



COMPASS GROUP

Carta da Gestão Compass Group

Fevereiro 2023

ÍNDICE

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

01. CENÁRIO MACROECONÔMICO

Em fevereiro, o rumo dos mercados foi ditado pela revisão projeções de inflação e juros terminais nas principais economias desenvolvidas. O otimismo com a dinâmica inflacionária observado em janeiro cedeu espaço a apreensões quanto à resiliência dos preços e do mercado de trabalho ao aperto monetário em curso. Nesse sentido, nos EUA, houve a divulgação de indicadores desfavoráveis ao FED, demonstrando que a inflação ainda não foi domada. Após revisão de dados passados, constatou-se que a desaceleração de preços ao final de 2022 foi mais modesta do que estimada previamente. Como agravante, tanto bens como serviços revelaram pressões nocivas nos dados mais recentes. O consumo das famílias também resiste em retroceder e a derivada dos PMIs ficou positiva, ainda que permaneçam em território contracionista. Por esses fatores, a Treasury de 10 anos voltou a oscilar em torno de 4,0%, a curva passou a precificar uma taxa terminal mais elevada e a probabilidade de um aumento de 50 bps na próxima reunião do FOMC cresceu.

Na Europa, houve elevação taxas de juros em 50 bps pelo ECB, que sinalizou a manutenção desse ritmo para a próxima reunião. Essa surpresa, somada à comunicação inflexível sobre o combate à inflação, às dinâmicas de preços malignas em outras economias e números de atividade resilientes também recrudesceram as expectativas de taxa terminal na região. Indicadores antecedentes como o PMI suscitaram dúvidas quanto à potência da política monetária, justificando essa taxa terminal mais alta. A persistência do conflito bélico entre Rússia e Ucrânia, sem qualquer perspectiva de solução, também alimenta as incertezas e contribui para o cenário descrito.

Na China, a recuperação da atividade após o término das restrições à mobilidade continuou se confirmando nos indicadores macroeconômicos publicados no período. A priorização do crescimento prudente e dosado tem sido o mote do BC chinês e das autoridades locais, que hoje atuam para dirimir entraves no setor imobiliário, cuja debilidade é decorrente da fraca oferta de crédito imobiliário e da baixa procura das famílias por imóveis. A meta de crescimento de PIB fixada para esse ano, de 5%, frustrou o mercado, que aguardava um valor de 5,5%, porém sem grandes consequências. As demais metas foram consistentes com as expectativas.

No Brasil, a insatisfação do governo atual com a trajetória dos indicadores de atividade, que emerge da apreensão egoísta acerca dos desdobramentos que essa terá sobre sua popularidade, continua assolando o quadro macroeconômico. A beligerância populista, desleal e pouco republicana no relacionamento com o BC independente e os ataques vis ao sistema de metas inflacionárias acarretaram deterioração da curva de juros local, particularmente nos vértices mais longos, e desancoragem das expectativas. Embora a taxa de juros corrente esteja arrefecendo a atividade e induzindo uma constrição de crédito, magnificada pela derrocada das Lojas Americanas, a ausência de um arcabouço fiscal e as tentativas de intervencionismo do Estado na condução econômica impedem a queda da Selic. Além disso, a sequência de surpresas baixistas da inflação cessou em fevereiro e as projeções para 2023 encontram-se substancialmente acima da meta.

Diante desses diagnósticos, no exterior, continuamos projetando que as principais economias desenvolvidas atravessarão uma recessão no curto prazo. O aperto monetário nos EUA está próximo da conclusão, porém estimamos que os juros deverão permanecer altos por um tempo mais prolongado em função da tenacidade do mercado de trabalho e da dinâmica maléfica dos salários para a inflação. O crescimento chinês poderá atenuar o impacto dessa desaceleração sobre as economias emergentes, como o Brasil. Entretanto, a menor liquidez global e a elevação dos prêmios de risco exercerão uma pressão significativa em um país com posicionamento macroeconômico vulnerável como o nosso.

