

# Resenha **Crédito Privado**

---



**Novembro** de 2024



# Equipe Trígono

---



**Werner Roger**  
Sócio Fundador e CIO, CGA



**Marcelo Antonio Tramontina Peixoto, CGA**  
Head e Gestor de Crédito Privado



**Rômulo Bredt, CGA, CNPI**  
Co-gestor e Analista de Crédito Privado



**Larissa Marrocos, CPA-20**  
Analista de Crédito Privado



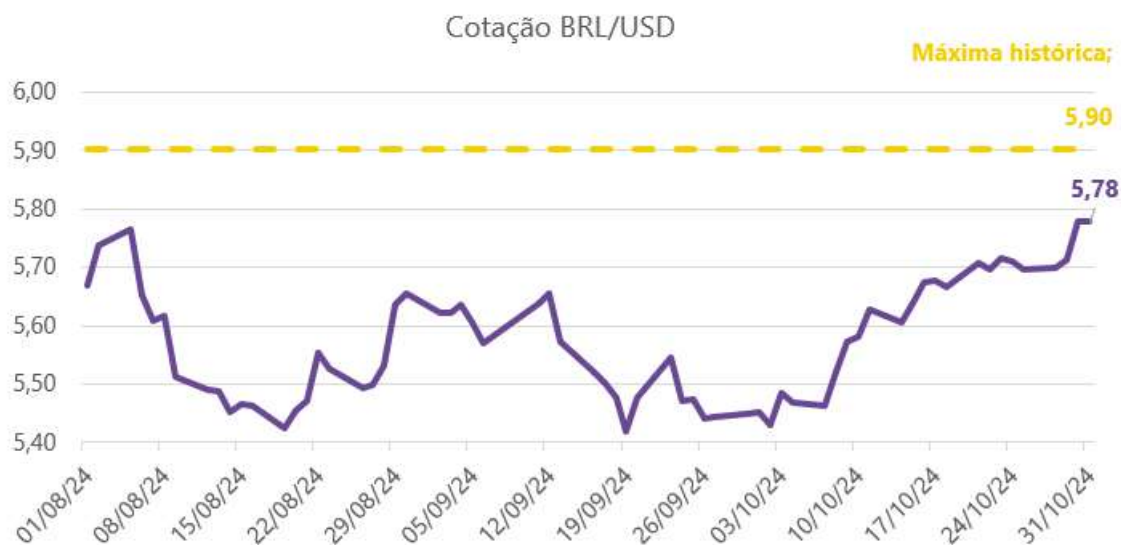
**Eric Gordon Findlay**  
Estagiário de Crédito



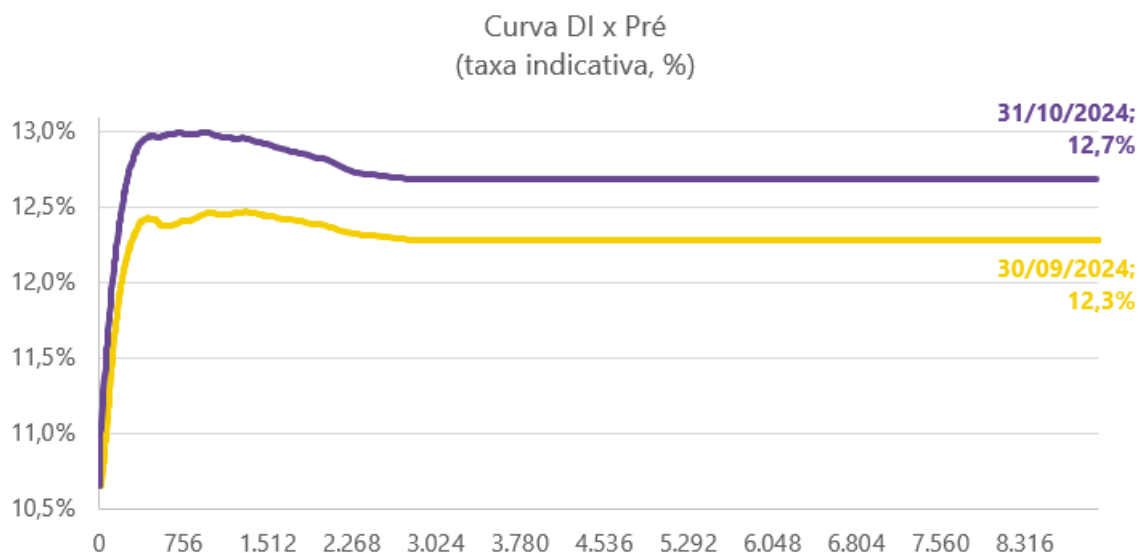
# Resenha **Crédito Privado** \_\_\_\_\_ **Novembro** de 2024

Mês complicado para as curvas de juros: em âmbito local e internacional!

Por aqui, com o fim das eleições municipais, a expectativa do mercado era grande de que algum anúncio de pacote fiscal fosse feito. Na mídia, ventilava-se algo entre R\$ 30 e R\$ 50 bilhões. Nada se materializou até o presente momento. E o mercado respondeu, via dólar (diga-se desvalorização cambial) e na disparada dos juros que acabam retroalimentando o preocupante risco fiscal!



