



COMPASS GROUP

Carta da Gestão Compass Group

Janeiro 2023

ÍNDICE

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

01. CENÁRIO MACROECONÔMICO

Em janeiro, os temas predominantes a nível internacional foram o processo de desinflação nas economias desenvolvidas e as consequências da reabertura econômica na China, que resultaram em compressão geral dos prêmios de risco. Nos EUA, os índices de preços e o crescimento de salários mostraram alguma acomodação, registrando altas mais brandas. Ademais, indicadores antecedentes apontaram desaceleração da atividade, a despeito de o mercado de trabalho prosseguir vigoroso. Nesse contexto, o FED revisou a intensidade do aperto monetário, reduzindo o ritmo de altas ao elevar a taxa livre de risco em apenas 25 bps e sinalizar que a taxa terminal será alcançada em breve, dependendo da evolução dos dados macroeconômicos nos próximos meses. Concomitantemente, diante desse cenário, a curva de juros foi reprecificada, com compressão dos vértices mais longos à medida que os investidores embutem maior probabilidade de um soft landing e corte de juros logo adiante. Nesse contexto, a Treasury de 10 anos encerrou o mês cotada a 3,51%, -37 bps ante o fechamento de dezembro, e o S&P 500 avançou +6,2% no mesmo período.

Na China, os desdobramentos do fim do isolamento social e da reabertura econômica foram perceptíveis, especialmente sobre o preço de ativos correlacionados à atividade chinesa. Essa retomada ocorre antecipadamente em relação à data estimada pela maioria dos investidores, que esperavam a conclusão do processo apenas no final do primeiro trimestre. Até o momento, as indicações são de que a sociedade chinesa se comportará semelhantemente à ocidental, convivendo estruturalmente com o Covid-19 do mesmo modo que coexiste com outros antígenos.

Paralelamente, embora os indicadores macroeconômicos do país tenham superado as expectativas, refletindo o término acelerado das restrições à mobilidade, o setor imobiliário chinês ainda está combatido. A fragilidade é reconhecida pelo Banco Central chinês e autoridades, que buscam meios para amenizar os efeitos econômicos deletérios do lockdown ortodoxo de outrora. Nesse sentido, houve reversão de medidas com o intuito de estimular o financiamento imobiliário e postergação da implementação das regras de alavancagem do setor.

Ademais, na Europa, o mês trouxe alívio para as apreensões quanto à oferta de gás natural. O inverno menos rigoroso, somado à importação de gás natural liquefeito, contribuiu para a manutenção dos estoques em níveis satisfatórios. Consequentemente, o preço do gás declinou, mesmo com a vigência da interrupção do fluxo russo, fornecendo uma trégua para a inflação. Além disso, os dados macroeconômicos da região foram positivos, contribuindo para suavizar os temores de uma desaceleração mais profunda no continente. Em adição, o ECB decidiu por uma elevação de 50 bps da taxa livre de risco, com indicação para a próxima reunião de manutenção dessa magnitude.

No Brasil, na arena macroeconômica, o mês foi caracterizado principalmente por ataques levianos e populistas feitos pelo presidente Lula ao sistema de metas de inflação e à atuação autônoma do Banco Central no combate à escalada de preços por meio da política monetária. As investidas, que compreenderam sugestões de aumento da meta da inflação para 4,50%, críticas explícitas à manutenção da taxa de juros básica em 13,75% e potencial intervenção na escolha dos próximos

diretores do BC, trouxeram repercussões negativas para os preços dos ativos de risco locais. Em particular, os vértices mais longos da curva de juros sofreram abertura expressiva, criando uma inclinação entre o miolo e o final da curva até então inexistente, e constatamos um processo de desancoragem da inflação no médio e longo prazo. Mesmo sem qualquer ação, os ruídos foram nocivos e acarretaram estragos suficientes.

Naturalmente, os argumentos apresentados para implementação dessas propostas são falsos e sem qualquer lastro na evidência. Nesse aspecto, na presente era da pós-verdade, na qual narrativas se sobrepõem aos fatos e a negação do conhecimento científico é ampla e desenfreada em diversas áreas do saber, tipicamente com motivações políticas latentes e fisiológicas, é imprescindível recordar o leitor de que a literatura sobre esses temas macroeconômicos é fértil e consolidada. São bem documentados os benefícios de um Banco Central independente e de um sistema de metas em países que atravessaram períodos hiperinflacionários e com curto histórico de condução de política monetária sem ingerência federal.

