

Carta Anual 2024



Em março de 2025 a Augme faz 6 anos.

Depois de um 5º ano complexo (vide nossa carta anual referente ao ano de 2023), com muitas lições aprendidas, tivemos um bom 6º ano. Parece-nos que estamos caminhando por uma estrada mais bem pavimentada e com mais alternativas de negócio.

Nesta carta, vamos falar:

- i. Do que foi o ano de 2024;
- ii. Como foram nossos portfólios;
- iii. Como sempre fazemos: melhores e piores casos; e
- iv. Um pouco do que enxergamos para 2025.

PARTE I: Ano 2024 de crédito privado – mais desafios com o passivo do que com os ativos?

Depois de um 2023 desafiador para os ativos de crédito, 2024 foi mais um ano difícil. Alguns casos de crédito pregando sustos no mercado, mas mais do que isso: os investidores atuando como investidores racionais e com uma aversão a risco compreensível. O efeito foi claro: busca por fundos líquidos e que investissem em ativos de baixo risco.

Abaixo (na amostra que acompanhamos) captação de quase R\$ 200 bilhões ao longo do ano passado e aumento importante de resgates no final do período.

Fundos CP (Líquidos) – Resgates e Aplicações

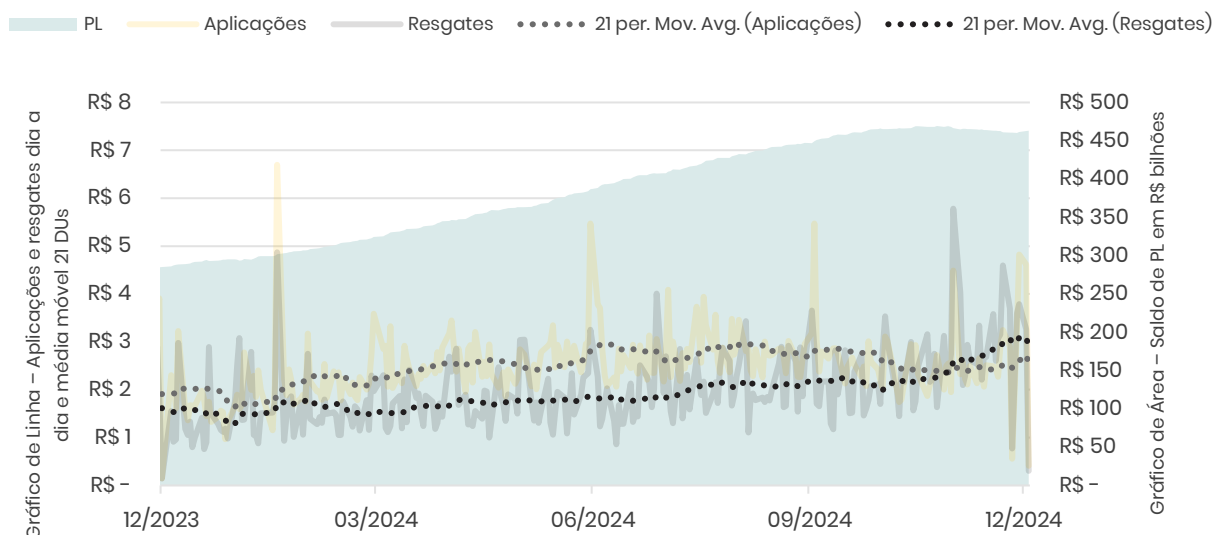


Figura: Amostra considera fundos de Crédito Privado com Patrimônio Líquido maior que R\$ 30 milhões, mais de 100 cotistas e com prazo de resgate de 0 (zero) a 15 (quinze) dias úteis.

A consequência dessa verdadeira enxurrada de recursos foi um fechamento de spreads de crédito próximo do que ocorreu em 2019.

O gráfico abaixo mostra o preço de ativos que tem preço Anbima, ponderado pelo estoque e com os ajustes dos problemas de crédito.

Spread dos ativos com preço Anbima (ponderado pelo estoque a mercado)

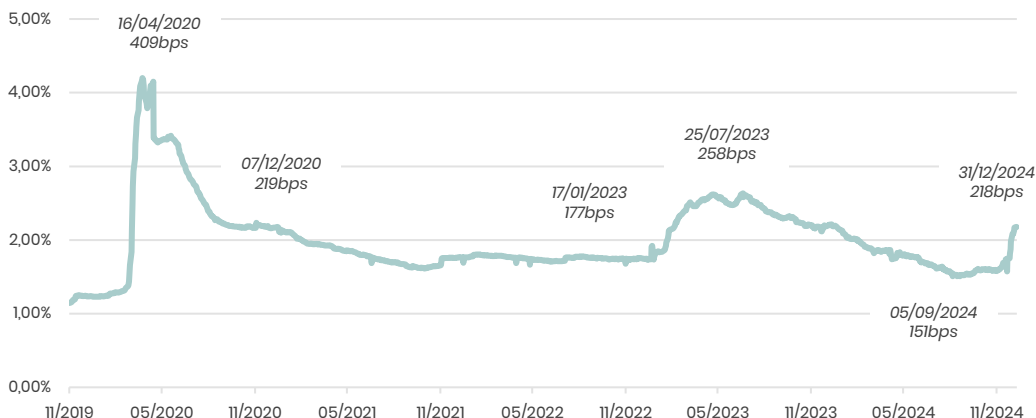


Figura: Spread dos ativos com preço divulgado pela Anbima ponderado pelo estoque emitido.

No gráfico, notamos também que em dezembro a abertura de *spreads* acabou acontecendo e termos caixa elevado se mostrou de grande valia.

A despeito dessa reversão efêmera que ocorreu em dezembro, o que se viu ao longo do ano foram investimentos em fundos com prazo de resgate mais longo ou mais ilíquidos foram praticamente “stopados”. A exceção a isso foram os FIDCs. O fim da postergação de impostos para os fundos fechados, e manutenção deste benefício para os FIDCs fizeram com que esta classe de ativos batesse recorde de estruturação e de captação. Outro incentivo importante foi o benefício de capital auferido por bancos para investimentos em cotas seniores de FIDCs, que dependendo dos casos chegam a alocar até 25% do capital do banco.

Evolução do volume emitido / amortizado de FIDC

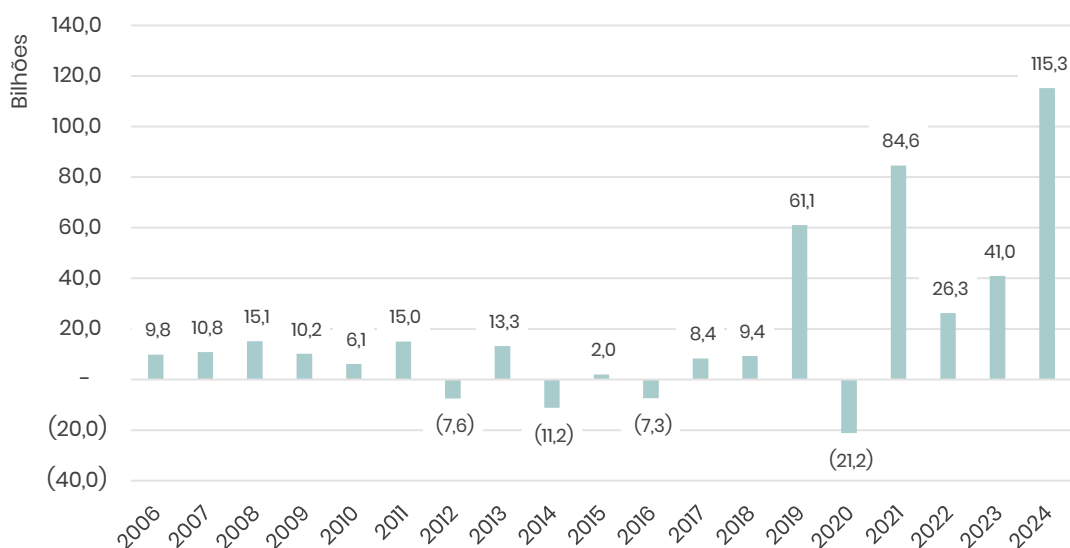


Figura: Evolução do volume anual emitido (ou amortizado) de FIDC's.

