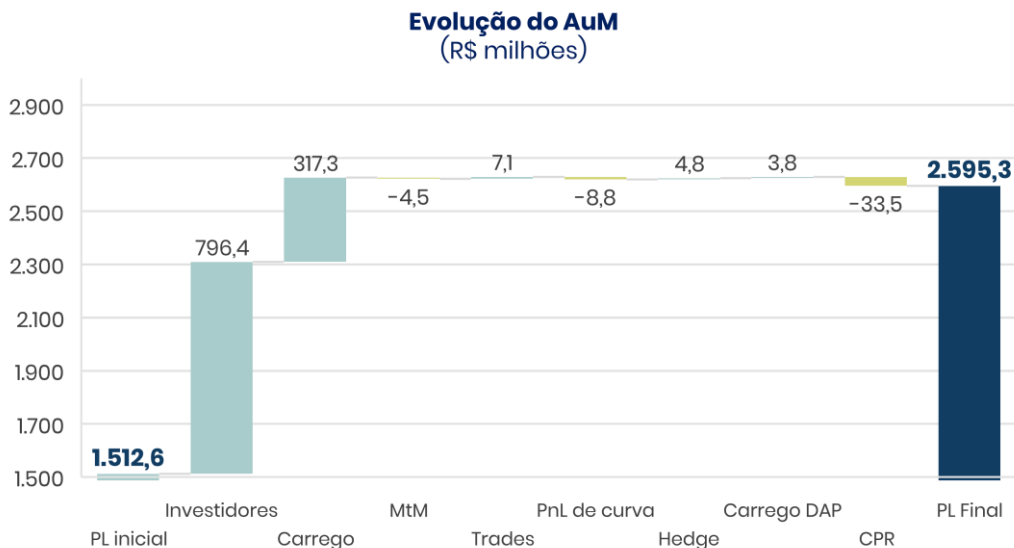


Gráfico 5: Evolução do AuM nos fundos abertos aos investidores.

Do gráfico acima podemos tirar algumas conclusões:

- Entrada importante de caixa;
- Hedge (Hedge + carregos DAP) realizou parcialmente a defesa dos efeitos de variação da curva de juros. As perdas com curva de juros referem-se principalmente a posições em inflação que optamos pela não realização do hedge devido à baixa previsibilidade do fluxo de pagamento e efeito da abertura da curva de juros americana nos bonds (divulgamos carta ao longo do ano sobre a forma como estruturamos os bonds);
- MtM decorrente da marcação da carteira de Fintechs;
- Ganho expressivo nos trades com vendas melhores que os preços de marcação.

2) Evolução dos Carregos e Duration dos fundos

a) Carregos

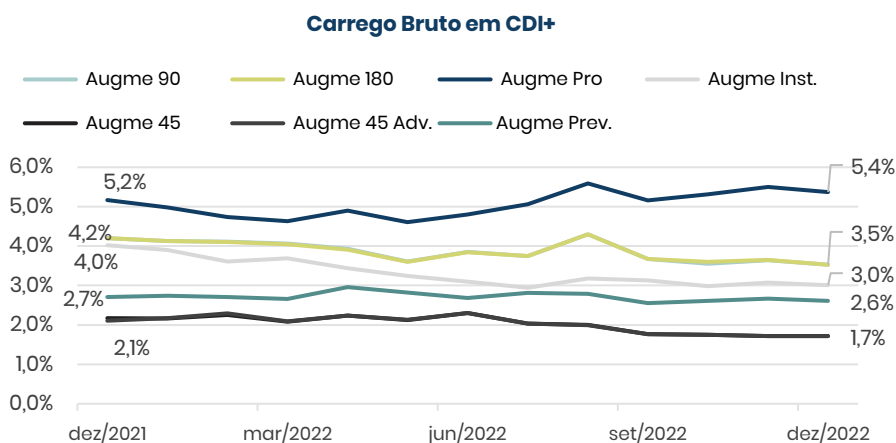


Gráfico 6: Carregos.

b) Duration

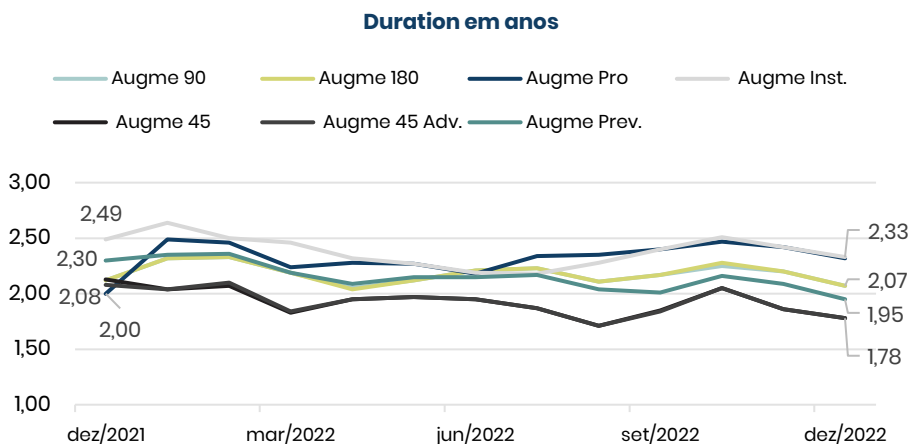


Gráfico 7: Duration.

Como podemos observar acima os carregos (a exceção do Augme Pro) apresentaram queda, em compasso com as durations. O carrego de crédito – medido pelo spread – foi impactado principalmente por dois fatores:

- Queda dos spreads decorrente da elevação do custo nominal das dívidas;
- Aumento do caixa e da exposição em ativos líquidos.

A nossa decisão de aumentar a exposição em ativos líquidos se deveu a alguns fatores:

- Queda dos spreads dos ativos HTM (book ilíquido);
- Janela de oportunidade nos bonds, que sofreram abertura do yield por conta da abertura das treasuries e abertura dos spreads.

Com este cenário também mantivemos o caixa em patamares mais elevados, com o objetivo de aguardar uma janela de oportunidade para investimentos mais bem precificados.