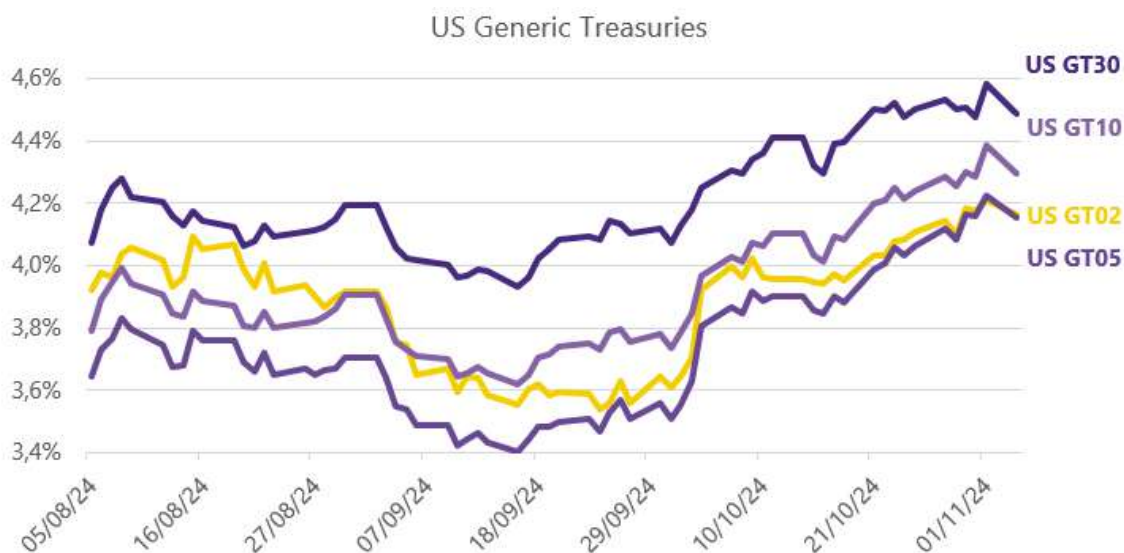
Fonte: Quantum Axis, elaboração Trígono Capital



Fonte: Quantum Axis, elaboração Trígono Capital



Sem dúvida, também tem aí uma pitada de influência do comportamento das *US treasuries*, que foram incorporando ao longo do mês o risco inflacionário de uma maior probabilidade da vitória do candidato Donald Trump, que por sinal, se concretizou, (principalmente no tocante ao corte de impostos e ao seu protecionismo comercial). Sem falar do crescente e preocupante déficit fiscal norte-americano que convenhamos preocupa e agrava-se no longo prazo.



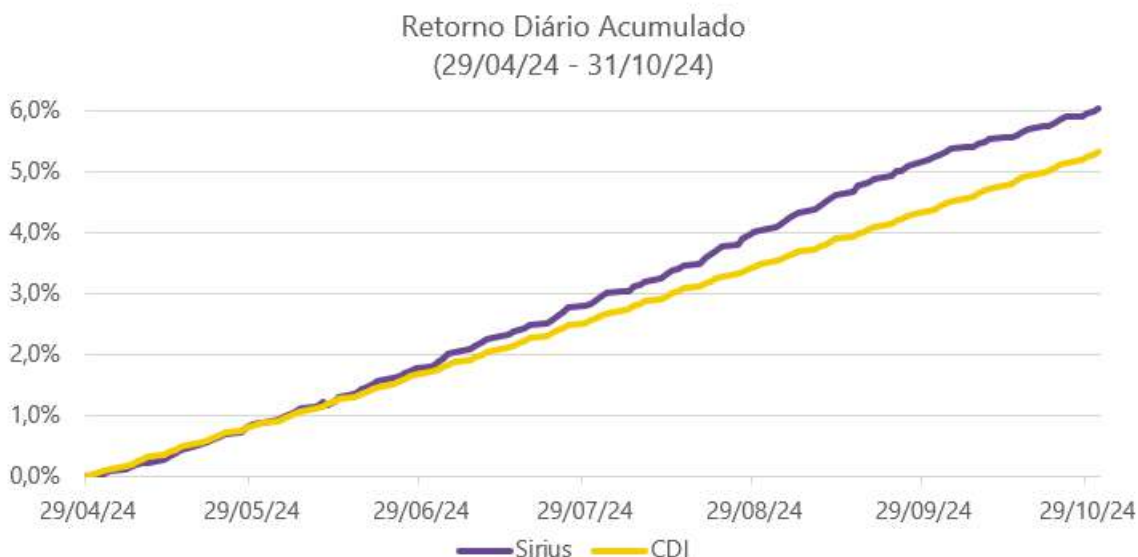
Fonte: Bloomberg, elaboração Trígono Capital

Completamos 6 meses do Trígono Sirius com bons resultados acumulados e nada mais justo prestarmos as devidas contas a nossos investidores, agradecendo a confiança que nos foi depositada. A partir desta resenha comentaremos mensalmente tanto o desempenho do Trígono Sirius quanto do Trígono Polaris.