Ao contrário das afirmações inverídicas propaladas, a realidade é que o desserviço à sociedade, especialmente às suas camadas mais pobres, é feito historicamente pela política fiscal repleta de gastos malfadados e ineficientes e pelo sistema tributário que exacerba distorções e desigualdades. Conforme estudo do IBRE, publicado em abril de 2022, a produtividade dos setores de serviços e da indústria está estagnada desde o início da década de 90. É uma evidência dos fracassos nos planos educacionais para formação de mão-de-obra qualificada, vital na área de serviços, e dos equivocados subsídios, quotas, benefícios fiscais, barreiras de entrada, empréstimos fraternais e diversas outras medidas de reserva de mercado aplicadas à indústria brasileira que mantêm vivas empresas que jamais seriam competitivas em um livre mercado. A produtividade agregada somente avançou modestamente graças ao setor agropecuário, que floresce por diversos fatores, um deles sendo a menor intervenção estatal.

Em contrapartida, a carga tributária avançou quase 10 p.p. desde 1991, atingindo níveis de países desenvolvidos, e a razão dívida / PIB cresceu cerca de 50 p.p. no mesmo período. Da mesma forma que uma empresa que se alavanca e, ao investir em projetos sem retorno, ameaça sua solvência, o país se endividou e persistiu com um crescimento estrutural medíocre por escolher políticas públicas sabidamente fracassadas. Simultaneamente, essas estratégias impuseram um desafio adicional à política monetária e elevaram os juros estruturais devido ao risco de insolvência e ao estímulo fiscal contínuo sobre a demanda agregada, competindo de forma desleal com a atuação do BC.

As medidas orçamentárias anunciadas em janeiro são uma consubstanciação dessa trajetória, pois enfatizam essencialmente aumentos de receita incertos e superestimados e minimizam os cortes de gastos vitais para o equilíbrio fiscal de longo prazo. Em síntese, prevalece a crença disseminada em nossa sociedade de que a mera intenção social abstrata de uma política pública, conforme manifestada pelos governantes de ocasião, não raro com vieses flagrantes, é suficiente para validá-la e blindá-la de críticas, sem haver preocupação com seus custos, sua exequibilidade, seus resultados práticos e suas externalidades, mesmo no cenário calamitoso que vivemos. Tal condição também se

observa em políticas benéficas exclusivamente a grupos de interesse parasitários em detrimento do restante da sociedade, porém travestidas de agenda de desenvolvimento e de criação de emprego, que por conseguinte adquirem um manto intocável pelo escrutínio científico somente pelos supostos objetivos nobres.

Por fim, no que se refere ao aumento da meta de inflação, cabe uma analogia com aquele professor que, ao se deparar com uma ampla gama de alunos repetentes, decide reduzir a nota mínima para aprovação na esperança de resolver o imbróglio, ignorando que esses alunos continuarão com deficiências que escalarão nos anos seguintes. Os juros elevados no país possuem diversas explicações, desde a indexação da economia e a participação elevada de títulos a taxas flutuantes até a existência de linhas de crédito subsidiadas e o histórico hiperinflacionário que diminui a credibilidade da política monetária. Aumentar a meta de inflação em um país no qual raras vezes a inflação observada ficou abaixo da meta gera somente mais incerteza e prêmio de risco. Além disso, não custa recordar, o que importa para o combate à inflação é a taxa de juro real, e não a nominal.

Em relação ao mercado de crédito brasileiro, a derrocada simultânea de duas empresas, Lojas Americanas e Light, ambas relevantes em termos do montante de debêntures emitidas, gerou perdas para diversos gestores e provocou abertura dos spreads no mercado secundário em cerca de 40-50 bps. Felizmente, nossos fundos não carregavam qualquer exposição a esses papéis. No caso de LAME, não tínhamos exposição em decorrência da decisão de evitar empresas cíclicas em uma conjuntura macroeconômica desafiadora. Paralelamente, no caso de Light, os desafios da companhia, conhecidos há anos, e a baixa remuneração de seus papéis nos mantinham afastados da companhia.

