



# CARTA MENSAL DOS GESTORES Fundos Compass

Outubro 2023

## ÍNDICE

	Pág.
<b>01.</b> Cenário Macroeconômico	4
<hr/>	
<b>02.</b> Fundos de Crédito	8
<hr/>	
<b>03.</b> Fundo de Ações	15

*“Believe nothing you hear, and only half that you see”*

**Edgar Allan Poe**  
*The System of Dr. Tarr  
and Prof. Fether*

## CARTA MENSAL DOS GESTORES – FUNDOS COMPASS

### 01. Cenário macroeconômico

Em outubro, o comportamento dos mercados globais foi ditado pelas oscilações das *treasuries* ao decorrer do mês e pelo conflito entre Israel e Hamas. Em relação ao primeiro evento, o vértice de 10 anos iniciou o período negociado a 4,57% e, no auge do mês, alcançou 5,01%, revertendo posteriormente parte dessa flutuação e disparando uma apreciação dos ativos de risco. A abertura da curva foi derivada da progressiva apreensão dos investidores quanto à situação fiscal dos EUA, que implica ofertas mais volumosas de títulos em um mercado com capacidade de absorção limitada após a redução da demanda até então cativa advinda da China e de outros países. Outro fator que explica o movimento é a política de juros mais elevados por um tempo prolongado anunciada pelo FED, que lança dúvidas sobre quando será iniciado o relaxamento monetário em uma economia que ainda registra sinais de sobreaquecimento.

Na sequência, a reversão foi acionada pelo comunicado do FOMC após a decisão de manter os juros estáveis, afirmando que as condições financeiras se tornaram automaticamente mais restritivas pela elevação dos *yields* das *treasuries* longas. Como opção, foi mantida a possibilidade de retomada do aperto monetário condicionada a dados. Até a reunião do FOMC de dezembro, haverá mais uma divulgação de *payroll* e duas leituras de CPI capazes de influenciar a decisão do comitê. Entretanto, o mercado se antecipou e precifica o encerramento da fase de aumento de juros. Simultaneamente, a divulgação do plano trimestral de financiamento da dívida do tesouro nos EUA também foi um catalisador para compressão dos prêmios da curva, pois revelou uma estratégia de emissão de maior volume de títulos curtos em detrimento dos longos.

Acerca desse tema, um trabalho recente publicado por Ferreira e Shousha (2023)<sup>1</sup> fornece conclusões valiosas. A análise dos autores em 11 economias desenvolvidas no período de 1960-2019 mostra que a oferta de ativos livres de risco explicou 26% da variância das taxas de juros neutras, além de ter sido determinante na explicação das trajetórias dessas ao decorrer das décadas: declínio entre 1960-70, repique na década de 80 e recuo contínuo na década de 90 e no atual milênio. Desde o término da crise de 2008-09, a oferta desses ativos preveniu uma queda mais brusca das taxas de juros neutras, compensando outros fatores, como a transição demográfica e a queda de produtividade. O modelo dos autores provê embasamento para a tese de que a oferta crescente de *treasuries* em um contexto de menor demanda global por tais ativos seguirá pressionando as taxas de juros reais nos EUA e, por extensão, no restante do mundo.

---

<sup>1</sup> FERREIRA, T. R. T.; SHOUSHA, S. Determinants of global neutral interest rates. *Journal of International Economics*, v. 145, n. 1, Nov. 2023.

Ademais, o *nonfarm payroll* contribuiu para a reversão da abertura da curva norte-americana. Em nossa opinião, a reação ao indicador foi exacerbada. A geração de apenas 150.000 postos de trabalho ficou somente 20% abaixo do consenso do mercado, possivelmente em decorrência da greve no setor automobilístico, cujo efeito não é recorrente e, assim, será revertido adiante. O aumento da taxa de desemprego de 3,8% para 3,9% também é inócuo, pois permanece na zona inferior a NAIRU e os pedidos de seguro-desemprego flertam com as mínimas históricas. O único dado do relatório de emprego a celebrar corresponde à desaceleração do crescimento nominal dos salários, que recuou de 4,3% para 4,1% YoY (ante expectativa de 4,0%, contudo), proporcionando alento sobre a dinâmica inflacionária e reduzindo a pressão para altas de juros adicionais.

Em relação ao conflito entre Israel e o grupo terrorista Hamas após as atrocidades covardes e desumanas perpetradas no 07 de outubro, os desdobramentos para os mercados foram relativamente tímidos em face da magnitude do embate bélico. Em parte, essa resposta é oriunda de múltiplos esforços diplomáticos implementados objetivando a contenção do conflito em uma região naturalmente em polvorosa. No estágio atual, as forças de defesa israelense estão migrando de ataques de artilharia e bombardeios para uma guerra urbana efetiva em Gaza visando à erradicação do Hamas e à demolição de sua rede de túneis. O principal risco é o de escalada do conflito devido aos diversos vetores que precisam ser coordenados para que essa expansão não ocorra. A despeito da diplomacia e desinteresse de diversos atores na escalada (EUA, China, Arábia Saudita, Irã, entre outros), múltiplos grupos terroristas autônomos, como o Hezbollah no Líbano e o Houthis no Iêmen, iniciaram ataques contra Israel que podem fortuitamente culminar em uma guerra regional.

