



CARTA MENSAL DOS GESTORES Fundos Compass

Maio 2023

ÍNDICE

	Pág.
01. Cenário Macroeconômico	3
<hr/>	
02. Fundos de Crédito	6
<hr/>	
03. Fundo de Ações	9
<hr/>	
04. Caso Unigel	11

CARTA MENSAL DOS GESTORES – FUNDOS COMPASS

01. Cenário macroeconômico

Em maio, os mercados globais foram influenciados pelas discussões envolvendo a suspensão do teto da dívida federal nos EUA. A ameaça de um inesperado default norte-americano acarretou forte aversão a risco até o final do mês, com abertura das taxas de juros e desvalorização dos ativos de risco. A situação foi solucionada apenas dias atrás, causando uma disparada do S&P 500, que voltou a patamares vistos pela última vez em agosto do ano passado e flertou com o nível de 4.300 pontos. Simultaneamente, os indicadores macroeconômicos ainda transparecem uma economia aquecida, com desemprego atingindo 3,4%, abaixo do consenso de 3,6%, e forte demanda por bens duráveis. A leitura de inflação em linha com a expectativa e os pedidos de seguro-desemprego crescendo modestamente ampliaram as apostas de uma retomada do aperto monetário nos EUA, causando abertura da estrutura a termo dos juros. Nesse momento, a curva já embute uma probabilidade não desprezível de ao menos mais uma alta de 25 bps.

Paralelamente, na Europa, os indicadores antecedentes ainda apontam para um quadro desafiador para a atividade. Em concomitância, os índices de preços mostram que o trabalho do BC europeu não está finalizado, e o mercado precifica novas altas de juros nas próximas reuniões, preservando o ritmo atual de 25 bps. Notamos que a dinâmica inflacionária persistente no continente, que emergiu a partir de um notável choque de preços de commodities energéticas, agora é mais explicada por fatores domésticos, como alta de salários reais, mercado de trabalho apertado e companhias com poder de barganha para aumento de margens operacionais. Desse modo, o benefício da queda do preço do gás natural e de outras commodities relevantes nas cestas de bens e serviços parece estar se dissipando, enquanto outros itens sofrem contaminação da inflação passada elevada e do mercado de trabalho ainda relativamente justo.

Em relação à China, o mês foi caracterizado pela divulgação de indicadores macroeconômicos sinalizando uma desaceleração na recuperação da atividade. A contração de vendas no varejo em abril, com ênfase aos segmentos de eletrodomésticos, móveis e alimentação, bem como o investimento em capital fixo abaixo do consenso e a produção industrial mais fraca são indícios de que o momentum da recuperação diminuiu. Esse quadro influenciou negativamente os preços das commodities globais e reacendeu a possibilidade de estímulos, em particular no setor imobiliário, que é uma força motriz do crescimento chinês. Estimamos que esse seja o caminho preferencial do governo, pois a redução de taxa de juros é inconcebível diante dos elevados juros nos EUA, dificultando o controle do câmbio pelo BC chinês. No curto prazo, o risco de uma nova onda de Covid-19 deve ser monitorado, embora haja indícios de que tanto o governo como a população estejam confiantes para enfrentar essa nova onda sem a necessidade de uma política de isolamento social ortodoxa.

No Brasil, os indicadores macroeconômicos trouxeram surpresas positivas em relação ao crescimento do PIB em 2023 e à dinâmica inflacionária. No tocante à atividade, o PIB do primeiro trimestre veio acima das expectativas graças a uma safra recorde em várias culturas, propulsando o crescimento do setor agropecuário, ao passo que o setor de serviços e, em particular, a indústria seguem se arrefecendo em função da política monetária contracionista. Ainda assim, as vendas no varejo e a produção industrial vieram acima do esperado, reforçando o vigor da atividade econômica e indicando um espaço mais limitado para cortes de juros nesse semestre. O desempenho do agro nos faz estimar agora um avanço do PIB mais próximo de 2,0% para 2023.

Paralelamente, o IPCA-15 do mês registrou variação mensal de 0,51%, ante um consenso de 0,64%. O indicador confirmou o técnico e louvável trabalho do Banco Central no combate à inflação perniciosa que acometeu a economia nos últimos trimestres. Embora o número cheio tenha sido positivo, ainda vemos os núcleos se comportando com certa resiliência. Desse modo, embora o indicador proporcione um alento, não muda nossa projeção de que cortes da Selic somente ocorrerão a partir da reunião de setembro e de forma gradual perante uma política fiscal ainda expansionista, com a taxa encerrando 2023 em 12,75%. A resiliência do mercado de trabalho, com recuo da taxa de desemprego e aumento da massa salarial real efetiva, também sustenta nossa visão sobre a Selic.