Abaixo gráficos com a variação do caixa, ativos líquidos e ilíquidos neste grupo de fundos e variação por composição de ativos:

c) Distribuição por estratégia

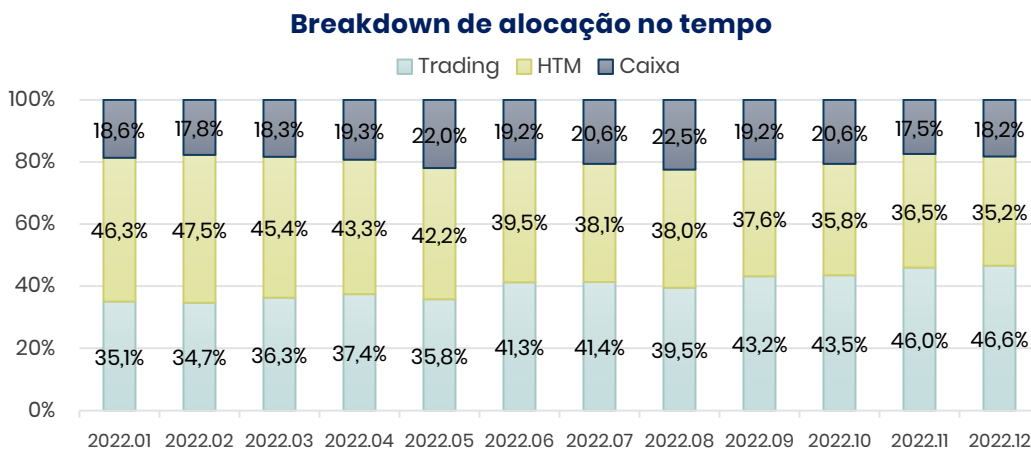


Gráfico 8: Distribuição por estratégia.

d) Distribuição por tipo de ativo

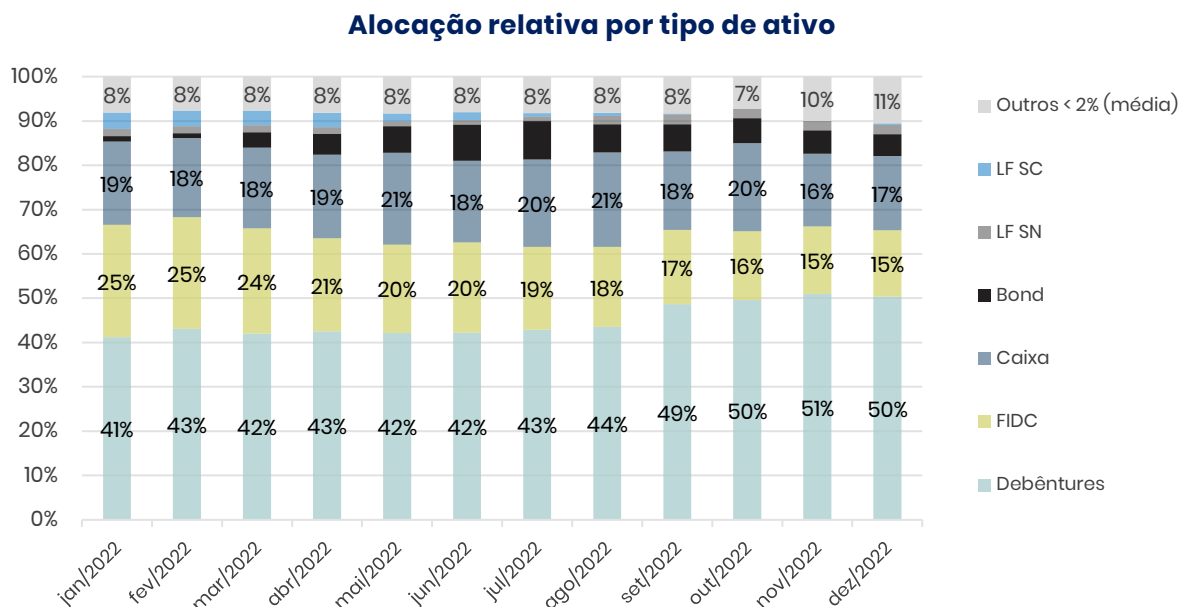


Gráfico 9: Distribuição por tipo de ativo.

Comentários:

Aumento de debêntures (de 41% para 50% do portfólio)

- O aumento de debêntures foi impulsionado principalmente pela entrada de novos emissores com boa qualidade de crédito e com bons spreads e que geraram ótimas oportunidades de ganhos, das quais vamos citar algumas delas adiante.

Book de bonds (oscilou de 1% até o pico de 9% em julho, fechando o ano em 5% do portfólio)

- Em maio começamos a aumentar a alocação em bonds, ainda que o timing de entrada não tenha sido o melhor, pois tivemos pnl negativo em maio e junho, o book rendeu 123% CDI.
- A decisão de não aumentar a exposição é pela volatilidade dos papeis, muito superior à volatilidade dos fundos.

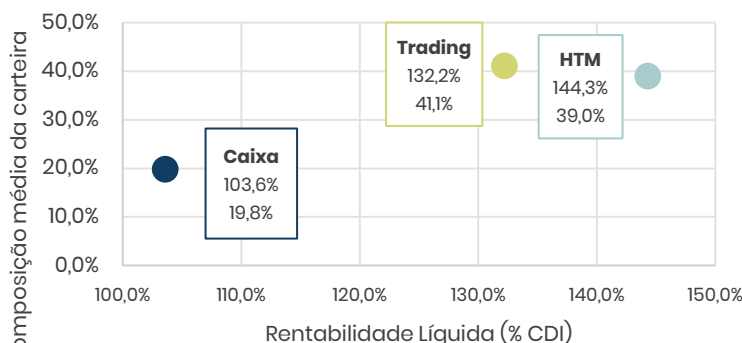
Queda da alocação em FIDCs (de 25% para 15% do portfólio)

- Os FIDCs experimentaram queda de spread, ao passo que o risco destes veículos aumentou. Com carteiras majoritariamente pré-fixadas, e em sua grande maioria, sem nenhum tipo de proteção contratada para o risco de mercado, muitas carteiras perderam parte ou a totalidade do excesso de spread que possuíam.
- Com maior risco e sem liquidez, reduzimos nosso apetite pela classe de ativos.

Letra Financeira Perpétua (LFSCs) – praticamente zeramos a alocação.