Na China, o PIB do terceiro trimestre surpreendeu positivamente, registrando um avanço trimestral de 6,9%, ou 4,9% em bases anuais. Concomitantemente, observou-se recuperação em alguns indicadores críticos, como vendas no varejo, exportações e consumo das famílias. Todavia, ainda não há elementos para afirmar que os desarranjos econômicos foram corrigidos, pois o setor imobiliário continua em processo de correção, uma vez que o relaxamento implementado desde agosto teve um efeito modesto sobre as transações imobiliárias. O risco de deflação também permanece, evidenciado pelo fraco crescimento nominal do PIB. Analisando os indicadores antecedentes, os PMIs reportados em outubro desapontaram, potencialmente explicando a decisão das autoridades de implementar um estímulo fiscal de 1 trilhão de yuans (0,8% do PIB) para contrabalancear o risco de perda de momentum da atividade econômica. Esse estímulo também é direcionado ao equacionamento das dívidas estaduais, um dilema latente que pode eclodir adiante caso não seja combatido tempestivamente.

Paralelamente, na Europa, o esmorecimento da inflação e a estagnação da atividade tornam improvável a retomada das altas de juros pelo ECB. A taxa de inflação atingiu o menor patamar em dois anos após a leitura de outubro e regressou ao intervalo da meta, abrindo espaço para discussão de um relaxamento monetário mais a frente, esperado para começar em junho de 2024. A letargia da atividade econômica também sustenta

nossa visão. Ainda no continente, embora o assunto tenha sido relegado ao segundo plano na mídia, a guerra entre Ucrânia e Rússia prossegue e, nas últimas semanas, as forças russas obtiveram progressos, gerando ainda mais incertezas geopolíticas.

No Brasil, o destaque do mês foi a atabalhoada revisão *de facto* do arcabouço fiscal diante das sistemáticas frustrações de arrecadação pelo governo federal, que ocorrem a despeito do avanço do PIB acima do esperado. Embora não esteja sacramentada a mudança da meta, os rumores que circularam ao longo do mês sugerem que o alvo de 2024 será revisado para -0,5% do PIB. Considerando nossa projeção (-1,0%) e o próprio consenso do mercado (também em -1,0%), se concretizado, o movimento será tímido e, por conseguinte, sujeito a novas revisões posteriores. Por essa razão, o ministro Haddad almeja persuadir o presidente sobre a postergação desse debate para março de 2024, quando haverá mais dados para redefinir a meta com assertividade, evitando revisões posteriores e novos desgastes.

Notoriamente, o episódio é a comprovação categórica dos riscos fiscais que enfatizamos recorrentemente nas cartas passadas. No entanto, presumíamos que se materializariam mais adiante, à medida que nos aproximássemos das eleições de 2024, quando a máquina pública é tipicamente direcionada à eleição dos candidatos aliados ao governo. Ao desmoralizar e desidratar um plano econômico não testado que sequer vigora ainda, medida essa *sui generis* até mesmo na folclórica história política brasileira, demonstra-se irrefutavelmente que o ímpeto de gastar, não raramente sem qualquer retorno efetivo para a sociedade, é soberano à prudência fiscal. Por fim, quando o arcabouço sucumbe mesmo em um ano de forte de crescimento do PIB, verifica-se os desafios incomensuráveis de elevação de arrecadação e, por conseguinte, como a execução de um corte de gastos é condição *sine qua non* para a consolidação fiscal.

Logo, em face do desgaste público sofrido por Haddad, depreende-se que incorremos no risco de reprisar a trágica relação beligerante entre Dilma e Levy, esse último constantemente sabotado durante seu mandato. Alternativamente, podemos ter uma reedição das patuscadas de Dilma e Mantega, nas quais metas econômicas utópicas se revelavam meros devaneios, como sonhos de uma noite de verão, minando progressivamente a confiança dos investidores e semeando a crise de 2015-16. Justifica-se, assim, a citação que abre essa carta mensal, e que deverá ser nosso mote na alocação dos portfólios ao decorrer desse mandato presidencial.

Ainda em outubro, houve a indicação de dois novos diretores para composição da diretoria do BC, substituindo Fernanda Guardado e Maurício Moura. A decisão era esperada, em particular no caso de Fernanda, que nunca ocultou suas visões mais *hawkish* para condução da política monetária e, por conseguinte, desagradava Haddad e o restante do governo. A indicação de Paulo Picchetti como um dos substitutos é elogiável, pois se trata de um nome técnico e com uma visão científica sobre Economia (soa como platitudo e requisito basilar, porém são características raras nos atuais tempos

obscurantistas). Dentre seus méritos, possui histórico amplo de pesquisa na FGV e coordena o IPC-S.