Na arena política, as últimas semanas revelaram um esgarçamento na relação entre o governo federal e o legislativo, com destaque para o Congresso. A ineficácia da coordenação política atingiu seu pináculo em meio à aprovação da MP 1154, que modifica a estrutura administrativa e formaliza a criação dos ministérios adicionados por Lula logo no início de seu mandato. A aprovação somente momentos antes da caducidade da MP foi derivada da insatisfação de deputados com a interlocução federal e a liberação de verbas. Entendemos que o episódio não ameaça a aprovação das medidas econômicas discutidas nas semanas precedentes, como o novo arcabouço fiscal, porém gera incertezas sobre a capacidade de a minguante coalização governista prosseguir com o restante da pauta no segundo semestre.

Ainda nesse âmbito, é pertinente uma atualização sobre a alteração da meta inflacionária. Em maio, a probabilidade de elevação da meta para pelo menos 4,0% declinou na margem à medida que a equipe econômica é persuadida sobre os efeitos colaterais nefastos desta para a trajetória da taxa de juros. O movimento recente da curva de juros local é explicado parcialmente por esse fenômeno, que atinge especialmente as expectativas para 2025 em diante. Em nossa avaliação, após a compressão dos prêmios nos vértices mais curtos, que realmente estavam exagerados em face da alta taxa de juros real ex-ante e da desaceleração dos indicadores antecedentes de atividade e inflação, a curva atualmente subestima o risco de elevação da meta e, especialmente, o risco fiscal de médio prazo.

Avançando para o mercado de crédito offshore, a turbulência vivenciada nos mercados globais no período exacerbou a volatilidade dessa classe de ativos, que está andando de lado nos últimos meses.

Nesse momento, continuamos céticos com o investimento em bonds, pois as estimativas de defaults corporativos no espectro high yield estão aumentando continuamente, com destaque para a América Latina. Concomitantemente, não observamos um prêmio de risco adequado para absorver o impacto dessa maior taxa de defaults e remunerar apropriadamente as incertezas do atual cenário macroeconômico global. Efetuando uma análise histórica, depreendemos que há uma distância de 100 a 200 bps entre o spread atual e aquele verificado em outros períodos de stress e elevação das taxas de default.