Parte 3: Como o portfólio se comportou

Performance e exposição por estratégia



Nos fundos abertos Augme, o book de carregamento (HTM) entregou 144,3% CDI, representando 39% do portfólio. O book de ativos líquidos (Trading) representou 41,1% do portfólio e fez 132,2% CDI.

Gráfico 10: Performance e exposição por estratégia.

Quebrando essa carteira através de outra visão, na forma que o time de gestão “enxerga” o investimento, a composição foi a seguinte:

Alocação vs. Performance por subclasse

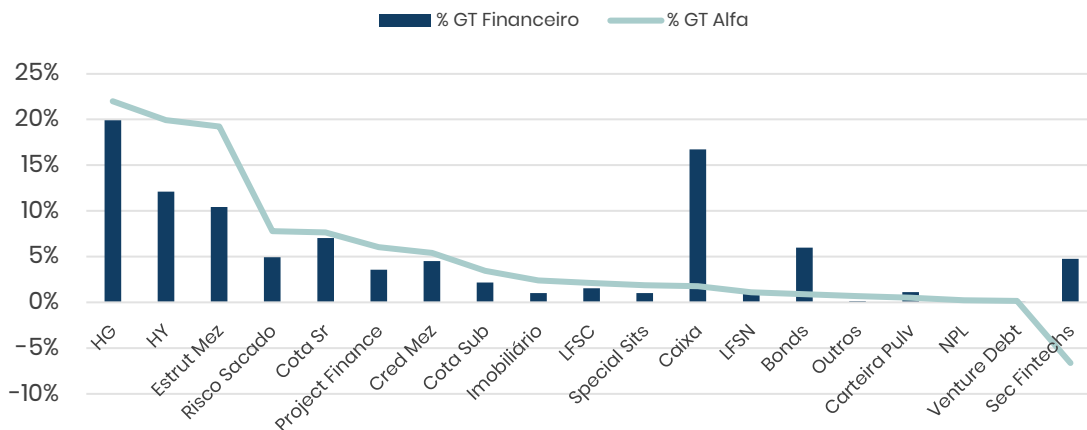


Gráfico 11: Alocação versus performance por subclasse.

Abaixo a contribuição em Alfa de cada uma das classes:

Alfa por subclasse (R\$ milhões)

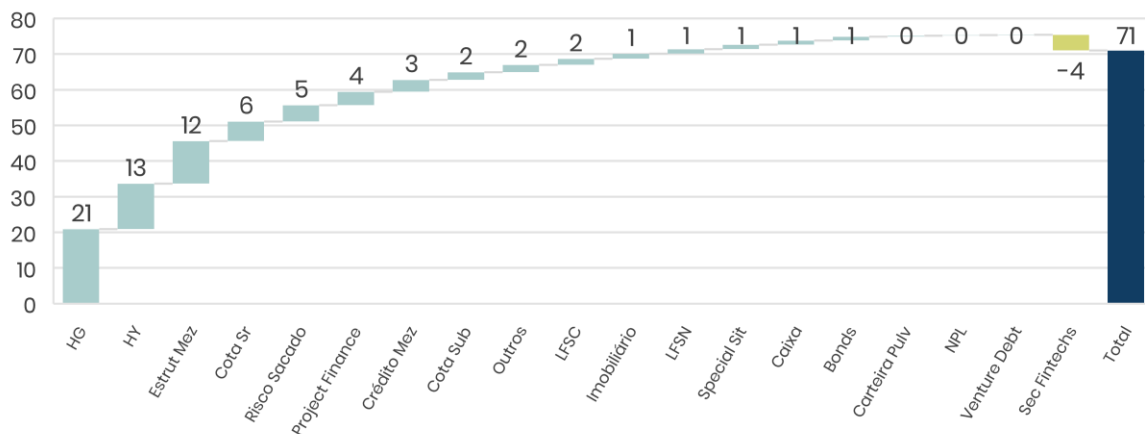


Gráfico 12: Alfa por subclasse.

Os ativos High Grade (considerados baixíssimo risco pela gestão) entregaram 135% CDI, e os classificados como HY (corporativos com mais risco) 158% CDI. Ainda no portfólio líquido, os bonds fizeram 123% CDI, principalmente por conta da abertura dos juros americanos. Os detratores do portfólio ilíquido foram as carteiras de Fintechs, que sofreram com a alta da inadimplência e elevação dos juros e renderam 76% CDI. Carteiras pulverizadas (securitizações cota única), que tiveram retorno detraído (99,79% CDI) pelo mesmo motivo.

Abaixo um pouco das principais teses de investimento que abordamos e o racional de investimento de cada uma dessas subclasses:

- 1) HY
 - a) O que é – são operações corporativas com empresas que pagam spreads acima de 5% aa salvo raras exceções
 - b) Porque investimos – buscamos carregos com essas operações. Entretanto alguns desses emissores acabam se tornando emissores frequentes.
- 2) HG
 - a) O que é – são operações corporativas de emissores frequentes no âmbito de mercado de capitais. Devem ter rating superior a A- e fazer parte do book líquido.
 - b) Porque investimos – essas operações fazem parte dos nossos mandatos para público geral (até 80% do PL) e investidores qualificados (40 a 60% do PL)
- 3) Bonds
 - a) O que é – São títulos emitidos por veículos offshore e garantidos por emissores brasileiros (até o presente momento investimos apenas em Cias Brasileiras). Poderiam ser classificados como High Grades, entretanto por serem negociados no exterior, quase sempre pré-fixados e denominados em USD trazem componentes de risco que não permitem serem investidos em volume elevado.
 - b) Porque investimos – por trazerem outros riscos e terem precificação mais assertiva, os papéis offshore trazem oportunidades de capturar spreads mais elevados do que o mercado local.
- 4) Cotas Seniores
 - a) O que é – São em sua grande maioria operações securitizadas nas quais se estabelecem tranches subordinadas, mezanino e seniores. Em sua maioria são operações de carregos, entretanto em poucos casos vemos alguma liquidez neste tipo de operação.
 - b) Porque investimos – são normalmente operações de risco baixo e com carregos superior a operações de risco equivalente. Se bem estruturadas limitam bastante a liberdade do originador, tornando a estrutura mais previsível.
- 5) Estruturados Mezanino
 - a) O que é – São operações que tem uma camada de risco adicional a das operações Seniores (acima denominadas Cotas Seniores). Embora possuam subordinação, tem risco consideravelmente superior às operações seniores, por serem também alavancadas.
 - b) Porque Investimos – fazem parte da estratégia de carregos e costumam pagar 100 a 300 bps de prêmio acima das operações seniores.