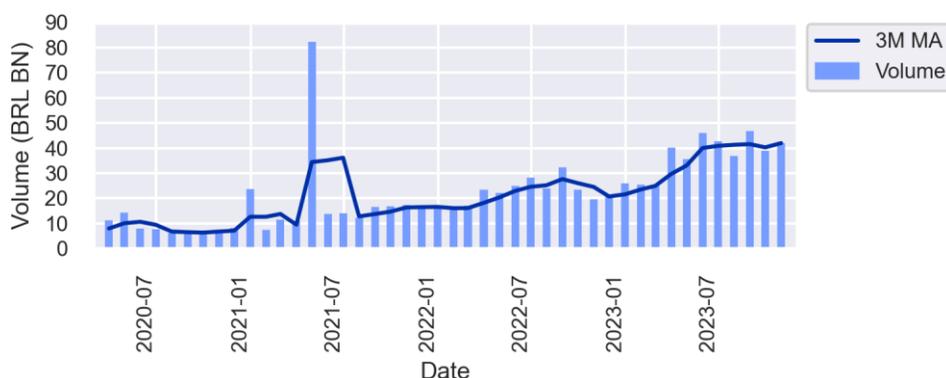
Adicionalmente, houve a indicação de Rodrigo Teixeira, o qual, somado às duas indicações feitas desde o início do governo incumbente, amplia o grupo de viés heterodoxo que se aglutina na diretoria do BC. A heterodoxia econômica já foi exaustivamente testada no Brasil nas últimas décadas, com fracassos fragorosos registrados na literatura pertinente (vide a Nova Matriz Econômica). Essa guinada reforça os temores sobre a condução da política monetária a partir de 2025, explicando o descolamento das implícitas em relação à meta inflacionária. Em nossa opinião, há um risco não desprezível de experimentarmos uma repetição da gestão desastrosa de Tombini e sua trupe em frente ao BC durante a era Dilma, os quais, em 2011, iniciaram precocemente um corte de juros que desancorou as expectativas inflacionárias e corroeu a credibilidade da instituição.

Portanto, analisando os eventos do mês, concluímos que o balanço de riscos domésticos se deteriorou. Na carta passada, argumentamos que a política monetária nos EUA e a política fiscal brasileira perdulária impõem um limite inferior para a trajetória da Selic. Com a intensificação dos riscos fiscais e forte abertura da curva norte-americana, revisamos marginalmente nossa projeção de Selic de 9,50% para 9,75% no final do ciclo. Será uma taxa restritiva, necessária para equilibrar a instância fiscal expansionista e evitar uma desvalorização cambial como a vivenciada no Chile, que está relaxando a política monetária independentemente dos juros globais, prejudicando a atratividade de sua moeda.

## 02. Fundos de Crédito

O mercado de crédito local segue experimentando compressão de spreads diante do retorno do apetite dos investidores pela classe. Os eventos de crédito recentes, abrangendo Credz e Southrock / Starbucks (aos quais não tínhamos exposição), foram absorvidos pelo mercado sem traumas, demonstrando sua solidez após as turbulências do primeiro semestre. No fechamento de outubro, o spread médio do Idex-JGP situava-se em CDI + 2,20%, ainda acima do nível verificado anteriormente ao default das Lojas Americanas. Conforme o gráfico seguinte, a liquidez do secundário segue em patamares saudáveis.

**Volume mensal de debêntures negociadas no mercado secundário**

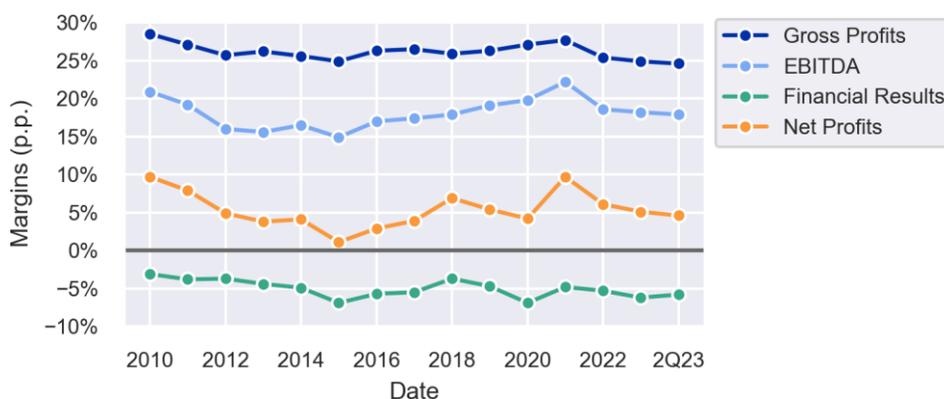


Fonte: Anbima e Compass.

Nessa carta, a despeito de nosso ceticismo com o cenário macroeconômico doméstico e internacional, gostaríamos de salientar um dos pilares de nossa tese de investimento em crédito: a saúde financeira das companhias brasileiras comparativamente a outros períodos de estresse acompanhados de uma crise de crédito generalizada, como em 2015-16. Apresentamos esse estudo no início do ano e o atualizamos com base nos resultados corporativos divulgados até o segundo trimestre com o intuito de demonstrar a qualidade dos fundamentos microeconômicos, que se robustecerão conforme a Selic prossiga em queda.