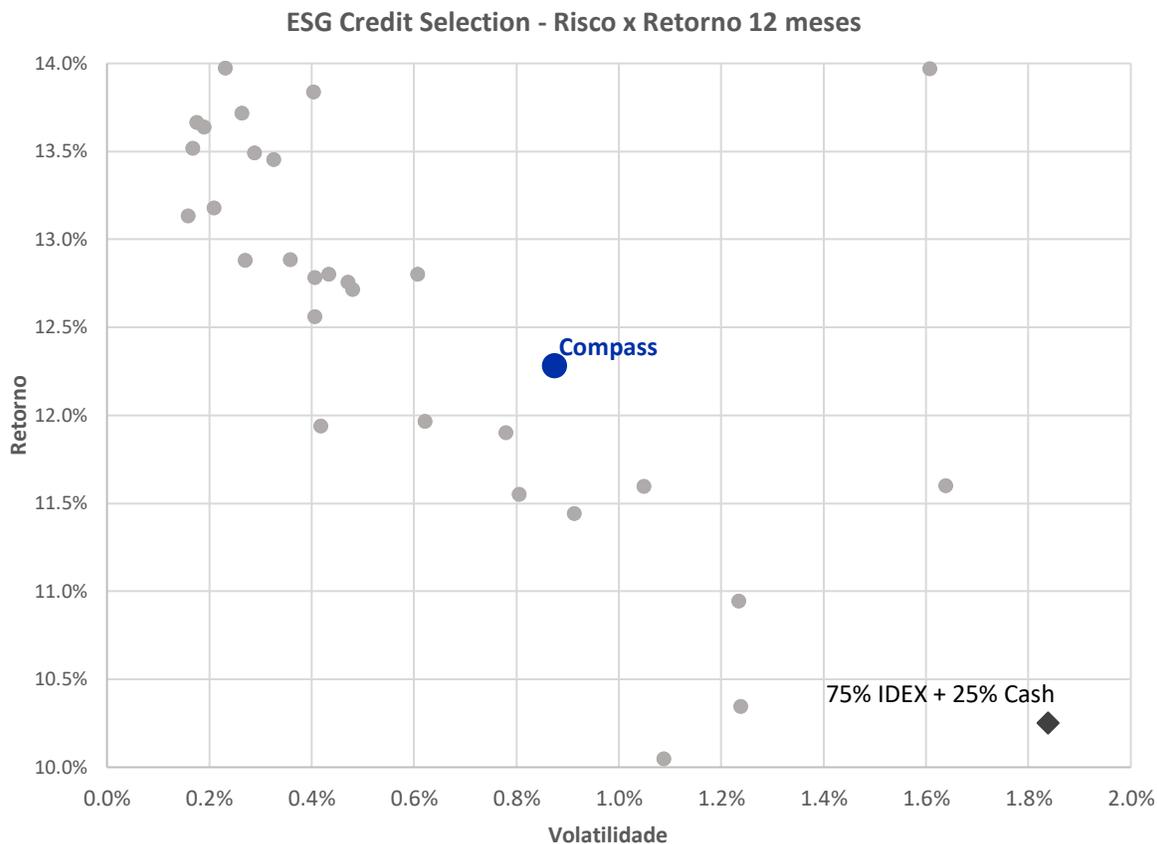
No mercado de crédito brasileiro, felizmente constatamos uma importante inflexão. A abertura sistemática de spreads experimentada nos últimos quatro meses como desdobramento do default das Lojas Americanas e de outros subsequentes foi estancada. Nos últimos dias do mês, observamos papéis de empresas high-grade, em particular na faixa de rating AAA nacional, passarem por leve compressão de spreads. O secundário ganhou mais liquidez e o mercado está mais comprador, registrando uma série de negócios a taxas inferiores à marcação da Anbima. Nesse ambiente, houve retomada das ofertas primárias, com destaque para a emissão de debêntures da CEMIG, totalizando R\$ 2 bilhões, colocada integralmente entre players do mercado de crédito, sem encarteamento pelos bancos coordenadores. Em conjunto, esses sinais nos deixam otimistas com o desempenho da classe nos próximos meses e confirmam nosso call de que, ainda no curto prazo, haveria de fato uma estabilização do mercado, dada a intensidade da abertura de spreads desde janeiro.

02. Fundos de Crédito

No mês, o fundo Compass ESG Credit Selection ficou abaixo de seu benchmark (CDI) ao apresentar um retorno de +0,31%, equivalente a 27% CDI, acumulando nos últimos 12 meses um retorno de +12,33% (92% CDI). Em maio, o mercado de crédito passou por uma inflexão. Os spreads finalmente iniciaram uma compressão, especialmente nos papéis de maior qualidade de crédito. O mercado ganhou liquidez e está mais tomador. Nesse ambiente, também houve retomada das ofertas primárias. Projetamos que esse comportamento se manterá nos próximos meses.

No período, os principais ganhos foram provenientes das exposições em Aura Minerals, Aegea, Armac, Zamp (Burger King), Desktop, Movida e Smartfit. Em paralelo, sofremos com a remarcação da debênture da Unigel, que foi zerada integralmente dos portfólios.

Em termos macroeconômicos e políticos, não houve notícias capazes de afastar nosso pessimismo com a trajetória política e macroeconômica local. Logo, em termos setoriais, a alocação segue concentrada em setores defensivos e, portanto, de menor ciclicidade. Por ser um fundo mais conservador, ainda estamos gerindo a liquidez com prudência, aguardando uma estabilização completa do mercado de crédito. Encerramos o mês com carregamento bruto de CDI + 2,4% a.a., duration de 2,2 anos e rating médio local AA.

