



# CARTA MENSAL DOS GESTORES

## Fundos Compass

Abril 2024

## ÍNDICE

|                                   | Pág. |
|-----------------------------------|------|
| <b>01.</b> Fundos de Crédito      | 4    |
| <hr/>                             |      |
| <b>02.</b> Fundo de Ações         | 13   |
| <hr/>                             |      |
| <b>03.</b> Fundo de Fundos Global | 15   |
| <hr/>                             |      |

*“In investing, what is comfortable is rarely profitable.”*

**Robert Arnott**

## CARTA MENSAL DOS GESTORES – FUNDOS COMPASS

### 01. Fundos de Crédito

Em abril, o mercado de crédito se manteve saudável. Os spreads no segmento high grade sinalizam acomodação. O spread médio do Idex-CDI ficou virtualmente estável nas últimas semanas, flutuando ao redor de CDI + 1,80% a.a., em linha com a média histórica. Por segmento, a forte compressão de spreads observada no estrato AAA / AA+ foi estancada, sinalizando menor receptividade do mercado em absorver papéis com prêmios menos triviais e mais assimétricos, sem produzir um carregamento que compense efetivamente o risco de crédito. Em paralelo, no segmento de rating AA e inferior, bem como nos produtos estruturados e no corporate high yield, há maior apelo e continuamos emergindo oportunidades atrativas.

Na conjuntura descrita, a cada semana constatamos um maior desbalanceamento em estratos específicos do mercado de crédito, requerendo cautela e seletividade na alocação. Primordialmente, o maior desequilíbrio atual se encontra entre os emissores corporativos com rating público AAA ou AA+. Cabe notar que esses os papéis desses emissores estão sofrendo distorções independente da aderência do rating ao real perfil de crédito da companhia. De fato, em nossa experiência, o investidor mediano ainda se orienta majoritariamente de acordo com os ratings das agências internacionais, alimentando as deformidades do mercado. As limitações das metodologias de mapeamento de ratings internacionais para as escalas nacionais é apenas mais um fator que exacerba a celeuma.

No segmento citado, as atuais emissões primárias são ofertadas a preços dotados de elevada assimetria negativa. Em síntese, são oferecidos papéis com alta duration e carregamento medíocre, cobrindo com sacrifício os custos dos fundos compradores e, portanto, entregando um carregamento líquido próximo ao CDI para o investidor desses veículos. Por conseguinte, não há compensação pelo risco. Como agravante, não há qualquer distinção, pelo investidor mediano, entre os emissores dessa categoria, ignorando a heterogeneidade das companhias que acessam o mercado e dos próprios

setores econômicos aos quais elas pertencem. É um sintoma de um mercado que, a despeito do amadurecimento dos últimos anos, ainda precifica mal o risco de crédito. Como aspecto positivo, é uma deficiência que concebe oportunidades e arbitragens.

Para fins de ilustração, vale comparar a situação da Equatorial e da Eneva. Ambas as companhias possuem rating AA+ em escala nacional conferido pela Fitch (há também em comum um rating AAA pela S&P, que julgamos descolado dos fundamentos desses emissores). Enquanto a primeira é uma companhia integrada (presença diversificada nos três segmentos do setor), detentora de track record e governança exemplares e índices de alavancagem mais condizentes com a estrutura de capital ótima para uma companhia de utilities, a Eneva é uma empresa que, ano passado, em decorrência de sua alavancagem elevada, da perspectiva de menores despachos e do desafiador cronograma de investimentos, sofreu um downgrade pela agência citada.

Ou seja, embora o retrato atual (rating) sugira que esses emissores sejam similares, o filme conta uma história distinta e revela trajetórias opostas. A despeito desse quadro, a diferença de prêmio entre esses emissores é desprezível, como os primários recentes e o secundário corroboram. Para nós, que prezamos os fundamentos e precificação em detrimento da diversificação absoluta dos nossos portfólios, é uma oportunidade para nos concentrarmos nos emissores nos quais não somente temos convicção, mas que também estamos adquirindo no preço correto.