Paralelamente, os desafios fiscais brasileiros e a incapacidade de o governo eleito descer do palanque eleitoral, aceitar a realidade que se impõe e apresentar reformas que enderecem as fragilidades estruturais de nossa economia conforme a literatura e as evidências empíricas sugerem nos furta de qualquer grau de otimismo. Com pesar, conforme afirmamos desde o início do ano passado, o país rumo novamente para um regime macroeconômico insustentável já conhecido, caracterizado por juros elevados, inflação acima da meta, crescimento pífio e déficit fiscal crônico. No último episódio, em 2015-16, mesmo com um nível de endividamento inicial mais comedido, não escapamos de uma desvalorização cambial aguda e contração avassaladora da atividade quando esse regime eclodiu. O ponto de partida atual, com dívida líquida / PIB substancialmente maior, torna a atual aventura populista ainda mais irresponsável e amplifica seu potencial destrutivo.

Em termos de alocação, nos portfólios de crédito, o ceticismo relativo aos rumos da economia brasileira nos compele a manter a alocação concentrada em setores defensivos. Desde a revelação da fraude contábil envolvendo as Lojas Americanas, a aversão a risco no mercado de crédito se intensificou e os spreads de crédito abriram aproximadamente 100 bps em menos de dois meses, nos colocando em um patamar visto pela última vez em agosto de 2020, durante a pandemia. Nos setores cíclicos, como varejo, o movimento foi ainda mais devastador. Logo, um posicionamento mais conservador e um foco na conservação da liquidez são justificados. Do lado positivo, sinais de alta frequência que monitoramos, como o fluxo de resgates dos fundos da indústria, a largura dos bid-asks no secundário, a flexibilidade dos vendedores em negociar seus offers e a discrepância entre o mid spread e a marcação da Anbima, sugerem que a acomodação do mercado secundário esteja próxima.

A despeito desse conservadorismo e da maior vigilância sobre as empresas nas quais carregamos exposição, após a reprecificação ocorrida, nosso prognóstico para o desempenho da classe de crédito é otimista. Esse será um ano no qual a seleção de crédito permitirá a diferenciação dos gestores locais e poderá entregar retornos elevados através das oportunidades surgidas nesses últimos dois meses em papéis emitidos por empresas sólidas, com liquidez saudável, alavancagem moderada e geração de caixa robusta. Será um ano também no qual operações estruturadas e outros ativos colateralizados tipicamente investidos em mandatos high yield demonstrarão seu valor ao protegerem os investidores em comparação às tradicionais emissões sem garantias de companhias com não raramente com balanços vulneráveis, que em momentos de liquidez mais abundante e juros

menores são agraciadas pela benevolência do mercado, mas que são esfaceladas durante a fase de contração dos ciclos econômicos.