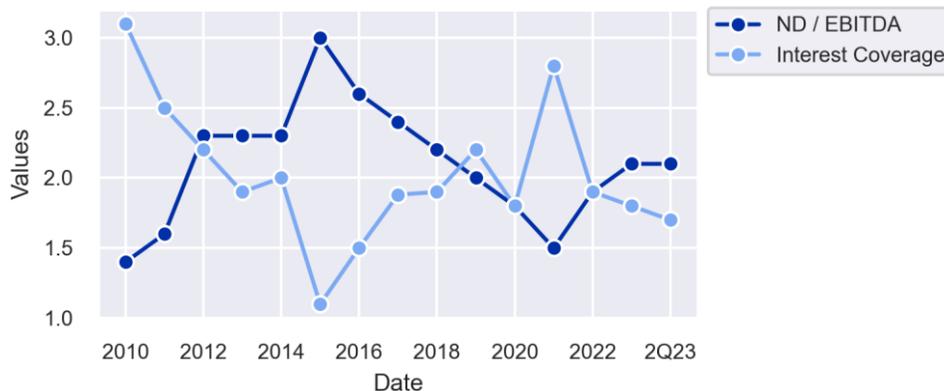
Como mostram os gráficos seguintes, em meio à política monetária restritiva em curso, as margens médias das empresas se enfraqueceram desde o final de 2022. Entretanto, os desafios de 2015-16 e da pandemia forçaram as companhias a se tornarem mais produtivas e enxugarem SG&A como medidas compensatórias. Desse modo, não obstante as margens brutas atuais serem comparáveis às de outros períodos críticos, as margens EBITDA são substancialmente maiores (cerca de 3 p.p. de diferença). Concomitantemente, a menor alavancagem torna as despesas financeiras mais palatáveis. Em conjunto, esses fatores explicam a diferença de quase 5 p.p. entre a margem líquida do 2Q23 em comparação com aquela reportada em 2015.

### Margens das Empresas Brasileiras Large Cap



Fonte: Bradesco BBI; Compass. Amostra de empresas large caps excluindo Petrobras, Eletrobras e Vale.

### Alavancagens das Empresas Brasileiras Large Cap

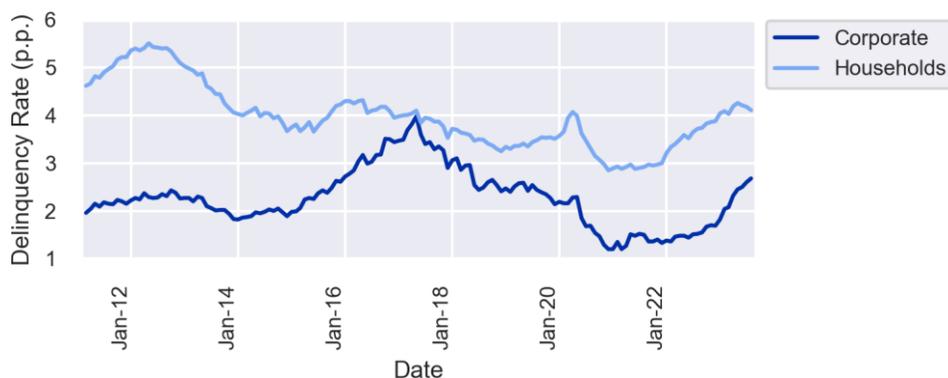


Fonte: Bradesco BBI; Compass. Amostra de empresas large caps excluindo Petrobras, Eletrobras e Vale.

Em paralelo, notamos que a alavancagem líquida suscita uma estabilização em torno de 2,1x, produzindo um índice de cobertura de juros por volta de 1,7x. Naturalmente, são números distantes dos ideais, porém bem afastados dos extremos observados em 2015-16. Assumindo que a Selic encerre o ciclo em 9,75%, mesmo esse patamar restritivo será capaz de aliviar as condições financeiras das empresas e aprimorar esses indicadores, afinal, representará uma queda de 400 bps em relação ao pico atingido no ciclo. O efeito será especialmente substancial nos emissores *high yield*, que operam com métricas de crédito enfraquecidas relativamente às médias discutidas aqui.

Consubstanciando essa tese, o gráfico seguinte mostra que, no mercado de crédito agregado, a inadimplência no estrato da pessoa física aparentemente alcançou seu pico, ao passo que a inadimplência no segmento de pessoas jurídicas está com derivada decrescente, devendo atingir o ápice em breve. Historicamente, essas conclusões também se justificam quando consideramos o ocorrido na crise de 2015-16. Nesse aspecto, o tempo médio transcorrido entre o início do corte de juros e o auge da inadimplência é de 6 meses, e as recuperações judiciais são máximas logo depois. Conjecturando que esse padrão se repetirá, projetamos que a inflexão do mercado está próxima, se concretizando já no 1Q24.

