



COMPASS GROUP

Carta da Gestão Compass Group

Novembro 2022

ÍNDICE

	Pág.
01. Cenário Macroeconômico	3
<hr/>	
02. Fundos de Crédito	4
<hr/>	
03. Fundo de Ações	6
<hr/>	

01. CENÁRIO MACROECONÔMICO

Em novembro, o comportamento dos mercados foi caracterizado por recuperação dos ativos de risco após a divulgação do CPI de outubro nos EUA, que ficou abaixo do consenso. Esse dado suscitou o sentimento de que a inflação no país atingiu seu pico e entrará em trajetória de desaceleração, mesmo com o payroll recente ficando acima das expectativas. Posteriormente, mais ao final do mês, o discurso mais dovish de Powell no evento organizado pelo Brookings Institution conteve indicações de que o ritmo de aperto monetário pode ser moderado, sugerindo implicitamente altas de 50 bps a partir da próxima reunião. Assim, a Treasury de 10 anos encerrou o mês com yield de 3,61% a.a., -44 bps ante o fechamento de outubro, e o S&P 500 alcançou 4.080 pontos, com apreciação mensal de 5,4%.

Paralelamente, na China, a disseminação de casos de covid a despeito de políticas restritivas de isolamento social acarreta incertezas severas sobre o rumo da atividade nos próximos meses. O país também enfrenta maior resistência da população, até mesmo com episódios de manifestações em certas cidades, atitudes raras nesse Estado autoritário e cerceador de liberdades. Embora ainda persista a tese de que a economia chinesa se beneficiará da reabertura projetada ao decorrer de 2023, os eventos recentes trazem incertezas para esse horizonte e ameaçam as medidas anunciadas pelo governo para flexibilização da política de Zero Covid. No mercado imobiliário, houve novos estímulos visando suporte às incorporadoras, porém seus efeitos são duvidosos em face dos inúmeros empecilhos enfrentados pelo setor e da implacável expansão de casos de covid.

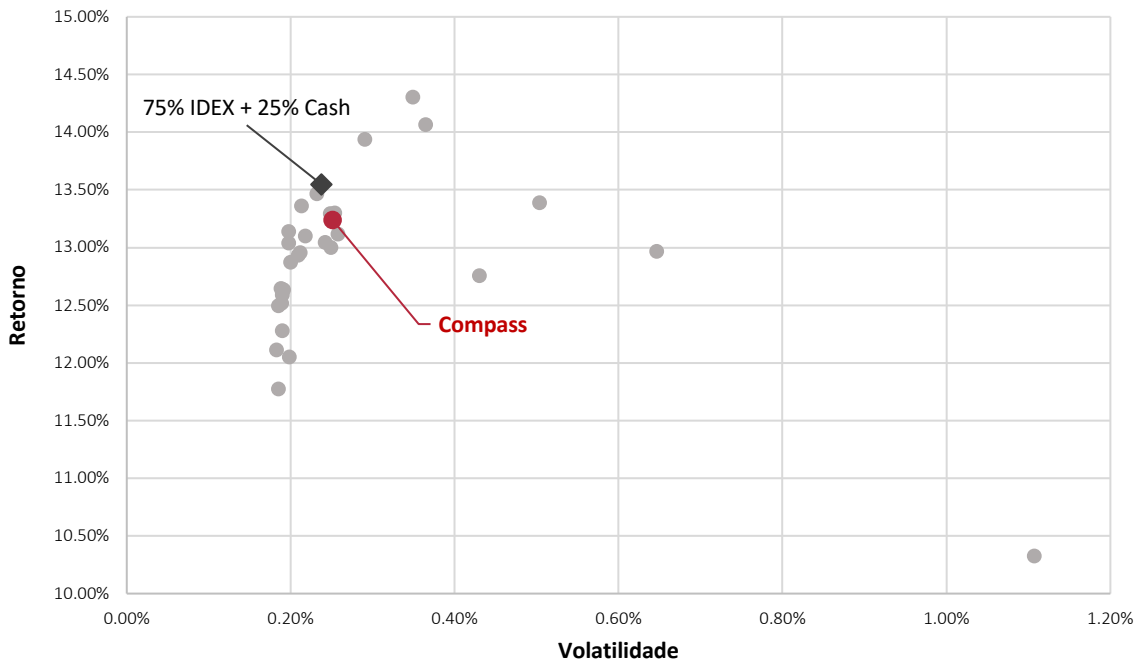
Ademais, na Europa, os indicadores de inflação ao consumidor trouxeram surpresas positivas nas principais economias da região, exibindo leve desaceleração e se situando abaixo das estimativas. Em adição, os preços aos produtores também arrefeceram marginalmente e os PMIs permaneceram abaixo de 50, portanto em território contracionista. A despeito desses dados, Christine Lagarde afirmou que não enxerga sinais concretos de que a inflação tenha alcançado seu pico nem que contrairá sustentavelmente nos próximos meses. Desse modo, prossegue-se com o prognóstico de que o aperto monetário continuará na região, inevitavelmente desdobrando-se em uma recessão em 2023.