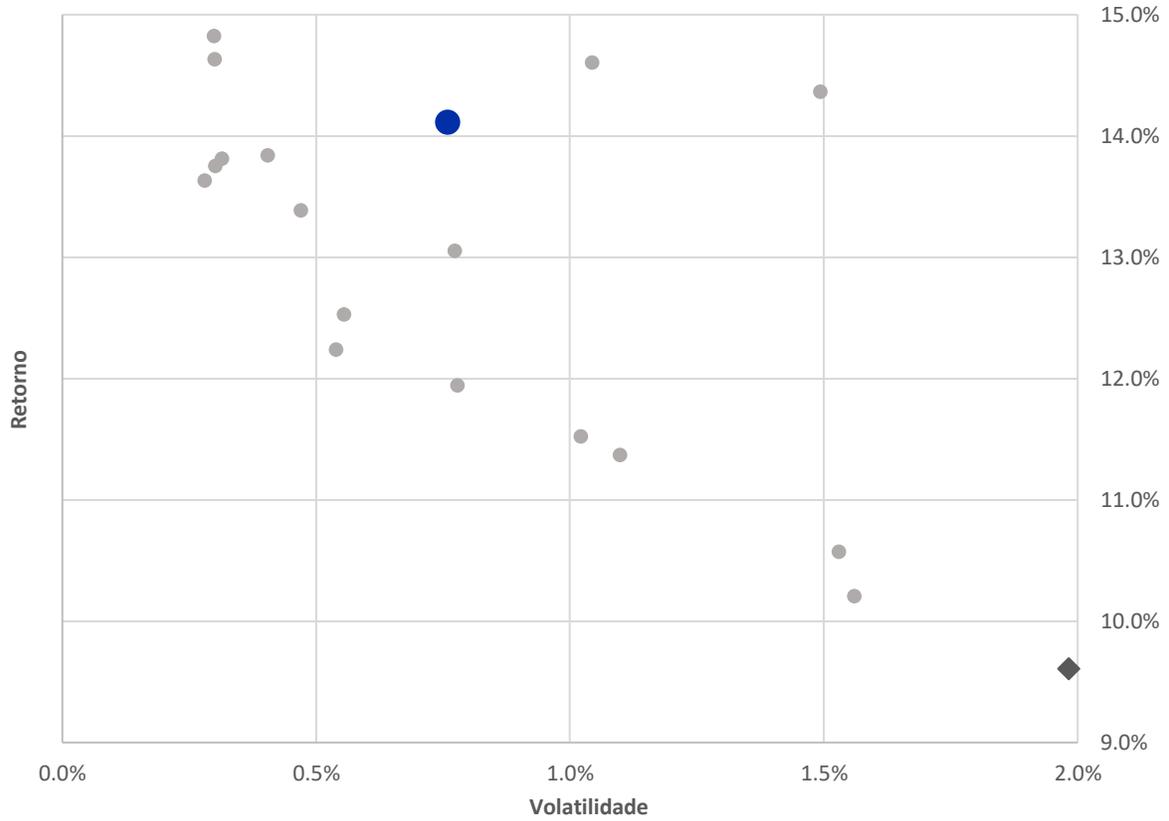


No mês, o fundo Compass Yield 30 ficou abaixo de seu benchmark (CDI) ao apresentar um retorno de +0,78%, equivalente a 70% CDI, acumulando nos últimos 12 meses um retorno de +14,16% (104% CDI). Em maio, o mercado de crédito passou por uma inflexão. Os spreads finalmente iniciaram uma compressão, especialmente nos papéis de maior qualidade de crédito. O mercado ganhou liquidez e está mais tomador. Nesse ambiente, também houve retomada das ofertas primárias. Projetamos que esse comportamento se manterá nos próximos meses.

No período, os principais ganhos foram provenientes das exposições em Aura Minerals, Aegea, Armac, Zamp (Burger King), Desktop, Movida, Oncoclínicas, Orizon e Smartfit. Em paralelo, sofremos com a remarcação da debênture da Unigel, que foi zerada integralmente dos portfólios.

Por se encontrar em estágio de captação e crescimento, estamos aproveitando os influxos para aquisição de papéis desagiados nos setores descritos. Encerramos o mês com carregamento bruto de CDI + 2,8% a.a., duration de 2,5 anos e rating médio local AA.

Fundo Compass Yield 30 - Risco x Retorno 12 meses



03. Fundo de Ações

Maio começou com uma performance muito positiva para as ações brasileiras, com o Ibovespa subindo 6% na primeira quinzena do mês, após uma série de desenvolvimentos fiscais/políticos positivos e dado de inflação abaixo do esperado. No entanto, o Ibovespa perdeu fôlego no final do mês e encerrou em alta de 3,7%. O ambiente econômico brasileiro melhorou claramente em maio. A aprovação do novo arcabouço fiscal na Câmara dos Deputados, ainda que não ideal, certamente foi positiva, pois limita as chances de deterioração descontrolada das contas fiscais do país. Enquanto isso, dado de inflação abaixo do esperado e revisões para baixo nas expectativas de inflação reforçaram as perspectivas de que o Banco Central pode começar a cortar as taxas de juros em algum momento de agosto/setembro. O papel do Congresso em ajustar/melhorar a nova estrutura fiscal, apoiar a autonomia do Banco Central e bloquear mudanças na legislação de água e esgoto recentemente aprovada ajudou a definir os limites para o novo governo. Todos esses desenvolvimentos positivos reduziram a percepção de risco político/fiscal e acabaram por derrubar as taxas de juros reais de longo prazo. Vemos espaço para que as taxas continuem caindo, especialmente se o governo conseguir mostrar maneiras concretas de aumentar as arrecadações. Por outro lado, as altas taxas de juros nos EUA e as chances cada vez menores de serem cortadas neste ano, combinadas com perspectivas de crescimento decepcionantes na China, podem ajudar a explicar o menor apetite dos investidores estrangeiros por ações brasileiras e de mercados emergentes em geral.

