



COMPASS GROUP

Carta da Gestão Compass Group

Dezembro 2022

ÍNDICE

	Pág.
01. Cenário Macroeconômico	3
<hr/>	
02. Fundos de Crédito	5
<hr/>	
03. Fundo de Ações	7
<hr/>	

01. CENÁRIO MACROECONÔMICO

Em dezembro, houve prosseguimento do aperto monetário nas economias desenvolvidas, embora em menor ritmo, movendo as taxas de juros para território ainda mais contracionista. Nos EUA, o FED elevou a taxa de juros em 50 bps, encerrando a consecução de altas de 75 bps. As projeções do comitê revelaram um quadro mais pessimista para 2023, com menor crescimento do PIB e maior desemprego. Ademais, o cenário intermediário prevê que a taxa de juros atingirá um pico entre 5,00% e 5,25%, superior às projeções de setembro e aos valores implícitos na curva, que se contraíram após a inflação inferior ao consenso pela segunda vez consecutiva. Apesar desse resultado positivo, a abertura do índice mostra que o componente de serviços continua pressionado. Esse quadro permanecerá enquanto o mercado de trabalho estiver aquecido, e os números recentes de criação de vagas e crescimento salarial continuam resilientes. Nesse contexto, a Treasury de 10 anos encerrou o mês cotada a 3,88%, +27 bps ante o fechamento de novembro, e o S&P 500 recuou para 3.840, com desvalorização de 5,9%.

Adicionalmente, na China, o fim do isolamento social foi decretado e a reabertura econômica, iniciada. A momentânea queda no número de casos possibilitou a flexibilização, que foi preservada após o aumento subsequente dos contágios. Apesar da reabertura, a mobilidade está deprimida em face da reação espontânea da população de se proteger diante da propagação do vírus. Assim, a circulação urbana deve somente se recuperar quando os casos forem efetivamente controlados por meio de vacinação e da imunidade de contaminados recuperados. No período, ainda houve a Conferência Central de Trabalho Econômico, com estabelecimento da retomada da demanda como prioridade no curto prazo e um discurso mais favorável aos investidores. Houve também ênfase à estabilidade do setor imobiliário, mesmo que com ressalva sobre o objetivo de residências serem locais para habitação, e não para especulação.

Em paralelo, na Europa, mesmo com a desaceleração do ritmo de aperto para 50 bps, o comunicado do ECB foi mais hawkish do que o esperado, sinalizando que esse passo deve ser mantido nas próximas reuniões até que os juros terminais alcancem um nível mais restritivo em comparação ao precificado pelo mercado nesse momento. Anunciou também o início da redução dos reinvestimentos em um dos programas de compras de ativos, válido a partir de março de 2023. No tocante à inflação, o acordo entre ministros de energia para imposição de um teto aos preços no gás natural, somado à queda do consumo e a um clima relativamente mais ameno, contribuiu para a queda das cotações. Por fim, quanto à guerra da Ucrânia, remanescem incertezas e a probabilidade de resolução do conflito é baixa no curto prazo.

No mercado local, houve nova rodada de ampliação dos prêmios de risco e extensão da volatilidade observada em novembro. O anúncio de Fernando Haddad como ministro da Fazenda e a revelação dos primeiros membros da equipe técnica desse ministério foram frustrantes, corroborando a percepção de que a responsabilidade fiscal não é a prioridade do governo vindouro. Os eventos não foram acompanhados de sinalizações explícitas quanto às políticas econômicas a serem implementadas, adicionando nebulosidade a um cenário já alarmante e incerto. Em concomitância,

ainda houve a aprovação de gastos adicionais ao teto constitucional em volume superior às expectativas e incongruente com a condição fiscal do país, ameaçando nossa solvência. No final do ano, ainda houve a extensão da isenção dos impostos federais sobre a gasolina por mais dois meses e sobre o diesel até o final de 2023, com efeitos deletérios para as contas públicas.