No mercado local, o cerne das discussões foi ocupado pela PEC de Transição e a composição ministerial do próximo governo. Em relação ao primeiro tópico, os rumores e anúncios foram suficientes para encerrar a lua-de-mel na qual alguns investidores estavam com o próximo governo, acreditando piamente na suposta responsabilidade fiscal e capacidade reformista do novo mandatário, o qual, durante a campanha presidencial, havia sido intencionalmente elusivo e sorrateiro sobre seu plano de governo. O waiver solicitado pela equipe de transição para violação do Teto de Gastos surpreendeu negativamente o mercado e causou forte depreciação dos ativos locais, abertura expressiva das curvas de juros e revisão da trajetória da Selic para 2023 e 2024. No que tange aos ministérios, embora não haja cargos definidos, até o momento, as comunicações frustraram as expectativas de um corpo ministerial técnico e preparado. Em especial, para o Ministério da Fazenda, o mais provável é que Fernando Haddad seja encaminhado para assumi-lo.

02. FUNDOS DE CRÉDITO

No mês, o fundo superou confortavelmente seu benchmark (CDI) ao apresentar um retorno de +1,07%, equivalente a 104% CDI, acumulando em 2022 um retorno de +12,51% (112% CDI). Em decorrência da turbulência macroeconômica derivada do maior risco fiscal, resultante das medidas anunciadas pela equipe de transição do próximo governo, o mercado secundário apresentou maior volatilidade e abertura de spreads de diversos papéis. Ainda assim, a liquidez permaneceu saudável e as ofertas primárias continuaram a despeito da conjuntura de maior aversão a risco. No período, as principais fontes de retorno excedente do portfólio foram Aura Minerals, Desktop, Aegea, Vamos, Rede D'Or, Dasa e Ômega. Grosso modo, essas posições apresentaram maior resiliência em meio à volatilidade mais acentuada e beneficiaram o portfólio também através do carregue elevado. Não houve posições com retorno negativo no período.

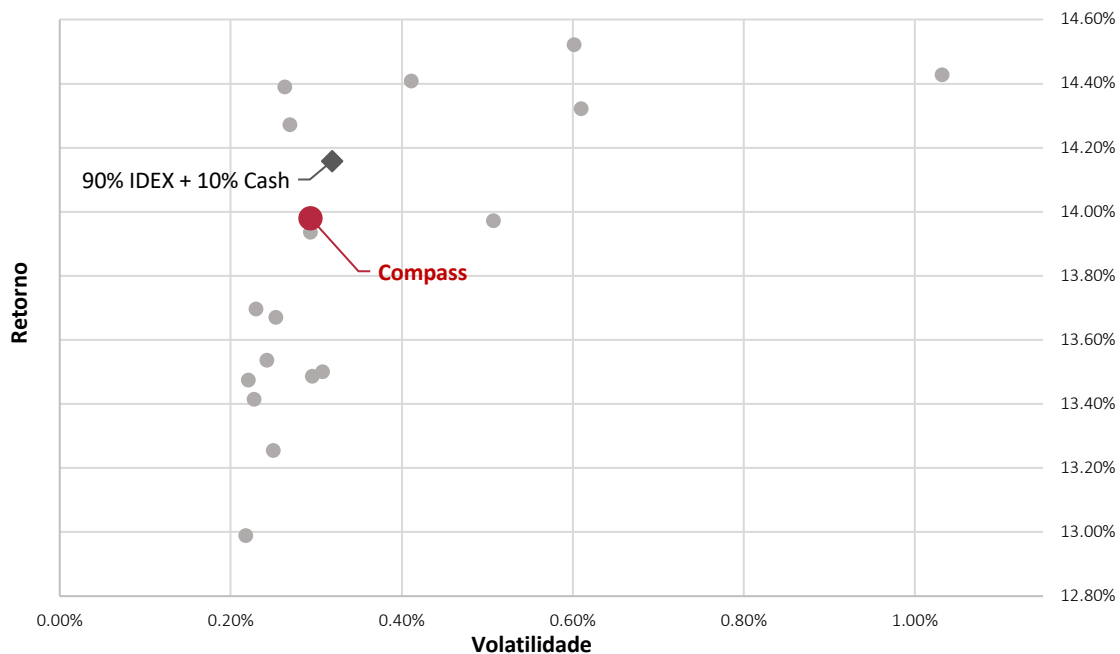
**ESG Credit Selection - Historical Return x Historical Volatility
(12-Month Window)**