Os principais riscos que continuamos vendo para as ações brasileiras no curto/médio prazo são: aprovação do novo arcabouço fiscal, mudanças na meta de inflação e discussão da reforma tributária; crise de crédito nos bancos internacionais e tamanho da queda na atividade econômica nos Estados Unidos; crescimento da China. Em relação ao fundo Compass LB, não alteramos o Net Long, terminamos próximo a 48% no final de maio, mesmo patamar do final de abril. Ao longo do mês, aumentamos a posição comprada no setor de alimentos e propriedades/shopping; e diminuimos a posição comprada nos setores de agronegócio, bancos e consumo. Os maiores ganhos no mês foram nas posições compradas em GPS, Natura e Anima; e a maior perda no mês foi na posição comprada em Assai.

Maiores Ganhos

GPS Participações: As ações da GPS tiveram um forte desempenho em maio, com o mercado animado após os sucessivos resultados positivos da empresa, mesmo dentro de um ambiente econômico desafiador no Brasil. No primeiro trimestre de 2023 a empresa surpreendeu o mercado, mostrando uma receita resiliente e margens fortes, o que levou a uma reavaliação para cima das estimativas futuras da empresa. Em nossa visão, o segmento de serviços terceirizados, por possuir um perfil relativamente inelástico de demanda essencial, historicamente é mais resiliente em períodos de crise, e acreditamos que a confiança do mercado com a empresa tem se fortalecido a cada resultado positivo e, ao longo do tempo, o mercado irá ajustar o valuation da empresa, o qual ainda vemos com uma assimetria positiva.

Natura: Em maio a Natura recuperou a underperformance observada em abril e fechou o mês com uma alta de aproximadamente 26%. Os resultados do 1Q23 apesar de confirmarem uma dinâmica mais desafiadora de queima de caixa, que é mais pontual e sazonalmente pior no início do ano, foi mais do que compensado por uma expansão acima do esperado em margem bruta e EBITDA para a maioria das unidades de negócio. A surpresa operacional no 1Q23 combinou também com uma melhora na perspectiva macro e antecipação de um cenário de início de corte de juros até o final do ano. Seguimos vendo a Natura negociando a um múltiplo significativamente abaixo dos mínimos históricos e com a venda da Aesop a empresa se encontra em uma situação mais confortável para seguir focada em endereçar os problemas de rentabilidade das suas marcas Avon e TBS, com uma situação de alavancagem e consumo de caixa mais equilibrados.

Anima: As ações da Anima tiveram um bom desempenho no mês de maio, puxada principalmente pelo aumento da expectativa do mercado sobre o início da queda de juros no segundo semestre de 2023. Esse movimento se espalhou por todo o setor de educação, cujo preço das ações havia sido bastante afetado pelo movimento de alta dos juros. Além disso, o impacto da queda dos juros em Anima é ainda maior, dado que a companhia possui uma alavancagem alta após a compra dos ativos da Laureate. Outro ponto que afetou a performance do papel foi a divulgação do resultado do primeiro trimestre de 2023, onde a Anima apresentou um resultado satisfatório do ponto de vista operacional, o que ajudou a acalmar o mercado após o quarto trimestre de 2022, onde a companhia apresentou uma queima de caixa anormal e uma queda pontual na receita de Inspirali. Apesar da performance positiva no mês ainda vemos Anima com um valuation descontado em relação ao histórico e a qualidade dos seus ativos.