No que concerne às perspectivas para 2023, as decisões políticas consubstanciadas em dezembro intensificaram nosso pessimismo. Conforme publicações passadas, em decorrência dos delicados problemas sociais enfrentados pelo país e do modus operandi retrógrado, fisiológico, parasitário e, em certos casos, pouco republicano predominante em nossa política, independentemente do vencedor do pleito presidencial, já esperávamos que a próxima gestão seria intervencionista e fiscalmente perdulária, atentando também contra avanços liberais recentes. Infelizmente, a América Latina moderna, por questões culturais, históricas e políticas, é avessa às políticas exitosas que irrefutavelmente produziram enriquecimento e avanços sociais nas economias desenvolvidas, permanecendo subserviente ao populismo e ao bem-estar de curto prazo. A aversão se acentua em períodos de crise, pois, contrariamente ao aventado por propagandas político-partidárias, o continente é pobre e uma parcela expressiva da população é negligenciada pelo Estado e acometida por inúmeras mazelas, as quais são inescrupulosamente exploradas para propósitos eleitoreiros. Todavia, mesmo com um pessimismo superior àquele exibido pelo mercado, ainda assim fomos surpreendidos negativamente.

Nesse sentido, no discurso de posse de Lula, o conteúdo econômico foi impregnado por planos equivocados e malfadados, de fracasso inexorável diante dos resultados desastrosos gerados quando implementados por governos petistas precedentes. Para fins de ilustração, o discurso trouxe a intenção de estruturação de um “novo PAC” e de atribuição aos bancos públicos de “papel fundamental” no novo ciclo econômico. Ainda, houve ataque frontal ao Teto de Gastos, classificado como “estupidez”. No Congresso, o discurso foi ainda mais beligerante e, na arena política, irresponsavelmente evocou revanchismo em um país amplamente polarizado e instável. Se não bastasse, em outra ocasião, ainda presenciamos afronta à vasta literatura e conjunto de dados disponíveis quando houve alegação por parte de um membro do governo de que a previdência não possui déficit e que sua última reforma pode ser reavaliada.

