

# Carta de Gestão

2020



## Ano de 2020

Sempre falamos que a atividade de gestão de recursos é fascinante porque apesar de sermos especialistas na que fazemos, jamais podemos bater no peito e dizer que sabemos tudo. A atividade é de aprendizado constante e reconhecer isso é onde está o segredo de ser cada vez melhor e capaz de entregar o que todo investidor racional espera: retornos consistentes de longo prazo com riscos controlados.

Dentre vários “mantras” que seguimos na construção de nosso portfólio, como análise de crédito, análise jurídica e de *compliance*, diversificação, excesso de *spread*, prudência na contratação de *duration* e mandato flexível, teve um aspecto no qual vimos um valor inequívoco: termos um “*book de trading*” e um “*book de carregos*”.

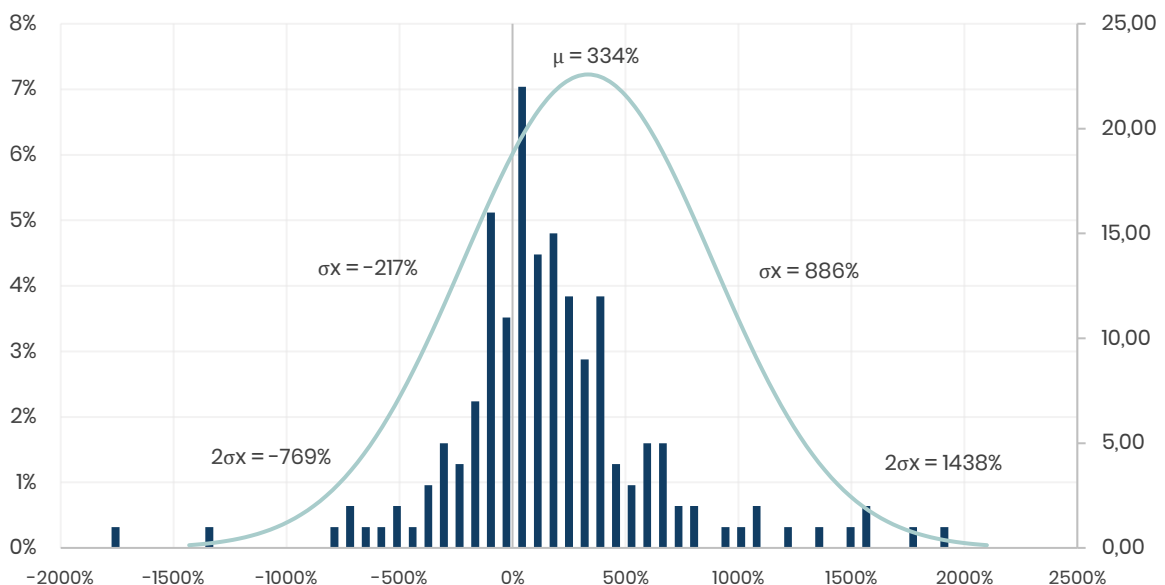
A tentação de termos um fundo focado em ativo de carregos é grande: baixa volatilidade e carregos elevados. Mas em momentos de crise, as oportunidades nesse *book* ficam mais escassas e as oportunidades em ativos mais líquidos se sobressaem. Além disso, essa parte do portfólio é melhor precificada, ajuda na geração de liquidez e evita a distribuição desigual de riqueza entre cotistas.

Para dar um exemplo, nossos ativos (ao todo 178) geraram um Pnl de R\$ 48,8 milhões ao longo de 2020. Desses, 15 tiveram retorno anualizado superior CDI+20% a.a. e responderam por 14,8% de todo o retorno gerado. Dos 15, 9 eram do *book de trading* e 6 do *book de carregos*, sendo que 3 destes 6 eram indexados a IGP-m, o que explica também o retorno tão elevado.

