



CARTA MENSAL DOS GESTORES Fundos Compass

Maio 2024

ÍNDICE

	Pág.
01. Fundos de Crédito	4
<hr/>	
02. Fundo de Ações	10
<hr/>	
03. Fundo de Fundos Global	13
<hr/>	

“Mimicking the herd invites regression to the mean.”

Charlie Munger

CARTA MENSAL DOS GESTORES – FUNDOS COMPASS

01. Fundos de Crédito

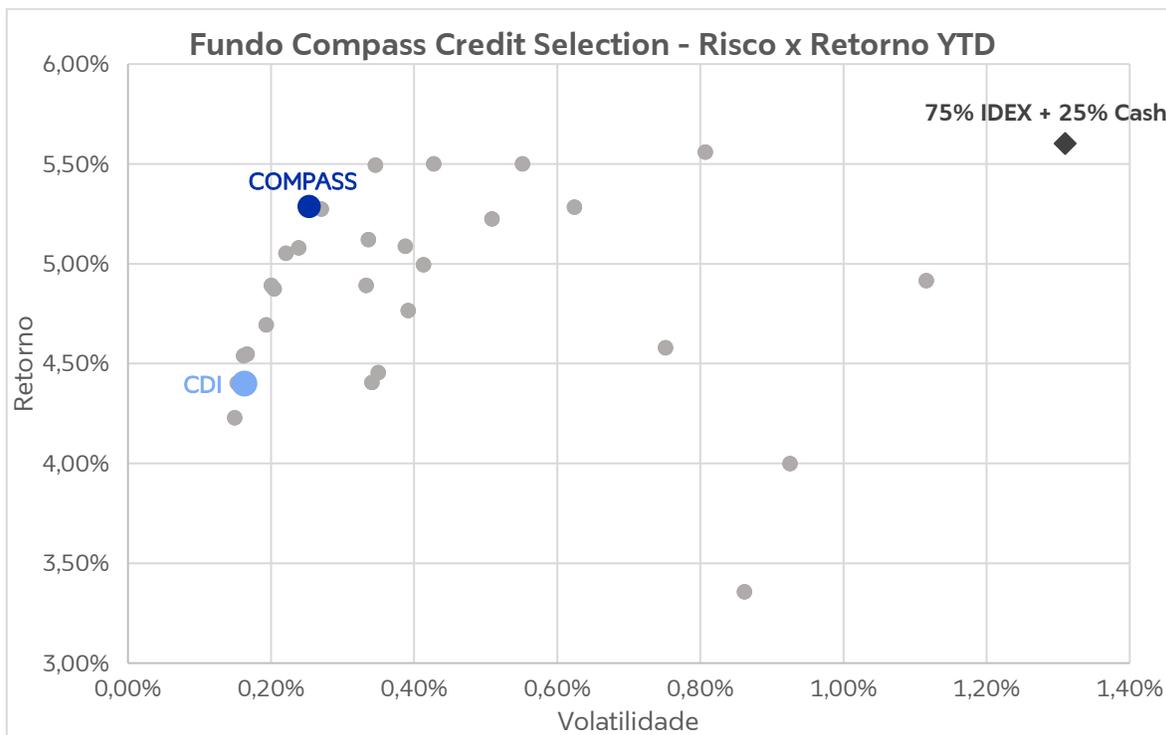
Em maio, observamos uma acomodação efetiva dos spreads de crédito no mercado local e sinais mais concretos de que fechamentos adicionais no segmento corporate AAA são improváveis, comprovando assim nossa tese de redução de duration e migração para outros segmentos nessa conjuntura. O Idex-JGP negocia há algumas semanas em CDI + 1,9% a.a. e os prêmios de emissores AAA estabilizaram-se ao redor de CDI + 0,70 e CDI + 0,80%, dependendo do prazo de vencimento. É um quadro esperado, que já debatemos em cartas passadas e que permanecerá enquanto não houve uma oferta não somente mais abundante, mas também mais heterogênea de papéis no primário que propicie aos investidores a capacidade de diversificar mais suas exposições e acessar companhias novas no mercado.