## TRÍGONO SIRIUS FIC FI RF LP

Chegamos aos 6 meses do fundo com R\$ 122,7 mm de Patrimônio Líquido na estratégia Trígono Sirius (R\$ 104,5 mm no FIC). Nunca é demais lembrar que no Sirius temos como objetivo proporcionar ganhos de capital através de uma gestão ativa, e da aplicação dos recursos em uma carteira diversificada de títulos de crédito privado *high-grade* no Brasil, investindo basicamente nos instrumentos mais líquidos como as debêntures e as letras financeiras.

O Trígono Sirius teve retorno acumulado de 114,4% nesses 6 primeiros meses, beneficiando-se do fechamento relevante dos *spreads* de crédito no período, bem como do carregamento dos papéis em que temos posição.

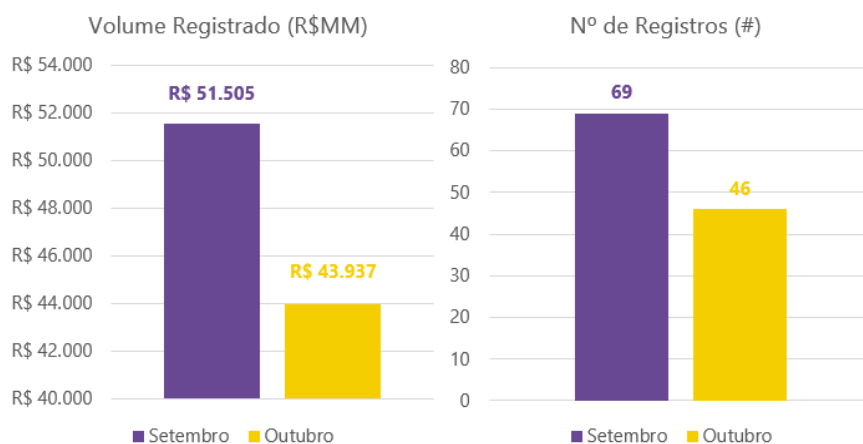


Fonte: CVM, elaboração Trígono Capital

Especificamente no mês de outubro, o desempenho ficou abaixo do CDI (0,80% x 0,93% ou 86,4% do CDI), tendo sido impactado pela abertura dos *spreads* de crédito: principalmente dos papéis bancários perpétuos e das empresas com estrutura de capital mais sensível ao aumento das taxas de juros. Essa acomodação dos *spreads* não é algo que nos preocupa, vimos como um movimento contido, não motivado por algum estresse pontual e tão pouco por algum ponto de ruptura como já vivenciado em outros tempos. Encaramos como uma acomodação bastante razoável e até saudável do nível das taxas e *spreads*.

Durante o mês de outubro, adotamos uma postura mais cautelosa e elevamos a posição de caixa do fundo de 3,6% para 15,4%, mesmo sem sofrer qualquer pressão de resgate. Reduzimos exposição a papéis onde vemos limitada possibilidade de fechamento de *spread* de crédito em relação ao nível atual. Dentre algumas vendas e reduções de posições que realizamos no mês, destacamos alguns papéis da TIM, Klabin, Energisa, Equatorial, MRS Logística e B3.

Participamos de modo muito seletivo nas emissões primárias ao longo do mês, que já se mostraram também mais tímidas em relação aos meses anteriores.



Fonte: CVM, elaboração Trígono Capital



Destacamos algumas emissões que ocorreram no mês no quadro abaixo. Cabe mencionar nossa percepção de que o mercado se mostrou racional, não aceitando qualquer taxa dos emissores, sobretudo nos *durations* mais longos. Bom sinal!

Emissor	Série	Volume (R\$ MM)	Prazo (anos)	Incentivada?	Taxa Final
AUREN ENERGIA S.A.	Única	5.400	4	Não	CDI+ 1,10% a 2,00%
REDE D'OR SÃO LUIZ S.A.	1ª	2.750	3	Não	CDI+ 0,65%
AUREN ENERGIA S.A.	Única	2.500	7	Não	CDI+ 0,55%
REDE D'OR SÃO LUIZ S.A.	3ª	1.650	10	Não	CDI+ 1,30%
CENTRAIS ELETRICAS BRASILEIRASSA	Única	1.630	10	Sim	IPCA+ 6,87%
ENGIE BRASIL ENERGIAS.A.	Única	1.500	6	Sim	12,24%
CLARO S.A.	Única	1.500	4	Não	CDI+ 0,55%
REDE D'OR SÃO LUIZ S.A.	2ª	1.500	7	Não	CDI+ 1,10%
EQUATORIAL GOIAS	1ª	1.392	6	Não	CDI+ 1,00%
CIA HIDRO ELÉTRICA DO SÃO FRANCISCO	1ª	1.336	7	Não	CDI+ 0,85%