Após esses eventos, formou-se certa cautela e apreensão sobre a perspectiva para o mercado de crédito de 2023. Essa postura é compreensível. No entanto, vemos certos investidores confundirem o momento atual com o período de 2015-16, no qual experimentamos uma expansão significativa das taxas de default corporativos. Assim, alguns comentários precisam ser tecidos.

Primeiramente, no período de 2015-16, o Brasil atravessou talvez a pior crise econômica de sua história após a Proclamação da República. A forte contração da atividade, somada à inflação galopante e aos juros pantagruélicos, dizimou múltiplas empresas. Como agravante, vários emissores ingressaram nessa crise com alavancagem elevada, liquidez baixa, exposição a dívidas em moeda estrangeira e cronograma de amortização curto, concebendo risco de refinanciamento. Houve, ainda impacto da operação Lava Jato, que revelou relações espúrias entre diversas empresas e o governo. É uma combinação catastrófica, que explicou o colapso de grupos como Inbrands, Libra, Contax, entre outros.

Os casos de Lojas Americanas e Light possuem outra natureza. No caso da primeira, supostamente houve uma fraude contábil de grande porte. No segundo, a Light é uma distribuidora de energia com péssimos indicadores operacionais há anos em função da complexidade da sua área de concessão. Diversos times de gestão qualificados assumiram a companhia desde a revisão tarifária extraordinária de 2017, quando se imaginava que a empresa finalmente poderia se tornar superavitária, porém

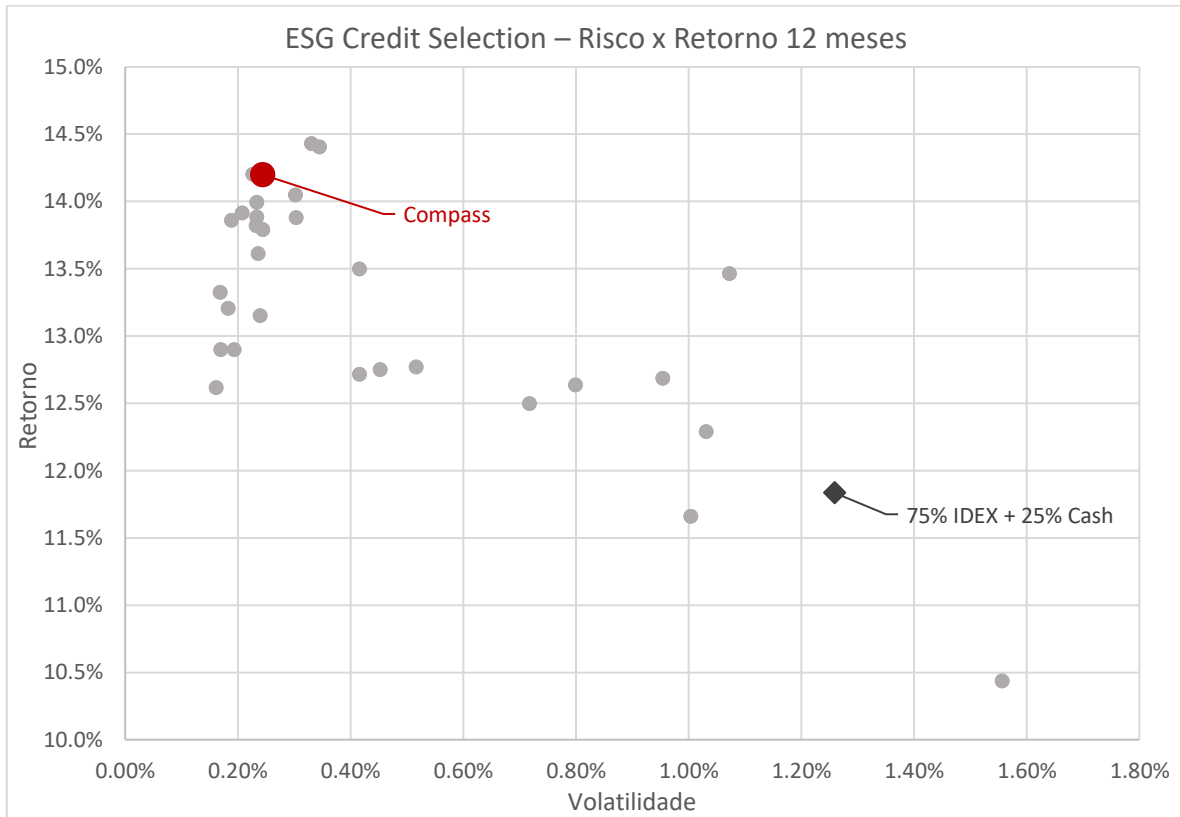
todos fracassaram. O risco de vencimento da concessão também sempre foi conhecido, pois é um dado público. São dois defaults explicados por riscos puramente idiossincráticos.