Honestamente, no primeiro caso, temos dúvidas se o benefício da isenção de come-cotas paga a iliquidez dos FIDCs. Também temos visto os FIDCs visivelmente mais caros. A isto podemos atribuir dois fatores:

- i. O aumento da liquidez do mercado de capitais que naturalmente começa a buscar novas alternativas de investimento;
- ii. A busca maior por FIDCs para obter a postergação do imposto, já que estes, desde que enquadrados nas regras determinados pela Resolução 5111 do CMN, não têm incidência de come-cotas.

Outro fenômeno que se viu foi um recorde absoluto de emissões de debêntures de infraestrutura. O governo, com o objetivo de reduzir o estoque de ativos de RF incentivados (estimamos em aproximadamente R\$ 1,3 trilhões, que dão uma renúncia fiscal de aproximadamente R\$ 26 bilhões por ano), restringiu as regras para emissão de CRIs, CRAs, LCIs e LCAs. O que se viu foi uma corrida recorde por ativos de infraestrutura.

Na prática, o que ocorreu é que os ativos de infraestrutura tiveram spreads reduzidos (ficaram mais caros) e com retorno nominais, por conta da abertura dos juros reais, se considerado o incentivo fiscal para Pessoas Físicas, bastante atrativos.

Resumindo, foram investimentos em ativos com retorno nominal interessantes (se considerada a isenção fiscal), *duration alta*, mas com baixíssimo *spread*.

Essa busca desenfreada por ativos incentivados gerou captação recorde de fundos de infraestrutura em CDI conforme demonstrado abaixo:

Fundos de infra - Resgates e Aplicações

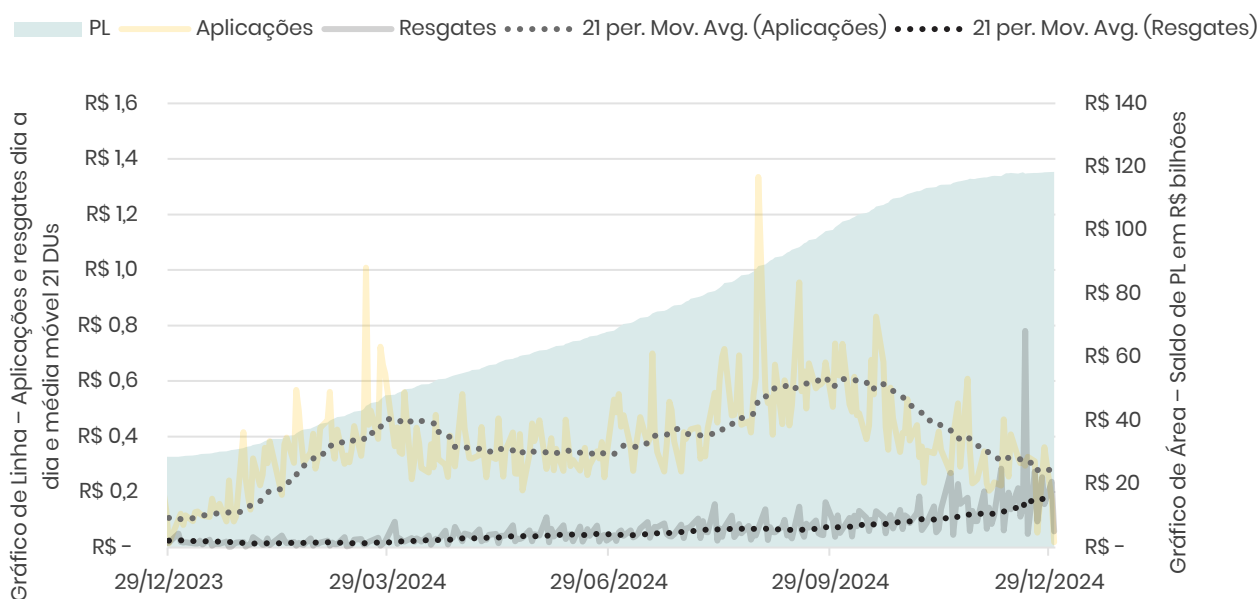


Figura: Evolução do Patrimônio Líquido, aplicações e resgates dos fundos de infraestrutura com PL maior que R\$ 30 milhões.

O aspecto técnico gera também alguma preocupação, uma vez que um eventual fechamento dos juros reais pode gerar aumento dos *spreads* dos ativos de infraestrutura. Situação na qual um fundo de infra em CDI teria apenas o efeito da abertura dos *spreads* sem a contrapartida dos ganhos dos juros reais.

Spreads dos ativos de Infraestrutura (ponderado pelo estoque a mercado)

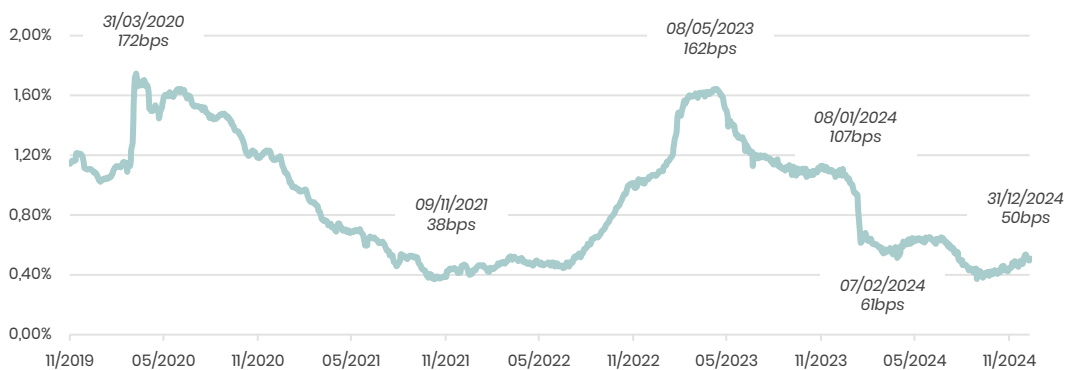


Figura: Spread dos ativos de infraestrutura com preço divulgado pela Anbima ponderado pelo estoque emitido.

O índice acima (usando a mesma metodologia da carteira em CDI) mostra um carregamento de aproximadamente 50bps sobre a curva soberana. Ou seja, descontando custos do fundo o carregamento seria literalmente zero ou algo abaixo disso. Um cenário de fechamento das NTN-Bs (estimamos que cada 100bps de fechamento das NTN-Bs gerariam aumento de 15 bps a 45 bps nos *spreads* de crédito), poderíamos pensar em uma cota negativa entre 75 e 225bps! Não haveria problema lidar com esta cota se não houvessem resgates. E como os fundos de infra, por definição, têm que carregar pouco caixa, a venda de papéis nos fundos abertos terá que ocorrer.

Neste caso, esses *spreads* certamente abririam, gerando prejuízos importantes aos investidores dada a elevada *duration* destes ativos. Por outro lado, apareceriam também boas oportunidades de compra.

Outra consequência decorrente desta corrida, é uma diferenciação ligeiramente maior de *spreads* entre ativos de altíssima qualidade de crédito e qualidade mediana, que como podemos observar abaixo está em torno de 25bps, o que consideramos insuficiente para cobrir qualquer evento no portfólio.

Spread dos ativos de infraestrutura

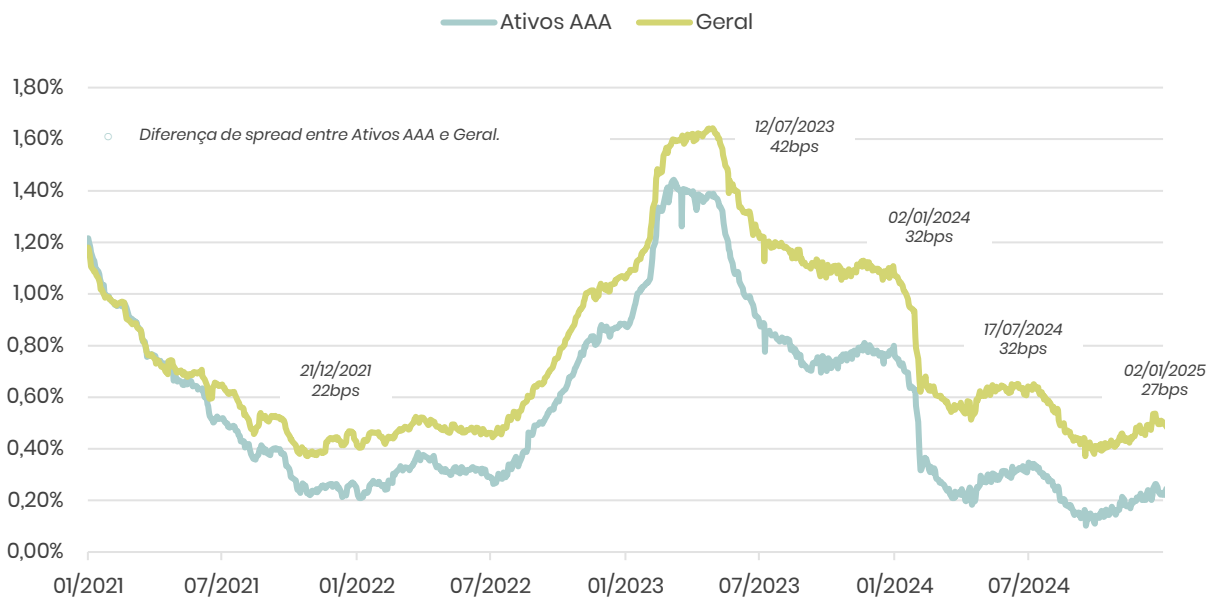


Figura: Spread dos ativos de infraestrutura com preço divulgado pela Anbima ponderado pelo estoque emitido segregado entre ativos AAA e Geral. Diferença destacada em alguns pontos do gráfico, oscilando entre 22bps e 42bps.