Maiores Perdas

Assai: Maio seguiu com os mesmos pontos de pressão de abril levando as ações do Assai a uma performance negativa no mês. Cenário operacional continua desafiador por conta dos efeitos que a deflação de alimentos traz para o crescimento de vendas mesmas lojas e alavancagem operacional, intensificado por uma posição técnica ainda pesada dado o processo de saída do acionista controlador. Seguimos com uma posição reduzida no papel frente aos desafios de curto prazo e mantemos o viés mais construtivo de que se trata de questões temporárias e não estruturais. Vemos a empresa negociando a um valuation atrativo, abaixo de 10x P/E 2024 e seguimos confiantes de que o management seguirá com uma boa execução operacional à medida que avança no robusto plano de conversão de supermercados Extras em atacarejo do Assai, sendo um dos principais players para capturar o crescimento estrutural do modelo de atacarejo versus outros formatos no varejo alimentar.

04. Caso Unigel

Na carta desse mês, dedicaremos uma seção especial à Unigel em função do impacto negativo sofrido com a remarcação dos papéis da emissora. Em maio, o Compass ESG e o Compass Yield 30 detinham uma posição de 3% e 2% nas debêntures da empresa, respectivamente. Também possuíamos exposição aos bonds da empresa em portfólios offshore. Conforme comunicação tempestiva feita pela nossa equipe de sales, infelizmente fomos atingidos por uma remarcação dos spreads após um resultado inesperadamente fraco no primeiro trimestre. A intensidade do evento justifica esse detalhamento como exercício de transparência para com nossos investidores.

Grosso modo, carregávamos exposição às debêntures da companhia desde o final do ano passado. Nossa tese de investimento estava alicerçada em alguns pilares. Primeiramente, a Unigel se posicionava como uma companhia com fundamentos de crédito sólidos. Após fortes resultados em 2022, a empresa, distintamente de outros períodos de sua história, aproveitou o período de bonança para robustecer sua estrutura de capital e recrudescer sua liquidez. Também implementou estratégias de hedge para proteção de suas exposições a câmbio e commodities. De fato, no final do 4T22, apresentava indicadores salubres, com destaque para a diminuta alavancagem, com razão entre dívida líquida e EBITDA de apenas 1x, aproximadamente, e caixa suficiente para cobrir as amortizações até 2026, quando haveria o refinanciamento do seu bond de USD 530 mm.

Concomitantemente aos números confortáveis, a Unigel implementou diversas ações que diversificaram o negócio e reduziram a dependência de acrílicos e estirenos, suavizando a ciclicidade da geração de caixa. Em particular, o ingresso no segmento de fertilizantes mediante fabricação de amônia e ureia teoricamente proporcionariam maior resiliência à companhia e maiores margens em decorrência do unit economics dessa nova operação, de acordo com os números informados pelo management. Logo, haveria um incremento de geração de caixa significativo sem um desembolso elevado de capex em função do arrendamento de duas plantas produtivas da Petrobras como alternativa à construção de unidades produtivas proprietárias.

Naturalmente, a despeito desses fatores positivos da operação da Unigel, não se tratava de um crédito sem riscos. A principal fonte de incertezas derivava da expectativa de contração dos spreads petroquímicos ao decorrer de 2023, movimento natural no setor de commodities, especialmente após um período de spreads superiores à média. Trata-se de uma reversão à média historicamente recorrente e estatisticamente previsível. No caso da Unigel, a mitigação provinha de sua estrutura de capital balanceada e, especialmente, de sua liquidez fortalecida. Em nossa experiência, empresas de commodities que combinam essas características conseguem atravessar os ciclos sem comprometimento da saúde financeira, pois a queda de resultado não majora substancialmente a alavancagem e o caixa pode ser empregado para postergar o acesso ao mercado de capitais, evitando a contração de dívidas curtas e onerosas em um momento de fragilidade setorial.

Em termos quantitativos, para a Unigel, até o início de abril, quando os resultados do 4T22 foram publicados, o management comunicava ao mercado um guidance de EBITDA de USD 200 mm. Evidentemente, embutia um declínio expressivo de resultado em relação a 2022, quando o EBITDA se aproximou de USD 400 mm. Não obstante esse recuo, com uma dívida líquida de USD 600 mm, a alavancagem líquida permaneceria próxima a 3x. Em nossas projeções, assumindo premissas mais conservadoras, a companhia entregaria USD 150 mm de EBITDA e a alavancagem alcançaria pontualmente 4x, recuando na sequência. A despeito do cenário combalido, a Unigel ainda assim não teria risco de refinanciamento. Os relatórios de rating publicados no início desse ano e as projeções de sell-side e buy-side consultados corroboravam essa visão.