Há quem cite também CVC ao sustentar a tese de crise generalizada no mercado de crédito. Todavia, trata-se de outra empresa com sinais de problemas financeiros que remontam pelo menos desde 2020, quando foi devastada pela pandemia e problemas de gestão e nunca conseguiu se reerguer. Para início de conversa, é um case high-yield que jamais deveria figurar em portfólios de fundos líquidos e investment-grade, em nossa opinião.

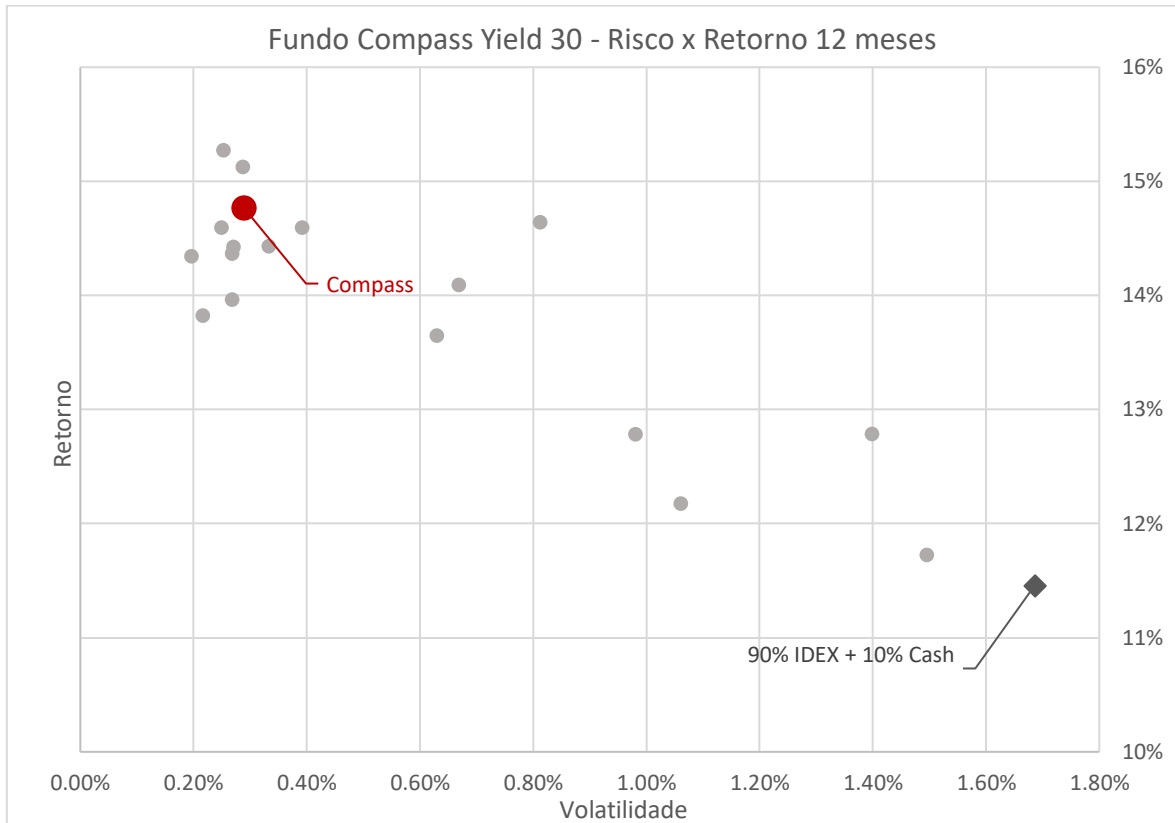
Portanto, é necessário separar as situações. Obviamente, o quadro atual enseja prudência elevada. O fato de termos evitado essas derrocadas não nos gera soberba, pelo contrário, nos torna ainda mais vigilantes. Em meio a esses eventos, o mercado hoje oferece prêmios atrativos para quem possui liquidez. É possível investir em empresas defensivas, do setor de utilities, por exemplo, com spreads similares aos vistos na virada de 2020 para 2021. A alavancagem ponderada do Ibovespa projetada para o final do ano é de 1,8x Dívida Líquida / EBITDA, significativamente abaixo do patamar de 3,5x-4,0x visto em 2015-16. Logo, é uma fase na qual quem separar o joio do trigo encontrará oportunidades de investimento vantajosas.