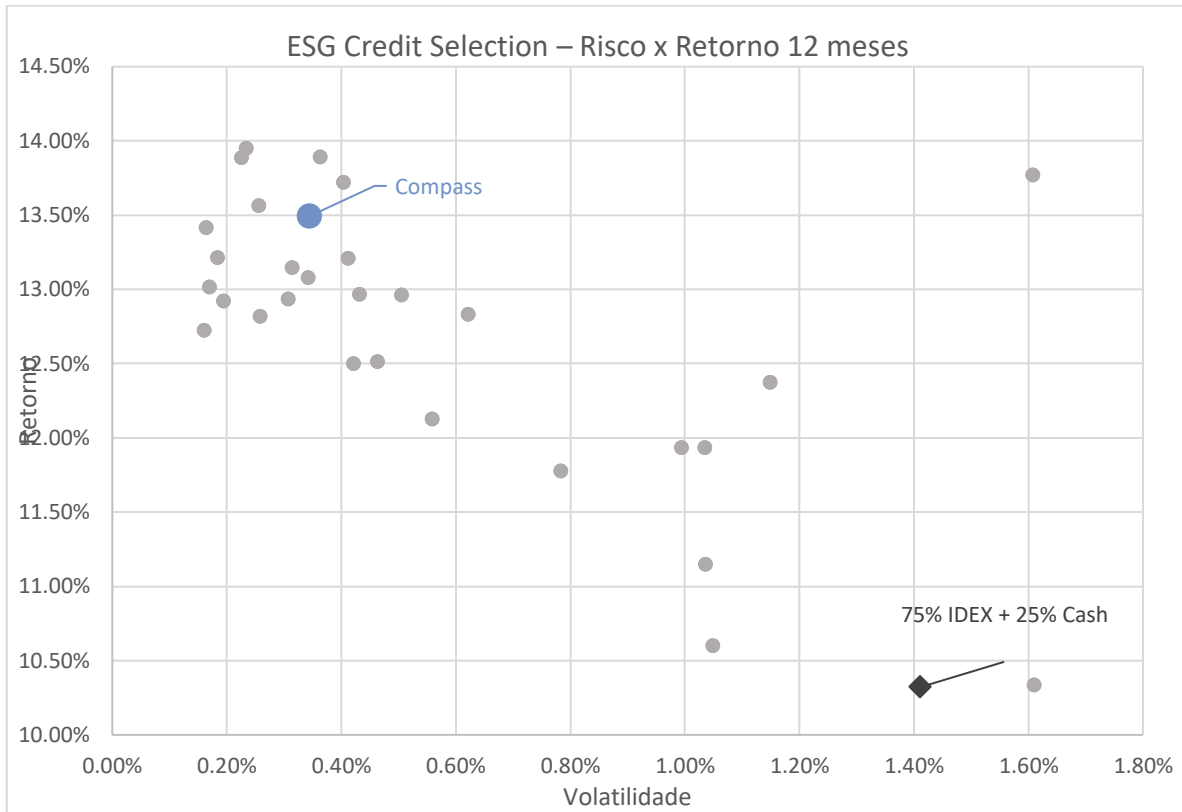
Em relação à exposição offshore dos portfólios, zeramos nossa alocação em bonds LatAm no início de fevereiro após a valorização expressiva ocorridas nos últimos meses. Nossa percepção de valor relativo se alterou drasticamente em face dessa apreciação e da concomitante abertura de spreads no mercado local. Vivemos um raro momento histórico no qual encontramos ativos de crédito locais com prêmios superiores a bonds de emissores com qualidade de crédito comparável. Em algum momento, essa relação necessariamente deverá se inverter, pois, em um mundo de investidores inerentemente avessos ao risco, a volatilidade mais acentuada dos bonds e a exposição a mais fatores de riscos por serem ativos prefixados, com custos não desprezíveis para hedge, exige um spread maior para esses ativos para remunerar o risco adicional.

02. FUNDOS DE CRÉDITO

No mês, o fundo Compass ESG Credit Selection ficou abaixo de seu benchmark (CDI) ao apresentar um retorno de +0,25%, equivalente a 27% CDI, acumulando nos últimos 12 meses um retorno de +13,54% (104% CDI).

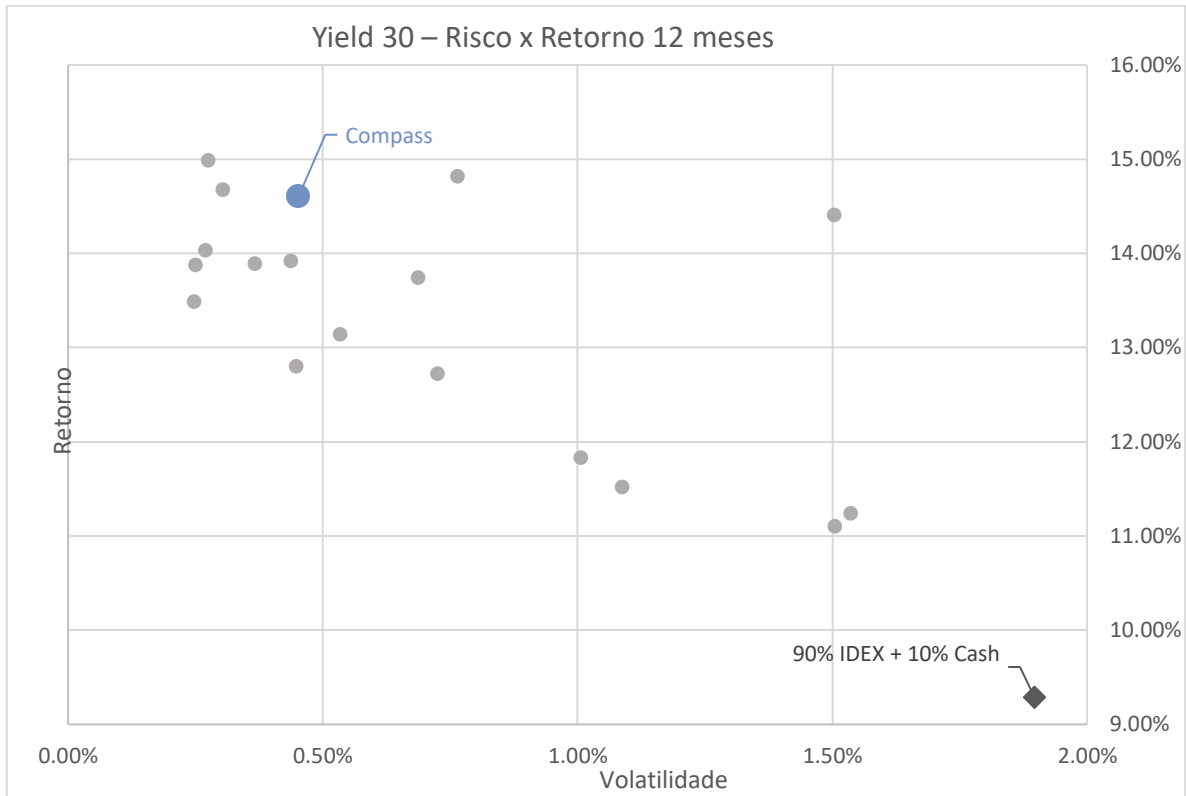
Após as derrocadas protagonizadas por Lojas Americanas e Light, o mercado de crédito sofreu com a contaminação produzida por gestores que, em meio a resgates, foram forçados a vender papéis, prolongando a abertura de spreads observada em janeiro. Nos últimos dias de fevereiro, houve sinais de estabilização do mercado, embora seja prematuro afirmar que o mercado esteja acomodado.