No mês, o fundo superou confortavelmente seu benchmark (CDI) ao apresentar um retorno de +1,07%, equivalente a 104% CDI, acumulando em 2022 um retorno de +13,17% (117% CDI). Em decorrência da turbulência macroeconômica derivada do maior risco fiscal, resultante das medidas anunciadas pela equipe de transição do próximo governo, o mercado secundário apresentou maior volatilidade e abertura de spreads de diversos papéis. Ainda assim, a liquidez permaneceu saudável e as ofertas primárias continuaram a despeito da conjuntura de maior aversão a risco. No período, as principais fontes de retorno excedente do portfólio foram Aura Minerals, Agasus, Eldorado,

Desktop, Aegea, Vamos, Rede D'Or, Dasa e Ômega. Grosso modo, essas posições apresentaram maior resiliência em meio à volatilidade mais acentuada e beneficiaram o portfólio também através do carregamento elevado. Não houve posições com retorno negativo no período.

Fundo Compass Yield 30 - Risco x Retorno 12 meses



Nesse contexto, nos portfólios de crédito, a exposição a setores menos cíclicos foi acertada e segue entregando resultados positivos para os investidores. Nos próximos meses, devemos manter essa instância conservadora, pois, além da turbulência advinda das péssimas propostas econômicas anunciadas até o momento, os indicadores antecedentes de atividade preocupam. Assim, embora sigamos convictos do valor da classe de crédito local nessa conjuntura desafiadora pela qual a economia brasileira se envereda, estamos cautelosos com empresas em setores mais cíclicos, que poderão enfrentar dificuldades nesse ambiente de juros altos por mais tempo, inflação acima da meta, atividade em desaceleração e desemprego com perspectiva de alta. Logo, a seleção setorial será crucial para o desempenho dos portfólios em 2023, evitando especialmente o setor imobiliário, no qual reside nossas principais apreensões e já vemos incorporadoras com liquidez fragilizada. Também nos aflige o segmento de crédito à pessoa física, com inadimplência em franca disparada. No que se refere à exposição a bonds de emissores LatAm carregada em alguns portfólios, a valorização observada em novembro não anulou o prêmio de risco historicamente elevado dessa classe, razão pela qual continuamos convictos sobre seu potencial de geração de retornos em 2023. Seguimos com duration inferior ao benchmark e concentrados em emissores high-yield, esperando maior claridade sobre o pico inflacionário e desaceleração econômica nos EUA para elevar a duration e migrar para emissores investment-grade.

03. FUNDO DE AÇÕES

Nos 12 meses, o fundo supera seu benchmark com um retorno de 12,89% frente a 12,76% do benchmark (IPCA + Yield IMA-B). Desde a eleição do presidente Lula, sinalização do novo governo sobre uma expansão fiscal mais agressiva do que a esperada e indefinição sobre quem será o novo ministro da Fazenda prejudicaram a performance do mercado. Em novembro, o Ibovespa caiu 3,1% em reais e 4,6% em dólares. A forte queda, especialmente em relação às bolsas globais, trouxe o índice de ações do Brasil de volta ao valuation próximo aos mínimos históricos – excluindo Petrobras e Vale, o Ibovespa está sendo negociado próximo a 9,0 P/L, quase dois desvios padrão abaixo de sua média histórica. A percepção de maior risco fiscal e menor visibilidade se refletiram também nas taxas de juros reais de longo prazo do país, as NTN-B 2035 passaram a pagar taxas reais de 6,0%, ante 5,7% no final de outubro. Apesar das taxas de longo prazo parecerem altas e o Ibovespa barato, a aprovação pelo Congresso de gastos adicionais no tamanho e formato propostos pelo novo governo pode estressar ainda mais os mercados, fazendo com que as taxas subam e o Ibovespa sofra mais. A proposta agressiva de expansão fiscal do novo governo e a incerteza em torno do novo ministro da Fazenda nos deixaram mais cautelosos com as ações brasileiras, apesar do valuation atraente. Reconhecemos que um resultado positivo nas negociações da emenda constitucional pode impulsionar os preços das ações. No entanto, se algo próximo ao que foi proposto pelo novo governo for aprovado, as ações continuarão sofrendo, principalmente se o novo ministro da Fazenda não for favorável ao mercado.