Do lado do ativo, o mercado está às voltas com alguns casos que necessitarão de *equity* ou de reestruturação de seus passivos, como Aeris, Dasa, Elfa e V-Rental. Kora fez um alongamento bem-sucedido do seu passivo. Com a Selic em alta, fica bastante difícil acreditar na facilidade de levantar mais dinheiro de *equity* e entendemos que a reestruturação da dívida seja o caminho mais provável.

Alguns problemas no agronegócio também incomodam os investidores de dívida.

De qualquer forma cabe a ressalva que já eram “favas contadas” desde 2023, deixando as maiores dores de cabeça dos investidores na gestão do passivo de seus fundos.

PARTE II: E como foi o ano da Augme? Overview dos portfólios

i. Portfólios mais Barbell

Ao passo que aumentamos o caixa nos fundos com mandato de menor de risco (Augme 45), alocamos o que podíamos (20% do PL) em ativos estruturados. Este portfólio, com *spread* superior a 4%, agregou para o fundo um carregamento interessante, compensando de forma satisfatória o baixo carregamento dos ativos mais líquidos.

No *book* líquido, passamos o ano inteiro com a percepção de que os ativos, salvo raras exceções, estavam caros e o que víamos quase todos os meses era eles ficarem ainda mais caros.

Em novembro e principalmente em dezembro, o mercado passou por forte ajuste de preços e o caixa constituiu boa defesa neste momento. Já tínhamos nossas compras mapeadas e conseguimos executar alguns bons *trades*.

Com este cenário nosso *book* líquido entregou 126% CDI, com alguns destaques positivos como Braskem (269% CDI), Burguer King (152% CDI), BTCL (146% CDI), Rodovias do Brasil (158% CDI) e Agasus (167% CDI).

O único destaque negativo neste *book* foi Kora (-41,2% CDI), mas acreditamos que será um *trade* bastante importante para 2025 e 2026.

Como mencionamos em nossas cartas mensais, adquirimos a totalidade deste *trade* a taxas entre CDI + 7% a.a. e CDI + 12% a.a.. Após o *exchange* (que agregou garantias na operação) a operação teve a *duration* bem alongada (de 1,47 para 3,25 anos), porém o *spread* da nova debênture abriu até o patamar de CDI + 14% a.a., gerando um PnL negativo no mês de dezembro para o portfólio.

Difícil entender as motivações do vendedor, que optou por vender após o *exchange*, com a operação mais colateralizada, porém com *duration* contratada bem maior, o que acarreta em mais perdas.

ii. Sem eventos de crédito importantes

Diferente de 2023, no qual alguns eventos de crédito machucaram de verdade o portfólio, o ano de 2024 foi marcado por poucos eventos e ainda assim de baixa relevância no portfólio.

Mesmo com esses pequenos eventos nosso portfólio HTM (ilíquido) entregou no ano 160% CDI (CDI + 5,7% a.a.). Em um contraponto aos que defendem os fundos isentos de come-cotas (e porque resistimos de fazê-los): enquanto o portfólio de FIDCs entregou 152% CDI, os de ativos não elegíveis a fundos sem come-cotas (ou elegíveis até o percentual de 33%) entregaram os seguintes retornos:

Retorno por classe em 2024 em % CDI

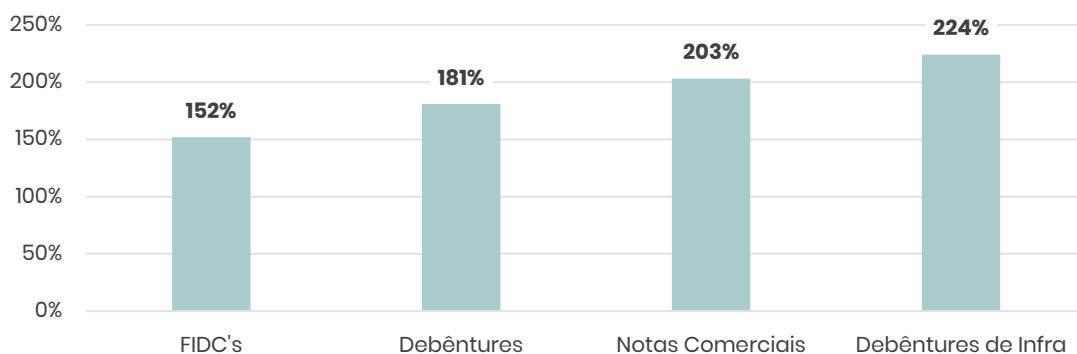


Figura: Retorno por classe de ativo no portfólio Augme consolidado em 2024 (% CDI).

Ou seja, retornos que, na nossa visão, mais que compensam a não isenção de come-cotas (benefício estimado em torno de 20bps a.a.).

Overview dos Fundos

i. **Família Augme 45:** usando o caixa como seguro e o portfólio Barbell para manter o carregamento.

A família Augme 45 começou o ano rodando com pouco menos de 10% de caixa e finalizou o ano com pouco mais de 40% de caixa.

Evolução da carteira por book – Augme 45

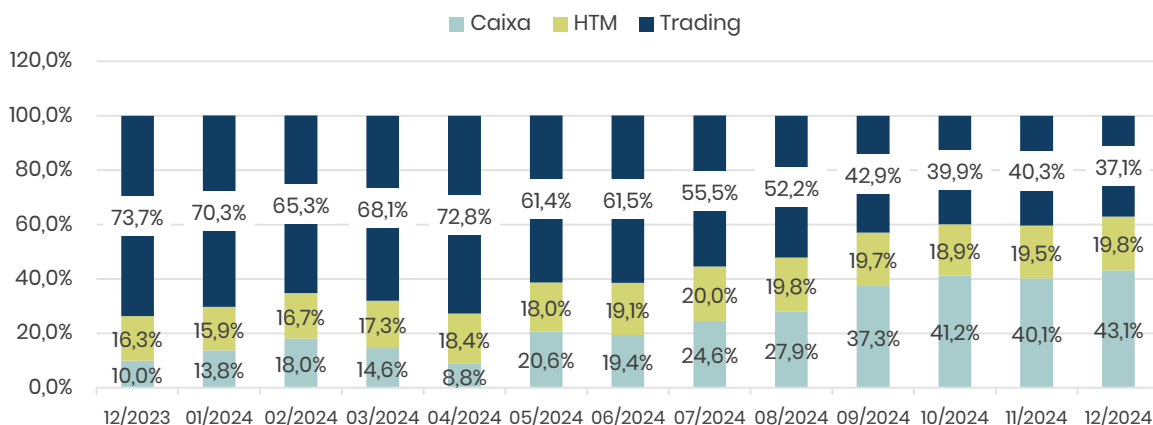


Figura: Evolução da alocação por book mês a mês do Augme 45.