6) Crédito Mezanino

- a) O que é - São operações com risco de projetos ou em alguns casos, corporativo, na qual damos o empréstimo um nível acima da operação (usualmente em uma subholding) e servem, na maioria dos casos, para a realização de um aporte de equity na empresa operacional. Neste caso ficamos juniores ao credor da empresa operacional, e seniores ao acionista. Essas operações são pagas com dividendos da empresa operacional ou ainda algum M&A. Somente realizamos esse tipo de operações acima de operações resilientes e com geração de caixa previsível (tipicamente ativos de infraestrutura).
- b) Porque fazemos - assim como nas operações estruturadas pagam prêmios consideravelmente maiores que operações na empresa operacional. Normalmente são operações do nosso book de carregio, porém não é incomum que operações deste tipo venham a mercado.

7) Securitização de ativos originados por Fintechs

- a) O que é - São securitizações de fintechs ainda em estágio inicial ou em fase de maturação. Investimos, conforme o caso, em tranches seniores ou mezaninos e usualmente pedimos um equity kicker e direitos de preferência como contrapartida.
- b) Porque fazemos - ainda que sejam operações de alto risco, vemos valor neste aprendizado e acreditamos que o mercado de crédito deve cada vez mais seguir por este caminho. No ano de 2022 construímos um processo bastante robusto de análise destas operações e de processo de investimento.

8) Project Finance

- a) O que é - Deals destinados ao financiamento de projetos de infraestrutura.
- b) Porque fazemos - gostamos do ambiente regulatório mais controlado e da previsibilidade de receita destas operações.

Sobre as demais subclasses mencionadas Cotas Sub, Imobiliário, NPL e Carteiras Pulv são operações absolutamente oportunistas e de participação irrelevante no portfólio.

Parte 4: Best Cases de 2022

Como sempre fazemos, contamos sobre cases nos quais ganhamos e perdemos dinheiro em 2022. Neste ano, para os “best cases”, selecionamos trades que foram importantes em retorno relativo (rentabilidade em %CDI) e retorno absoluto (PnL):

1) **Usinas Moreno** – R\$ 4,127mm de PnL / Retorno relativo – CDI + 15,97%

Descrição da Companhia: A empresa é composta por um complexo de 3 usinas de cana-de-açúcar localizadas na região de Ribeirão Preto/SP, com capacidade de moagem de 13 milhões de toneladas por ano, com mix majoritariamente proveniente de cana própria e em terras arrendadas. O grupo entrou com pedido de RJ em 2019, tendo seu PRJ homologado em dez/2020 com uma dívida de ~R\$2bi entre as classes da RJ + extraconcursais aderentes. Em resumo, foram 3 os principais fatores que deterioraram a capacidade financeira da cia no decorrer dos últimos 15 anos: (i) Aumento estrutural de alavancagem em decorrência da construção da 3ª usina do grupo; (ii) Apreciação do Dólar (parte relevante da dívida da cia era indexada em dólar) e (iii) Queda de preços de açúcar e etanol no final da década passada. Tais fatores tiveram como consequência, de forma subsequente, uma estrutura de capital alavancada e redução das margens operacionais do grupo, que levaram à insolvência da empresa.

Tese de Investimento: O investimento foi realizado por meio de um debtor-in-possession (DIP) com retorno esperado de CDI+10% em um blend de séries de cotas de um FIDC, cujo uso dos recursos permitiria uma redução expressiva de alavancagem da cia, que concomitantemente a um cenário de preços de açúcar e etanol em patamares historicamente elevados no curto prazo, além de um bom nível de LTV considerando as garantias reais da operação, permitiram uma convicção de risco/retorno adequados para o investimento. Aprofundando os fatores elencados acima, destacamos que a redução de alavancagem pode ser ilustrada, dentre outras formas, pela redução do indicador de Dívida Líquida/Tonelada de cana processada – passando de 210 no momento da RJ para um patamar abaixo de 130 pré-forma o desembolso do DIP – decorrente principalmente do haircut aplicado na dívida em dois momentos: i. na homologação do plano com redução da dívida total de R\$2,9 bilhões para R\$2 bilhões e ii. no desembolso do DIP, cujo uso dos recursos para pré-pagamento das dívidas no âmbito da RJ permitiram um desconto adicional de R\$900mm, levando a dívida bruta da cia próxima a R\$1bi, ou seja, cerca de 1/3 da relação inicial de credores no momento do pedido da RJ. Ainda, em virtude dos elevados preços de açúcar e etanol, a empresa operava com margem operacional (já descontados os dispêndios com tratos culturais) próxima de 30%, razoavelmente alta para o setor. Por fim, contribuindo para um melhor LGD da operação em cenários de stress, considerando avaliação por venda forçada (terras) das garantias reais, a operação possuía no momento do desembolso um LTV próximo de 70%, com redução do indicador nos 2 primeiros anos após a amortização parcial do DIP para cerca de 50%, em nível que consideramos confortável para mitigar a possibilidade de perder valor de principal na operação.

Após o desembolso da operação, a cia concluiu com sucesso seu processo de recuperação judicial, continuou reportando números positivos em decorrência do ciclo de setor, fazendo com que a percepção de risco fosse reduzida, incorrendo como consequência uma compressão de spread de suas dívidas no mercado secundário acima de 230bps. (Duration média ao longo de 2022 de ~1,8 anos).

Os ganhos com a operação vieram de venda de parte do ativo no mercado secundário e marcação do ativo, que foi adquirido @CDI+7,5% e ao final do ano estava marcado @cdi+5,5%.

2) XPHT11 – R\$ 3,484 mm de PnL e CDI + 13,45% de retorno

Descrição da Companhia: Fundo de Investimento Imobiliário com estratégia de auferir rentabilidade principalmente em decorrência da distribuição de renda gerada pelo seu portfólio: 14 hotéis do segmento business em São Paulo (75% dos quartos totais do FII) e na região sul. Destaca-se, ainda, o Pullman Ibirapuera como o ativo mais relevante do fundo, representando 1/3 dos quartos totais.