02. FUNDOS DE CRÉDITO

No mês, o fundo ficou marginalmente abaixo de seu benchmark (CDI) ao apresentar um retorno de +1,07%, equivalente a 95% CDI, acumulando nos últimos 12 meses um retorno de +14,20% (110% CDI). O período foi marcado por um nível atípico de volatilidade decorrente da derrocada das Lojas Americanas, que possui um volume expressivo de debêntures no mercado, com presença nas carteiras de múltiplos gestores. O default contaminou brevemente o mercado secundário devido ao temor de que solicitações de resgates se espalhassem e forçassem gestores a zerar papéis em volume superior à capacidade do mercado. Atualmente, os spreads se encontram cerca de 30 bps acima do patamar verificado antes do evento. No período, as principais fontes de retorno excedente do portfólio foram Aura Minerals, Desktop, Ômega, Metrô SP e Ambipar. Houve perda marginal com a abertura de spreads de Smartfit. Em síntese, os retornos foram explicados pela volatilidade descrita e por aquisições táticas de papéis que foram vendidos tecnicamente com elevado deságio.



No mês, o fundo ficou marginalmente abaixo de seu benchmark (CDI) ao apresentar um retorno de +1,05%, equivalente a 93% CDI, acumulando nos últimos 12 meses um retorno de +14,76% (114% CDI). O período foi marcado por um nível atípico de volatilidade decorrente da derrocada das Lojas Americanas, que possui um volume expressivo de debêntures no mercado, com presença nas carteiras de múltiplos gestores. O default contaminou brevemente o mercado secundário devido ao temor de que solicitações de resgates se espalhassem e forçassem gestores a zerar papéis em volume superior à capacidade do mercado. Atualmente, os spreads se encontram cerca de 30 bps acima do patamar verificado antes do evento. No período, as principais fontes de retorno excedente do portfólio foram Aura Minerals, Desktop, Ômega, Metrô SP, Ambipar, Vamos e Unigel. Não houve perdas no período. Em síntese, os retornos foram explicados pela volatilidade descrita e por aquisições táticas de papéis que foram vendidos tecnicamente com elevado deságio.



03. FUNDO DE AÇÕES

Embora os desafios sejam muitos quando olhamos para as perspectivas econômicas do Brasil, um cenário econômico global mais benigno fez com que as ações brasileiras tivessem um desempenho relativamente bom em janeiro – alta de 3,4% em reais e 7,4% em dólares. A queda da inflação globalmente pode desencadear o fim dos ciclos de aperto monetário e, embora a atividade econômica esteja desacelerando na Europa e nos EUA, uma recessão econômica nessas regiões em 2023 pode ser mais branda do que a inicialmente esperada. Na China, a reabertura econômica pode impulsionar o crescimento do PIB em 2023 para próximo de 5% (versus 3,3% esperados em 2022), após um longo período de medidas altamente restritivas para impedir a propagação do Covid e uma desalavancagem ordenada do setor imobiliário do país. O maior crescimento chinês deve sustentar os preços das commodities, beneficiando exportadores de commodities como o Brasil. O PIB chinês mais forte, a queda nas taxas de juros dos EUA e o enfraquecimento do dólar beneficiaram as moedas dos mercados emergentes e sustentaram os preços dos ativos de risco. Os ativos brasileiros acabaram se beneficiando desse cenário econômico global, mas menos do que poderiam se não fossem as preocupações com a situação fiscal. O pacote de expansão fiscal de R\$ 170 bilhões/ano aprovado no final do ano passado colocou a dívida bruta do país em trajetória ascendente. Apesar do anúncio de medidas para aumentar as receitas fiscais, a ausência de uma regra fiscal crível tem cobrado seu