Por conta disso, escolhemos 3 ativos que ganharam dinheiro no ano de 2020, com o objetivo de mostrar que ativos líquidos e de baixo risco de crédito podem ter retornos próximos aos de *equity*.

Abaixo a dispersão de retorno dos ativos ao longo do ano.

### Distribuição de Retorno Por Emissor em CDI%



Um dado a mais é que os *cases* ganhadores que selecionamos não estão mais no portfólio (ou seja, o ganho já foi realizado). Outro fator importante é que todos esses ativos foram *Bonds*, que devido a melhor liquidez e melhor processo de precificação do que os papéis emitidos no Brasil, foram os que apresentaram melhor oportunidade de compra.

Importante ressaltar que no momento da publicação desta carta nossa posição de *Bonds* está zerada, dada a falta de prêmios atraentes desta classe de ativo.

### **CASE 1 – BOND DE AVON (AVP23): 1.399% do CDI**

**Descrição da Companhia:** Atua na fabricação e comercialização de cosméticos, perfumes e outros produtos relacionados ao segmento de beleza. O principal canal da cia é a venda direta de produtos, realizada por meio de seus mais de 5 milhões de representantes (consultores). O Brasil é o país com maior contribuição do faturamento da empresa, com cerca de 20% do total.

**Tese de investimento:** Companhia passava por um processo de *turnaround* iniciado em 2016, com objetivo de alcançar constante crescimento de vendas e melhora de margem operacional, mas com dificuldades de entregar uma melhora expressiva em termos de crescimento. Em janeiro/2020, a Natura Cosméticos recebeu as aprovações regulatórias necessárias para aquisição da Avon. Nos termos negociados, foi criada uma *holding*, denominada Natura&CO, possuindo a Natura Cosméticos e Avon Products Inc como subsidiárias. O grupo consolidado tornava-se a 4ª maior cia do segmento do mundo, controlado pelos acionistas da Natura Cosméticos, e estimativas expressivas de sinergias resultantes da combinação. No momento de compra (abr/20) ocorria *sell-off* no mercado de *bonds*, incluindo as emissões de Natura e Avon, esta última, contudo, com um desconto mais elevado. Em nossa visão, acreditávamos que não havia uma diferença de risco expressivo entre as duas cias tendo em vista a combinação de negócios. Apesar da ausência de cláusulas de *cross-default* entre as cias, o risco de imagem e o valor do ativo para a *holding* (que realizaria um aumento de capital) seriam suficientes para, em um cenário de *stress*, um eventual suporte da própria Natura, que possuía métricas de crédito mais adequadas e uma liquidez robusta.

**Riscos:** Alta dependência das vendas diretas (consultores) em seu modelo de negócios, além de possuir desafios para incrementar suas vendas via canais digitais. Acesso ao *funding* poderia ficar restrito a depender da extensão e abrangência dos impactos no desempenho da cia.

**Porque foi um bom investimento:** Durante a crise o preço atingiu patamar muito atrativo em relação aos fundamentos de crédito, com as emissões de Avon apresentando um desconto bem superior as de Natura, que em nossa visão apresentavam riscos muito semelhantes, gerando oportunidade de compra. Devido a liquidez robusta na perspectiva da Natura&Co, tínhamos conforto de levar o ativo a vencimento, porém com a redução dos *spreads* ao longo do ano aproveitamos a oportunidade de venda para consolidar o ganho auferido.

### **CASE 2 – Bond Eldorado Celulose (ECELUP21): 612% do CDI**

**Descrição da Companhia:** Companhia produtora e comercializadora de celulose de fibra curta, com fábrica localizada e no Mato Grosso do Sul e floresta própria de 230k hectares. É controlada pela J&F em conjunto com a Paper Excellence;

**Tese de investimento:** Companhia tem processo produtivo integrado, sendo muito competitiva em termos de custo de produção. Além disso, consideramos o nível de alavancagem da companhia adequado.