Vale enfatizar que, no momento da divulgação do 4T22, os spreads petroquímicos já haviam recuado e se estabilizado no patamar mais deprimido que nós e o mercado esperávamos para 2023, bem como a própria empresa. Portanto, era razoável inferir que os economics da empresa divulgados ao mercado no 4T22 já contemplavam essa nova realidade. Desse modo, a assimetria do crédito era positiva, com pouco espaço para deterioração e um upside relevante à medida que os spreads se recuperassem a partir de 2024. Por essa razão, a debênture da Unigel, UGEL11, foi um dos papéis que menos sofreram ao decorrer da abertura generalizada de spreads ocorrida nos últimos quatro meses subsequentemente ao default das Lojas Americanas.

Cerca de um mês depois, quando houve a divulgação dos números do 1T23, a companhia revelou um quadro diametralmente oposto, com aguda degradação dos seus indicadores. Foi uma corrosão inexplicável em um período tão curto e sem nenhuma variação conjuntural nos spreads petroquímicos. Para fins ilustrativos, o EBITDA trimestral foi de apenas USD 20 mm e a queima de caixa foi acentuada. Em síntese, de acordo com as informações transmitidas pelo management, no cenário mais otimista, a Unigel agora entregaria um EBITDA de somente USD 80 mm, levando sua alavancagem líquida para 7,5x. No cenário básico que traçamos, mais realista e seguro diante das falhas de comunicação do management e da baixa credibilidade deste após o evento descrito, a companhia atingiria uma alavancagem líquida próxima a 10x.

Em face desse diagnóstico, prontamente agendamos uma reunião com a companhia para escrutinar o ocorrido. Ademais, conversamos com outros investidores, agências de rating e sell-sides para obtermos visões independentes. Embora seja prematuro e leviano fazer qualquer afirmação nesse momento, a sequência de eventos suscita a possibilidade de que a Unigel tenha cometido, no mínimo, equívocos graves na comunicação com o mercado, ofuscando o verdadeiro impacto que a conjuntura atual, conhecida desde o final do ano passado, teria sobre seu desempenho em 2023. Aparentemente, mas sem afirmações contundentes que exigem investigação minuciosa, a bonança de 2022 foi propícia para turvar o real unit economics das operações da Unigel e ocultar os problemas que o negócio de fertilizantes enfrentaria esse ano. Por conseguinte, além de sugerir deslizamentos na gestão financeira, o ocorrido nos fez refletir sobre a governança corporativa da Unigel.

Em meio a esse turbilhão, naturalmente houve uma desvalorização aguda dos papéis da companhia. Poucos dias após a divulgação do 1T23, os bonds passaram a negociar próximos a 50% do par, enquanto as debêntures operaram a 70% do par. Em paralelo, tanto a Fitch como a S&P rebaixaram os ratings da companhia: na escala global, a primeira aplicou um downgrade de dois notches, para B, mantendo uma perspectiva negativa, e a segunda reduziu o rating em um notch, para B+, também com perspectiva negativa. Logo, ambas as agências acreditam não ser desprezível a possibilidade de downgrades adicionais no curto prazo, aproximando a Unigel de outras empresas em delicada situação creditícia.

Independentemente da análise fundamentalista, nossas políticas internas de gestão de risco dos portfólios exigem uma discussão em comitê de risco de casos como esses. A forte desvalorização experimentada, juntamente com a deterioração aguda e repentina do crédito e nossa visão negativa sobre a governança da Unigel tornaram insustentável a manutenção da posição nas debêntures da empresa nos portfólios locais, que possuem um orçamento de risco mais conservador. Para exemplificação, o rating da Fitch é equivalente a um BB+(bra) em escala nacional, uma nota extremamente frágil e preocupante para um papel sem qualquer garantia real. Portanto, nossas políticas individualmente sugeririam a venda do ativo para proteção do patrimônio dos nossos investidores a despeito de fortuita possibilidade de recuperação futura da companhia. Perante a gravidade do ocorrido, a sugestão foi acatada pela gestão.

Todavia, a análise fundamentalista também suportou essa decisão ao demonstrar que a probabilidade de perdas adicionais não era desprezível. Nesse aspecto, o estudo de valor recuperável realizado pelo nosso time mostrou que, diante dos verdadeiros números e economics da Unigel, a alavancagem líquida projetada é insustentável. Uma saída nesses contextos é a injeção de capital pelos acionistas, porém a reunião com o management foi permeada por uma serenidade desconcertante, transparecendo uma suposta falta de urgência do controlador da companhia no endereçamento do quadro. As alternativas sugeridas, compreendendo venda de ativos, concessão de garantias e a convocação de um novo sócio para aportar em projetos em desenvolvimento pela empresa nos pareceram temerárias e morosas para resolver os dilemas financeiros de curto prazo da Unigel.