No que se refere aos sinais mencionados, constatamos que as ofertas primárias continuam exibindo as mesmas características que descrevemos na carta passada: impossibilidade de exercício de lotes adicional e suplementar, baixa procura pelas séries de duration mais alto, relação entre demanda e oferta próxima a 1 vez e prática de deságio para elevação do prêmio final para o investidor. Esse diagnóstico é especialmente cristalino e irrefutável nas ofertas de papéis incentivados, os quais passaram por uma leve correção desde a forte compressão observada na sequência da alteração da regra estabelecendo os critérios de elegibilidades para emissão desses instrumentos.

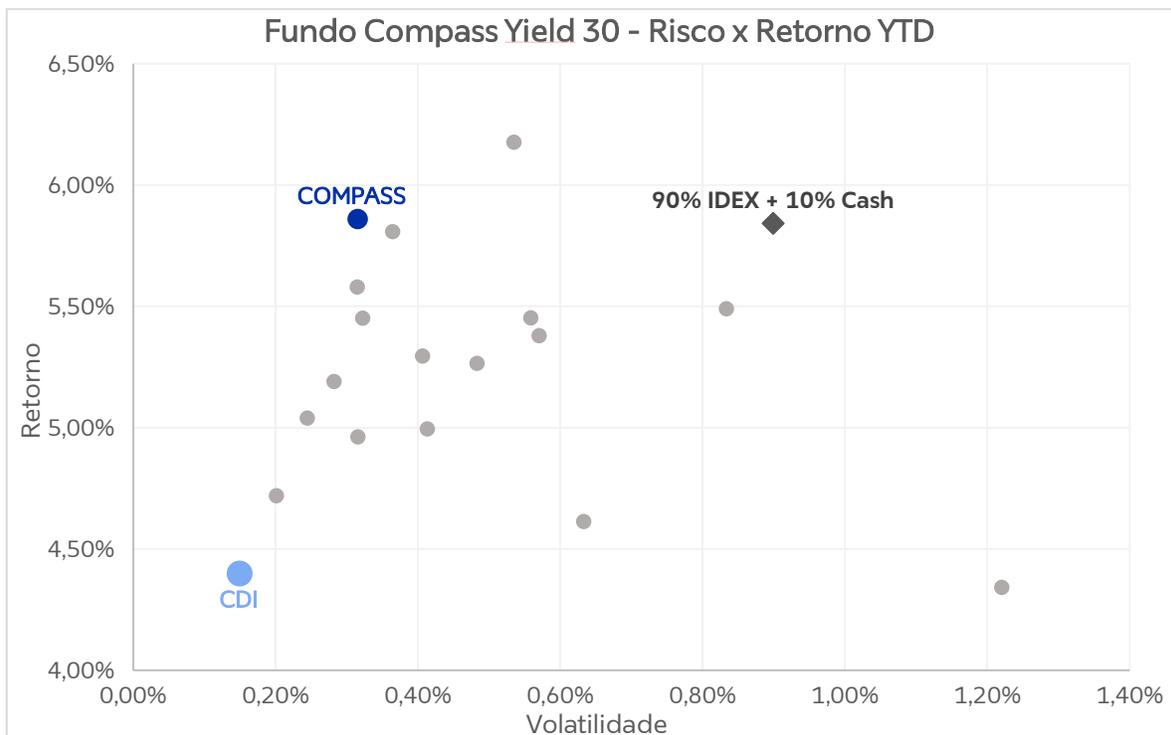
A despeito da tranquilidade suscitada pelos spreads atuais do mercado, no mês houve elevada volatilidade nas debêntures da Dasa, que atravessaram uma abrupta desvalorização em decorrência da contínua deterioração do perfil de crédito da empresa. Posteriormente, houve devolução parcial da abertura dos prêmios, que chegaram a CDI + 8% ou CDI + 9%, dependendo do papel, regressando para patamares próximos de CDI + 5% com as notícias de follow-on. Felizmente não estávamos posicionados nas debêntures de média ou longa duration. Aproveitamos o momento de estresse agudo para montar uma posição nesses instrumentos, visto que a desvalorização induziu certas debêntures a negociarem com deságio de até 25% em relação ao preço par, acima do justificado com base na nossa análise proprietária de valor recuperável em caso de default. Com o anúncio do follow-on, já realizamos ganhos nas posições montadas.