### Taxas de inadimplência nos segmentos PF e PJ

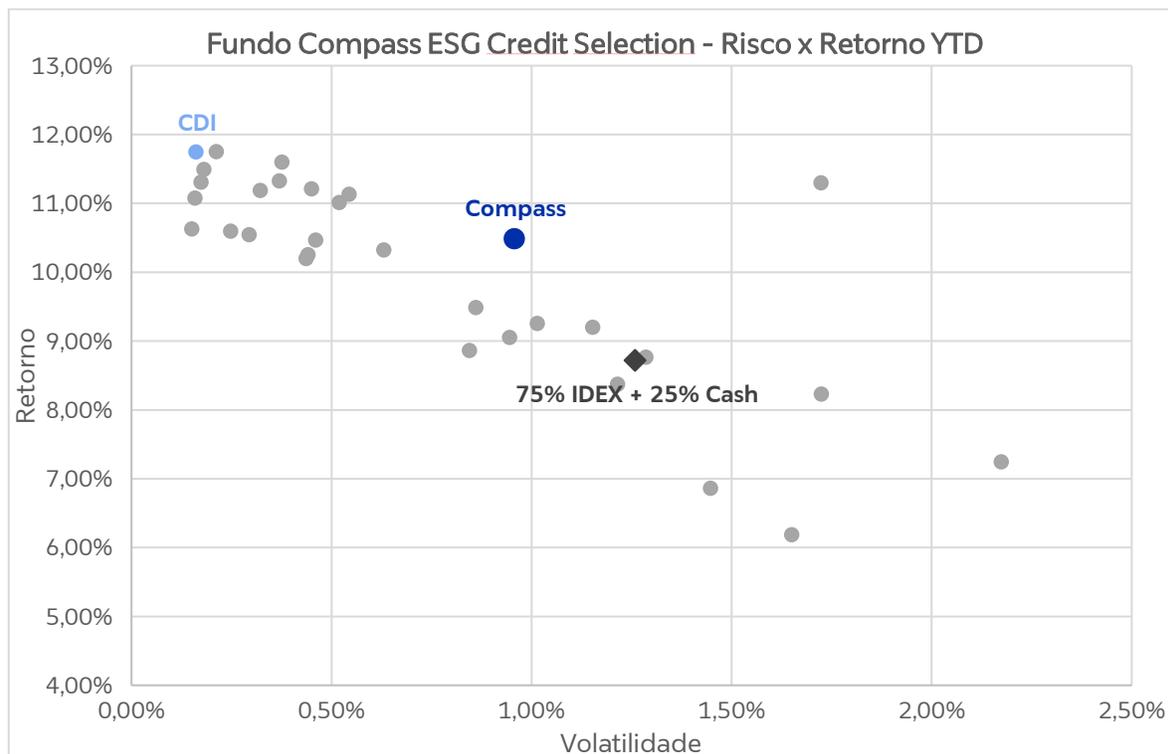


Fonte: Banco Central, Compass.

No mercado internacional, a classe de bonds de mercados emergentes sofreu com a abertura da curva de juros nos EUA. No final de outubro, o CEMB Broad HY registrou um spread médio de 615 bps, com leve compressão de 26 bps ante setembro compensando os *yields* das *treasuries*. As taxas de default do índice aumentaram com a derrocada da Country Garden e da China SCE Group. Seguimos com a convicção de que os spreads não refletem adequadamente os desafios da conjuntura global, cujas taxas de juros mais elevadas repercutirão negativamente sobre a qualidade de crédito das companhias de forma análoga ao ocorrido no Brasil no primeiro semestre do ano.

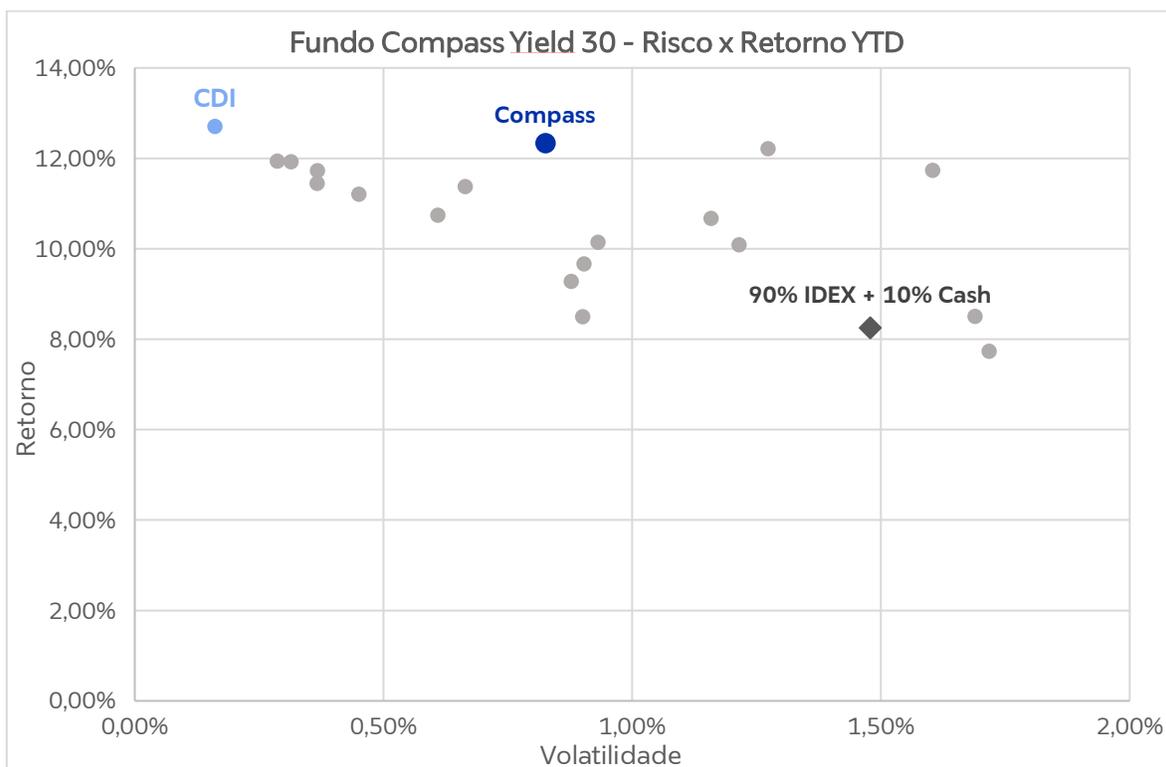
No mês, o fundo **Compass ESG Credit Selection** rendeu significativamente acima de seu benchmark (CDI) ao apresentar um retorno de **+1,22%**, equivalente a **122% CDI**, acumulando nos últimos 12 meses um retorno de **+13,09%** (97% CDI). Os spreads vantajosos permitem uma alocação mais conservadora sem comprometimento dos retornos para os cotistas. Encerramos o mês com carregos bruto de **CDI + 1,6% a.a.**, duration de **2,0 anos**, rating médio local **AA+** e caixa próximo a 20% do PL. **Não houve contribuições negativas no período.**