preço. Além disso, o recente debate sobre as mudanças nas metas de inflação e as críticas à autonomia do Banco Central estão prejudicando a ancoragem das expectativas de inflação de longo prazo. Nas últimas semanas as expectativas deterioraram continuamente. Acreditamos que mudanças nas metas de inflação agora, independentemente dos méritos do nível ótimo, é uma mensagem muito ruim para os mercados e pode acabar tendo efeitos opostos sobre as taxas de juros. Os principais riscos que continuamos vendo para as ações brasileiras no curto/médio prazo são: discussão da reforma tributária, novo regime fiscal e mudanças na meta de inflação; e tamanho da queda na atividade econômica nos Estados Unidos. Em relação ao fundo Compass LB, diminuimos a posição Net Long ao longo do mês, terminamos próximo a 55% no final de janeiro, vindo de 60% no final de dezembro. Ao longo do mês, diminuimos a posição comprada nos setores de agronegócio, alimentos, varejo e energia elétrica. Os maiores ganhos no mês foram nas posições compradas em 3R, Natura e Fibra Prologis; e a maior perda na posição comprada em Raizen.

Maiores Ganhos:

3R

A 3R teve um desempenho positivo em janeiro como resultado da melhora no crescimento da curva de produção, que nos meses anteriores havia vindo abaixo das expectativas do mercado. A 3R está sendo negociada a 3,5x EV/EBITDA 2023E (assumindo preço do petróleo em US\$ 80/bbl) e usd5,7/2P, o que consideramos atrativo devido ao perfil de crescimento de produção significativo de aproximadamente 30%/ano de 2022 a 2026.

Natura

Janeiro foi um mês bastante positivo para as ações da Natura, com uma valorização de 25%. A performance é explicada por uma perspectiva de performance operacional positiva no 4Q dado que o setor de beleza foi um destaque, além da continuidade na recuperação da rentabilidade da companhia. Adicionalmente, a empresa está com um caminho mais claro para reduzir a queima de caixa em operações deficitárias e há a possibilidade de uma potencial venda de um stake da Aesop para um parceiro estratégico de modo a reduzir o endividamento total.

Fibra Prologis

Fibra Prologis teve um forte desempenho no mês de janeiro, em parte seguindo a boa performance do mercado Mexicano, mas também se beneficiando da forte demanda por parte dos clientes de suas instalações logísticas e industriais. Apesar do risco retorno ter piorado devido à forte alta do papel, continuamos gostando do investimento. Uma empresa 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.

Maior Perda:

Raizen

O resultado negativo da Raizen este mês foi causado por duas razões: (i) extensão por 60 dias da isenção fiscal sobre combustíveis e (ii) venda das ações pela Louis Dreyfus Corporation (LDC). Entretanto, entendemos que esses dois pontos não mudam estruturalmente nossa tese de investimento, e por isso, seguimos com posição comprada na ação. No início do mês, o governo federal estendeu o benefício fiscal sobre combustíveis para evitar o aumento de inflação no primeiro dia de posse. Essa medida diminui a competitividade do etanol por possuir menor carga tributária. Entendemos que essa medida será temporária visto a necessidade de arrecadação do governo para subsidiar gastos previstos para esse ano. Em relação ao operacional da empresa, continuamos acreditando na melhora de produtividade que resultará em diluição de custos, e o ao mesmo tempo, que os preços de açúcar e etanol seguem com tendência positiva. Desse modo, seguimos positivos com nossa posição comprada na companhia.

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/.