No total, a abertura de spreads desde o LAME Day foi de 80 bps, na média. No período, houve perdas em diversas debêntures. As mais expressivas envolveram Ambipar, Assaí, Cosan, Aegea, Moviada e Smartfit. São papéis nos quais certos gestores possuíam maior concentração e, por esse motivo, foram vendidos em maior volume para honrar resgates e manter os fundos enquadrados. JHSF, Desktop, Metrô SP, Unigel e Celesc foram resilientes e exibiram retornos positivos.



Em fevereiro, o fundo Compass Yield 30 ficou levemente abaixo de seu benchmark (CDI) ao apresentar um retorno de +0,79%, equivalente a 86% CDI, acumulando nos últimos 12 meses um retorno de +14,66% (112% CDI).

O fundo também foi prejudicado pela abertura de spreads desde o LAME Day e perdas em algumas debêntures como mencionadas no comentário acima do fundo Compass ESG, que possui exposições relativamente semelhantes. Porém, pelo fato do fundo estar em fase de captação forte desde a última quinzena do mês, o fundo se beneficiou da aquisição de papéis com deságio no secundário.



03. FUNDO DE AÇÕES

As ações brasileiras tiveram um desempenho bastante fraco em fevereiro devido às expectativas de taxas de juros mais altas nos EUA, incerteza sobre a situação fiscal do Brasil e preocupações com a real autonomia do Banco Central. Depois de um janeiro em alta, o Ibovespa caiu fortemente em fevereiro, -7,5% em reais e -9,8% em dólares, acumulando uma queda no ano de -4,4% em reais e -3,2% em dólares. Fevereiro foi um mês difícil para as ações globais em geral (S&P500 -2,6%), mas os preços dos ativos brasileiros sofreram mais devido ao ataque do governo à autonomia do Banco Central e à defesa de uma meta de inflação mais alta como atalho para a flexibilização monetária. Acreditamos que debater a meta de inflação certa é uma discussão legítima, mas fazê-lo antes de definir uma regra fiscal clara só resultou em mais desancoragem nas expectativas da inflação, dificultando eventuais cortes na Selic neste ano por parte do Banco Central. O governo prometeu anunciar um novo arcabouço fiscal em março, para posteriormente ser discutido pelo congresso. Construir uma regra fiscal crível e restritiva o suficiente para estabilizar a dívida pública em um prazo razoável pode ser desafiador diante das pressões por parte do governo para aumentar os níveis de gastos, mas ter uma nova regra fiscal, ainda que não ideal, com certeza é melhor do que a incerteza de não ter uma.