O aumento do caixa levou a uma queda de carregamento e *duration* ao longo do ano:

Carregamento (CDI+) e Duration (anos)

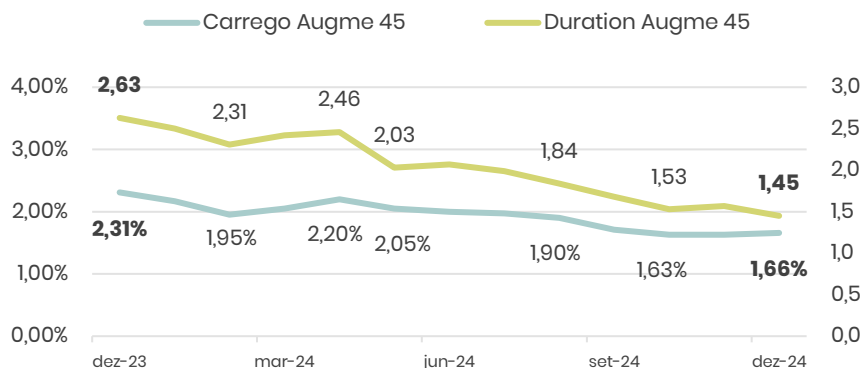


Figura: Evolução do carregamento (bruto e considerando o caixa) e da duration (considerando o caixa) do Augme 45.

Ressaltamos ainda que mantivemos esses fundos fechados na maior parte do ano e tomamos a decisão de reabri-los no início de 2025.

O Augme 45 entregou 117% CDI no ano, o equivalente a CDI+1,62%.

	PL Início do Ano	PL Final do Ano	Retorno 2024 (% CDI)
Augme 45	R\$ 266.646.507,85	R\$ 214.987.096,14	116,98%
Augme 45 Advisory	R\$ 419.635.009,18	R\$ 293.273.090,33	117,47%
Augme 45 II	R\$ 11.124.847,26	R\$ 216.611.434,76	116,58%

Tabela: Evolução do PL e retornos ao longo de 2024. Lembrando que Augme 45 e Augme 45 Advisory estiveram fechados para novas aplicações ao longo do ano de 2024.

ii. Augme 90 e Augme 180: Desafio no passivo

Apesar da boa performance no ano (CDI + 2,80% no Augme 90 e CDI + 2,69% no Augme 180) e boa performance histórica (o Augme 90, por exemplo, tem retorno de 146,62% CDI desde seu início em abril de 2013), o resultado ruim de 2023, associado à corrida por incentivados e pela postergação de impostos tornaram a dinâmica de passivo do fundo bastante desafiadora.

Evolução do PL - Augme 90 e Augme 180

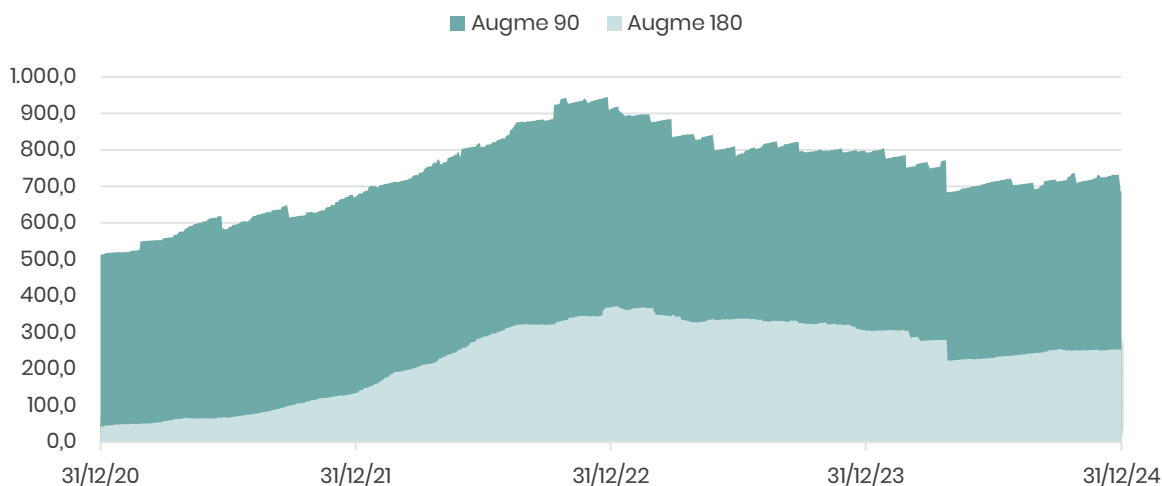


Figura: Evolução do Patrimônio Líquido do Augme 90 e do Augme 180.

Os dois fundos passaram por uma dinâmica de passivo bastante desafiadora, o que acaba atrapalhando a gestão, que pode ter dificuldades de alocação dada a incerteza de liquidez.

Importante falar sobre o prazo de resgate mais longo dos nossos fundos, pois constitui um importante seguro e permite que o time de gestão tome as decisões de portfólio alinhadas aos interesses dos cotistas. Em abril de 2024, tomamos a decisão de antecipar os pedidos de resgate solicitados mas ainda não pagos. Naquele momento, nossa percepção era de um mercado caro, com poucas oportunidades de alocação no livro líquido e usar o caixa para antecipar os resgates já solicitados nos pareceu a melhor decisão. O resultado desta antecipação foi uma redução do caixa (de 14,5% para 6,6%), sem resgates a pagar pelos próximos 90 ou 180 dias conforme o caso e um aumento no carregamento em 45bps.

Abaixo, a composição do portfólio que manteve a composição de HTM limitada a 60% do fundo (conforme nossa política) e com o caixa crescente no portfólio líquido, a exemplo do que ocorreu com o Augme 45.

Evolução da carteira por book – Augme 90

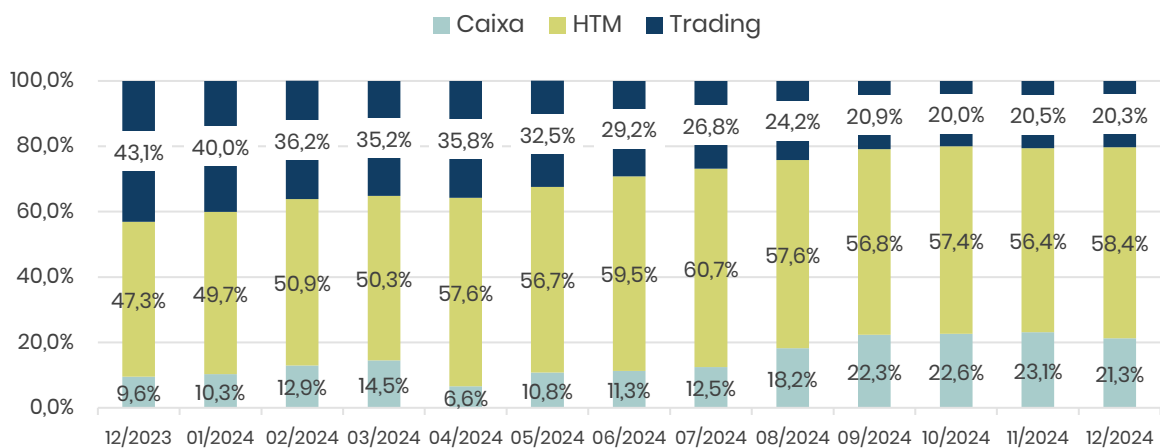


Figura: Evolução da alocação por book mês a mês do Augme 90.

Mesmo com a elevação do caixa o fundo manteve certa estabilidade no carregamento.

Carregamento (CDI+) e Duration (anos)

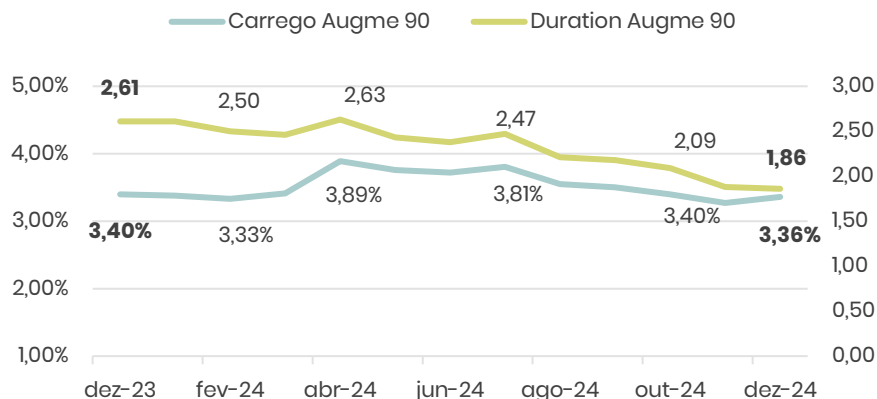


Figura: Evolução do carregamento (bruto e considerando o caixa) e da duration (considerando o caixa) do Augme 90.

iii. Mandatos de Estruturados e HY

Diferente do que aconteceu no *book* de *trading* que passou o ano de 2024 caro e cada vez mais caro, o *book* HTM sempre esteve com o *pipeline* cheio e oportunidades interessantes, tanto do lado corporativo como do lado de securitizações.