No momento da compra (abr/20) ocorria *sell-off* no mercado de *bonds* emitidos por companhias brasileiras, devido às incertezas geradas pela pandemia de COVID19. No caso do setor, acreditávamos que não sofreria grandes alterações na perspectiva de longo prazo.

**Riscos:** Acionistas travam longa disputa judicial que tem dificultado a expansão e refinanciamento da companhia, levando a um cronograma de amortização inadequado, com grande concentração de vencimentos no curto prazo. Preço da Celulose (em USD) em patamar extremamente baixo.

**Porque foi um bom investimento:** Durante a crise o preço atingiu patamar muito atrativo em relação aos fundamentos de crédito, que gerou a oportunidade de compra. Tínhamos conforto de levar o ativo a vencimento, porém, com a redução dos *spreads* ao longo do ano, aproveitamos a oportunidade de venda para consolidar o ganho auferido;

### **CASE 3 – BOND HIDROVIAS DO BRASIL (HDRVS25): 1.703% do CDI**

**Descrição da Companhia:** Operador de logística integrado com foco em Hidrovias na América Latina, com modelo de negócio baseado em contratos *take-or-pay* de longo prazo.

**Tese de investimento:** No momento da compra, com o *sell-off* de *bonds* de companhias brasileiras, o *bond* passou a ser negociado com YTW próximo a 10%. Nossa visão no momento da compra era que a existência dos contratos *take or pay*, resiliência do agronegócio durante a pandemia e a forte posição de liquidez mitigavam de forma relevante os impactos financeiros da pandemia. A longo prazo víamos uma história de crescimento, se beneficiando especialmente do aumento de produção de milho e soja no estado do Mato Grosso e do aumento da participação do Arco Norte no escoamento destes produtos. Por último, reconhecíamos a possibilidade de uma saída do principal acionista, o Pátria Investimentos, via mercado de capitais, o que, de fato, acabou ocorrendo em 2020;

**Riscos:** Em nossa visão, os principais riscos eram: **(i)** efeitos climáticos, que poderiam prejudicar a navegabilidade dos rios e a produção dos produtos agrícolas (quebra de safra) ; **(ii)** redução das exportações de milho devido ao aumento do consumo de milho na região (novas usinas de etanol de milho); e **(iii)** possibilidade de descumprimento de *covenant* durante a crise e aceleração do vencimento do *bond*.

**Porque foi um bom investimento:** Novamente, o aumento indiscriminado de *yield* nos *bonds* de companhias brasileiras gerou boas oportunidades de investimentos em companhias que não tiveram seus fundamentos materialmente alterados. Iniciamos a compra do ativo em abr/20 e aumentamos nossa posição até jun/20. A partir de jul/20 começamos a vender o ativo e zeramos a posição em set/20.

Na linha de máxima transparência com nossos investidores, selecionamos 3 casos que deram errado. O benefício de dividir esses casos é de mostrar as lições aprendidas.

Também escolhemos 3 casos do *trading book* (não tivemos perda no *book* de carregio), que perdemos dinheiro por motivos diferentes:

- i. Investimento feito a preço equivocado;
- ii. Problema temporário de marcação, que com a normalização da pandemia deve trazer ganhos.
- iii. Evento de crédito.

#### **CASE 4 – Debênture de Mata de Santa Genebra (MSGT12): -459% do CDI**

**Descrição da Companhia:** Linha de transmissão controlada em conjunto por Furnas e Copel, que no momento do investimento estava em fase pré-operacional;

**Tese de investimento:** O setor de transmissão de energia tem arcabouço regulatório sólido e alta previsibilidade de receitas e custos. Com isso, após a entrada em operação, a geração de caixa é previsível, denotando um forte perfil de crédito. No caso da MSGT, os riscos de construção eram mitigados pela experiência dos acionistas e pela fiança dos mesmos até o *completion* financeiro. A emissão contava com taxa teto de *bookbuilding* atrativa (NTNB-26 +200 bps) e tinha possibilidade de ser uma emissão com prêmio em relação as demais linhas de transmissão com preços no mercado secundário, que tradavam com menos de 100bps de spread em relação às suas respectivas NTNB's de referência. Pretendíamos capturar o fechamento de *spread* (potencializado pela longa *duration*) no mercado secundário após a conclusão das obras e fim do *lock-up* imposto pela Instrução CVM 476.