Além das dissonâncias entre fundamentos e preços, a análise técnica também gera apreensões. O exemplo mais ilustrativo de como reprecificações negativas podem ocorrer subitamente mesmo em um cenário benigno para crédito se desenrolou no final de 2019. Quem vivenciou esse período se recorda das emissões de companhias como Localiza, Copasa, Sanepar, CPFL, Taesa e outras emitidas a taxas virtualmente idênticas, entre 106% e 110% do CDI para vértices de 5 a 7 anos. Considerando o CDI da época, o spread de crédito dessas companhias de alta qualidade era um pouco menor, porém ainda bastante similar ao atual, oscilando entre 50 e 60 bps. O crescimento exuberante da indústria de crédito, propulsionado pelas plataformas de investimento concebidas pouco anos antes, acarretou um desequilíbrio agudo entre a demanda e a oferta de papéis.

Com esses retornos, fundos produziam um carregamento líquido abaixo do CDI, dependendo exclusivamente de ganhos de capital para remunerar adequadamente seus investidores e superar seus benchmarks. Diversos gestores não se incomodavam porque a injeção ininterrupta de recursos na indústria, provenientes de investidores novatos trazidos pelas plataformas supracitadas, mantinha uma espiral de fechamento de spreads aparentemente perpétua. Criava-se, assim, um incentivo para alongamento de duration com o intuito de maximizar os ganhos e compensar o carregamento baixo, ignorando o risco inerente a essa estratégia e, especialmente, o fato de que há um piso para o spread de crédito de qualquer papel. É uma dinâmica que, em certa medida, se repete hoje.

Analogamente também ao que ocorre agora, observávamos igualmente naquela ocasião displicência com ativos dotados de risco de recompra. Tal comportamento decorre da tentação de adquirir papéis antigos, operando com prêmio superior aos novos mesmo possuindo duration menor, compensando os spreads achatados do primário, porém incorrendo em substancial risco de downside em caso de recompra, que justifica haver uma diferença de prêmio em suposta contradição à diferença de duration. Nesse momento, é possível encontrar papéis negociando 50, 60 bps abaixo dos respectivos breakevens, do mesmo modo que ocorria naquela época. Cabe ressaltar que esse sintoma também é oriundo de falhas no modelo de precificação da Anbima e do peso excessivo atribuído aos bid-asks dos calls diários, porém esse tema é complexo, requerendo uma carta exclusiva para abordá-lo em toda sua extensão.

O final da história relatada é conhecido: como as empresas estavam animadas com os spreads baixos, as ofertas primárias aceleraram, testando spreads cada vez mais espremidos, até que o mercado cedeu e deixou de absorvê-las, disparando garantias firmes dos bancos e induzindo uma reprecificação brutal. Esse período, que é pouco lembrado e debatido por ter sido sucedido por uma crise ainda mais violenta, deflagrada pela pandemia do Covid-19, é uma lição importante para os investidores, ensinando que correções técnicas podem ocorrer mesmo em meio a um cenário benigno para a indústria.

É também um lembrete de que, da mesma forma que o ritmo do mercado de IPOs é um forte indicador antecedente sobre o desempenho futuro do mercado acionário, se correlacionando negativamente com os seus retornos, a intensificação das emissões primárias de dívidas para além da capacidade de absorção do mercado tipicamente antecede uma reprecificação negativa. Afinal, se há muitos emissores e DCMs vorazes e ansiosos para nos venderem debêntures e outros instrumentos de crédito em abundância, é provavelmente porque o momento é vantajoso para eles, e não para nós, investidores.

Naturalmente, a questão que emerge após essa exposição se refere à atratividade da classe e quais estratégias podem ser implementadas. Em relação ao primeiro tópico, o universo de ativos de crédito é muito amplo e, em que pese o desequilíbrio na nata do segmento high grade doméstico, o mercado ainda proporciona oportunidades favoráveis em outras áreas. Inclusive, essa é a solução que buscamos para continuar remunerando adequadamente os portfólios sem incorrer em riscos negativamente assimétricos.

Para exemplificação, no mês passado fizemos dois investimentos em companhias fora do radar do mercado geral por requerem maior aprofundamento e estudo para compreensão dos seus modelos de negócios. São a Solví, operadora de aterros sanitários, e a Tecnogera, locadora de plataformas elevatórias móveis, geradores e chillers industriais. A primeira é uma empresa de capital aberto, rating AA e debêntures ofertadas a CDI + 3,10% para um prazo de 5 anos. Paralelamente, a segunda é uma emissora de capital fechado, porém com compromisso de abertura em até 12 meses, sem rating e com debêntures emitidas a CDI + 4,50% para 5 anos também.