Ao todo, alocamos mais de R\$ 450 milhões de capital em 35 operações, sendo que 13 delas foram estruturadas dentro da Augme. A estrutura e trabalho que essas operações dão para serem “colocadas de pé” são altamente compensados ao se ter uma operação exatamente nos termos que entendemos como os melhores possíveis.

Outra novidade de 2024 foi o nosso início como gestores de FIDCs. Essa decisão, que havíamos tomado no final de 2023 (vide nossa Carta Anual de 2023), tem trazido ótimos frutos.

O controle de toda a operação no detalhe tem permitido alocarmos em estratégias nas quais o mercado tem “desprezado” pela assimetria que apresentam. Mais assimetria sempre gera mais retorno. Tornar algo assimétrico, simétrico é o que fazemos gerindo esses investimentos. Mais retorno e mais segurança.

Acreditamos que, com o tempo, teremos uma plataforma de FIDC que será equivalente às das melhores casas do mercado. Não apenas em processo, mas em capacidade de investimento.

Abaixo, um pouco do que foi a carteira de um de nossos fundos com alocação dedicada a este portfólio:

Evolução da carteira por book – Fundo exclusivo

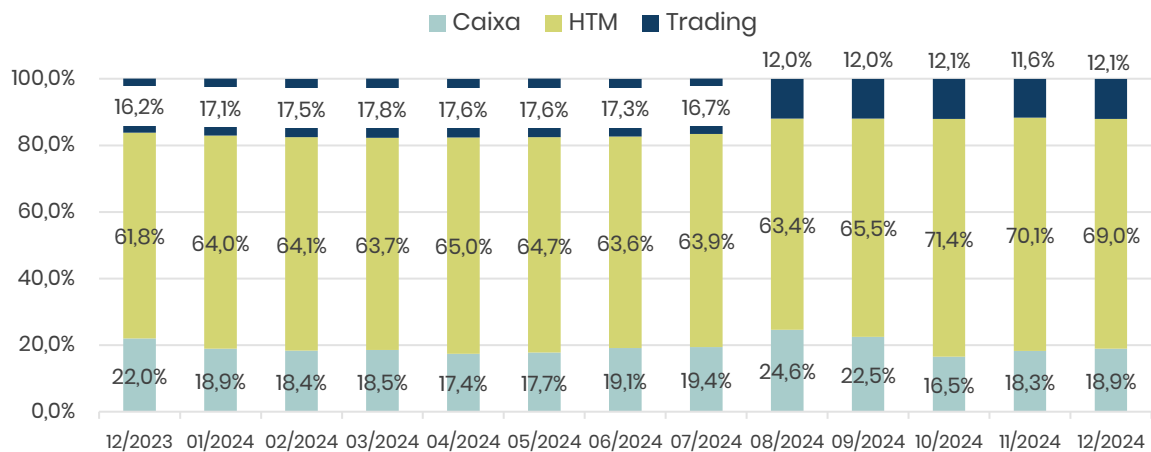


Figura: Evolução da alocação por book mês a mês na família de fundos exclusivos.

Carrego acima de CDI + 4% a.a. na maior parte do ano.

Carrego (CDI+) e Duration (anos)

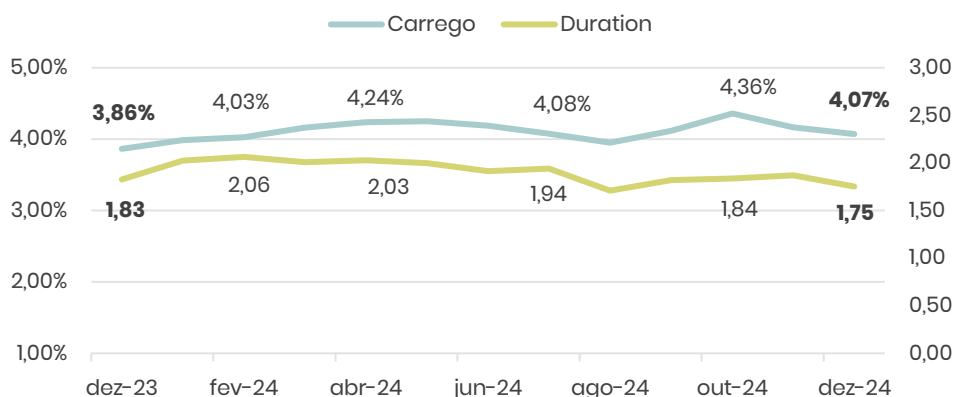


Figura: Evolução do carrego (bruto e considerando o caixa) e da duration (considerando o caixa) do fundo exclusivo.

PARTE III: Melhores e piores cases de 2024

Como fazemos todos os anos, vamos mostrar os melhores e piores cases do ano e contar as lições aprendidas e perspectivas para o case.

Felizmente, neste ano, a magnitude dos cases ruins foi muito menor do que dos cases bons. E é isso o que esperamos que aconteça sempre. Não perder dinheiro com alguns investimentos, em um modelo diversificado como o que fazemos é pouco provável, mas a questão é a magnitude dos ganhos e das perdas. Felizmente, em 2024, tudo correu como esperado e, como já falamos, o portfólio HTM fez 160% CDI no ano, ou seja, CDI + 5,7% a.a.

PORTFÓLIO HTM

i. Campo Largo (CLGPI1 / CLGPI2 / NC Campo Largo) – CDI + 37,7% a.a.

o Descrição da operação:

Campo Largo Patrimonial (“CLGP”) é uma holding patrimonial que detém fazendas no Nordeste do Brasil. A CLGP é controlada pelo Grupo Quifel baseado em Portugal, atuando no segmento de energia renovável, Real Estate, TI e outros;

A companhia assinou contratos de arrendamento (“Cessão de Uso de Superfície”) com a Engie, com vencimentos após 2050, cuja remuneração é equivalente a um percentual da receita bruta do Complexo Eólico Campo Largo I e II, instalado na área. Desde jun/21, os parques estão 100% operacionais.

A operação consistia em alavancar a holding patrimonial (duas debêntures e uma nota comercial) utilizando como garantia o fluxo de recebíveis recorrente devidos por um crédito AAA, que mensalmente eram pagos diretamente pelo sacado na conta vinculada.

o Evento de pré-pagamento:

As 3 operações foram desembolsadas em momentos de juros reais mais modestos e como de praxe, fizemos o *hedge* dos ativos utilizando derivativos. Como consequência, os ativos – mesmo com a manutenção do *spread* de crédito – estavam marcados com desconto em relação ao PU Par. Esse efeito aliado ao prêmio de pagamento de MOIC mínimo de 1,6x gerou um PnL relevante no evento de pré-pagamento, encerrando um *trade* muito bem-sucedido.

o Por que deu certo?

Esse investimento reúne muitas das características que gostamos em uma ativo: (i) Estabilidade de receita; (ii) Garantia com excesso de cobertura; (iii) Retorno atrativo. No entanto, para o caso é importante notar que a arbitragem entre risco de crédito (contraparte AAA) e retorno ~500-400bps sobre a NTN-B, permitia que houvesse o refinanciamento por outro credor com *spread* menor (ainda sendo um investimento atrativo) e, nesse caso, estruturado no formato de um CRI. Ademais, o excesso de garantia permitia que a empresa aumentasse o volume de endividamento, mantendo LTV adequado para a nova estrutura. Portanto, com esses elementos alinhados foi possível capturar o prêmio de pré-pagamento de forma orgânica e incrementar o retorno do *trade*.

ii. Mottu (NC Mottu / Vert 11 / Vert 15) – CDI + 8,1% a.a.

o Descrição da Operação:

A Mottu é uma empresa cujo *core business* é a locação de motocicletas para clientes que desejam utilizar o veículo como fonte de renda (normalmente autônomos prestando serviços para empresas de *delivery/logística last mile*).

Utilizando uma plataforma desenvolvida com tecnologia proprietária, a companhia oferece suporte 24/7 para manutenção, seguros e demais custos do veículo. Dessa forma, na visão do locatário, os únicos desembolsos necessários no produto como um todo são: (i) caução na assinatura do contrato, (ii) parcela pré-paga semanalmente e (iii) combustível utilizado na operação.

Os recursos investidos tiveram como finalidade a compra de motocicletas para viabilizar a expansão da frota da Mottu. Em termos gerais, nossas exposições possuem como garantia a cessão fiduciária de contratos de locação e a alienação fiduciária dos veículos.

