

CARTA DE CRÉDITO

A1 CP DEB INCENTIVADAS

NOVEMBRO 2025

CARTA DE CRÉDITO

A1 CP DEB INCENTIVADAS

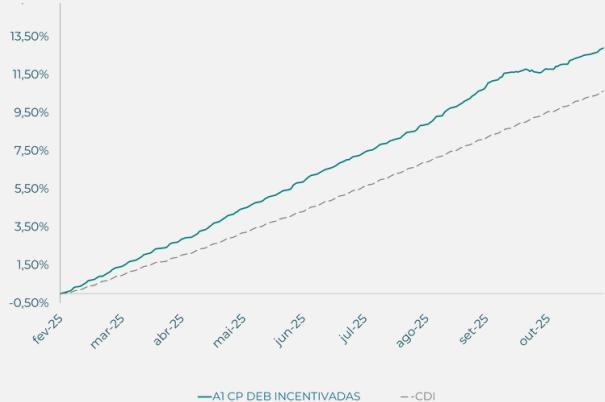
| NOVEMBRO 2025



RENTABILIDADE DO FUNDO

	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Acumulado
2025		1,43%	1,42%	1,55%	1,36%	1,47%	1,32%	1,89%	0,81%	1,00%			12,92%	12,92%
CDI		0,96%	1,06%	1,14%	1,10%	1,28%	1,16%	1,22%	1,28%	1,05%			10,72%	10,72%
%CDI		148,86%	134,10%	135,92%	124,12%	114,98%	113,17%	154,78%	63,45%	94,98%			120,53%	120,53%

RENTABILIDADE ACUMULADA VS. CDI (%)



DESEMPENHO DO FUNDO

O mês de novembro registrou mais um período de captação positiva nos fundos isentos, com entrada líquida de R\$ 1,7 bilhão — um resultado favorável, porém bem inferior ao observado nos meses anteriores. As performances mais fracas dos fundos em outubro e novembro levaram a uma desaceleração da demanda pela classe em relação ao período mar/25-set/25.

Houve resgate de R\$ 700 milhões nas gestoras independentes e captação positiva de R\$ 2,4 bilhões nas assets de bancos. Ainda assim, acreditamos que, mesmo com a desaceleração, o técnico de captação dos fundos isentos deve continuar mais favorável do que o dos fundos não isentos — especialmente os D0-D7.

Por conta desse técnico, entendemos que o mercado isento deve apresentar menor risco de aberturas abruptas de spreads nos próximos meses, mesmo considerando a abertura recente em outubro e novembro. Na nossa visão, esses movimentos configuram correções após o forte fechamento dos spreads entre mar/25 e jun/25, e não um fenômeno estrutural.

Os spreads (taxa média IPCA+ vs NTNBR de referência) apresentaram o seguinte comportamento:

- AAA abriram 4 bps
- AA abriram 3 bps
- A abriram 18 bps

As aberturas de outubro e novembro devolveram parte dos ganhos recentes.

Seguimos avaliando que os AAA continuam em patamar baixo em termos de valuation. Sob outra ótica, ao observar o mercado via gross up dos spreads, o prêmio dos isentos é superior ao dos não isentos. No fim de dez/24, o spread dos AAA estava em 18 bps over B, contra 21 bps atualmente. Assim, há uma diferença de quase 40 bps entre o nível atual e o de dez/24. Na nossa avaliação, um bom nível de entrada passa a ser a partir de B+10 bps.

O gráfico 1 mostra que o nível de fechamento dos spreads em novembro foi muito próximo ao de setembro, reforçando que se trata de correção e não de mudança estrutural.

O gráfico 2, sob a ótica do gross up do imposto, indica que o spread de novembro dos AAA isentos foi de 1,13%, enquanto os AAA não isentos fecharam em 0,96%. Ambos os mercados, portanto, seguem com spreads comprimidos. Essa análise contrasta com a visão de alguns analistas de que o mercado isento estaria significativamente mais pressionado.