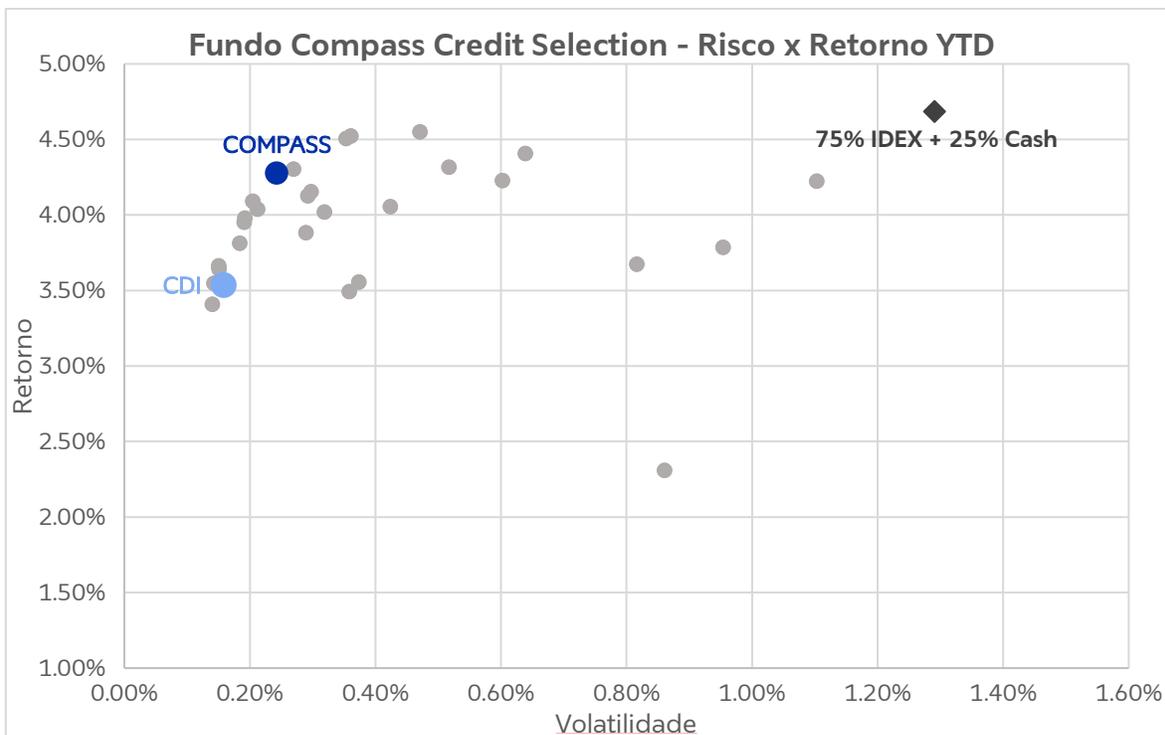
Adicionalmente, há sinais de que o mercado já constatou a saturação de papéis AAA sem prêmio e, assim, não está respaldando mais os primários (estamos inclusos nesse grupo). De fato, nas últimas ofertas, notamos as seguintes características: (1) não exercício de lotes adicional e suplementar por escassez de demanda; (2) presença de poucos bids, especialmente nas séries mais longas das ofertas; (3) falta de ancoragem por assets independentes; (4) demanda pouco superior ao montante ofertado; (5) tímidos fechamentos de taxa nos bookbuildings; e (6) prática de deságio para ampliação

dos spreads de crédito. São sinais de um mercado que felizmente não está mais disposto a adquirir papéis a qualquer preço. Como estamos com spreads superiores a 2019, a resposta dos investidores já nessa fase do ciclo tornará qualquer reprecificação muito mais suave, pois impedirá uma reprise dos excessos de outrora.