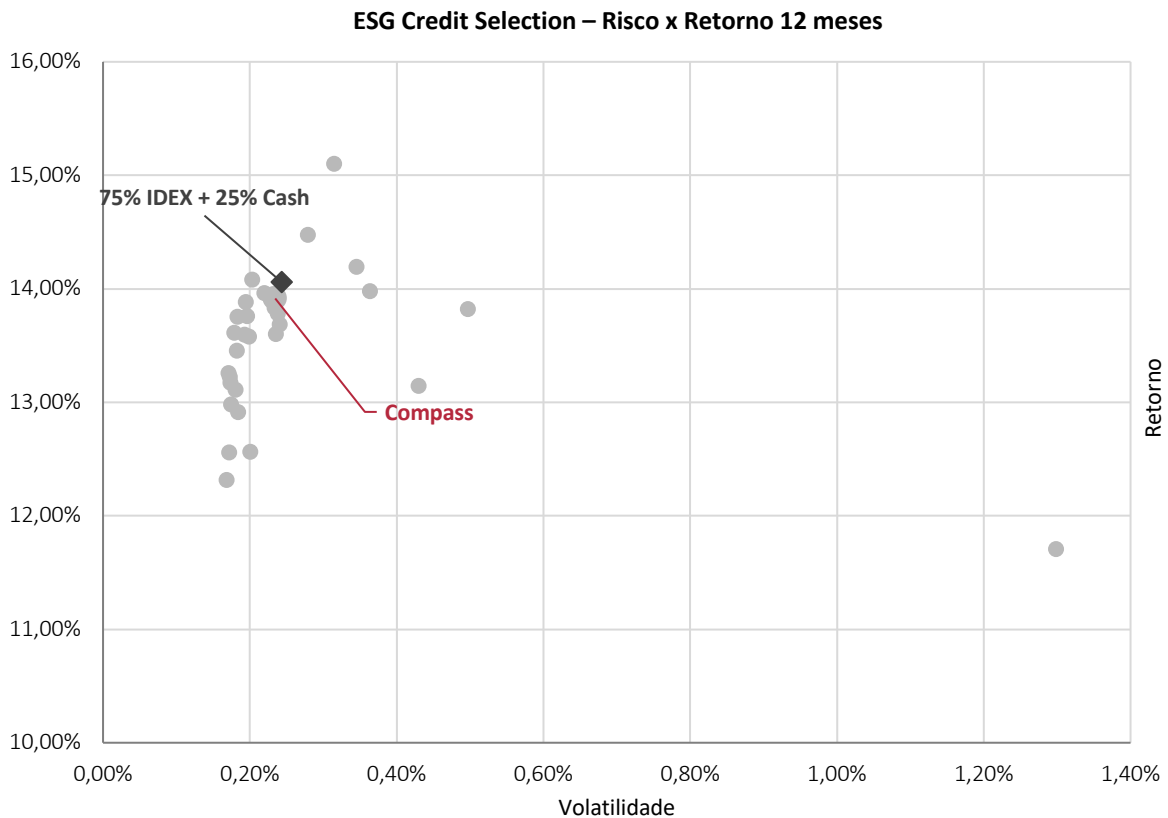
Caso concretizados, esses planos induzirão o país novamente a um regime macroeconômico caracterizado por produtividade estagnada, taxa de juros neutro estruturalmente mais alta, crescimento econômico pífilo, inflação persistente e taxa de juros corrente elevada. Entretanto, em oposição a outros períodos de gestão econômica estapafúrdia, anacrônica e míope, ingressamos nesse regime sem uma conjuntura externa favorável e com um nível de endividamento insustentável, tornando esse equilíbrio instável e acarretando apreensões genuínas sobre o quadro fiscal brasileiro, sem mencionar os desdobramentos nocivos precisamente para as classes socioeconômicas que supostamente se pretende acolher.

Se na esfera macroeconômica a perspectiva é desalentadora, o quadro microeconômico também é melancólico. Nos últimos dias, foram veiculados rumores e discursos sobre revisão de múltiplos

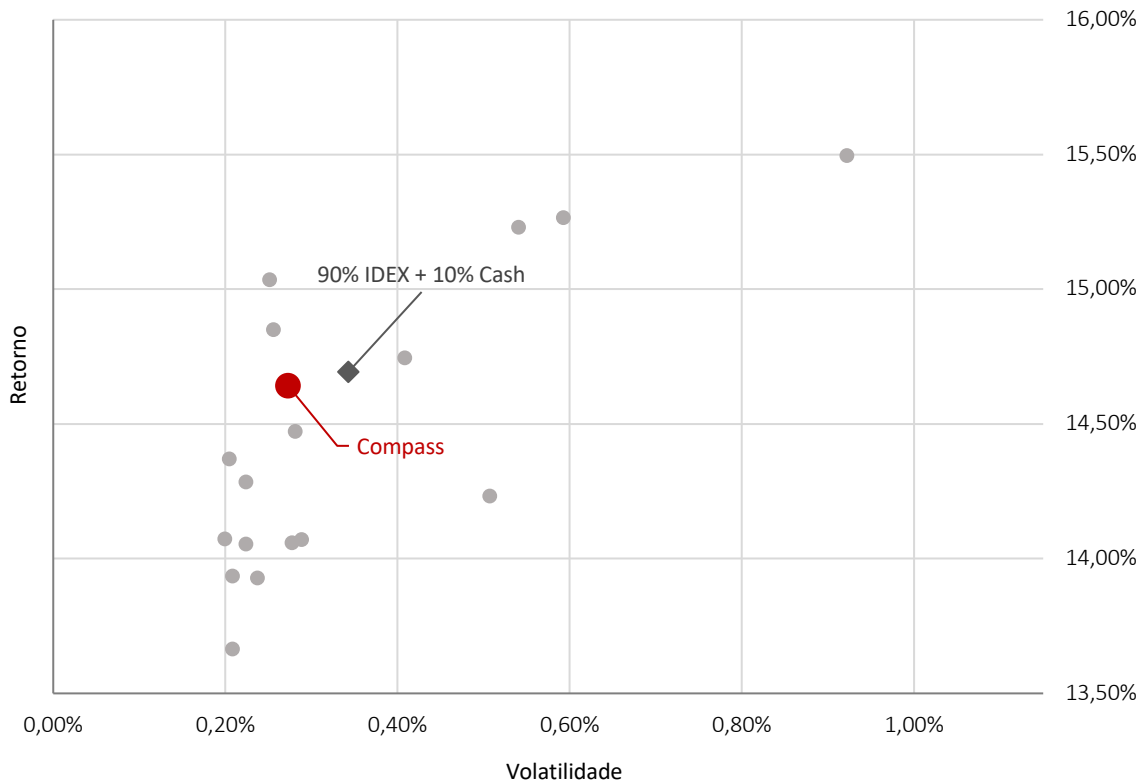
marcos regulatórios, como o do saneamento e o das ferrovias. Publicamente, o governo ainda tem fustigado a reforma trabalhista e rechaçado a continuidade das privatizações. Esses posicionamentos elevarão os prêmios de risco em setores expostos à regulação governamental, como os de infraestrutura, que são os mais carentes de investimento privado.