Os principais riscos que continuamos vendo para as ações brasileiras no curto/médio prazo são: aprovação da emenda constitucional, anúncio do time econômico e novo regime fiscal pelo governo eleito; guerra entre Rússia/Ucrânia se estendendo por mais tempo e os consequentes impactos na inflação e no crescimento global; confinamento na China devido à política de covid zero e os consequentes impactos no crescimento da economia local e nas cadeias de suprimento global; e recessão nos Estados Unidos. Em relação ao fundo Compass LB, não alteramos a posição Net Long ao longo do mês, terminamos próxima a 60% no final de novembro, mesmo nível do final de outubro. Ao longo do mês, diminuimos a posição comprada nos setores de educação e energia elétrica; e aumentamos a posição comprada nos setores de varejo e saúde. O maior ganho no mês foi na posição comprada em Fibra Prologis; e as maiores perdas nas posições compradas em Hapvida, Itau e 3R.

Maior Ganho:

Fibra Prologis: Fibra Prologis é um fundo de investimento imobiliário (REIT) líder localizado no México. A empresa foca em adquirir e gerenciar instalações de logística e industriais de alta qualidade e com posicionamento irreplicável. O forte relacionamento com a Prologis Inc., uma desenvolvedora americana líder, permite capitalizar o crescimento futuro adquirindo propriedades de alta qualidade estrategicamente localizadas nos mercados mais desejáveis do México. Acreditamos que o risco-retorno seja bastante interessante nos níveis atuais. Empresa negociando a P/NAV de 0,8x, com balanço forte, fluxo de caixa estável e sustentável, forte crescimento orgânico e ativos irreplicáveis. Além disso, companhia alavancada aos temas estruturais de “nearshoring” e penetração do comércio eletrônico, que estão impulsionando o setor imobiliário industrial nos mercados mexicanos.

Maiores Perdas:

Hapvida: As ações da Hapvida foram um destaque negativo no mês de novembro. A performance da companhia está sendo impactada pela maior frequência de uso do sistema de saúde após a pandemia e gastos administrativos maiores que o esperado. A falta de clareza sobre o impacto dos ajustes na performance operacional da companhia e a saída de Irlau Machado, ex-CEO da Intermédica e atual CO-Ceo da companhia, também contribuíram para o desempenho ruim das ações.

Aproveitamos o movimento para aumentar ligeiramente nossa posição na companhia, porque apesar dos desafios de curto prazo a companhia é a única do setor que possui um modelo capaz de conviver com a alta inflação médica global, vantagens competitivas claras e alta rentabilidade em um setor com espaço para consolidação. Hoje vemos a companhia precificando uma sinistralidade futura na ordem de 70% e sem crescimento real de beneficiários. Isso significa que estaríamos assumindo que a empresa pós fusão seria menos eficiente que ambas separadas e que a líder de mercado não iria conseguir continuar seu processo de consolidação, premissas que nos parecem distantes da realidade.

Itaú: A queda das ações do Itaú no mês de novembro se deve principalmente à maior preocupação com o risco de inadimplência para os grandes bancos, o que se exacerbou com os resultados do Bradesco e Santander Brasil que foram bem abaixo do esperado. No entanto, apesar de todas as dúvidas, o Itaú conseguiu divulgar um resultado no 3T22 muito bom e bem em linha com o esperado, o que se deve a uma política de ALM 100% hedgeada e uma baixa exposição à população de mais baixa renda que é justamente quem está enfrentando maiores dificuldades com a inflação e endividamento alto. Dessa forma, não só estamos confortáveis com a qualidade da carteira do Itaú, como também acreditamos que há espaço para revisão do lucro líquido para cima em 2023, o que deixaria o banco sendo negociado em níveis ainda bastante atrativos (6,3x P/E e 1,3x P/BV 2023e).

3R: A 3R teve um desempenho negativo em novembro, devolvendo boa parte da outperformance do mês anterior, como resultado da queda nos preços do petróleo e do dado de produção de outubro mais fraco do que o esperado pelo mercado. Reconhecemos os desafios operacionais que a 3R enfrenta ao incorporar as novas aquisições ao seu portfólio, mas com um plano de negócios muito bem delineado e fatores de recuperação muito baixos em todos os seus ativos, acreditamos que o risco-retorno é muito atraente nos níveis atuais de preço. Além disso, com múltiplos negociados com um desconto relevante para seus pares, acreditamos que os riscos de execução estão mais do que precificados. Em razão disso, continuamos otimistas e comprados na tese de investimento.

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 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/.