- Por que deu certo?

Aprovamos o primeiro investimento na Mottu em dezembro de 2021, com desembolso realizado em fevereiro de 2022. Na época, a companhia possuía uma frota próxima a 5.000 motocicletas (atualmente, possui mais de 90.000 motocicletas), e nossa operação representou sua primeira estrutura de dívida no mercado de capitais. O desembolso, no valor de R\$ 50 milhões, foi estruturado por nós em conjunto com outra gestora por meio de co-investimento.

Nossa tese à época destacava como principais pontos positivos o modelo de rentabilização do ativo sob diferentes métricas, incluindo *unit economics*, TIR desalavancada e alavancada, ROIC, MOIC e *payback*. Os principais riscos por consequência eram inerentes a execução das premissas da rentabilização desse ativo, como: i. expansão da frota média locada e consequentemente diluição do SG&A; ii. capacidade de manutenção de preço médio da locação e iii. *churn*.

Pela ótica de mitigação de riscos, além das métricas citadas terem sido listadas em *covenants* da nossa dívida, tínhamos alguns fatores sendo considerados:

- A companhia havia acabado de concluir uma rodada de *equity* que, somada à dívida levantada, fornecia recursos suficientes para expandir a frota em pelo menos três vezes nos exercícios seguintes, patamar necessário para atingir geração de caixa livre suficiente para a solvência da operação;
- Avaliação qualitativa extremamente positiva do *management*, que demonstrava elevado domínio sobre todos os aspectos do modelo de negócio, com métricas e objetivos claros (por exemplo, proposta de valor dos produtos, execução operacional e disciplina financeira);
- Melhorias históricas constantes em suas métricas operacionais, incluindo otimização do mix de planos de locação (com migração para prazos mais longos), redução de CAC e *churn*, além da capacidade de diluição de custos e SG&A por ganhos de escala.

Por fim, além da visão positiva que já tínhamos para o setor de rental à época (desde que as métricas de rentabilidade dos contratos fossem estruturalmente atrativas), identificamos uma companhia com recursos disponíveis e demanda reprimida para executar um *business plan* com potencial de melhorias expressivas em suas métricas de crédito ao longo da expansão. Nesse cenário, víamos uma oportunidade de capturar compressão de *spread* associada a um baixo LGD esperado.

Três anos após esse investimento e com uma frota aproximadamente 20 vezes maior, a Mottu entregou resultados acima do esperado e realizou novas captações no mercado e de forma bilateral, a um custo inferior ao da nossa dívida. Como consequência, a taxa de marcação sofreu uma redução de aproximadamente 200 bps de *spread*, resultando em um retorno de CDI + 8,10% no ano.

iii. Novo Norte (NNAE12) – CDI + 13,17% a.a.

- Descrição da operação:

A SPE Novo Norte Aeroportos S.A. (controlada pelo Grupo Agemar) venceu a disputa pelo Bloco Norte II no leilão da 7ª rodada de concessões de aeroportos da ANAC, que consistia na licitação dos aeroportos de Macapá e Belém, que juntos movimentam ~4,6 milhões de passageiros por ano. A emissão foi estruturada para financiar os investimentos futuros exigidos pelo contrato de concessão e pré-pagar empréstimo ponte utilizado para quitação da outorga.

- Por que deu certo?

O ano de 2024, foi o primeiro ano completo de operação do novo controlador do aeroporto, no qual, além de diversas iniciativas de eficiência de opex, foram realizados os estudos definitivos e contratações dos prestadores oficiais para execução das obras, com grande destaque para assinatura de contrato no modelo PMG (“Preço Máximo Garantido”) com redução de ~30% na nossa expectativa inicial de capex (baseada nos estudos preliminares realizados pela companhia e os consultores contratados), melhorando o perfil de solvência do projeto.

Com o *de-risk* parcial do projeto e a forte demanda por ativos de infra, com as mudanças regulatórias recentes, o papel ganhou certa liquidez no mercado secundário – especialmente no final do ano – resultando em compressão de *spread* de ~390 bps para ~270bps, causando ganhos expressivos devido a alta *duration* de ~6,5 anos.

iv. CRI Brio Hanei – CDI – 26,16% a.a.

- Descrição da operação:

CRI para financiamento das obras do empreendimento residencial “Selenza Anhanguera Park” localizado no bairro Parque São Domingos – SP (zona oeste), desenvolvido pela incorporadora Hanei Minoru. O projeto possui 150 unidades, que considera apenas duas tipologias de 70m² e 100m². No segundo semestre de 2023, época da aprovação do investimento, o empreendimento estava com 84% das unidades vendidas e 45% das obras avançadas. Considerando a emissão do CRI de R\$28 milhões @IPCA + 13,00% a.a., a exposição de caixa do projeto seria suprida e a operação repaga com uma *duration* estimada de 16 meses.

- Erros e lições aprendidas:

Alguns meses após a integralização no CRI, o projeto sofreu com estouro significativo no orçamento das obras o que nos fez mudar a rota e reestruturar o papel. Abaixo as “lições aprendidas” com o *case*:

- a) Financiamento de projetos “na metade do caminho”: O grande risco que não foi mitigado, foi a falta de auditoria adequada e diligência nas obras já incorridas. Embora ela tenha sido feita por empresa bem conhecida do setor, não identificou uma falha simples.
- b) Dentre diversos problemas ocasionados pela má gestão no canteiro de obras, foi identificado patologias nos pilares de sustentação do empreendimento devido a má qualidade do cimento implantado. Nesse sentido, foi necessário refazer boa parte da estrutura. Para novos casos de financiamento de obras, apenas avaliaremos projetos em estágio inicial ou com uma diligência muito maior no que foi feito até aquele momento.
- c) Incorporadora sem *track record*: a Incorporadora estava no seu segundo empreendimento, sendo que o primeiro estava em fase final (e está até hoje). Apenas olhamos incorporadoras com *track record* comprovado e empreendimentos já entregues.

- d) Incorporadora sem DNA de construtora: Falta de time experiente em engenharia, incorporadora focada exclusivamente na parte comercial. Caso tenha *track record* de entregas, mas não haja time experiente em engenharia civil, deverá contratar uma construtora para o empreendimento normalmente dentro do regime de construção de Preço Máximo Garantido.

Como solução do caso, foi necessário aumentar a emissão da dívida numa estrutura de um “CRI Super Sênior” e trocar a construtora. Atualmente, o projeto já está com habite-se protocolado e reforçamos as garantias da operação com outros ativos descorrelacionados do devedor. O papel está em *stop accrual* e marcado a 70% do PU par.

PORTFÓLIO TRADING

i. **Braskem (BRKMA8 / BRKMA6) – CDI + 16,98% a.a.**

- o Descrição da empresa:

A Braskem é a maior produtora de plásticos nas Américas, com uma capacidade anual de produção de 9,3 toneladas de resinas, 10,8 toneladas de principais produtos químicos e 1,4 toneladas de outros derivados em suas instalações no Brasil, Estados Unidos e México. A empresa é a única petroquímica integrada produtora de produtos químicos básicos e polímeros no Brasil, além de ser a principal produtora de PE no México e de PP nos Estados Unidos e Europa.

- o Por que deu certo?

Montamos a posição após forte abertura de *spreads* no início de 2024, resultado de reavaliações do risco por agências de *rating* e incertezas envolvendo os eventos geológicos de Alagoas. Nossa tese de investimentos foi baseada na retomada do ciclo dos *spreads* petroquímicos e nas condições de protecionismo do mercado brasileiro, alinhado com a posição de caixa robusta da companhia, que conseguia cobrir os vencimentos até 2029.

Durante o ano, observamos uma evolução dos resultados, impulsionada pela recuperação dos *spreads* petroquímicos, mas ainda muito abaixo do histórico de ciclo. Além da queda na percepção de risco ligada a novas provisões decorrentes do incidente em Alagoas, visto a evolução das ações de contenção e o final da “CPI da Braskem”.

Os *spreads* do BRKMA8, debênture da Braskem, fecharam em 240 bps em 2024, porém, zeramos a posição com um spread 90 bps abaixo do fechamento do ano, entendendo que o novo patamar de *spread* não remunerava adequadamente o risco. Em 2025, montamos uma pequena posição nessa tese.

ii. **ZAMP S.A. (BKBR19) – CDI + 5,09% a.a.**

- o Descrição da empresa:

A ZAMP S.A. é uma empresa brasileira que atua no setor de alimentação, sendo a franqueadora exclusiva das marcas Burger King, Popeyes, Starbucks e Subway no Brasil. A companhia é responsável pela operação, gestão e expansão das redes de restaurantes dessas marcas no país, incluindo lojas próprias e franquias. Suas atividades abrangem a administração da cadeia de suprimentos, marketing, inovação de produtos e desenvolvimento de novos pontos de venda. A Zamp possui cerca de 1.200 lojas e um faturamento anual de 3,8 bilhões de reais.