No que concerne à alocação dos portfólios, nos fundos de crédito líquido (**Compass ESG Credit Selection e Compass Yield 30**) prosseguimos com a rotação da carteira para emissores da faixa de rating AA, na qual identificamos melhores oportunidades para ganho de capital, sem alterar a concentração proposital em setores defensivos. Em adição, reduzimos duration em cerca de 15% saindo de papéis de alto duration emitidos por companhias AAA e que já negociam em níveis justos. Também aproveitamos a aceleração das emissões primárias para geração de valor, ingressando em ofertas com spreads acima daqueles observados no mercado secundário. Como exemplos representativos, cabe citar as emissões da Compass e Ecorodovias.



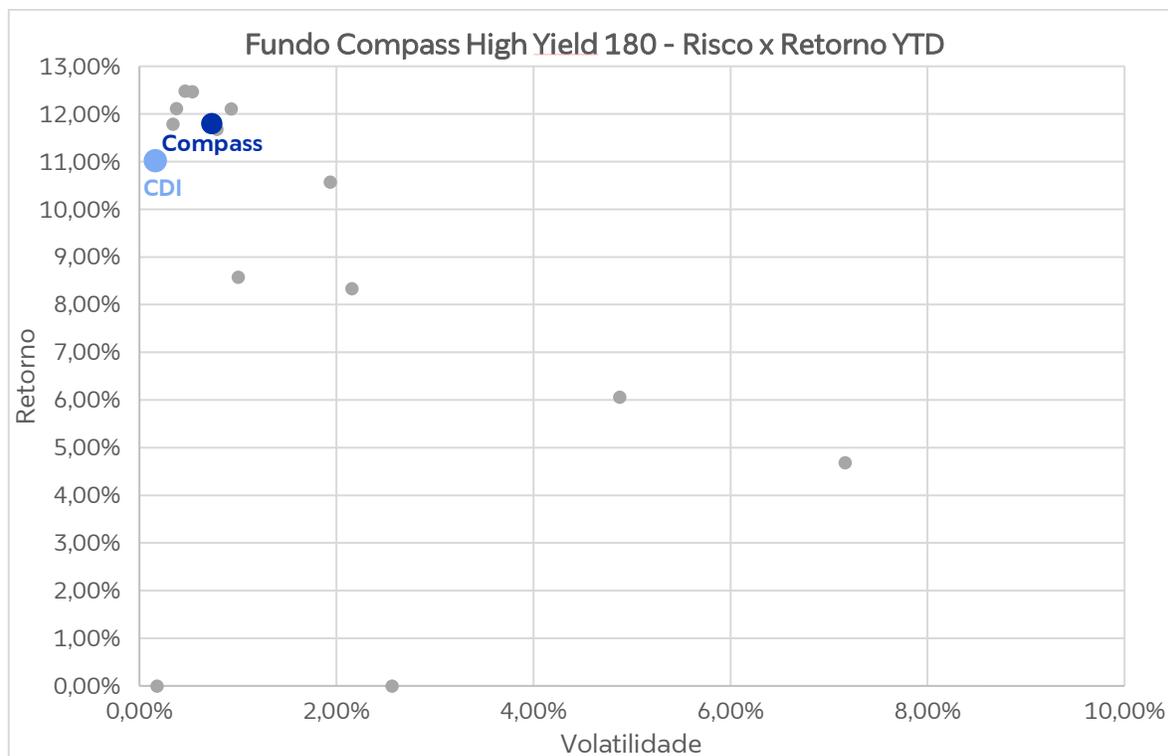
No mês, o fundo **Compass Yield 30** rendeu significativamente acima de seu benchmark (CDI) ao apresentar um retorno de **+1,27%**, equivalente a **127% CDI**, acumulando nos últimos 12 meses um retorno de **+15,04%** (111% CDI). Encerramos o mês com carregamento bruto de **CDI + 2,6% a.a.**, duration de **2,3 anos**. Apesar de o mandato permitir, não carregamos exposição a bonds offshore devido à maior atratividade dos ativos locais nesse momento. **Não houve contribuições negativas no período.**

Complementarmente ampliamos a exposição em produtos estruturados (FIDCs e afins) em função do maior valor relativo desses vis-à-vis os títulos corporativos. Letras financeiras subordinadas e papéis de empresas de capital fechado também adquiriam maior presença na carteira como forma de ampliar o retorno do fundo sem necessariamente implicar um risco de crédito maior. Corroborando essa decisão, os movimentos descritos mantiveram o rating médio inalterado em **AA+**.