Fonte: CVM, elaboração Trígono Capital

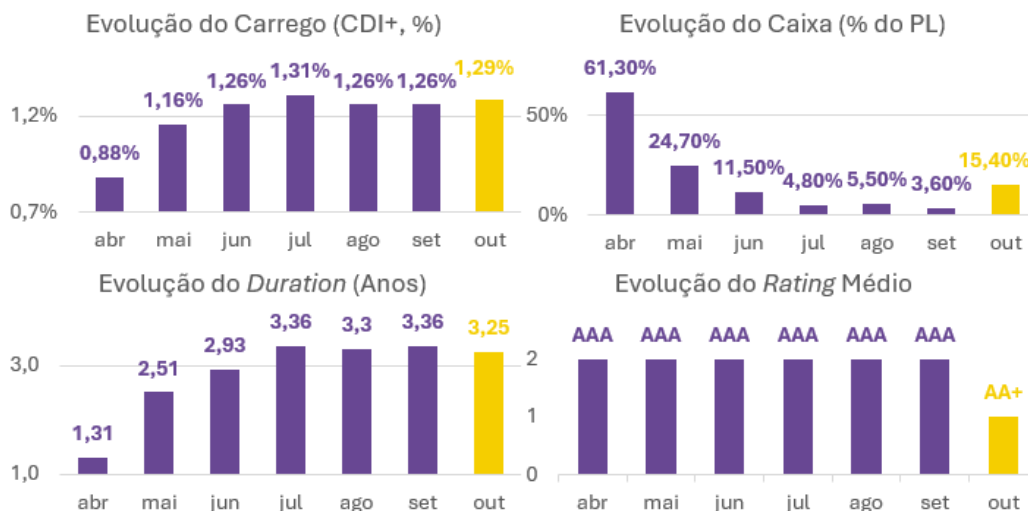
Fomos também bastante parcimoniosos na captura das oportunidades que se apresentaram no mercado secundário. Destacamos no mês dentre os principais ativos que incorporamos à carteira pós-abertura dos *spreads*: Santander, Bradesco, Movida, Armac e Aegea.

Encerramos o mês de outubro com 74 títulos de crédito privado em carteira, com carregue de CDI + 1,29%, *rating* médio de brAA+ e 3,25 anos de *duration*.

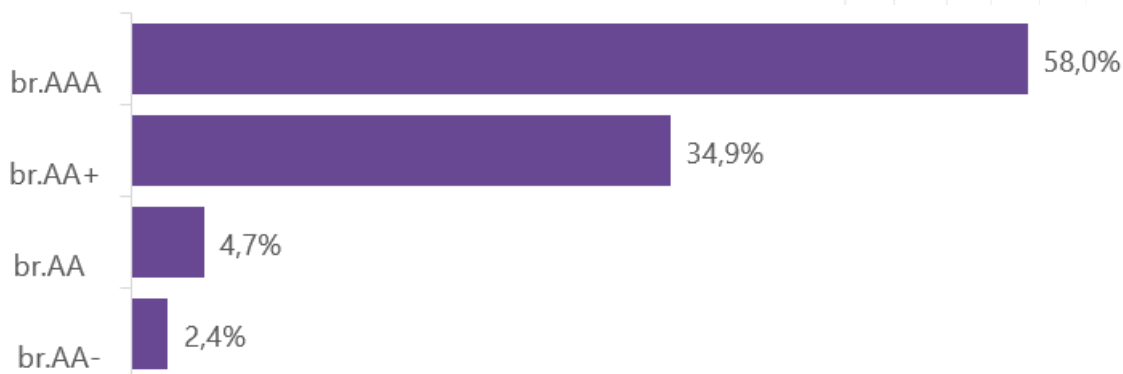
Carregue (CDI+)	Duration (Anos)	Rating Médio	# Papéis	# Emissores
1,29	3,25	AA+	74	39

Fonte: Trígono Capital

Os gráficos abaixo denotam nossa busca incessante por uma gestão ativa, buscando otimizar a relação risco-retorno da carteira.



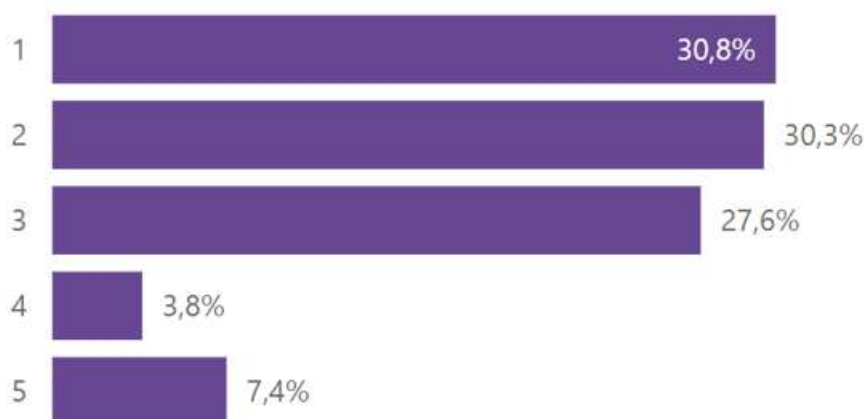
Fonte: Trígono Capital



Fonte: *Trígono Capital*

Cabe também destacar o nosso modelo de valor relativo dos títulos de crédito, onde ranqueamos os papéis por retorno total esperado (definido pela convergência de *spread* + *carrego*) e, considerando nosso *rating* interno para fins de *valuation*. O gráfico abaixo mostra que temos cumprido o objetivo de posicionar a carteira primordialmente nos primeiros quintis, onde temos mais retorno para o nível de risco incorrido. A gestão ativa é uma constante no nosso dia a dia na busca de oportunidades de alocação. Apenas para fins de esclarecimento, uma posição no 4º ou 5º quintil pode se justificar por *carrego* ou pela perspectiva de uma recompra favorável, por exemplo.