02. FUNDOS DE CRÉDITO

No mês, o fundo Compass ESG Credit Selection superou confortavelmente seu benchmark (CDI) ao apresentar um retorno de +1,21%, equivalente a 108% CDI, acumulando em 2022 um retorno de +13,87% (111% CDI). No período, a volatilidade do mercado secundário diminuiu em relação ao mês anterior, embora papéis específicos, emitidos por companhias mais cíclicas, tenham se desvalorizado. A liquidez permaneceu saudável e o mercado primário seguiu aquecido a despeito da turbulência política, da Copa do Mundo e das festas de final de ano. No período, as principais fontes de retorno excedente do portfólio foram Aura Minerals, Desktop, Aegea, Vamos, Orizon, Rede D'Or 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.



Em dezembro, o fundo Compass Yield 30 superou confortavelmente seu benchmark (CDI) ao apresentar um retorno de +1,26%, equivalente a 112% CDI, acumulando em 2022 um retorno de +14,59% (117% CDI). No período, a volatilidade do mercado secundário diminuiu em relação ao mês anterior, embora papéis específicos, emitidos por companhias mais cíclicas, tenham se desvalorizado. A liquidez permaneceu saudável e o mercado primário seguiu aquecido a despeito da turbulência política, da Copa do Mundo e das festas de final de ano. No período, as principais fontes de retorno excedente do portfólio foram Aura Minerals, Armac, Eldorado, CSN, Desktop, Aegea, Vamos 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, manteremos o posicionamento conservador, que foi exitoso em 2022 e será decisivo para navegação ao decorrer da turbulência macroeconômica e política esperada em 2023. Seguiremos com exposição preponderante a setores menos cíclicos, dentro dos quais temos conforto para tomar maior risco de crédito em função da qualidade dos fundamentos das empresas brasileiras. No que se refere à exposição a bonds de emissores LatAm carregada em alguns portfólios, essa será mantida próxima aos limites superiores das alocações estratégicas, pois a apreciação recente dos bonds não anulou os prêmios ainda elevados embutidos

nesses papéis. Nessa parcela, seguimos com duration inferior ao benchmark e concentrados em emissores high-yield, aguardando maior visibilidade sobre o pico inflacionário e desaceleração econômica nos EUA para elevar a duration e migrar para emissores investment-grade.