Tese de investimento: Adquirimos as cotas seniores no mercado secundário entre o segundo semestre de 2021 e Julho de 2022, com desconto médio de 16,5% em relação a cota patrimonial, que incorre em yield esperado de CDI+9,7% a.a. em um cenário conservador. (Apesar do fundo possuir amortizações semestrais que iniciam em Jun/23 e possuem término em Dez/25, simulamos um fluxo bullet em diversas datas para sensibilizar o retorno esperado)

Retorno em CDI+ a.a.

	Data de Amortização				
	dez/23	dez/24	dez/25	dez/26	dez/27
Fluxo de Amortização - <i>Bullet</i>	22,6%	14,4%	11,7%	10,4%	9,7%

Essa classe de cotas, que entendemos ter características de crédito, representava 50% do total da emissão do fundo e possui fluxo prioritário de dividendos do fundo para pagamento de seu benchmark (CDI + 5% a.a.) e amortização das cotas. O fundo foi severamente atingido pelas políticas de contenção da disseminação do vírus Covid-19, notadamente pela suspensão de todas as suas operações entre o período de março e setembro de 2020, quando 100% de suas propriedades voltaram ao funcionamento, ainda que com taxas de ocupação irrisórias. O reflexo do comprometimento do fluxo de caixa foi uma nova emissão de cotas subordinadas e repactuação das cotas seniores, com aumento do spread e carência adicional para amortização.

Ainda que a performance operacional esteja em níveis pré-pandemia, entendemos que devido ao custo nominal da dívida atual, a geração de caixa do FII não será suficiente para amortização das cotas seniores no futuro, devendo, portanto, serem pagas via nova emissão de cotas, liquidação de ativos do fundo, conversão da maioria das cotas seniores em cotas ordinárias para amortização integral do saldo residual ou um misto entre estas opções.

Tendo em vista o portfólio maduro de hotéis do fundo, com longo histórico de operação e métricas operacionais saudáveis, operado com excelência (Accor), e LTV favorável (conforme tabela abaixo), entendemos o investimento com baixo risco de perda de principal e yield potencial atrativo.

LTV - Operação XPHT11

Avaliação Dez/21	('R\$ mm)	% do FII	Saldo - Cota Patrimonial Sênior ('R\$ mm)	
Pullman Ibirapuera	183,4	52,1%	Saldo Principal	161,6
IBIS Expo Barra Funda	84,5	24,0%	Saldo Juros	47,5
IBIS Paraíso (Habreset)	34,2	9,7%	Saldo Devedor Total	209,0
Outros Hotéis	49,7	14,1%	% LTV	59,4%
Total	351,8	100,0%	% LTV com deságio de 16,5%	49,6%

Este investimento ficou entre os piores no ano de 2021, essencialmente devido ao preço de negociação das cotas. O ganho auferido veio também do aumento da posição e da valorização das cotas.

O fundo precisará realizar um follow-on ou vender algum de seus ativos para reduzir a alavancagem em pelo menos 30%, reduzindo para níveis mais saudáveis.

Ao final do mês de dezembro a cota negociava a aproximadamente 85% do seu valor patrimonial.

3) **International Meal Company (IMC)** – R\$ 4,07 mm de PnL e aprox. CDI + 9% de retorno

Descrição da Companhia: A IMC é um dos principais grupos operadores de restaurantes e serviços de alimentação para a América Latina e Estados Unidos. Sua atuação é dividida em quatro segmentos: (i) Aeroportos; (ii) Rodovias; (iii) Shopping Centers e (iv) Operações no Exterior. A cia opera marcas premium, atuando principalmente, sob as bandeiras Frango Assado, Pizza Hut e KFC. Um processo de turnaround foi iniciado no segundo semestre de 2019, buscando uma expansão agressiva de suas marcas ao passo que possuía iniciativas para elevar suas margens. A IMC é listada na B3 sob o ticker MEAL3, com market cap de ~R\$665 milhões.

Tese de Investimento: Em 2020, devido às restrições impostas devido ao Covid-19 a cia teve seu faturamento severamente reduzido e conseqüentemente um impacto relevante na sua geração de caixa, que como consequência apresentou uma deterioração de suas métricas de crédito e repactuação dos termos de suas debêntures a mercado (emitidas com um custo próximo de CDI+1,6% a.a.). As debêntures chegaram a ser negociadas no mercado secundário em patamar acima de CDI+10% a.a. Aproveitamos a oportunidade para montar uma posição com exposições que variavam de 1-2% do PL dos fundos, com um yield médio na compra de CDI+6,30% a.a. Nossa tese de investimentos calçava-se em três pilares: (i) capacidade de recuperação do faturamento da empresa – considerando que os impactos da pandemia não durariam para sempre, (ii) execução do plano de expansão após a queda das restrições da pandemia com foco nas marcas com ROIC mais elevado e (iii) liquidez do grupo, que naquele momento, em decorrência de um follow-on, possuía caixa extremamente elevado, em nossa percepção, suficiente para, ao menos, mais dois anos de operação.

Deste então, ao longo destes últimos 2 anos, a empresa gradualmente apresentou uma melhora significativa em praticamente todas as métricas operacionais e financeiras. Recuperação de faturamento e same store sales (SSS) acima dos níveis pré-pandemia, expansão comedida, esforços e concretização de venda de marcas com menor retorno, simplificação da operação e da estrutura empresarial, além do cumprimento dos covenants de alavancagem (decrecentes no decorrer deste período). Em virtude desta melhora, as debêntures foram negociadas com uma compressão de spread >200bps durante 2022 e ao final do ano estavam com spread entre 2,2% e 2,8%.

Parte 5: Os casos que não deram certo...

Na carta anual referente a 2021 mencionamos o esforço que estamos fazendo para acessar ativos originados por Fintechs.

Estruturamos uma mecânica de acompanhamento destes ativos e nos utilizamos de serviço de consultoria com objetivo de aprimorar a política de crédito e cobrança desses originadores.

Fato é que aprendemos muito, porém isso não evitou que tivéssemos cometido alguns erros. Felizmente as posições não eram tão importantes, mas ainda assim os prejuízos nas cotas foram sentidos. Nas lições aprendidas vamos falar dos erros cometidos e o que estamos fazendo para não cometer os mesmos erros.