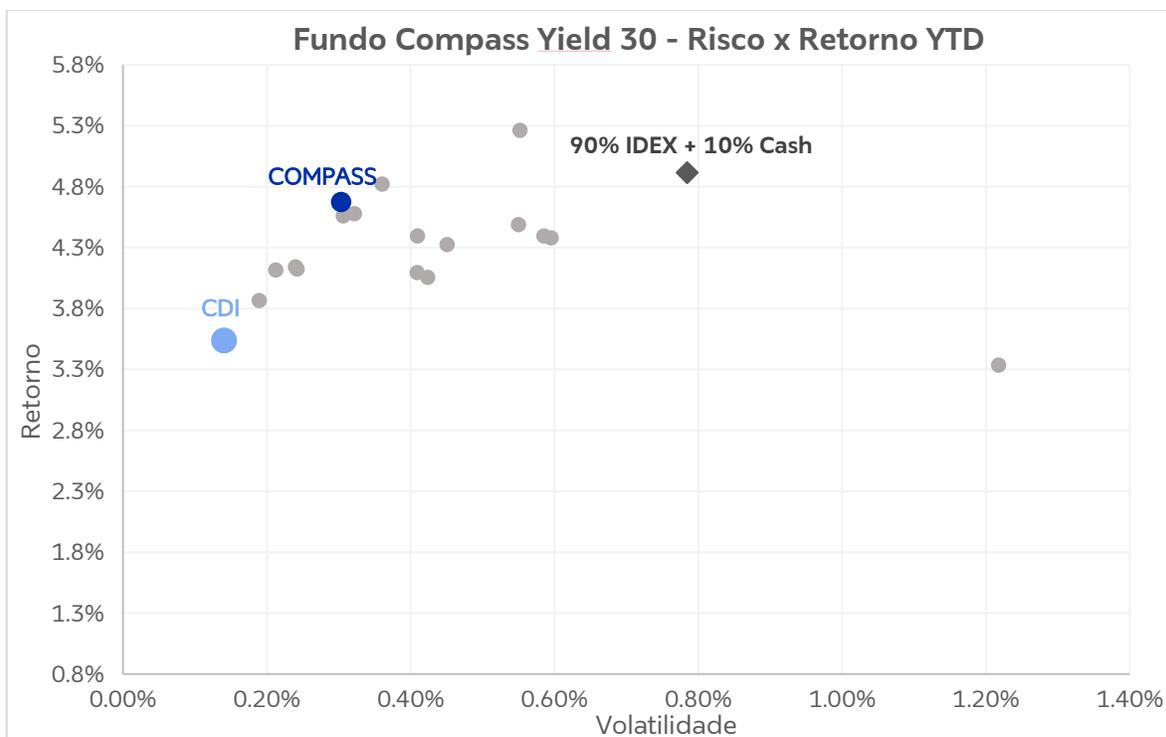
No que tange às estratégias para contornar a ausência de prêmio no segmento AAA/AA+, uma saída natural é buscar emissores de maior risco, nas faixas AA e A, que ainda operam com spreads vantajosos e estão se beneficiando da queda da Selic, mesmo que ainda esteja em dois dígitos. Outra medida envolve a alocação em letras financeiras: em oposição ao observado em 2019, quando os instrumentos bancários operavam com prêmios inferiores aos corporativos, a relação atual é distinta. Podemos adquirir LFs de grandes bancos com prazo de até 3 anos e prêmios decentes, permitindo não apenas nos desvencilhar dos papéis corporativos amassados, mas também reduzir duration das carteiras, outra medida prudente nesse ambiente.

Nos nossos mandatos mais sofisticados e arrojados, também estamos explorando a alocação em emissores de capital fechado, produtos estruturados e corporativo mid yield / high yield, como já mencionado. Em adição, o mercado de bonds oferece oportunidades, e estamos avaliando o investimento em companhias não brasileiras para maior diversificação das carteiras. Sair do óbvio e do confortável será imprescindível para gerar alfa nesse contexto. Carregar caixa e aguardar correções de mercado também é uma resposta correta para essa conjuntura.