No contexto atual, nos fundos líquidos, retomamos o processo de redução de duration, em especial no fundo **Compass Credit Selection**, que também está carregando um nível de caixa mais elevado porque não referendaremos os excessos do mercado em meio à euforia. Ampliamos também a exposição a letras financeiras, as quais, em nossa visão, estão com maior valor relativo em comparação às emissões corporativas na faixa de rating AAA. No fundo **Compass Yield 30**, com esse viés de seletividade para escapar das armadilhas de diversas ofertas primárias, prosseguimos elevando a exposição a produtos estruturados como alternativa. No fundo **Compass High Yield 180**, beneficiado pelas oportunidades ainda atrativas no mercado high yield local, investimos em um FIDC de uma fabricante local de equipamentos para academia. A alocação se deu por meio de duas séries de cotas, uma a CDI + 7,5% e outra a CDI + 8,5%.

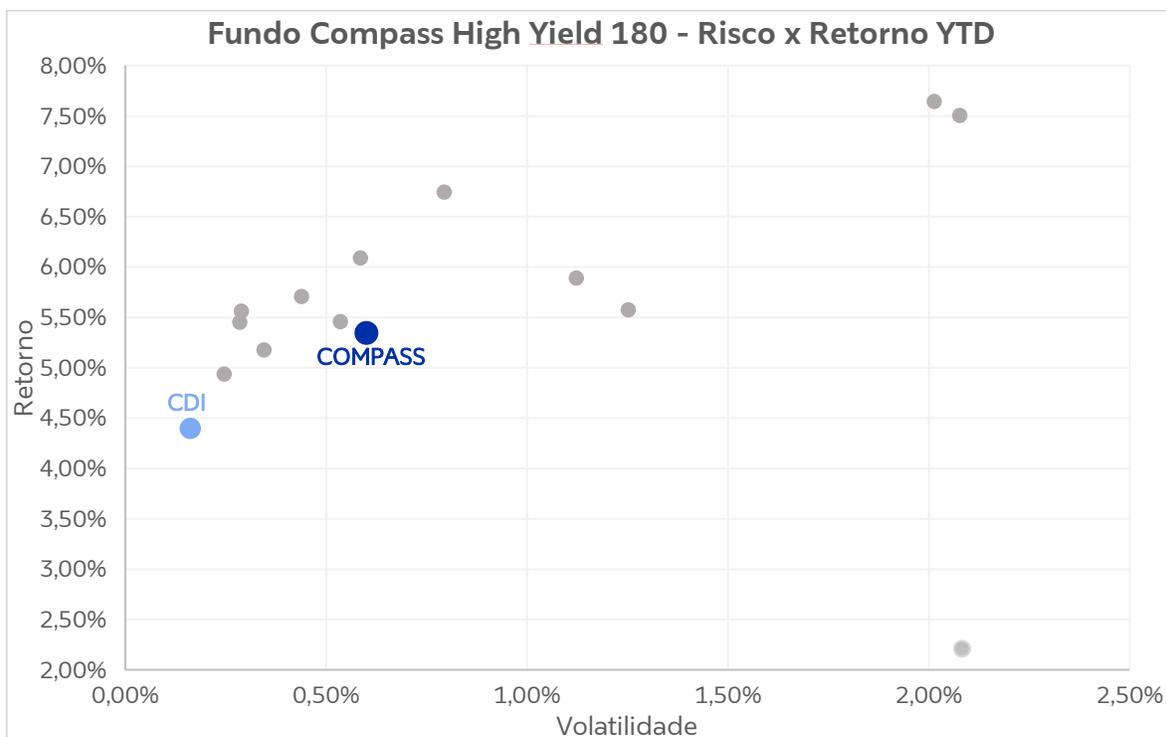
No mês, o Fundo **Compass Credit Selection** rendeu significativamente acima de seu benchmark (CDI) ao apresentar um retorno de **+0,97%**, equivalente a **116% CDI**, acumulando nos últimos 12 meses um retorno de **+15,12% (124% CDI)**. Encerramos o mês com carregos bruto de **CDI + 1,1% a.a.**, duration de **1,6 ano**, rating médio local **AA+**. No período, os destaques de contribuição de retorno foram as posições em letras financeiras de grandes bancos e nas debêntures de Aegea, Energisa, Localiza e Rede D’Or.