1) **Debêntures Securitizadas Seniores originadas por Bom Pra Crédito (CFVTI):** -R\$ 4,01 mm de PnL / - 550% CDI

Descrição do Ativo: Debêntures emitidas por companhia securitizadora que adquiriu carteira de cédulas de crédito bancário devidas por pessoas físicas e originadas pela Bom Pra Crédito (fintech que atua como plataforma digital de crédito pessoal para pessoa física). A operação possuía uma série sênior que representava 80% da emissão e uma série subordinada de 20% da emissão de debêntures. O investimento realizado foi em debêntures seniores.

Tese de Investimento: A estrutura possuía alguns mecanismos de proteção interessantes para a série sênior, tais como: (a) uma carteira de securitização altamente diversificada, pois o ticket médio por devedor foi em torno de R\$ 6 mil em uma emissão total de debêntures de R\$ 25 milhões, (b) a taxa média de juros das CCBs adquiridas pela securitizadora foi em torno de 7% ao mês, (c) a proteção para a série sênior por meio das debêntures subordinadas era relevante (20%); (d) a remuneração de Bom Pra Crédito era um percentual sobre o efetivo recebimento dos direitos creditórios da carteira; (e) cascata de pagamentos desenhada para a estrutura estabelece que todos os recursos referentes aos pagamentos dos devedores (após custos) sejam utilizados para pagamento da remuneração e amortização das debêntures seniores, isto é, a amortização das debêntures subordinadas será iniciada apenas após resgate total das debêntures seniores.

Riscos: Os principais riscos estavam associados a (a) descasamento de ativos e passivos, isto é, as CCBs possuem taxas de juros pré-fixadas enquanto a remuneração das debêntures é pós fixada atrelada ao CDI (isso tornou-se relevante em um cenário em que os juros ficaram altos); (b) incertezas em relação à performance da carteira em razão dos efeitos prolongados da pandemia de COVID19, pois os devedores originados pela companhia poderiam ser fortemente impactados pela pandemia de COVID19, o que geraria renegociações em massa e interrupção da originação. Entendíamos que o excesso de spread dos ativos originados e a subordinação seriam bons mitigantes para os riscos apontados.

Na carteira previamente originada entre fevereiro de 2019 e fevereiro de 2021 pela Bom Pra Crédito, observamos que as perdas por safras (over 90 dias) se concentravam entre 25% e 35%. No modelo construído, a estrutura suportava perdas de até 42% na carteira com um CDI projetado de 8,0% ao ano, de forma a não afetar a rentabilidade esperada das debêntures seniores. Contudo, o comportamento observado da perda em todas as safras originadas na carteira da debênture atingiu patamares muito superiores àqueles observados anteriormente, sendo que todas as safras atingiram perdas (over 90 dias) de 60% ou mais, conforme gráfico abaixo:

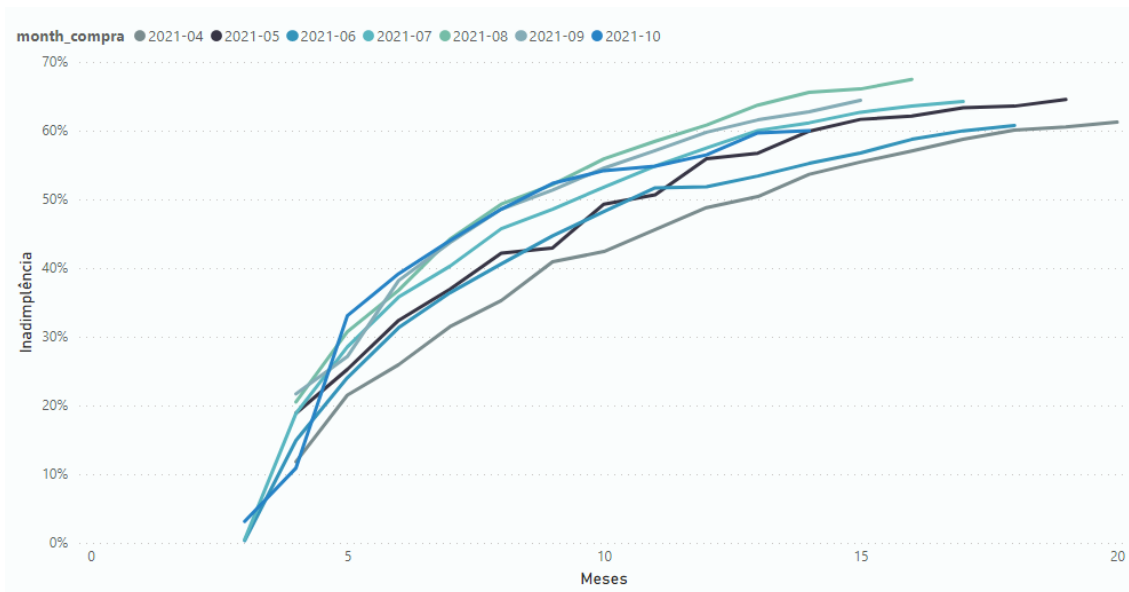


Gráfico 13: Gráfico extraído dos nossos sistemas internos representando a inadimplência (over 90) por safra.

Além disso, os patamares de juros utilizados no modelo acabaram não se realizando, pois os juros do período mostraram-se muitos superiores às projeções (12,39% no ano contra 8% no modelo), o que certamente diminui a rentabilidade das debêntures seniores em um cenário em que a carteira se encontra estressada.

2) Debêntures Financeiras Gyra+ (Gyra23 – PnL –R\$ 2,31 mm / -610%cdi)

Descrição do Ativo: Debêntures emitidas por companhia securitizadora que adquiriu carteira de CCB's devidas por pessoas jurídicas (Pequenas e médias empresas "PME's") e originadas pela Gyra+ - fintech que fornece capital de giro para PME's.