É fundamental comparar os dois mercados da maneira correta. Nessa perspectiva, vemos spreads baixos em ambos, mas o mercado não isento apresenta maior potencial de ruído, por dois fatores:

- Fluxo de captação mais vulnerável nos não isentos, especialmente nos fundos D+0/D+1, que têm tido dificuldade de entregar retorno acima do CDI. Nos isentos, em geral D+30, o investidor tende a ser mais paciente, além de contar com uma janela recente de rentabilidade muito positiva.
- Qualidade de crédito inferior no universo não isento, com maior presença de setores cíclicos e empresas com alavancagem mais elevada, que devem sofrer mais nos próximos meses.

GRAF.1

Histórico de Spreads por Nível de Rating



Histórico de Spreads AAA Isento com Gross Up x AAA Não Isento



Fonte: AI/ANBIMA - Data de extração: 01/12/25

OFERTA DE EMISSÕES E QUALIDADE DE CRÉDITO

No lado da oferta de emissões, em novembro o volume de papéis adquiridos por fundos e pessoas físicas foi de apenas R\$ 820 milhões, número muito abaixo do observado nos meses anteriores. No acumulado do ano, porém, o ritmo de compras segue semelhante ao do ano passado, em contraste com o mercado não isento, o que reforça nossa visão sobre a dinâmica técnica distinta de fluxos entre os dois mercados.

Compras de Debêntures em Fundos de Crédito (em R\$Mi)



Fonte: AI & Comdinheiro - Data de extração: 01/12/25

Captação Fundos com Patrimônio Alocado em Crédito > 20% (em R\$Bi)



Fonte: A1 & Comdinheiro - Data de extração: 01/12/25

No lado da qualidade das empresas, observamos com preocupação o nível atual de alavancagem das pessoas físicas e das PMEs. Acreditamos que haverá uma elevação relevante da despesa financeira até, pelo menos, março de 2026, dado que o Banco Central concluiu o ciclo de alta da Selic em 15%, o maior patamar desde 2006. Além disso, os indicadores de atividade devem começar a mostrar desaceleração, o que tende a pressionar os balanços corporativos.

Nas quatro métricas apresentadas abaixo, há uma tendência clara de deterioração da qualidade de crédito das empresas.

Métricas de Crédito Empresas



Fonte: BRADESCO - Data de extração: 01/12/25

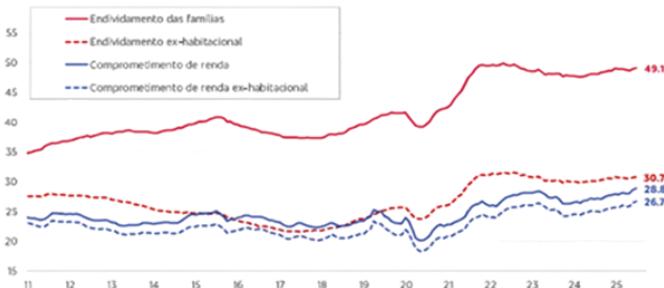
No lado operacional, as empresas têm demonstrado resiliência, mas, com a tendência de desaceleração da atividade, as linhas de receita devem começar a se deteriorar. Os dados do Banco Central sobre endividamento das famílias (gráfico 6) mostram aumento no comprometimento de renda com serviço da dívida, além de elevação da inadimplência para níveis historicamente muito elevados (gráfico 7) e forte crescimento no número de pessoas inadimplentes (gráfico 8). Essa deterioração tende a se estender para as PMEs e, em menor intensidade, para parte das grandes empresas (gráfico 9).

Por fim, o gráfico 10 apresenta a evolução de 12 meses das recuperações judiciais (RJs) por ano. O ano de 2025 já é o pior da série, reforçando o quadro de deterioração do crédito corporativo.

Nas grandes empresas, a situação é relativamente mais confortável do que entre as PMEs; contudo, a alavancagem segue acima da média histórica, exigindo maior seletividade na análise de crédito.