No tocante ao fundo **Compass High Yield 180**, no mês rendeu significativamente acima de seu benchmark (CDI) ao apresentar um retorno de **+1,27%**, equivalente a **127% CDI**, acumulando desde o início um retorno de **+12,81%** (104% CDI). Encerramos o mês com carregos bruto de **CDI + 5,8% a.a.** e duration de **1,9 ano**. Apesar de o mandato permitir, não carregamos exposição a bonds offshore devido à maior atratividade dos ativos locais nesse momento. **Não houve contribuições negativas no período.**

Desde a reabertura do fundo, iniciamos um processo de estruturação de pipeline para alocação da liquidez do fundo. Em outubro, o ritmo de captações se acelerou e avançamos com a estruturação de novos ativos, dentre os quais há operações de risco puramente corporativo e outras formatadas como produtos estruturados (com destaque para FIDCs). Tipicamente, são instrumentos com remuneração entre CDI + 5,50% e CDI + 8,00% com baixa ou nenhuma correlação com as exposições atualmente carregadas pelo fundo. Embora o final do ano se aproxime, é provável que algumas delas já sejam desembolsadas em 2023.



Fundo	Outubro	Setembro	Agosto	2023	3M	6M	12M	24M	Início
<b>Compass ESG</b>	<b>1.22%</b>	<b>1.18%</b>	<b>1.67%</b>	<b>10.49%</b>	<b>4.06%</b>	<b>7.18%</b>	<b>13.09%</b>	<b>27.52%</b>	<b>36.11%</b>
% CDI	122%	121%	146%	95%	131%	111%	97%	103%	106%
<b>Compass Yield D30</b>	<b>1.27%</b>	<b>1.20%</b>	<b>1.75%</b>	<b>12.33%</b>	<b>4.20%</b>	<b>7.98%</b>	<b>15.04%</b>	<b>30.60%</b>	<b>43.66%</b>
% CDI	127%	123%	153%	111%	135%	123%	111%	114%	131%
<b>Compass HY D180</b>	<b>1.27%</b>	<b>1.27%</b>	<b>1.49%</b>	<b>11.80%</b>	<b>4.02%</b>	<b>8.40%</b>	<b>N/A</b>	<b>N/A</b>	<b>12.81%</b>
% CDI	127%	130%	130%	107%	129%	129%	N/A	N/A	104%
<b>CDI</b>	<b>1.00%</b>	<b>0.97%</b>	<b>1.14%</b>	<b>11.02%</b>	<b>3.09%</b>	<b>6.44%</b>	<b>13.48%</b>	<b>26.49%</b>	<b>N/A</b>

### 03. Fundo de Ações

O **fundo Compass Long Biased** retornou no período de setembro -3,64%, **abaixo de seu benchmark** IPCA + Yield IMA-B. Taxas de longo prazo mais elevadas nos EUA e uma deterioração das perspectivas fiscais no Brasil fizeram com que o Ibovespa caísse novamente em outubro. O índice encerrou o mês com queda de 2,9% em reais e de 3,6% em dólares, acumulando agora uma queda de 13% em dólares nos últimos três meses. O aumento da incerteza, tanto externa como interna, fez com que as taxas de juro reais de longo prazo subissem de forma constante desde meados de agosto. Na verdade, as taxas reais de longo prazo, medidas pelos títulos do governo brasileiro com vencimento em 2035, terminaram outubro em 5,79%, acima dos 5,69% em setembro e 5,1% em meados de agosto. Após a queda em outubro das ações brasileira, o múltiplo P/E (desconsiderando Petrobrás e Vale) caiu para apenas 9,0x e 7,4x incluindo eles, quase dois desvios padrão abaixo da média. Além disso, o prêmio para investir em ações terminou outubro em 5,3%, quase dois desvios-padrão acima da média e perto de um máximo histórico.

Os principais riscos que continuamos vendo para as ações brasileiras no curto/médio prazo são: anúncios de medidas para aumento da arrecadação do governo e discussão da reforma tributária; alta dos juros americanos e o impacto na atividade econômica nos Estados Unidos; crescimento da China. Em relação ao fundo Compass LB, aumentamos o Net Long ao longo do mês de outubro, terminamos próximo a 78% no final de outubro, vindo de aproximadamente 76% no final de setembro. Ao longo do mês, aumentamos a posição comprada no setor de mineração, varejo e energia elétrica; e diminuimos a posição comprada no setor de consumo básico. O maior ganho no mês foi na posição comprada em Êxito; as maiores perdas do mês foram nas posições compradas em Localiza, Assai e Arezzo.

**Maior Ganho:****Êxito**

Êxito é a principal rede de varejo alimentar da Colômbia, com presença no Uruguai, Argentina e exposição a shoppings e operações bancárias através de suas subsidiárias colombianas. A companhia era controlada pelo Grupo Casino através de uma participação indireta via o Grupo Pão de Açúcar, que recentemente realizou um spin-off da maior parte das ações do Êxito para os seus acionistas, com listagem de BDRs e ADRs. Em outubro os BDRs do Êxito apresentaram uma valorização de 25%. A performance do papel é explicada principalmente pelo anúncio de uma oferta para fechar o capital da empresa pelo Grupo Calleja por USD1.2bn, implicando um prêmio relevante para os preços dos BDRs. Após o Spin-off do Grupo Pão de Açúcar, montamos uma posição no Êxito, pois além do ativo negociar a um desconto relevante para as empresas comparáveis da região, ainda existia a possibilidade de um investidor estratégico comprar o ativo pagando um prêmio relevante, dado que uma oferta com prêmio de 30% já havia sido feita pelo investidor Jaime Gilinski antes do spin-off. Essa possibilidade acabou se concretizando através da oferta do Grupo Calleja e acabamos zerando nossa posição após forte alta das ações.