Tese de Investimento: Os principais pontos positivos do investimento eram em nossa visão: (i) subordinação de 30% para a série sênior e 20% para série mezanino; (ii) Alta diversificação – ticket médio de 30k, em uma carteira total esperada de 120mm; (iii) alta taxa de juros dos direitos creditórios originado ~4% a.m.;

Riscos: Principais riscos da operação em nossa visão eram: (i) descasamento entre ativos e passivos – CCB's originadas com taxas pré-fixadas e passivos atrelados ao CDI; (ii) Performance da carteira – inadimplência observada poderia ser superior à média histórica

Avaliação Augme: As safras originadas até o momento pela companhia apresentavam em média inadimplência abaixo de 30%, com juros projetado subindo de ~4% (CDI no momento do investimento) para 7% a.a. Em nosso modelo construído, para o patamar de juros citado a debênture mezanino suportava inadimplência por safra média de ~37% recebendo o principal (MOIC = 1,0x), o que nos deu conforto para realizar o investimento;

Resultado do Investimento até o Momento:

Inadimplência: Inadimplência tem se comportado pior que o esperado, acima dos 30% em média para as safras mais antigas (notamos que algumas safras ainda não atingiram seu patamar máximo de perda):

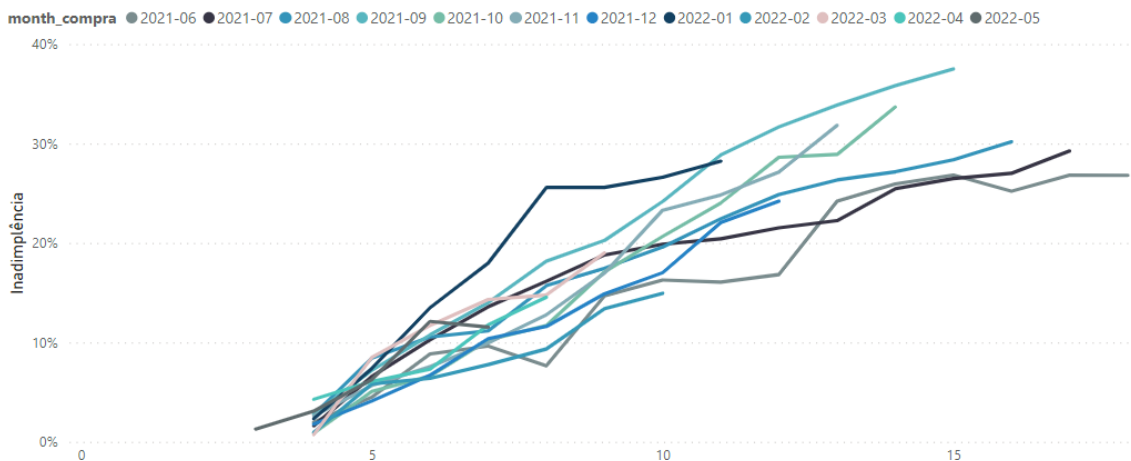


Gráfico 14: Gráfico extraído dos nossos sistemas internos representando a inadimplência (over 90) por safra.

Descasamento de Ativo e Passivo: Em contraste ao nosso cenário esperado de gradual aumento de juros até 7% no final do período do investimento, a SELIC subiu rapidamente de 3,5% em mai/21 para 9,25% em dez/21, com o ciclo de aumento de juros continuando até 13,75% em ago/22. Para ilustrar o impacto dos juros, com fluxo de caixa efetivamente disponível para pagamento da dívida até a presente data os recursos seriam suficientes para pagamento de 39% do principal da debênture sênior, ao passo que na realidade ocorreu amortização de apenas 34% do principal, incorrendo despesa de juros 3,1 milhões superior ao esperado no período entre dez/21 e jan/23;

Cenários Saldo Devedor

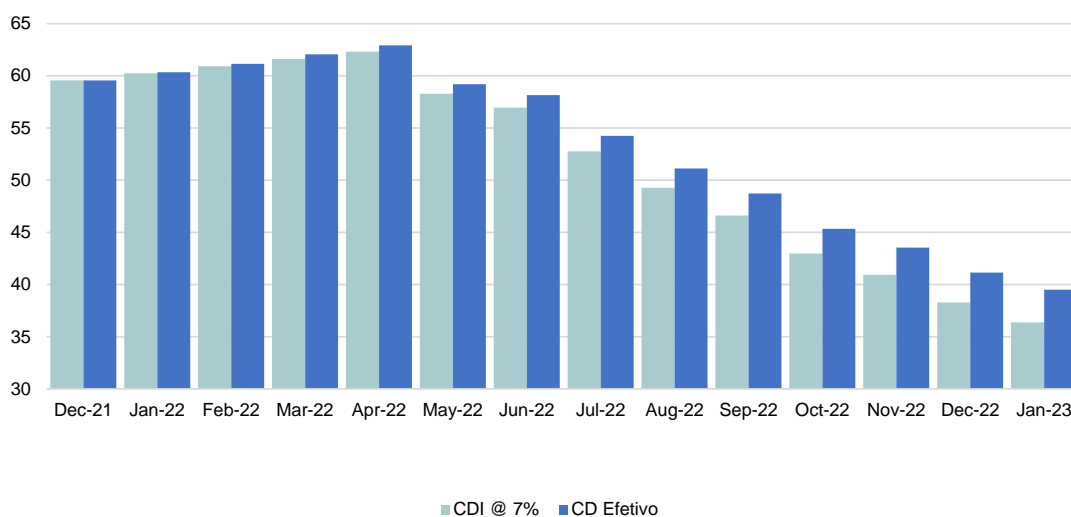


Gráfico 15: Gráfico extraído dos nossos sistemas internos representando os cenários de saldo devedor.

Lições aprendidas com as Debêntures Financeiras

1) Nem sempre a cota subordinada é o melhor alinhamento

Em tempos de juros baixos e dinheiro “barato”, “zerar” uma cota subordinada não era necessariamente um palavrão. Volume originado e geração de fees pela originação da transação poderia ter mais valor, e a opção de zerar a cota subordinada parecia barata vis a vis o valuation que essas empresas chegaram a atingir em curto espaço de tempo.

O que fizemos: a despeito do dinheiro agora estar bem mais caro e os valuations das start-ups bem mais ajustados, tomamos por padrão alguns procedimentos, naturalmente ajustáveis no caso a caso:

- Patamares mais severos nos mecanismos de aferição da qualidade da carteira;
- Aporte da cota subordina integralmente na frente – com isso tornamos a carteira originada mais simétrica e mitigamos bastante o risco de perda em uma tranche mezanino ou sênior;
- Aporte da posição mezanino ou sênior de forma parcimoniosa – também com o mesmo objetivo, tornar a carteira investida mais simétrica.