- Por que deu certo?

Apesar do ano negativo no setor de varejo, a companhia apresentou bons números, com um crescimento de vendas de cerca de 14,5% nos nove primeiros meses de 2024, frente a uma inflação de 4,77% no período. Além disso, a capitalização do novo acionista (Mubadala), no montante de 450 milhões, reduziu significativamente o nível de alavancagem financeira para 1,6x EBITDA.

Durante 2024, os *spreads* do BKBR19, debênture da Zamp, fecharam em 76 bps; porém, reduzimos a posição com um *spread* 95 bps abaixo do fechamento do ano.

Recentemente, zeramos a posição com base em: (i) possíveis dificuldades de curto prazo com a incorporação do Subway e do Starbucks; e (ii) acreditamos que a taxa atual não remunera o risco da empresa.

iii. **Brazil Tower (BTCL11) – CDI + 4,56% a.a.**

- Descrição da operação:

Brazil Tower Company (“BTC”) operadora de torres de telecom com ~1600 sites espalhados por todo Brasil e alugados para as principais operadoras (Vivo, Claro e TIM). A BTC tem passado por ciclo de crescimento relevante (+400 sites), a partir dos recursos captados com sua primeira emissão de debêntures no início de 2023 e que entendemos ter potencial de crescimento relevante dos anos com a necessidade expressiva de aumento do número de torres/sites para atender a necessidade de cobertura da tecnologia 5G.

- Por que deu certo?

No final de 2023, a BTC concluiu a abertura de capital categoria B, o que, aliado com a escassez de ativos de boa qualidade com *spread* atrativo, levou ao ganho de liquidez no mercado secundário e ao fechamento de *spread* do papel de 450bps de *spread* para 376bps.

iv. **Rodovias do Brasil (RODB11) – CDI + 5,98% a.a.**

- Descrição da Empresa:

A Rodovias do Brasil é a holding controladora da Concessionária Rota das Bandeiras S.A (“CRB”), que por sua vez opera a malha rodoviária do Corredor Dom Pedro I, rodovia madura e geradora de caixa.

- Por que deu certo?

É um caso que acompanhamos desde o início da Augme. Ao longo de 2024, o papel saiu de ~300bps de *spread* para 220bps de *spread* e optamos por zerar a exposição do ativo, no entanto ainda mantemos exposição nas debêntures de infraestrutura emitidas pela CRB.

v. Kora Saúde – CDI – 13,8% a.a.

- Descrição da operação:

A Kora Saúde é um dos maiores grupos hospitalares do Brasil com sete hospitais e aproximadamente 2,1 mil leitos. Desde 2018, a companhia tem crescido por meio de aquisições, que alavancaram o balanço a partir do ano de 2021 para patamar próximo a 5x - 6x Dívida Líquida / EBITDA. Desde então a companhia tem sofrido para reduzir a alavancagem, principalmente devido a: (i) Alta do CDI; (ii) piora do ciclo de capital de giro; e (iii) deterioração do setor de saúde em geral.

- Erros e lições aprendidas:

O ano de 2024 e o início de 2025, foram bastante movimentados para a Kora: (i) Com a primeira tentativa de OPA – que foi recusada; (ii) Conclusão do reperfilamento das principais dívidas; (iii) Segunda tentativa de OPA; e (iv) troca de CFO.

Nossa visão, desde que adquirimos as debêntures no mercado secundário foi de que a alavancagem da Kora é alta, porém sustentável. Ainda, o deságio do papel na marcação nos protegia contra um cenário mais maligno de *haircut* na dívida. A visão segue a mesma e, apesar de termos errado o *timing* de aumento de posição em 2024 e ser um caso para acompanhar de perto, acreditamos que o preço atual traz uma assimetria boa de risco e retorno.

PARTE IV: A estranha sensação de caminhar em um campo minado

A estranha sensação de que a qualquer momento uma bomba vai explodir em cadeia. É essa a sensação com a qual temos convivido desde meados do ano passado. Quando achávamos que os ativos estavam muito caros, eles ficavam mais caros. Com os fundos que oferecem janelas de resgate mais curtas captando como nunca (vide início do material), as demandas por compra não cessaram.

O que nos preocupa é o que exatamente vai detonar a primeira mina. Qual será o “Cisne Negro”? Um evento de crédito relevante? Alguma decisão muito heterodoxa do governo? Algum evento geopolítico? Difícil prever. Fato é que mediante “cisnes negros” a referência de preço se perde na intensidade da reação. A questão é o ponto de partida. E hoje o ponto de partida está caro. Muito caro.

Há alguns nomes, que precisarão de injeção de *equity*, reestruturação de seus passivos, ou que ainda possuem um técnico complicado, dada a exposição em mercado de capitais. O que é difícil mensurar é o impacto que cada um desses nomes pode causar a ponto de gerar uma onda de resgates. Abaixo alguns nomes mais alavancados e exposição média dos fundos que possuem esses papéis:

Grupo Econômico	Exposição (R\$ bilhões)	%PL Médio
SIMPAR	12,99	3,72%
AEGEA	12,88	2,78%
ECORODOVIAS	14,23	3,51%
DASA	7,13	1,87%
BRK AMBIENTAL	3,22	2,19%
CSN	5,43	3,41%
BRASKEM	1,42	0,92%
UNIDAS	2,86	2,05%

Tabela: Exposição mapeada de determinados grupos econômicos aos fundos de crédito e percentual médio do PL alocado nestes nomes.

Quase que diariamente somos questionados sobre os efeitos da taxa de juros no crédito. Nossa resposta é sempre a mesma: a base da pirâmide acaba sofrendo mais. Os gestores racionais de empresas, quando veem uma Selic (ou perspectiva de Selic) mais elevada que o retorno sobre o capital que são capazes de produzir, reduzem seus investimentos. A derivada deste movimento é que pessoas são demitidas, pequenas e médias empresas não conseguem repassar preços, pois veem suas demandas reduzidas.

Mas este é o movimento de beta. Nossa missão é saber selecionar e se posicionar em ativos que ofereçam proteção contra estes movimentos e por isso acreditamos estar bem posicionados.

No nosso modo de investir temos alguns pilares, que listamos abaixo:

- **Créditos corporativos:**
 - Damos dinheiro para empresas que geram caixa operacional e têm receita recorrente ou estável. Ou seja, são empresas com previsibilidade de geração de caixa e capacidade de servir a dívida, ainda que haja alguma exposição ao risco de refinanciamento;
 - Apesar de termos exposição em alguns nomes da tabela da página anterior (Simpar, Aegea, BRK e Braskem), essas empresas preenchem os fundamentos acima;
 - Na maior parte dos casos das concessões de crédito de posições ilíquidas, estamos calçados com garantias que alinham muito bem a empresa com nossa dívida, além de garantir proteção contra perdas relevantes em cenários extremos;
 - Diversificação de setores, excesso de *spread* e pulverização da carteira
- **Securitizações:**
 - Nossos investimentos em securitizações, expostos ao movimento relatado acima, contam com eventos de avaliação que trazem boas proteções para nossos investimentos, seja por opção de “stopar” o investimento em um ponto no qual esse é autoliquidável com alguma folga, e quando aplicável, as carteiras possuem proteções para a alta de juros (*hedge*).

- **Portfólio Líquido:**

Esse é o beta que mais nos preocupa: o beta decorrente do chamado “movimento técnico”. Simplesmente quando a venda é maior que a compra.

Os ativos caros, tanto em CDI, como as debêntures de infra – em especial nos fundos com *hedge* para CDI (que citamos na primeira parte desta carta e que nos preocupam ainda mais) são o principal fator de risco.

Verdade é que contratamos alguns “seguros” que amortecem esse efeito caso ele venha ocorrer:

- Posição de caixa bem superior ao que costumamos ter estruturalmente;
- Linha de compromissada reversa contratada para os fundos, não para pagar resgates, mas para aproveitar ao máximo o movimento de volta.
- Fundos com liquidez mais longa, que permitem fazer as vendas, se necessárias, com mais calma.

Colocados estes pontos, nosso desconforto maior está no aspecto técnico, que é, em nossa visão, o principal vetor para retornos negativos para 2025.