**Riscos:** Do ponto de vista de crédito, os principais riscos estavam relacionados à conclusão da obra, que já sofria com atrasos e penalidades. No entanto, entendíamos que os riscos estavam bem mitigados pela fiança dos acionistas.

**Porque não foi um bom investimento:** O resultado ruim do investimento pode ser dividido em duas partes: **(i)** fomos excessivamente agressivos na estratégia de *bookbuilding*, com um bid em ~70bps de *spread*, que já não apresentava tanto espaço para fechamento quando comparado com os *peers*; e **(ii)** houve abertura geral dos *spreads* de crédito no mercado logo em seguida, o que afetou também as transmissoras de energia. Neste caso, a performance do ativo foi afetada mesmo não tendo havido deterioração no seu perfil de crédito e as perdas foram minimizadas pela venda do ativo quando percebemos o erro, ainda antes do auge da crise.

**Lição aprendida:** perdemos dinheiro neste caso por ter entrado na onda de *bull market*, aonde tudo que comprávamos ganhava dinheiro.

Este papel sofreu também pelo fato de ser uma debênture de infraestrutura, que tem uma dinâmica de precificação complexa dado o incentivo fiscal para PFs e instituições financeiras.

O que fazemos hoje é investir apenas em papéis cujo preço x liquidez x risco de crédito nos dê conforto de levar a vencimento.

## CASE 5 – XP Hotéis FII (XPHTI1): 433% do CDI

**Descrição do Ativo:** 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 Pullmann Ibirapuera como o ativo mais relevante do fundo, representando 1/3 dos quartos totais.

**Tese de investimento:** Adquirimos as cotas seniores do FII no início de 2019 via mercado primário (2ª emissão de cotas), tendo posição no ativo atualmente. 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: **(i)** pagamento de seu benchmark, CDI + 3% a.a. e **(ii)** amortização das cotas. Ainda, em um cenário de stress onde o fundo não cumpra com suas obrigações, possui prioridade no recebimento de recursos decorrentes da liquidação dos hotéis. Tendo em vista o portfólio maduro de hotéis do fundo, com longo histórico de operação e métricas operacionais bem acima do mínimo necessário para cumprimento das obrigações com os pagamentos das cotas seniores, entendíamos como um investimento operado com excelência (Accor), de baixo risco de crédito e com remuneração adequada às condições de mercado da época.

**Riscos:** **(i)** Fundo não possui market maker e teve sua emissão concentrada em poucos investidores institucionais, o que poderia dificultar a liquidez do ativo em bolsa. **(ii)** Portfólio com concentração no segmento de negócios e **(iii)** 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 ou conversão de cerca de 2/3 das cotas seniores em cotas ordinárias para amortização integral do saldo residual.

**Porque não foi um bom investimento (Até o momento):** 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, quando 100% de suas propriedades voltaram ao funcionamento, ainda que com taxas de ocupação irrisórias. O reflexo do comprometimento do fluxo de caixa em um primeiro momento foi uma nova emissão de cotas subordinadas em um montante de R\$ 6,7 milhões, para suportar a retomada no curto prazo da operação, e em um segundo momento a repactuação das cotas seniores, com aumento de spread para CDI + 5% a.a. e carência de 24 meses para amortização. Em decorrência dos fatores acima, o preço das cotas no mercado secundário foi negociado com desconto expressivo, em certos momentos a um *yield* superior a CDI+15% a.a.