No mês, o Fundo **Compass Yield 30** rendeu significativamente acima de seu benchmark (CDI) ao apresentar um retorno de **+1,13%**, equivalente a **136% CDI**, acumulando nos últimos 12 meses um retorno de **+16,25% (133% CDI)**. Encerramos o mês com carregos bruto de **CDI + 2,5% a.a.**, duration de **2,6 anos**, rating médio local **AA+**. No período, os destaques de contribuição de retorno foram as posições em Dasa, Ambipar, Aura Minerals, Aegea, CSN, Desktop, Localiza, Metrô SP e 3R.



No mês o Fundo **High Yield 180** rendeu significativamente acima de seu benchmark (CDI) ao apresentar um retorno de **+1,14%**, equivalente a **137% CDI**, acumulando nos últimos 12 meses um retorno de **+15,38% (126% CDI)**. Encerramos o mês com carregos bruto de **CDI + 5,7% a.a.** e duration de **1,7 ano**. No período, as principais contribuições positivas foram provenientes de produtos estruturados e instrumentos corporativos, com destaque para os ativos de maior carregos, como Mottu, Ura Agro, Educbank e FIDC Capim. Também houve ganhos oportunisticos com Dasa.



Fundo	Maio	Abril	YTD	3M	6M	12M	24M	Início ²
Compass Credit Selection	0,97%	1,01%	5,29%	3,04%	6,49%	15,31%	29,44%	46,52%
% CDI	116%	114%	120%	118%	120%	126%	108%	110%
Compass Yield D30	1,13%	1,06%	5,86%	3,33%	7,15%	16,45%	32,85%	55,73%
% CDI	136%	120%	133%	129%	132%	136%	120%	139%
Compass HY D180	1,14%	1,19%	5,34%	3,07%	6,70%	15,54%	N/A	21,65%
% CDI	137%	134%	121%	119%	123%	128%	N/A	112%
CDI	0,83%	0,89%	4,40%	2,58%	5,43%	12,12%	27,28%	N/A

02. Fundo de Ações

O Fundo **Compass Long Biased** retornou no período de maio **-1,64%**, ficando **aquém do seu benchmark** IPCA + Yield IMA-B. o Ibovespa continuou a cair e encerrou o mês com queda de 3,0% em moeda local (-2,9% em USD), elevando as perdas acumuladas no ano para 9,0% (-14,7% em USD) e tornando-se um dos mercados acionários com pior desempenho. As ações brasileiras foram pressionadas pelas altas taxas de juro de longo prazo dos EUA (a taxa de 10 anos dos EUA terminou maio em 4,5%) e do Brasil, onde as taxas de longo prazo (medidas pelos títulos do governo NTN-B 2035) terminaram maio em 6,1%, acima de março (5,84%) e fevereiro (5,65%). As altas taxas de longo prazo nos EUA e no Brasil ajudam a explicar o fluxo de saída da bolsa no acumulado do ano por parte dos investidores estrangeiros (R\$ 34 bilhões) e locais (R\$ 8 bilhões). Continuamos positivos quanto às perspectivas para a economia brasileira em 2024. Apesar de alguma pressão devido a atividade econômica mais forte do que a esperada, a inflação permanece relativamente estável. Embora as taxas de juro possam não cair tão rapidamente ou tanto quanto o previsto, devem terminar o ano por volta de 10%. Apesar do valuation atrativo e das perspectivas econômicas positivas do Brasil, acreditamos que o maior “trigger” para uma subida mais forte das ações seria o início ou uma sinalização clara de corte de juros por parte do FED.