GRAF. 6

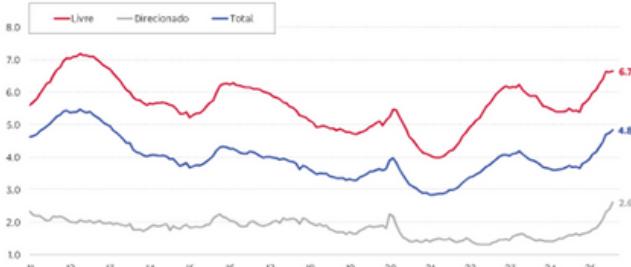
Despesa com serviço da dívida das famílias em % da Renda



Fonte: BRADESCO/ BCB - Data de extração: 01/12/25

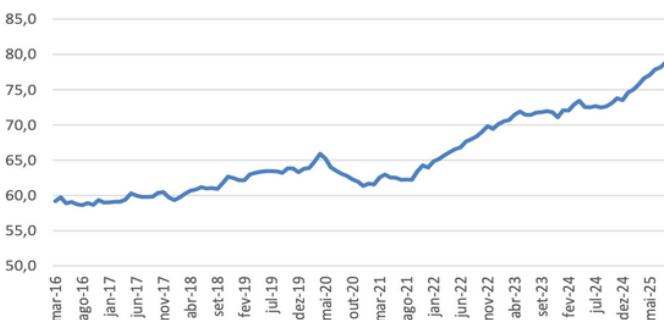
GRAF. 7

Inadimplência Pessoa Física



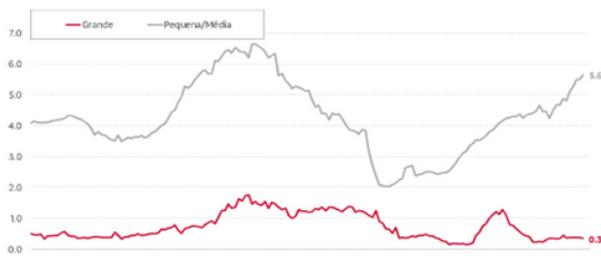
Fonte: BRADESCO/ BCB - Data de extração: 01/12/25

Consumidores Inadimplentes



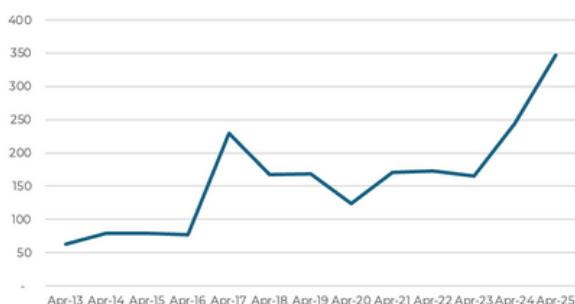
Fonte: Serasa - Data de extração: 01/12/25

Inadimplência SFN: PME x GRANDES EMPRESAS



Fonte: BRADESCO/ BCB - Data de extração: 01/12/25

RJ's CONCEDIDAS 12 MESES



Fonte: Serasa - Data de extração: 01/12/25

CRESCIMENTO DA CARTEIRA DE CRÉDITO

Acreditamos que a deterioração contínua das métricas de crédito de famílias e empresas deve persistir ao menos até junho de 2026. Nesse ambiente, os bancos tendem a manter uma postura cautelosa, reduzindo o ritmo de crescimento da carteira e rolando menos dívida de empresas mais alavancadas, como já observado em outros ciclos de juros elevados. Vale destacar que a linha de consignado privado ainda não apresenta crescimento robusto, sinalizando restrição adicional no crédito às famílias.

POSICIONAMENTO POR MÉTRICA DE RISCO

DURATION

Manteremos a duration do portfólio baixa, com máximo de 4 anos e target de 2 anos; vemos pouco prêmio na curva de spreads e elevada assimetria de risco no cenário macro atual

RATING

Manteremos maior exposição em ratings AA e AAA (70% a 100% do portfólio), onde ainda há prêmio com menor risco de crédito; para empresas mais alavancadas/cíclicas, teremos duration alvo inferior a 2 anos

LÍQUIDEZ

Manteremos 15% a 30% do portfólio em caixa para reduzir risco de volatilidade de spreads e aproveitar oportunidades no secundário em momentos de abertura

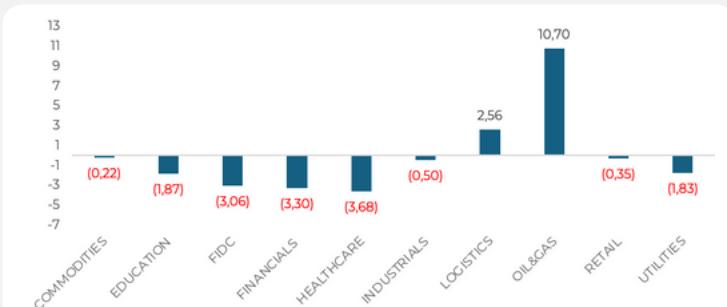
ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE

Abaixo segue o gráfico com a atribuição de performance por setor no mês de novembro. No período, a carteira de crédito gerou alpha negativo de -1,5 bps em relação ao CDI, com destaque negativo para o setor de Healthcare, que apresentou a pior performance no mês (grande parte dos papéis isentos encontra-se em Utilities).