2) Não dá para desprezar o risco de juros no Brasil

No portfólio dos nossos fundos temos limites bastante estreitos para tomar risco de juros no Brasil. Ainda assim, os riscos são tomados de forma passiva, em casos muito específicos, em ativos nos quais o fluxo de caixa torna o hedge complexo. A exceção são os bonds, no qual ficamos expostos a outros riscos (além dos juros locais), como a curva de juros americana e tornam o hedge ainda mais complexo.

Porém nessas carteiras (de ativos securitizados) tomamos o risco de descasamento dos ativos lastro da carteira (pré-fixado) e do passivo (indexador das debêntures) que é pós fixados.

Também temos fugido de estruturas com este tipo de descasamento, salvo se o originador tiver capacidade e compromisso, via boletim de subscrição, de aporte nas cotas subordinadas.

3) O qualitativo importa bastante.

Jamais deixamos de fazer um trabalho qualitativo sobre os empreendedores que estavam montando as Fintechs, a questão é que o fazíamos como fazemos em qualquer empresa, o que não era compatível com o negócio de uma start-up.

Em 2022 tivemos a satisfação de estruturar uma parceria com a Nilla Capital, especializada em Venture Debt e na qual estamos aprendendo a termos o olhar correto sobre start-ups.

Entender o qualitativo do cap table da cia, rodadas de equity realizadas, entender melhor os riscos de equity do negócio torna-se mais importante para avaliar a originação dessas estruturas.

Parte 6: e 2023...

2023 já começou bastante desafiador. A Recuperação Judicial de Americanas, as reestruturações em curso de Light, Oi, Marisa e CVC.

A falta de perspectiva para a redução da meta da Selic, vai fazer com que outras empresas com estrutura de capital incompatível com a alavancagem contratada vão precisar partir para reestruturação de suas dívidas o que necessariamente deverá passar por conversão de parte da dívida em equity ou algum tipo de haircut (sejam eles implícitos – através de alongamentos de prazo, ou redução de taxas; ou explícitos que são a redução de principal).

O investidor racional buscará alternativas mais conservadoras de investimento, como títulos públicos e o capital de risco tenderá a ficar mais escasso o que certamente causará aumento dos spreads.

Os consumidores ficaram mais seletivos no consumo e setores de consumos discricionário (Real Estate por exemplo) e extremamente dependentes de capital de giro (Varejo) devem sofrer bastante.

Em cenários como esses, no qual a incerteza aumenta, os spreads aumentam e com isso oportunidades de fazer operações melhores e com mais garantias tendem a aparecer.

Além de termos reforçado o time de gestão, no início do segundo trimestre traremos um profissional para originar operações de Real Estate.

Mas o setor não vai sofrer?

Explicamos: o negócio de Real Estate é ávido por capital de terceiros, seja no financiamento da obra, como na venda pré-chaves. Em momentos de restrição de capital, é possível obter ótimas garantias e acesso a empreendimentos de melhor qualidade. Com a governança correta e acompanhamento correto, entendemos que conseguiremos construir um bom portfólio.

Como o ano deve ser complexo e o capital mais escasso, provavelmente a Augme deve apresentar crescimento contido. Vamos dedicar alguma energia na recuperação do crédito de Americanas, alocar com parcimônia o caixa que temos e melhorar processos internos.

Momentos de crise são propícios para repensar a cia internamente e ver o que podemos melhorar em pessoas, processos, posicionamento de mercado e produtos.

Este material foi produzido pela Augme Capital com fins meramente informativos, não se caracterizando como oferta, recomendação, sugestão de alocação, adoção de estratégia, solicitação de investimento ou desinvestimento de ativos. A Augme Capital não comercializa nem distribui quotas de fundos de investimentos ou quaisquer outros ativos financeiros. Em caso de interesse, contate um distribuidor contratado. Este material não configura um relatório de análise, conforme definição da Resolução CVM nº 20, tampouco uma consultoria de valores mobiliários, conforme a definição da Resolução CVM nº 19. As informações e estimativas aqui contidas são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas consideradas confiáveis na data da publicação e configuram apenas exposições de opiniões até a presente data. O conteúdo dos relatórios é gerado conforme as condições econômicas, de mercado, entre outros fatores disponíveis na data de sua publicação. As informações não serão atualizadas e estão sujeitas a alterações, sem prévio aviso, a qualquer tempo. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Os cenários apresentados podem não se refletir nas estratégias dos diversos fundos e carteiras geridos pela Augme Capital. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador ou do gestor do fundo, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de crédito – FGC. Este material não possui caráter promocional e não deve ser considerado como única fonte de informação para embasar qualquer decisão de investimento. Ao investidor, é recomendada a leitura cuidadosa dos regulamentos dos fundos antes de aplicar seus recursos, para que tome sua própria decisão de investimento, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado que deverá ajudá-lo na análise minuciosa do produto e dos seus respectivos riscos face aos seus objetivos e sua tolerância ao risco. As estimativas, conclusões, opiniões, projeções e hipóteses apresentadas neste material não constituem garantia ou promessa de rentabilidade ou de isenção de risco. Para avaliação da performance de um fundo de investimento, é recomendável a análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Os fundos de crédito privado estão sujeitos a risco de perda substancial do seu patrimônio líquido em caso de eventos que acarretem o não pagamento dos ativos integrantes de sua carteira, inclusive por força de intervenção, liquidação judicial, regime de administração temporária, falência ou recuperação judicial dos emissores responsáveis pelos ativos do fundo. Apesar do cuidado utilizado no manuseio das informações apresentadas, a Augme Capital não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas, portanto não será responsável por perdas diretas, indiretas ou lucros cessantes decorrentes da utilização deste material para quaisquer finalidades. Para maiores informações, acesse nosso website: www.augme.com.br. Este conteúdo não pode ser copiado, divulgado, resumido, extraído, reproduzido, distribuído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem a prévia e expressa concordância da Augme Capital.

CONTATO

ri@augme.com.br

11 4550 3295

Rua Campos Bicudo, 98 – 3º Andar – cj. 31

CEP: 04536-010

www.augme.com.br

LinkedIn: **Augme Capital**