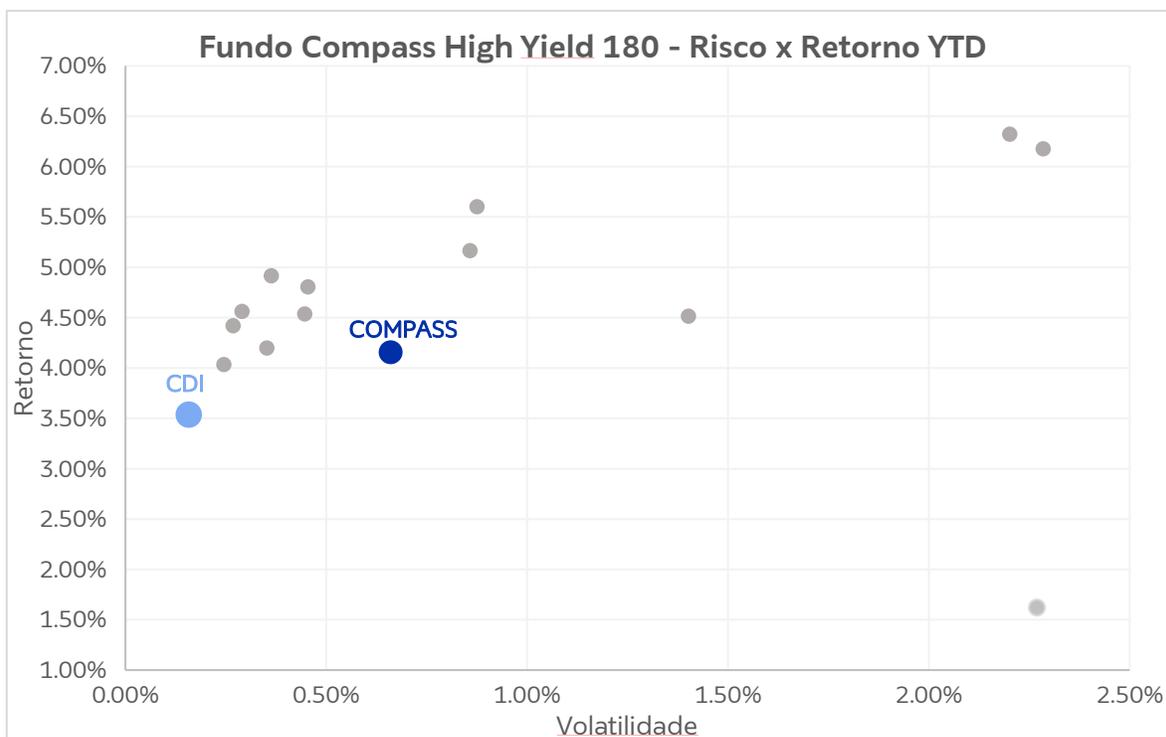
No mês, o Fundo **Compass Credit Selection** rendeu significativamente acima de seu benchmark (CDI) ao apresentar um retorno de **+1,01%**, equivalente a **114% CDI**, acumulando nos últimos 12 meses um retorno de **+14,37% (115% CDI)**. Encerramos o mês com carregos bruto de **CDI + 1,3% a.a.**, duration de **2,0 anos**, rating médio local **AA+** e caixa próximo a 16% do PL. 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 **+1,06%**, equivalente a **120% CDI**, acumulando nos últimos 12 meses um retorno de **+15,85% (127% 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 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 **+1,19%**, equivalente a **134% CDI**, acumulando nos últimos 12 meses um retorno de **+15,72% (126% CDI)**. Encerramos o mês com carregos bruto de **CDI + 6,1% a.a.** e duration de **2,0 anos**. 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.



| Fundo                           | Abril        | Março        | Fevereiro    | YTD          | 3M           | 6M           | 12M           | 24M           | Início        |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Compass Credit Selection</b> | <b>1,01%</b> | <b>1,03%</b> | <b>0,97%</b> | <b>4,28%</b> | <b>3,16%</b> | <b>6,80%</b> | <b>14,42%</b> | <b>29,73%</b> | <b>45,11%</b> |
| % CDI                           | 114%         | 123%         | 121%         | 121%         | 120%         | 122%         | 116%          | 108%          | 110%          |
| <b>Compass Yield D30</b>        | <b>1,06%</b> | <b>1,10%</b> | <b>1,12%</b> | <b>4,67%</b> | <b>3,48%</b> | <b>7,42%</b> | <b>15,90%</b> | <b>32,97%</b> | <b>53,98%</b> |
| % CDI                           | 120%         | 132%         | 139%         | 132%         | 132%         | 133%         | 128%          | 120%          | 138%          |
| <b>Compass HY D180</b>          | <b>1,19%</b> | <b>0,71%</b> | <b>0,89%</b> | <b>4,15%</b> | <b>2,94%</b> | <b>6,81%</b> | <b>15,79%</b> | <b>N/A</b>    | <b>20,28%</b> |
| % CDI                           | 134%         | 85%          | 111%         | 117%         | 112%         | 122%         | 127%          | N/A           | 110%          |
| <b>CDI</b>                      | <b>0,89%</b> | <b>0,83%</b> | <b>0,80%</b> | <b>3,54%</b> | <b>2,63%</b> | <b>5,57%</b> | <b>12,39%</b> | <b>27,46%</b> | <b>N/A</b>    |