03. FUNDO DE AÇÕES

No ano de 2022, o fundo Compass Long Biased encerrou com retorno acumulado de 7,86%. No Brasil, Lula assumiu o cargo em 1º de janeiro de 2023, para seu terceiro mandato presidencial, após aprovar um pacote de expansão fiscal de R\$ 170 bilhões/ano para aumentar os gastos sociais. O pacote acabou sendo maior do que o esperado, gerando sérias preocupações em relação à sustentabilidade da dívida do governo. De acordo com a emenda constitucional aprovada no Congresso, o novo governo tem até o final de agosto para apresentar uma proposta revisada das regras fiscais do Brasil e está autorizado a alterar as regras por meio de lei ordinária. As definições das novas regras fiscais junto com a reforma tributária dominarão o debate econômico nos próximos meses. A nova administração terá que criar medidas compensatórias para financiar os gastos adicionais aprovados. Em razão disso, decidiu dar prioridade máxima à aprovação de uma reforma tributária ampla e extremamente necessária. Uma reforma inteligente poderia melhorar a eficiência e arrecadação de impostos, além de ajudar a minimizar o roubo fiscal, mas aprovar uma reforma ampla pode ser difícil devido à falta de consenso sobre o que realmente é uma reforma ideal. Concordamos com a importância de uma reforma fiscal, mas preservar os ganhos institucionais trazidos pelas reformas aprovadas em governos anteriores é tão importante quanto. A autonomia do Banco Central, a lei das estatais, o marco regulatório do saneamento e a privatização da Eletrobras são ganhos institucionais que a sociedade brasileira espera que permaneçam independentemente de quem está governando o país. Em relação ao nível de preço das ações brasileiras, consideramos baratas, sendo negociadas a 7x P/L, um dos níveis mais baixos desde 2005. Mas se a situação fiscal do Brasil continuar deteriorando, as taxas de juros continuarão subindo, fazendo com que as ações tenham um desempenho ruim. Vemos um início de 2023 difícil para as ações brasileiras, já que o pacote de expansão fiscal de R\$ 170 bilhões/ano aprovado pelo Congresso pressiona a inflação e, portanto, as taxas de juros, prejudicando o crescimento do Brasil. O novo governo precisa urgentemente encontrar maneiras de financiar os gastos extras, assim como definir uma regra fiscal crível e capaz de estabilizar a dívida bruta/PIB no longo prazo.

Os principais riscos que continuamos vendo para as ações brasileiras no curto/médio prazo são: discussão da reforma tributária e novo regime fiscal; aumento nos casos de covid na China devido à reabertura da economia e seus possíveis impactos 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 próximo a 60% no final de dezembro, mesmo nível do final de novembro. Ao longo do mês, diminuimos a posição comprada nos setores de siderurgia/cimento e energia elétrica; e aumentamos a posição comprada nos setores de agronegócio, petróleo, varejo e consumo. Os maiores ganhos no mês foram nas posições compradas em Minerva e PetroRio; e as maiores perdas nas posições compradas em Sabesp e Centauro.

Maiores Ganhos:

Minerva: O bom desempenho da Minerva foi resultante de um dos pilares da nossa estratégia de investimento: Assimetria. A ação abaixo de 12 reais precifica níveis de valuation piores do que quando a companhia era mais endividada e com pior eficiência operacional. Com o endividamento controlado e uma expectativa positiva sobre o ciclo do gado e exportação para a China, vimos esse nível de preço como uma oportunidade para aumentarmos nossa posição, gerando um ganho após a ação corrigir parte da perda recente.