Provendo detalhes para esclarecimento de nossa avaliação, a opção de venda de ativos é questionável em função do múltiplo atual de negociação de operações petroquímicas. Em nossas estimativas, calculadas com base em pares como Braskem e outros players do setor, seria factível vender a 5x EV/EBITDA a planta da Unigel instalada no México, que foi mencionada na reunião com o management como a principal candidata à monetização. Como a alavancagem líquida projetada para a empresa é de 10x DL/EBITDA, o efeito negativo da redução do EBITDA provocada pela alienação da planta mais do que anula o benefício da queda da dívida líquida consolidada, destruindo valor para o credor e para o acionista.

Em relação às duas alternativas adicionais sugeridas pelo management, a concessão de garantias é ineficaz. A Unigel possui exclusivamente ativos operacionais, cuja exequibilidade em um cenário de recuperação judicial é controversa por abranger ativos essenciais à operação da empresa, que tipicamente são blindados nesses processos. No tocante ao ingresso de um novo investidor, duvidamos seriamente dessa medida caso não seja acompanhada de um haircut de dívida, afinal, ninguém aceitará injetar recursos em uma empresa com uma estrutura de capital tão desbalanceada. Ademais, o capex necessário para conclusão do projeto de hidrogênio e amônia verdes, que o management apresentou como atrativo para um novo sócio, é elevado, obrigando a Unigel a desistir de uma participação expressiva no mesmo em benefício do novo sócio, que teria que assumir parcela relevante dos investimentos. Esse contexto torna ainda mais desafiador trazer um novo investidor para o projeto.

Adentrando a possibilidade de um haircut, nossa análise de valor recuperável revelou que, sem uma injeção de capital, a revisão de contratos com fornecedores de gás natural (Petrobras) e a graça divina de uma recuperação imediata dos spreads petroquímicos, a Unigel precisaria aplicar um haircut de pelo menos 40% em sua dívida para alcançar um endividamento satisfatório. Desse modo, os debenturistas e bondholders sofreriam uma perda de principal expressiva. Conforme descrevemos, esse é o cenário mais provável com o qual trabalhamos no momento e que já está precificado integralmente nos bonds, porém não nas debêntures.

Utilizando os resultados dessa análise, depreendemos que a venda das debêntures a 70% do par foi acertada. Essa conclusão é reforçada pela disparidade entre as debêntures e os bonds salientada anteriormente, oriunda da iliquidez e da baixa profundidade do mercado local, que prejudicam a precificação de ativos de crédito. Nesse sentido, entendemos que o mercado offshore, por ser mais desenvolvido, precificou adequadamente o risco, enquanto o mercado local, na única oportunidade de saída do papel apresentada até o momento, superestimou o potencial ganho que os debenturistas poderão auferir em uma assembleia de credores. Como essas janelas de saída são raras e fugazes em eventos de crédito desse tipo, zeramos imediatamente a posição em um preço julgado vantajoso.

Evidentemente, não terceirizamos integralmente a responsabilidade do evento para a companhia. Ocorridos dessa natureza demandam obrigatoriamente uma reflexão sobre o nosso processo de investimento. Até o momento, acreditamos que a principal lição aprendida aqui é aprimorar a granularidade e qualidade dos dados e informações que acessamos, utilizando soft data e dados alternativos hoje disponíveis graças aos avanços de AI, para ganharmos cada vez mais visibilidade sobre as empresas dos portfólios e, especialmente, sobre a governança delas. Os eventos de crédito de 2023 mostraram que o mercado precisa urgentemente encontrar alternativas para não depender dos auditores independentes e do management dos emissores ao estruturar suas análises. Lamentavelmente, no Brasil, cujo mercado financeiro ainda está longe da maturidade, crises de governança não são raras, inclusive em empresas longevas, como é o caso de Unigel. Embora esse caráter embrionário do nosso mercado proporcione oportunidades para geração de alfa e diferenciação atrativas, de tempos em tempos situações como a relatada aqui invariavelmente se

materializam e precisamos encontrar meios concretos para antecipá-las. Esse será o esforço do time de análise e gestão da Compass nos próximos meses.

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/.