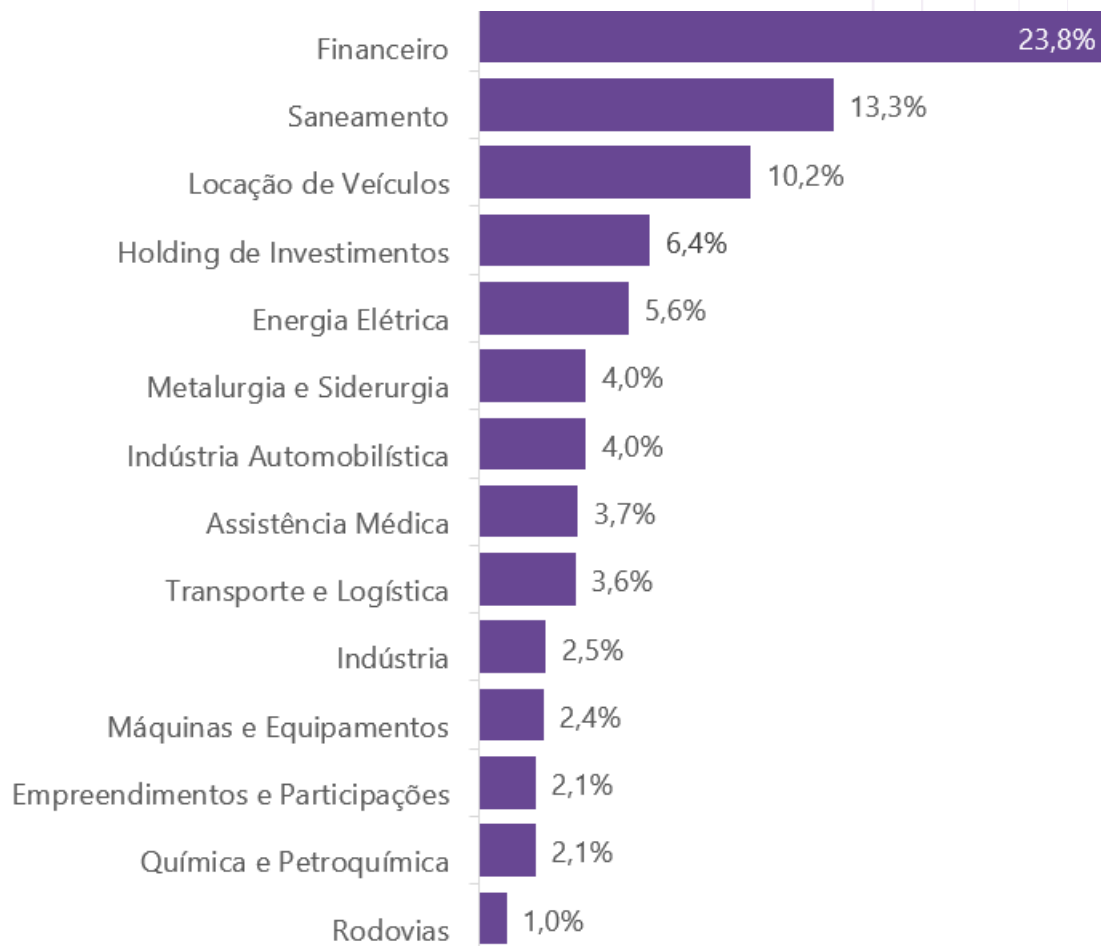
## Concentração por Quintil (não considera caixa)



Fonte: *Trígono Capital*

Setorialmente a carteira segue bem diversificada, tendo como maior exposição o setor Financeiro (23,8%), seguido pelo setor de Saneamento (13,3%) e Locação de Veículos (10,2%).



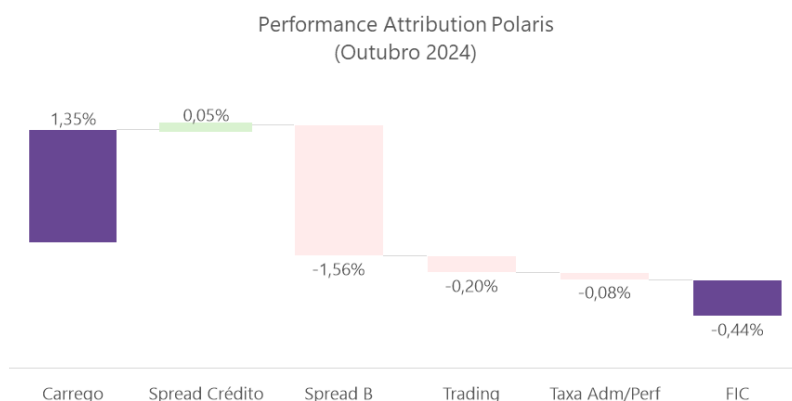


Fonte: *Trigono Capital*

Olhando para frente embora se desenhe um cenário bastante desafiador de aumento de juros, seguimos otimistas com as perspectivas para o Trigono Sirius. Estamos convictos de que nossa atuação no segmento crédito *high-grade*, instrumentos mais líquidos e carteira com qualidade de crédito premium são diferenciais importantíssimos no cenário que se vislumbra para as empresas. Diligência e monitoramento constante, com equipe sênior são sempre fundamentais!