Apesar da desaceleração do consumo chinês de carne nos últimos meses, acreditamos que o consumo per capita de carne bovina no país aumentará. Vale lembrar que o consumo per capita é de apenas 4.1 kg vs 14.2 kg per capita da média dos países da OCDE. Adicionalmente, a Minerva é a empresa do setor com maior exposição às exportações e com o melhor momento para aproveitar baixos custos dado o ciclo do gado. A ação está negociando em 4.3x EV/EBITDA 23e, o que significa um desconto ao seu múltiplo histórico de 5.5x EV/EBITDA. Por essas razões, seguimos com nossa posição comprada na companhia.

PetroRio: A PetroRio teve um desempenho forte no mês de dezembro, mesmo depois da forte alta nos preços das ações ao longo do ano. A PRIO está agora em uma posição única no setor brasileiro de Petróleo e Gás: forte curva de crescimento da produção, espaço para reduzir ainda mais os custos e bem capitalizada, o que deve permitir aproveitar oportunidades que ninguém mais pode. Estamos confiantes de que haverá revisões positivas de reservas no curto prazo. Por fim, com nossa visão ainda otimista sobre os preços do petróleo no médio prazo, acreditamos que a empresa seja um dos melhores veículos para ter exposição a commodity.

Maiores Perdas:

Sabesp: As ações da Sabesp tiveram uma rentabilidade negativa no mês de dezembro devido a uma série de notícias abordando possíveis mudanças no setor de saneamento por parte do novo governo e a provável indicação de André Salcedo como CEO, executivo que não foi avaliado da melhor maneira por alguns participantes do mercado.

Dentre as mudanças ventiladas, podemos citar a troca da regulação da ANA para o ministério das cidades, alterações das metas financeiras que as empresas precisam apresentar, voltar a permitir contratos de programa (contratos feitos entre empresas públicas e o poder concedente sem licitação competitiva) e a revogação do artigo 14 (trata de casos de troca de controle acionário de empresas públicas) do marco que tornaria a privatização da Sabesp muito complicada, já que os contratos de programa atuais da Sabesp ficariam inválidos.

A lei do saneamento conta com o apoio de diversos governadores e prefeitos visto que a qualidade do serviço prestado e o avanço na cobertura de água e esgoto proporcionado por empresas privadas foi evidente. Além disso, as privatizações são fontes de arrecadação para os estados e municípios.

Dessa forma, alterações na lei tendem a ser mais difíceis de aprovar, contudo, a sinalização do novo governo federal tem sido bastante contrária a privatizações no setor, portanto, acreditamos que medidas drásticas, como a revogação do artigo 14 do marco (citado acima), não podem ser descartadas, o que, na nossa visão, diminui a probabilidade de privatização da Sabesp. Nesse contexto, decidimos diminuir a nossa posição na empresa, apesar do valuation atrativo.

Grupo SBF (Centauro): O Grupo SBF é a maior varejista esportiva do Brasil, cujo, principal ativo é a Centauro que conta com 233 lojas próprias e presente em um setor com alto nível de fragmentação que tem mostrado sinais de consolidação nos últimos anos. Além disso, em 2020 o Grupo SBF adquiriu a Fisia, que detém os direitos de representação e distribuição exclusiva da Nike no Brasil, conta hoje com 24 lojas físicas próprias e uma oportunidade relevante de expansão dos seus canais de venda direta ao consumidor (DTC): i) rede de lojas físicas, ii) canal proprietário de ecommerce (Nike.com).

Dezembro foi um mês desafiador para as ações do grupo SBF (-12,4%), bem como para outros nomes relevantes do varejo, por conta da deterioração do cenário macro e aumento na curva de juros. Apesar da performance operacional de curto prazo da empresa também ter sido bastante desafiadora, com um 3Q impactado por eventos não recorrentes relacionado à problemas na migração do ERP, com impacto em vendas. Acreditamos que o valor de mercado atual já considera em grande parte os riscos operacionais com o papel negociando próximo a 10x lucro 2023, ao passo que as oportunidades de crescimento e expansão de margem tanto para a Centauro como para a operação da Fisia/Nike continuam válidas. Portanto, continuamos com a posição comprada na ação.

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/.