Olhando, por outro lado, o copo “meio cheio”, há contrapontos que podem evitar este movimento:

- Caixa elevado dos fundos D0/D1;
- Maior liquidez do mercado – por exemplo a B3 aceita alguns papéis para depósito de margens;
- Cenário de Selic e juros reais elevados tornam o retorno nominal dos fundos atrativo.

Com esses cenários, em poucas linhas, o que esperar da nossa gestão:

- Seguir carregando caixa como “seguro” para os movimentos que mencionamos;
- Seguir na disciplina de investir apenas em ativos bem precificados (naturalmente até onde nossos mandatos permitem);
- Buscar tomar partido da liquidez, seja para vender ativos com compressão ou buscar recursos que maximizem retorno do investidor;
- Manter investimentos em securitizações, e conforme o caso vamos fazer a gestão internamente. É o investimento com melhor simetria, onde se consegue métricas menos manipuláveis. Qualidade dos prestadores de serviço tornam o risco operacional o maior desafio desta classe de ativo.

Augme Capital

Abaixo, disponibilizamos as principais informações dos nossos fundos abertos condominiais. Adicionalmente, a tabela resumo abaixo inclui os retornos dos respectivos fundos em diferentes horizontes de tempo.

Para maiores informações, acesse nosso material técnico, disponível em www.augme.com.br na seção “Nossos fundos”.

Fundo	Retorno	Mês	Ano	12 meses	Desde o início	Início do fundo	PL Médio 12 meses
AUGME 45 FIC FIRF CP	%	0,84%	12,72%	12,72%	254,88%	dez/2011	238.175.864,80
	(% CDI)	90%	117%	117%	118%		
AUGME 45 ADVISORY FIC FIRF CP	%	0,84%	12,77%	12,77%	64,27%	mai/2019	333.864.493,09
	(% CDI)	91%	117%	117%	114%		
AUGME 45 II	%	0,85%	12,68%	12,68%	16,51%	set/2023	171.946.037,69
	(% CDI)	91%	117%	117%	117%		
AUGME 90 FIC FIM CP	%	1,01%	13,98%	13,98%	270,80%	abr/2013	719.828.214,23
	(% CDI)	108%	129%	129%	146%		
AUGME 180 FIC FIM CP	%	1,00%	13,86%	13,86%	62,02%	dez/2019	255.279.336,47
	(% CDI)	107%	127%	127%	121%		
AUGME PRO FIM CP	%	0,83%	13,38%	13,38%	77,71%	mar/2019	71.931.193,81
	(% CDI)	89%	123%	123%	133%		
AUGME INSTITUCIONAL FIRF CP	%	0,81%	13,03%	13,03%	66,34%	jun/2019	190.824.006,11
	(% CDI)	87%	120%	120%	119%		
AUGME PREV FIFE FIM CP (Icatu)	%	0,89%	12,93%	12,93%	55,03%	jan/2021	195.194.635,86
	(% CDI)	95%	119%	119%	117%		
AUGME PREV FIE II FIM CP (XP Seguros)	%	0,82%	12,52%	12,52%	26,36%	dez/2022	27.332.509,57
	(% CDI)	88%	115%	115%	103%		
AUGME PREV XP FIE I	%	0,81%	n/a	n/a	10,55%	fev/2024	32.483.669,53
	(% CDI)	87%	n/a	n/a	113%		
AUGME INFRA FIC FIRF CP	%	-0,39%	9,59%	11,82%	24,42%	mar/2023	28.371.451,63
	(IMAB-5) +	-0,11%	4,08%	3,13%	8,34%		

* Fundos com mais de 6 (seis) meses de histórico.

Fundo	Augme 90	Augme 180	Augme 45/Augme 45 Advisory/Augme 45 II	Augme Prev Icatu / Augme Prev XP Seguros	Augme Prev XP Seguros FIE I CP	Augme Pro	Augme Institucional	Augme Infra
CNPJ	17.012.208/0001-23	34.218.678/0001-67	14.237.118/0001-42 ; 30.568.495/0001-10 ; 52.285.852/0001-76	36.017.195/0001-20 / 35.828.689/0001-21	53.482.542/0001-04	30.353.549/0001-20	30.568.485/0001-85	49.002.460/0001-48
Tipo	FIM CP	FIM CP	FIRF CP	FIFE FIM CP / FIE II FIM CP	FIE I FIM CP	FIM CP	FIRF CP	FIRF CP
Início do Fundo	01/04/2013	27/12/2019	06/12/2011 ; 27/05/2019	29/01/2021	16/02/2024	01/03/2019	21/06/2019	02/03/2023
Administrador	S3 Caceis Brasil	S3 Caceis Brasil	S3 Caceis Brasil	S3 Caceis Brasil	S3 Caceis Brasil	S3 Caceis Brasil	S3 Caceis Brasil	S3 Caceis Brasil
Custódia	S3 Caceis Brasil	S3 Caceis Brasil	S3 Caceis Brasil	S3 Caceis Brasil	S3 Caceis Brasil	S3 Caceis Brasil	S3 Caceis Brasil	S3 Caceis Brasil
Target	CDI + 2 a 3% a.a.	CDI + 2 a 3% a.a.	CDI + 0,5% a 1% a.a.	CDI + 1% a 2% a.a.	CDI + 1% a 2% a.a.	CDI + 2,5 a 4% a.a.	CDI + 1 a 2% a.a.	IMA-B 5 + 0,5 a.a.
Público-Alvo	Qualificado	Qualificado	Geral	Qualificado	Qualificado	Profissional	Profissional	Geral
Taxa de Administração	1,10% a.a.	1,10% a.a.	0,60% a.a.	0,80% a.a.	1% a.a.	1,50% a.a.	1,10% a.a.	0,75% a.a.
Taxa de Performance	20% do que exceder 100% do CDI (Semestral)	20% do que exceder 100% do CDI (Semestral)	20% do que exceder 100% do CDI (Semestral)	20% do que exceder 100% do CDI (Semestral)	20% do que exceder 100% do CDI (Semestral)	20% do que exceder 100% do CDI (Anual)	20% do que exceder 100% do CDI (Semestral)	20% do que exceder 100% do IMA-B 5 (Semestral)
Aplicação Inicial	R\$ 5.000	R\$ 5.000	R\$ 500	R\$ 5.000	R\$ 5.000	R\$ 100.000	R\$ 100.000	R\$ 500
Movimentação Mínima	R\$ 5.000	R\$ 5.000	R\$ 500	R\$ 5.000	R\$ 5.000	R\$ 10.000	R\$ 10.000	R\$ 500
Saldo Mínimo	R\$ 5.000	R\$ 5.000	R\$ 500	R\$ 5.000	R\$ 5.000	R\$ 10.000	R\$ 10.000	R\$ 500
Aplicação - Cotização	D + 0 (Fechamento)	D + 0 (Fechamento)	D + 0 (Fechamento)	D + 0 (Fechamento)	D + 0 (Fechamento)	D + 0 (Fechamento)	D + 0 (Fechamento)	D + 0 (Fechamento)
Resgate	Resgates serão processados no último dia do mês ou no próximo dia útil	A qualquer momento, sem carência	A qualquer momento, sem carência	A qualquer momento, sem carência	A qualquer momento, sem carência	31/03, 30/06, 30/09 e 30/12 ou no primeiro dia útil subsequente	Resgates serão processados no último dia útil do mês	A qualquer momento, sem carência
Resgate - Cotização	D + 89 dias corridos	D + 179 dias corridos	D + 44 dias corridos	D + 29 dias úteis	D + 29 dias úteis	D + 180 dias corridos	D + 89 dias corridos	D + 75 dias corridos
Resgate - Liquidação	D + 1 da cotização	D + 1 da cotização	D + 1 da cotização	D + 1 da cotização	D + 1 da cotização	D + 1 da cotização	D + 1 da cotização	D + 1 da cotização
Categoria Anbima	Multimercado Estratégia Específica	Multimercado Estratégia Específica	Renda Fixa Duração Livre Crédito Livre	Providência Multimercado Livre	Providência Multimercado Livre	Multimercado Estratégia Específica	Renda Fixa Alta Duração - Crédito Livre	Renda Fixa Duração Livre Crédito Livre
Tributação Alvo	Longo Prazo	Longo Prazo	Longo Prazo	Tributação Aplicável para Providência	Tributação Aplicável para Providência	Longo Prazo	Longo Prazo	Isento do IR para Pessoa Física

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 juntos 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**