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 mudança na presidência do banco central; decisão de política monetária por parte do FED; e crescimento da China. Em relação ao fundo Compass LB, aumentamos o Net Long ao longo do mês de maio, terminamos próximo a 98% no final de maio, vindo de aproximadamente 80% no final de abril. Ao longo do mês, aumentamos a posição comprada no setor de petróleo, construção, varejo e shopping; diminuímos a posição comprada no setor de consumo e telecomunicações. O maior ganho no mês foi na posição comprada em Alupar; e as maiores perdas no mês foram na posição comprada em Localiza, Petrorio e BTG Pactual.

Maior Ganho:

Alupar

A Alupar é uma empresa majoritariamente exposta ao segmento de transmissão de energia e tem boa parte dos ativos já operacional, como consequência, tem pouco risco de construção. Dessa forma, é uma das empresas mais resilientes da bolsa. Maio foi, mais uma vez, um mês desafiador para ativos de risco no Brasil, como consequência, o Ibovespa teve uma rentabilidade negativa de 3%. Nesse contexto, companhias resilientes e com fluxo de caixa previsível, como a Alupar, tendem a outperformar, dessa forma, a empresa foi a maior contribuição para a performance do fundo no mês. Apesar da boa performance, a Alupar continua a negociar com um valuation atrativo, TIR implícita de 10.3% real (considerando apenas os ativos existentes). Além disso, a companhia tem um

histórico extenso de ótima e diligente alocação de capital, portanto, acreditamos que o crescimento via novos leilões de transmissão será “accretive” (ou seja, adicionará valor para o acionista). Dessa maneira, o retorno para o acionista no médio-longo prazo deverá ser 10.3% real + o valor adicionado via crescimento. Poucas empresas da bolsa historicamente superam um retorno de 10% real, mesmo operando em setores com risco operacional maior que transmissão de energia, portanto, acreditamos que a relação risco-retorno para a Alupar continua muito atrativa.

Maiores Perdas:

Localiza

As ações de Localiza tiveram uma performance negativa, caindo aproximadamente 13% em maio. Nos meses de abril e maio o mercado de seminovos voltou a apresentar, na média, uma queda nominal de preços, fazendo com que a companhia adotasse uma postura mais conservadora em relação ao momento de inflexão no custo de depreciação por veículo, que por sua vez impacta negativamente a expectativa de lucro para empresa no curto prazo. Acreditamos que essa depreciação por veículos mais alta não seja estrutural. Além disso, concordamos com as medidas tomadas pelo management, que nos últimos trimestres focaram na recomposição da tarifa média em seus diversos segmentos para reverter o impacto causado pelo mercado de seminovos. Como a demanda se mostrou resiliente a esse ajuste de preços, não enxergamos impacto estrutural no valuation da empresa, o que nos fez manter nossa posição.

Petrorio

A ação da Petrorio caiu no mês passado por dois motivos principais: paralização de dois poços em Frade (o ativo mais relevante para a empresa) e a paralização no IBAMA, que impede a outorga de novas licenças, impactando assim o desenvolvimento em Wahoo. Consideramos que Wahoo seja fundamental para a história de crescimento de produção da Petrorio, visto que tem uma produção potencial de 40k bbls/d em 2025 versus ~95k bbls/d de produção total para a empresa hoje. Aproveitamos a queda para aumentar a nossa exposição, dado que a tese de investimento continua intacta. O atraso no crescimento da produção ocorreu por um motivo fora do controle da companhia. Além disso, a empresa oferece uma relação risco/retorno muito atraente com um FCF yield de ~17% e um downside limitado.