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, aumentamos a posição Net Long ao longo do mês, terminamos próximo a 66% no final de fevereiro, vindo de 55% no final de janeiro. Ao longo do mês, aumentamos a posição comprada nos setores de agronegócio, alimentos, bancos, serviços financeiros, varejo, consumo e energia elétrica; e diminuimos a posição comprada em bens de capital. O maior ganho no mês foi na posição comprada em Fibra Prologis; e as maiores perdas nas posições compradas em 3R, Hapvida e Anima.

Maior Ganho:

Fibra Prologis

Fibra Prologis teve um forte desempenho no mês de fevereiro, mesmo com a queda do índice de ações mexicanas no mês. A empresa continua 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.

Maiores Perdas:

3R

A 3R teve um desempenho negativo em fevereiro, como resultado da piora no crescimento da curva de produção e também pela paralisação temporária da produção do Polo Papa Terra. Vemos a 3R como uma história subestimada pelo mercado. Acreditamos que a empresa tem capacidade de gerar bastante valor para os acionistas no atual patamar de preço das ações. Concordamos que a companhia precisa começar a entregar em breve na frente de produção, mas as recentes mudanças na equipe de gestão foram um primeiro passo nessa direção, que, combinado à incorporação da última aquisição (Polo Potiguar), deve ajudar com que a percepção de risco diminua nos próximos meses. Negociando próximo a US\$ 5,0/2P, achamos que os riscos estão mais do que precificados no preço atual das ações.

Hapvida

Nossa posição em Hapvida teve um baixo desempenho em fevereiro. Ao nosso ver, existem alguns fatores que estão pesando no preço das ações, tais como: setor de saúde ainda encontrando seu equilíbrio após a pandemia (em 2022, o MLR médio do setor foi aprox. 7% superior aos níveis pré-pandemia, enquanto a Hapvida foi ~6,5% maior), a título informativo, ano passado o resultado consolidado das operadoras de saúde foi de prejuízo de aprox. R\$ 3,0 bilhões; incerteza sobre o impacto de mudanças regulatórias (como o Projeto de Lei dos Enfermeiros e o rol exemplificativo da ANS); ruído sobre saída de executivos importantes da empresa após fusão com a Intermédica.

Apesar disso, não vemos nenhuma mudança fundamental no modelo de negócio. O modelo verticalizado continua sendo o mais eficiente em controle de custos e uso de capital, além disso, a Hapvida mantém a liderança absoluta do segmento de baixa renda (com aproximadamente 50% de market share). Soma-se a isso o fato de o impacto ter sido sentido em todo o mercado de saúde suplementar, demonstrando que não foi uma perda de competitividade da Hapvida, o que poderia modificar a tese de investimento de longo prazo. Para 2023 acreditamos que tanto Hapvida quanto as operadoras de saúde precisarão repassar reajustes maiores (de 2 a 3x a inflação) para uma normalização da rentabilidade. Acreditamos ser esse o caminho natural para Hapvida e os competidores, de modo a recuperar a sustentabilidade da indústria.

Além disso, é importante mencionar, que o valuation atual da empresa já embute bastante incertezas. Dito isso, é extremamente importante a companhia melhorar a comunicação com o mercado e entregar resultados melhores, para que os investidores voltem a acreditar na tese estrutural do investimento, que ainda nos parece intacta.

Anima

A falta de notícias sobre um possível aumento do FIES com novas regras, além de taxas de juros de longo prazo mais altas no Brasil impactaram o setor de educação em fevereiro, especialmente empresas alavancadas financeiramente como a Anima.

Porém, do ponto de vista operacional não enxergamos nenhum fator que justifique tal movimento. Apesar de todos os desafios macroeconômicos, o processo de matrícula tem acontecido sem grandes contratemplos, e até onde temos visto o portfólio de ativos mais premium tem sido resiliente em termos de repasse da inflação.

A companhia está empenhada em expandir as margens com foco na redução nos custos de aluguéis e administrativos. Vale ressaltar que a empresa alongou o perfil da dívida e reduziu o custo da mesma em um “liability management” no fim de 2022 (reduzindo seu custo médio de capital em mais de 100 bps) e agora tem uma posição de caixa confortável para passar por 2023 sem necessidade de refinanciamento.

Acreditamos que o valuation da Anima esteja muito descontado e vemos a geração de caixa positiva em 2023, com conseqüente desalavancagem, como um importante gatilho para a valorização no preço da 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/.