## 02. Fundo de Ações

O Fundo **Compass Long Biased** retornou no período de abril **-6,10%, ficando aquém do seu benchmark** IPCA + Yield IMA-B. As ações brasileiras tiveram outro mês difícil em abril, com o Ibovespa caindo -1,7% (-5,1% em dólares). O Ibovespa caiu -6,2% em reais e -12,1% em dólares no acumulado do ano, tornando-se o mercado latino-americano com pior desempenho, mesmo com um cenário macroeconômico e político razoavelmente sólidos no país. Acreditamos que boa parte da queda é uma consequência do aumento das taxas de juro de longo prazo nos EUA, que também impactou as taxas de longo prazo no Brasil. O aumento das taxas de longo prazo nos EUA e a deterioração das perspectivas de cortes nas taxas podem explicar o fluxo de saída de investidores estrangeiros da bolsa brasileira no acumulado do ano – R\$ 33,8 bilhões de saída nesse ano, eliminando quase todos os R\$ 38 bilhões de entrada nos dois últimos meses de 2023. Além disso, a decisão do governo brasileiro de reduzir as suas metas de excedente primário para 2025 (de 0,5% para 0%) e 2026 (de 1% para 0,25%) também contribuiu para a elevação das taxas de longo prazo e para a deterioração das condições financeiras no Brasil. Apesar disso, continuamos otimistas quanto às perspectivas para a economia e bolsa local em 2024. A dinâmica da inflação ainda é benigna, a economia está mais forte do que o esperado, as taxas de juros podem não cair tão rapidamente quanto esperávamos, mas ainda deverão atingir algo entre 9,5% e 10% até ao final do ano e o valuation das empresas continuam atrativos.

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 da meta fiscal de 2024; decisão de política monetária por parte do FED; e crescimento da China. Em relação ao fundo Compass Long Biased, aumentamos o Net Long ao longo do mês de abril, terminamos próximo a 80% no final de abril, vindo de aproximadamente 72% no final de março. Ao longo do mês, aumentamos a posição comprada no setor de bancos, construção, consumo, energia elétrica e shopping; diminuímos a posição comprada no setor de mineração. As maiores perdas no mês foram nas posições compradas em Arezzo, Itaú, Localiza e XP. Não tivemos nenhum ganho relevante no mês.

### **Maiores Perdas:**

### **Arezzo**

Em abril as ações da Arezzo caíram fortemente, revertendo a performance positiva de março após o anúncio da fusão com o Grupo Soma. Além da piora nas expectativas para o resultado do primeiro trimestre, a piora no cenário macro Brasil e global também pesaram nos papéis da Arezzo, e de outros nomes domésticos. Vemos a Arezzo negociando a um valuation atrativo de 13,5x P/E 2024 e 11x P/E 2025. Além disso, a fusão com o Grupo Soma pode trazer um upside adicional de 20-30%. Nesse contexto, aproveitamos a queda nas ações para aumentar a nossa exposição.

### **Itaú**

A má performance do Itaú no mês de abril ocorreu principalmente devido a uma piora na precificação da curva de juros americana que por sua vez impactou o mercado de juros e os ativos de risco domésticos. Apesar dessa piora na conjuntura macroeconômica, seguimos bastante construtivos com o Itaú que deve seguir crescendo o seu lucro a duplo dígito e com rentabilidade acima dos 20% mesmo em um cenário de juros mais elevados. Vale ressaltar também que o banco está bem capitalizado em um momento que o ciclo de crédito no Brasil começa a melhorar, o que deve permitir que o Itaú siga ganhando participação de mercados nos seus segmentos core. O banco negocia a 7,1x P/E 2025e e 1,5x P/BV 2025e, o que consideramos um valuation atrativo se comparado aos níveis históricos e aos pares latino-americanos.