BTG Pactual

O BTG Pactual teve uma performance fraca no mês de maio devido principalmente a piora no cenário fiscal do Brasil e ao adiamento na redução das taxas de juros nos EUA que acaba impactando também o ritmo de redução de juros no Brasil. Apesar disso, o banco segue com fundamentos bastante sólidos que puderam ser vistos na divulgação do seu resultado do primeiro trimestre, que trouxe um lucro líquido novamente acima

das expectativas do mercado e com índice de rentabilidade bastante sólido. Acreditamos que o BTG Pactual tem as condições para seguir entregando essa combinação de boa rentabilidade (ROE superior a 23%) e forte crescimento (lucro líquido deve seguir crescendo perto de 15% a.a.) mesmo com um cenário macroeconômico mais desafiador dado o seu sólido modelo de negócio, diversas avenidas de crescimento, um time qualificado e com os incentivos alinhados. Por último vemos a ação sendo negociada a apenas 9,0x P/E 25e, o que é bastante atrativo e nos faz seguir gostando da tese.

03. Fundo de Fundos Global

Evolução do Mercado

Maio foi um mês favorável para ações e renda fixa. O otimismo persistente dos investidores em relação às perspectivas econômicas impulsionou os ativos de risco, com as ações dos mercados desenvolvidos registrando um retorno de 4,5%. Os *bonds* globais também apresentaram um retorno positivo de 1,3%, com os mercados antecipando cortes nas taxas de juros durante o verão, embora com diferenças entre os EUA e a Europa. As expectativas de cortes nas taxas de juros beneficiaram os setores de *Growth*, superando os setores de *Value* em 240 bps. As ações de *Small Caps* recuperaram o impulso, com retornos de 4,6%, em linha com as *Large Caps*.

Embora a economia dos EUA permaneça sólida, os dados de maio mostraram alguns sinais de moderação, com gastos de capital e vendas de imóveis estáveis. Os dados preliminares do PMI foram o destaque do mês, com o setor manufatureiro subindo para 50,9 e serviços para 54,8. Na Europa, os dados do PMI confirmaram uma melhoria na atividade econômica. Os setores de serviços continuam sendo o pilar principal, embora também haja indícios de recuperação no setor manufatureiro. O PIB do primeiro trimestre foi confirmado em 0,3%, e os lucros corporativos surpreenderam positivamente. A recuperação econômica e os *valuations* relativamente baixos estão atraindo investidores internacionais. Em maio, as ações europeias, excluindo o Reino Unido, tiveram um retorno de 3,6%, enquanto as do Reino Unido retornaram 2,4%.

Desempenho da Carteira

O Fundo **Compass Global Dynamic** registrou um retorno de **2,42%** em maio e acumula um retorno de 9,11% durante o ano, impulsionado principalmente pelos instrumentos de renda variável que retomaram o *rally* após a “pausa” no mês anterior. Instrumentos como WisdomTree US Quality Growth e Ninety One Global Franchise contribuíram positivamente com 33 e 18 bps, respectivamente. Por outro lado, em instrumentos de renda fixa, com as *Treasuries* dos EUA retornando cerca de 10 bps em maio, instrumentos com uma *duration* mais longa foram os principais contribuidores para o desempenho da carteira devido à apreciação do capital.

**Alexandre Theoharidis, CFA**

Portfolio Manager de Crédito

Compass High Yield 180

Compass Credit Selection

Compass Yield 30

**Daniel Saraiva**

Portfolio Manager de Ações

Compass Long Biased

**Andrés Alcalde**

Portfolio Manager

Compass Global Dynamic

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. 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 Brasil não comercializa nem distribui quotas de fundos de investimentos ou qualquer outro ativo financeiro. Para maiores informações, acesse o site www.cgcompass.com/brasil/.