**Maiores Perdas:****Localiza**

As ações de Localiza tiveram uma performance negativa caindo 13% em outubro, com o mercado ainda preocupado com as taxas de juros americanas e um maior risco fiscal no Brasil, além do fato do resultado da empresa ainda estar sendo impactado pela restrição da oferta durante a pandemia, o que levou a um aumento da depreciação e ROIC spread da companhia para o piso da faixa de 5%-8%. Apesar disso, vemos os fundamentos e posição competitiva da Localiza mais fortes do que nunca, sendo liderada por um management de alta qualidade e com alto alinhamento.

A escala adquirida com a aquisição da Locamérica, além das sinergias já capturadas, deixaram a Localiza ainda mais eficiente em relação aos principais competidores. Vendas fracas de automóveis no varejo e redução da compra de carros por parte da Movida, principal competidor, são dois fatores que permitem a companhia obter melhores resultados financeiros sem reduzir a pressão sobre a concorrência, além de proporcionar uma ótima alocação de capital para a empresa. Acreditamos em uma inflexão mais clara dos resultados somente no primeiro semestre de 2024, mas dado o valuation descontado e os aspectos positivos citados acima, aproveitamos a queda para aumentar a nossa exposição ao longo do mês.

### Assai

Outubro foi um mês desafiador para as ações do Assai com uma queda de 10%, revertendo o alívio observado em setembro. Na nossa visão a performance negativa está relacionada a uma piora adicional nas perspectivas macro, que assolaram papéis domésticos como um todo. Apesar do cenário de curto prazo do Assai continuar desafiador, resultados do 3Q23 foram marginalmente melhores do que o esperado e seguimos com a percepção de que grande parte das principais preocupações já estão refletidas no atual valuation de 12x P/E 2024 sobre expectativas de lucro líquido que consideramos conservadoras. Nesse contexto, mantemos uma posição ajustada a esses riscos e vislumbramos uma possível inflexão positiva nas expectativas futuras de resultados.

### Arezzo

Outubro foi um mês desafiador para as ações domésticas como um todo e as ações da Arezzo acabaram caindo 10%. Vemos a performance muito relacionada à deterioração do cenário macro, preocupação com um arrefecimento das vendas no varejo e potencial impacto de mudanças regulatórias relacionadas a benefícios tributários. Entretanto, vemos a Arezzo dentro de um seleto e enxuto grupo de empresas que tem conseguido sustentar uma dinâmica operacional positiva e temos aumentado a nossa exposição a tese por se tratar de um player mais defensivo dentro do setor, com momento operacional positivo, operando em um nicho mais resiliente dentro do varejo e com capacidade acima da média para compensar em preços potenciais impactos de mudanças regulatórias.



**Alexandre Theoharidis, CFA**  
Portfólio Manager de Crédito

Compass High Yield 180

Compass ESG Credit Selection

Compass Yield 30



**Daniel Saraiva**  
Portfólio Manager de Ações

Compass Long Biased

**DISCLAIMER: LEIA O PROSPECTO E O REGULAMENTO ANTES DE INVESTIR.** Este material de divulgação não constitui uma oferta e/ou solicitação de aquisição de quotas de fundos de investimento, e não deve ser considerado um relatório de análise para os fins do artigo 1º da Instrução CVM nº 598. Este material é confidencial e pretende atingir somente aos destinatários. Este material não pode ser reproduzido ou distribuído no todo ou em parte para nenhuma outra pessoa. As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo. As informações contidas neste documento não necessariamente foram auditadas. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos – FGC. Para avaliação da rentabilidade do fundo é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 meses de histórico. A rentabilidade obtida no passado não representa qualquer tipo de garantia quanto aos resultados futuros do fundo de investimento. Os fundos podem ter suas cotas comercializadas por vários distribuidores, o que pode gerar diferenças no que diz respeito às informações acerca de horários e valores mínimos para aplicação ou resgate e telefones para atendimento ao cliente. Os fundos de crédito privado estão sujeitos a risco de perda substancial de seu patrimônio líquido em caso de eventos que acarretem o não pagamento dos ativos integrantes de sua carteira, inclusive por força de intervenção, liquidação, regime de administração temporária, falência, recuperação judicial ou extrajudicial dos emissores responsáveis pelos ativos do fundo. A rentabilidade divulgada não é líquida de imposto. Demais informações sobre o fundo podem ser obtidas através da Lâmina de Informações Essenciais, Prospecto e no Regulamento do fundo, disponíveis no site do administrador, CVM e pelo site [www.cgcompass.com](http://www.cgcompass.com). Leia a Lâmina de Informações Essenciais, se houver, e o Regulamento antes de investir. É recomendada a leitura cuidadosa da Lâmina de Informações Essenciais, se houver, e do Regulamento do fundo de investimento pelo investidor antes de aplicar seus recursos. A CG Compass Brazil não comercializa nem distribui quotas de fundos de investimentos ou qualquer outro ativo financeiro. Para maiores informações, acesse o site [www.cgcompass.com/brasil/](http://www.cgcompass.com/brasil/).