**Lição aprendida:** entendemos que este caso não foi, sob nenhuma abordagem, um mau investimento. Por ser um fundo de hotéis, no qual o principal ativo é um hotel voltado para *business*, o ativo acabou sofrendo. Porém, a título de lição aprendida, temos procurado entender qual será a dinâmica de liquidez do fundo, para evitar que pequenos negócios causem variações expressivas no preço.

## CASE 6 – RESTOQUE (LLIS20): -2.327% do CDI

**Descrição da Companhia:** Restoque é uma companhia de moda brasileira dona das marcas: **(i)** Le Lis Blanc; **(ii)** Dudalina; **(iii)** John John; **(iv)** Bobô; **(v)** Rosa Chá; e **(vi)** Individual. O posicionamento da companhia é focado nas classes A/B, com ticket médio variando entre R\$ 423 e R\$ 1.798 nas suas marcas.

**Tese de investimento:** Iniciamos nosso investimento na companhia no final de 2017 e na época a companhia passava por uma série de ajustes operacionais com suporte dos acionistas para equalizar a estrutura de capital. Além disso, o ambiente macroeconômico nos anos anteriores tinha sido desafiador e havia expectativa de retomada do crescimento e redução de juros.

**Riscos:** Os principais riscos na nossa visão eram: **(i)** risco de execução da nova estratégia a partir de 2018; **(ii)** os riscos inerentes ao setor de moda, que tem um componente cíclico de percepção de valor às marcas; **(iii)** Estrutura de capital, com dívidas concentradas no curto prazo.

**Porque não foi um bom investimento:** A partir de 2017, a companhia aumentou a concentração dos produtos com faixas de preços mais altos na sua coleção (de 14% em 2016 para 32% em 2018), além de aumentar os gastos com marketing de 2% da receita líquida em 2016 para 6% em 2018. Apesar do sucesso no incremento do ticket médio, o volume de vendas foi aquém do esperado, aumentando o estoque, que precisou ser vendido em promoção, com menor margem. A partir de 2019, a companhia realizou novo ajuste operacional, encerrando as vendas em canais online de terceiros, focando em seu canal online próprio. Este movimento causou perda relevante de receita para o ano de 2019, aumentando a alavancagem da companhia, que novamente foi suportada por seus acionistas. Com isso, no início de 2020, a companhia havia ganhado fôlego para esperar os resultados da estratégia, porém ao final do primeiro trimestre a pandemia de COVID19 causou o fechamento dos shoppings, reduzindo de forma drástica as vendas, afetando a liquidez da companhia. A alternativa foi um acordo com os credores para alongamento da dívida por meio de uma recuperação extrajudicial, o que levou o papel a ser marcado a 50% do PU Par, gerando perdas relevantes aos fundos da Augme.

**Lição aprendida:** Jamais gostamos do setor, ainda que na nossa visão a empresa tivesse acionistas comprometidos e boas marcas, havendo boa perspectiva de ganharmos dinheiro com a eventual melhora da companhia. Após a capitalização da companhia, houve oportunidade de vender as debêntures com desconto de menos de 10%. Esta deveria ter sido nossa ação, dado que, naquele momento, havia um risco na Cia que jamais correremos – que é o risco de demanda. Este deve ser um risco exclusivamente do acionista.

Com esses casos, procuramos ilustrar um pouco do nosso processo decisório e a importância da disciplina de assimilar e aplicar as lições aprendidas. Também vemos liquidez como uma necessidade. Não apenas para fazer frente a eventuais demandas por parte dos cotistas, mas para aproveitar oportunidades que o mercado pode oferecer.

Um excelente 2021 para todos!

Atenciosamente,

**Time de Gestão – Augme Capital**

## Disclaimer

*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 ICVM nº 598/2018, tampouco uma consultoria de valores mobiliários, conforme a definição da ICVM nº 592/2017. 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](http://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](mailto:ri@augme.com.br)

11 4550 3295

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

CEP: 04536-010

[www.augme.com.br](http://www.augme.com.br)

LinkedIn: **Augme Capital**