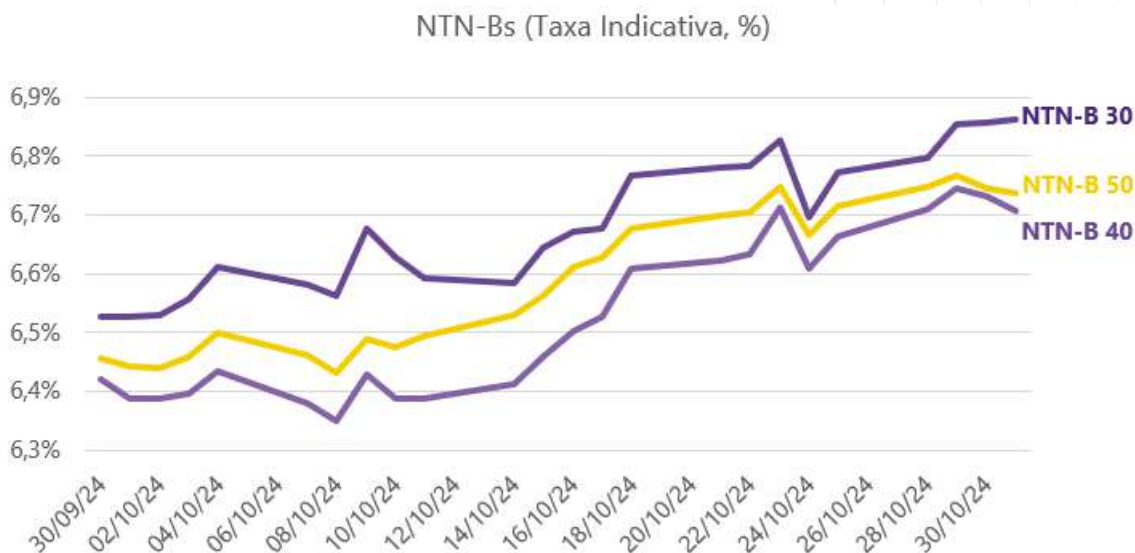
## TRÍGONO POLARIS DEBÊNTURES INCENTIVADAS FIC FI RF

O Polaris teve retorno de -0,44% no mês (contra 0,74% do IMA-B5), com os ganhos provenientes do fechamento dos *spreads* de crédito e do carregamento sendo superados pela abertura das taxas das NTN-Bs no período.



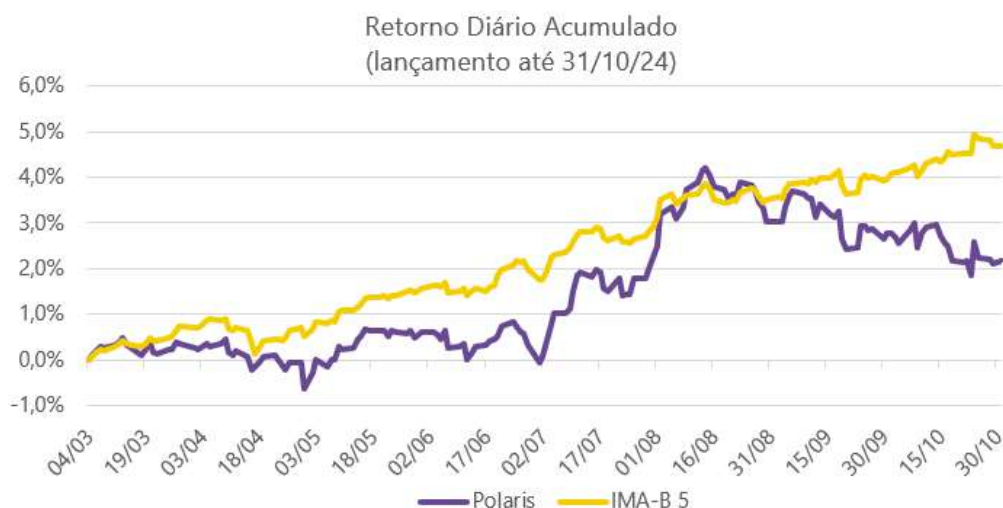
Fonte: *Trigono Capital*





Fonte: Quantum Axis, elaboração Trígono Capital

No acumulado desde o lançamento, o Polaris apresenta retorno de 2,13% (4,75% de seu *benchmark*, o IMA-B5), com R\$ 51,8mm de Patrimônio Líquido na estratégia.



Fonte: CVM, elaboração Trígono Capital

Importante mencionar que o *gap* de desempenho para o IMA-B5 não nos preocupa e é plenamente recuperável tendo sido causado pelos ruídos fiscais, impactando na abertura das NTN-Bs e pelas características intrínsecas ao produto: títulos de infraestrutura com *duration* mais longo em comparação com o *benchmark* IMA-B5 (títulos públicos indexados ao IPCA, as NTN-Bs, com vencimentos até 5 anos). Da mesma forma que buscamos o *gap* de retorno entre julho e agosto de forma bastante rápida, temos convicção que pode voltar a ocorrer, por exemplo, com algum anúncio de um pacote fiscal crível e estrutural por parte do governo o que poderia levar a uma redução do risco fiscal, levando ao fechamento das taxas, principalmente dos títulos de maior *duration*.