### **Localiza**

As ações da Localiza tiveram uma performance negativa em abril. A entrada das montadoras chinesas no Brasil, especialmente em veículos elétricos, tem deixado os investidores preocupados sobre o impacto que uma possível queda no preço dos veículos novos pode ter no custo de depreciação por veículo da companhia para 2024/25, o que impactaria negativamente a expectativa de lucro da empresa no curto prazo. No entanto, não enxergamos nenhuma razão para uma mudança estrutural no setor, pelo contrário, hoje vemos os fundamentos e a posição competitiva da Localiza

mais fortes do que nunca. A competição está enfraquecida (principais competidores estão bastante alavancados e um passo atrás no processo de revitalização da frota, o que deve se traduzir em ganhos de market share para a Localiza), a demanda tem se provado resiliente mesmo com a companhia aumentando a tarifa acima da inflação para todos os segmentos e um cenário de queda de juros é extremamente benéfico para a companhia. Concordamos com as medidas tomadas pelo management para reverter o impacto causado pelo mercado de seminovos e diante disso, aumentamos nossa posição comprada na ação dado a assimetria de risco/retorno que enxergamos.

### **XP**

A principal razão para a queda das ações da XP no mês de abril está relacionada a uma piora na precificação da curva de juros americana que por sua vez impactou o mercado de juros e os ativos de risco domésticos. Essa piora na conjuntura macro poderá adiar o aumento na captação de novos recursos pela companhia e também reduzir o ímpeto de investidores a migrarem os seus investimentos de renda fixa para renda variável, que possui um ROA maior. Mesmo que essa mudança na conjuntura macro global postergue um pouco a recuperação esperada para o lucro da companhia em 2024, acreditamos que o mercado já revisou bastante as suas estimativas para o ano e essas já se encontram em um patamar bastante conservadoras. Dessa forma, vemos a empresa negociando a 13,1x P/E 2024e, o que está abaixo dos seus níveis históricos e comparáveis globais, apresentando assim uma assimetria bastante interessante.

## **03. Fundo de Fundos Global**

### **Evolução do Mercado**

Em abril, tanto os mercados de ações quanto de bonds enfrentaram dificuldades devido a fatores como a inflação e o PIB do primeiro trimestre nos Estados Unidos. Embora esses dados tenham sugerido uma fraqueza econômica, também mostraram uma demanda privada sólida, o que gerou preocupações sobre a possibilidade de uma lenta flexibilização da política monetária pelos bancos centrais. Como resultado, tanto os bonds globais quanto as ações dos mercados desenvolvidos experimentaram quedas

significativas, enquanto as ações dos mercados emergentes tiveram um modesto aumento, graças a uma maior exposição a commodities e ao interesse dos investidores em ações chinesas com desconto. Durante o mês, o S&P 500 teve uma queda de 4,1% devido à pressão exercida pelo aumento dos rendimentos dos bonds. As ações europeias superaram as americanas neste mês. No mercado de renda fixa, os mercados descontaram um corte de um ponto e meio nas taxas nos EUA este ano e o primeiro corte foi adiado ainda mais. Os rendimentos dos títulos do Tesouro de 2 anos aumentaram 40 bps para 5,0%, enquanto os rendimentos dos títulos do Tesouro de 10 anos aumentaram 37 bps para 4,7%.

### **Desempenho da Carteira**

O Fundo **Compass Global Dynamic** registrou um retorno de 1,41% em abril, impulsionado principalmente por instrumentos de duration curta, quando os títulos do Tesouro dos EUA de 10 anos subiram 37 bps no mês. O fundo PIMCO US Short Term (duration de 0,44 anos) e MFS Limited Maturity (duration de 1,79 anos) contribuíram com 40 e 30 bps para o retorno, respectivamente. Na parte de ações, após 5 meses de retornos positivos na classe de ativos, abril foi um mês de correção, onde os principais detratores do retorno do fundo foram os fundos Ninety One Global Franchise e Vaneck MOAT ETF, subtraindo 0,14% e 0,10%, respectivamente. No entanto, o fundo acumula um retorno YTD de 6,33% até o final de abril.

**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](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/).