A carteira de trading mitigou parte do impacto negativo, com performance positiva de 13,2 bps. Desde o início, a estratégia de trading respondeu por 70% do alpha total, contribuindo para suavizar meses de maior pressão na carteira de carregos.

GRAF. 11

Atribuição de Performance da estratégia em Bps (sobre o CDI)

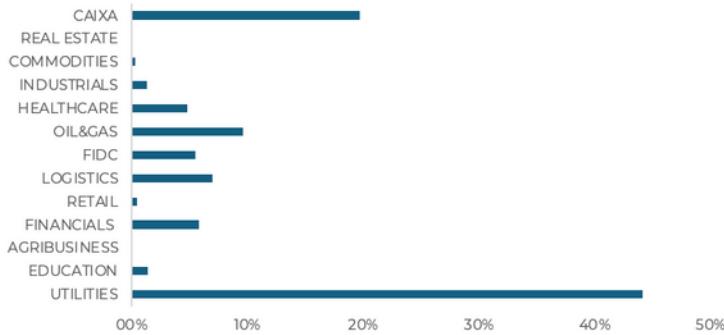


Fonte: AI - Data de extração: 01/12/25

Por fim, segue abaixo nossa exposição setorial/caixa em uma visão mais agregada:

GRAF. 12

Exposição Macro Setorial em % do PL (Fundo por setor)



Fonte: A1 - Data de extração: 01/12/25



IMPORTANTE

A PRESENTE CARTA REPRESENTA A OPINIÃO PESSOAL DOS GESTORES E DEMAIS MEMBROS DA EQUIPE DE INVESTIMENTOS DA ASSET1. RECOMENDAMOS A TODOS A LEITURA CUIDADOSA DO AVISO LEGAL CONTIDO ABAIXO.

DISCLAIMERS

O conteúdo aqui veiculado possui caráter exclusivamente informativo, reproduzindo a opinião pessoal dos gestores e demais membros da equipe de gestão da Asset1 Investimentos S.A. ("Asset1") e/ou está baseado em dados publicamente disponíveis. Todas as informações e opiniões aqui contidas foram elaboradas dentro do contexto e conjuntura do momento de sua edição e estão sujeitas a mudanças sem aviso prévio.

Esta apresentação não configura promessa ou compromisso da Asset1 de realizar operações porventura indicadas, não constituindo assessoria ou consultoria jurídica, contábil, regulatória, fiscal ou de qualquer outra natureza em relação às alternativas de investimento e/ou assuntos diversos aqui tratados. Não há qualquer promessa ou garantia de performance, sendo que eventual referência de rentabilidade passada ou histórica não representa garantia de rentabilidade futura.

A Asset1 não comercializa e nem distribui cotas de fundos de investimento ou qualquer outro ativo financeiro. O conteúdo não caracteriza e não deve ser entendido como recomendação de investimento, análise de valores mobiliários, oferta de venda ou distribuição de quaisquer ativos. Para investir nos fundos sob nossa gestão, o investidor deve iniciar relacionamento junto aos distribuidores/plataformas autorizados e buscar assessoramento sobre a adequação do investimento ao seu perfil.

Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, do custodiante ou de qualquer mecanismo de seguro ou do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do regulamento, demais documentos do fundo, como, quando for o caso, a lâmina de informações essenciais, antes de aplicar seus recursos.

A Asset1 não se responsabiliza pela exatidão ou completude das informações ou pela publicação acidental de dados incorretos, omissões ou pelo uso de tais informações.

Para mais informações acerca de todos os avisos legais exigidos pela CVM e pela ANBIMA, documentos do fundo e informações institucionais da Asset1, acessar o link:

www.asset1.com.br/credito