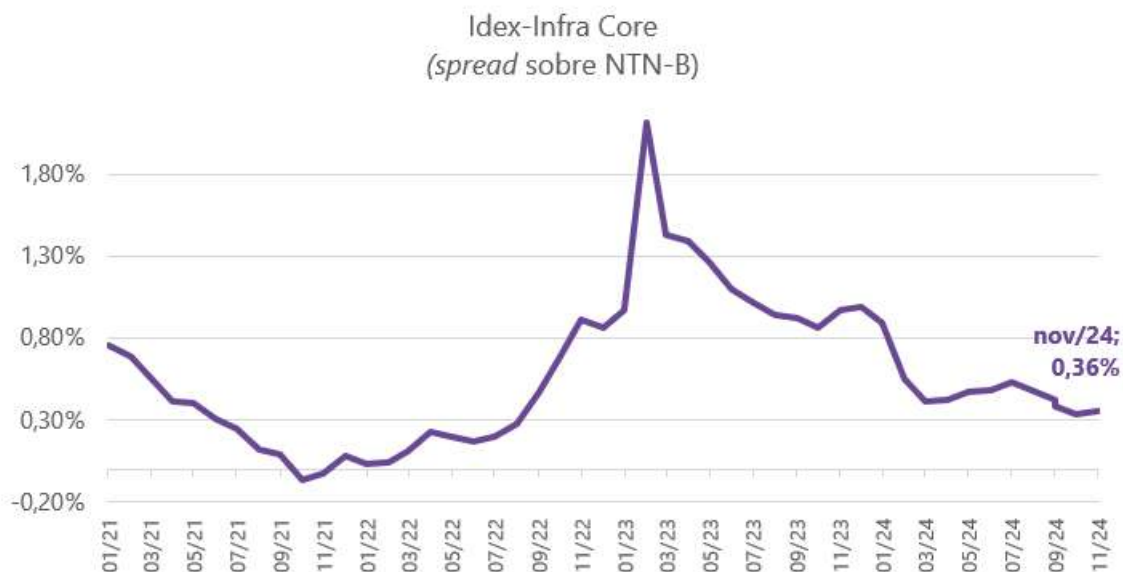
Encerramos outubro com 76 títulos de crédito privado em carteira, com carregos de IPCA + 7,27% (equivalente à NTN-B 2032 + 0,39%), *rating* médio de brAAA e 5,6 anos de *duration*.



Carrego (IPCA+)	Duration (Anos)	Rating Médio	Spread Over IMA-B5	Spread Over NTN-B (ref. NTN-B32)
7,27	5,58	AAA	0,64	0,39

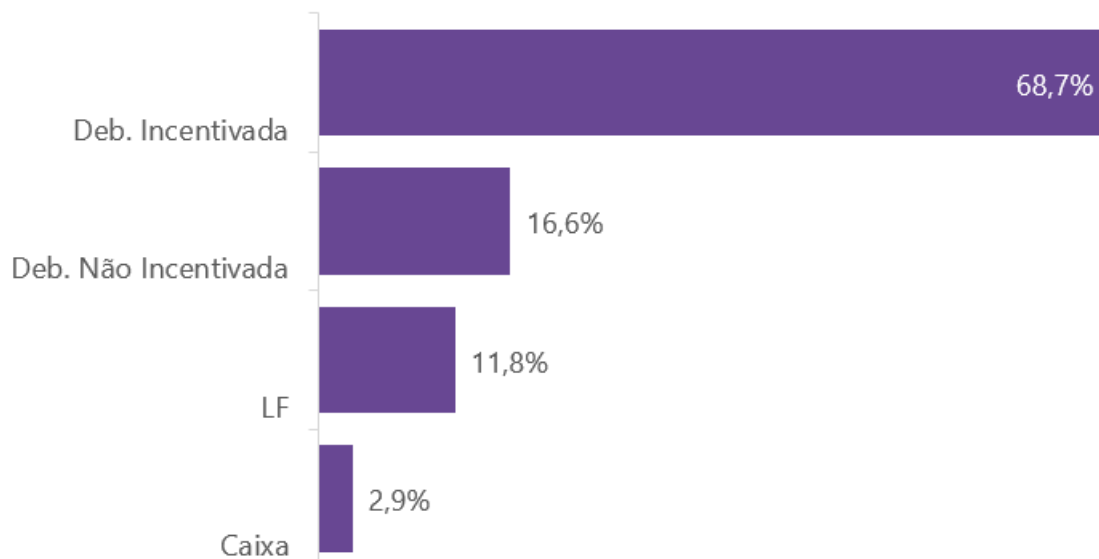
Fonte: Trigono Capital

Vale destacarmos que embora o nível de *spreads* não seja dos mais atrativos em termos históricos (conforme evidenciado no gráfico Idex-Infra Core abaixo), através do giro da carteira temos 64 bps de *spread* em relação ao IMA-B5 e 39 bps de *spread* em cima da NTN-B 2032 que seria a NTN-B de referência da nossa carteira atualmente.



Fonte: JGP, elaboração Trigono Capital

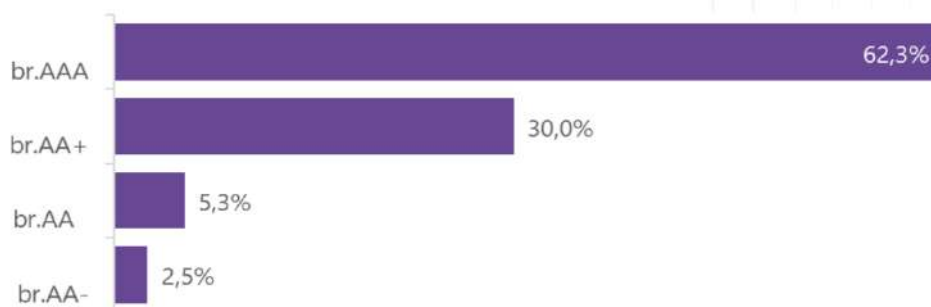
Seguimos com a estratégia de não ter pressa em chegar ao nível de 85% de exposição a debêntures incentivadas (nível este que deveremos atingir com 2 anos de fundo), mantendo a exposição entre 67% e 70%. Com essa estratégia, conseguimos boa alocação em ativos não isentos (sem perder a isenção tributária do fundo) que possuem melhor carrego, ou *spread* de crédito, do que as debêntures isentas.



Fonte: Trigono Capital

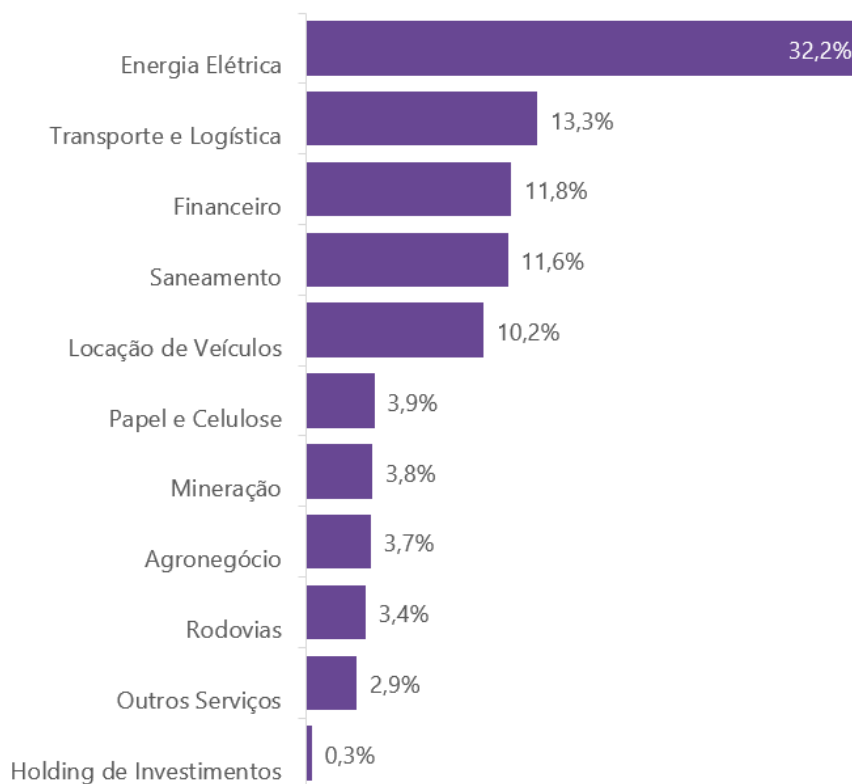


E nunca é demais reforçar que não renunciamos à qualidade de crédito do nosso portfólio, evidenciada pelo *rating* médio brAAA e distribuição a seguir:



Fonte: *Trigono Capital*

Setorialmente a carteira segue bem diversificada, tendo como maior exposição o setor de Energia Elétrica (32,2%), seguido pelo setor de Transporte & Logística (13,3%) e Financeiro/Bancário (11,8%).



Fonte: *Trigono Capital*

Nossa perspectiva para os próximos meses é que os prêmios devem se estabilizar ou até continuar comprimindo, a depender do fluxo de recursos para a classe de ativos. Em um cenário de alta de juros, e com toda a dificuldade que outras classes de fundos têm enfrentado, nossa visão é que fundos de debêntures incentivadas podem continuar atraindo recursos, até pela isenção de IR para a pessoa física, tendo boa demanda por parte dos investidores. Não temos dúvidas de que o maior ganho de capital (por fechamento de *spread* de crédito) já ocorreu, mas também não podemos ignorar o nível atual das NTN-Bs (próximo a 7%: uma raridade!). Neste nível, qualquer fechamento das NTN-Bs poderia inclusive funcionar como um colchão para uma eventual abertura dos *spreads* de crédito, caso ocorra.

E vamos parando por aqui. Até dezembro! Grande abraço a todos, cuidem-se e bons investimentos!



**TRÍGONO**  
Capital

ALÉM DO ÓBVIO



**[www.trigonocapital.com](http://www.trigonocapital.com)**

R. Surubim, 373 - Cidade Monções, São Paulo - SP, 04571-050  
[contato@trigonocapital.com](mailto:contato@trigonocapital.com)