

VALORA
INVESTIMENTOS

CARTA
MENSAL

JUNHO
2020





Ponta do iceberg ou o novo normal?

Junho foi mais um mês de recuperação dos índices financeiros. O Ibovespa subiu 8,76% no mês, mas ainda está negativo em 17,8% no ano. O grande desafio é saber até que ponto esta recuperação é uma correção do exagero de março, quando o Ibovespa caiu quase 30%, e quanto o aumento no preço dos ativos financeiros está sendo sustentado pela enorme injeção de liquidez nos mercados globais.

Por mais que tenha havido um certo exagero no pessimismo, achamos que neste momento pode estar acontecendo um descolamento da realidade econômica dos ativos financeiros. A crise econômica será muito forte, com bastante desemprego, perda de renda, diminuição do consumo. A parte positiva é o início da reabertura em alguns lugares, principalmente São Paulo. Desta forma, mesmo sem a solução final, que seria a vacina, a economia volta a girar.

Outro ponto positivo que vale ressaltar é o prosseguimento da agenda econômica no congresso. Foi aprovado o marco regulatório do saneamento que deve atrair grandes investimentos para o setor. Cada vez mais vemos a equipe econômica, começando pelo ministro, tentando manter o ritmo das reformas estruturais, como a do funcionalismo público e reforma tributária.

Entendemos que este vai ser o novo normal, as instituições e empresas voltando a funcionar, todos tomando mais cuidados higiênicos e desta forma a economia e os empregos irão voltando aos poucos. Por isso, como colocado no início, a recuperação não é sem nenhum embasamento. Mas temos motivos de sobra para desconfiar e ficarmos atentos para que a recuperação não vire apenas especulação descolada da realidade.

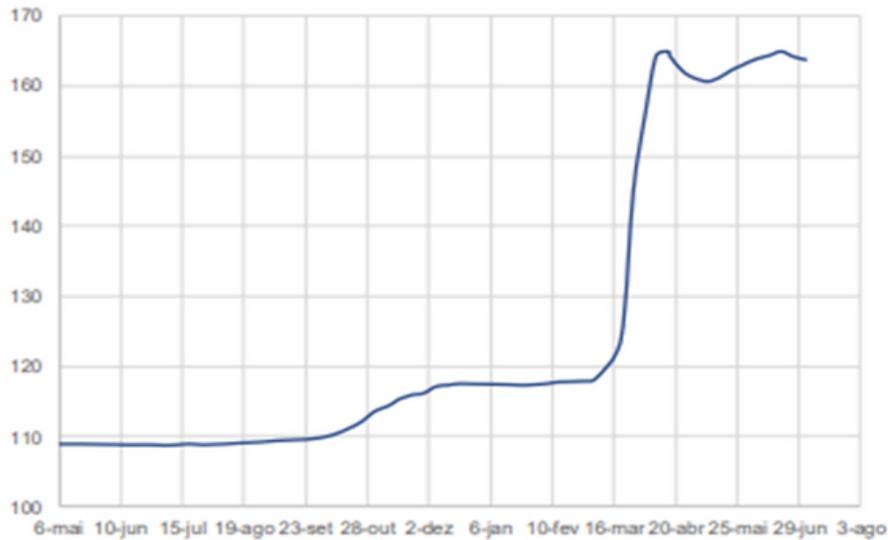
Entendemos que sem novos fatos geradores expressivos, positivo (vacina) ou negativo (uma forte segunda onda de contágio) o mercado deve se manter no patamar, ou seja, não veremos movimentos tão bruscos como ocorreu em março. A inflação de curto prazo dá sinais de continuar baixa devida à baixa atividade econômica. Porém para ela continuar assim no longo prazo é necessário que as reformas citadas acima voltem a caminhar.

Em relação ao crédito, terminamos o mês de abril acreditando que estávamos no fundo do poço do mercado de crédito, ou muito perto dele. Que aquelas taxas que os ativos estavam sendo transacionados a relação risco retorno estavam favoráveis à compra. Então, de uma posição defensiva focada em aumentar o caixa, mudamos para uma ofensiva e partimos para realizar alocações. Esta decisão se mostrou acertada, corroborada pelos resultados dos fundos, que foram muito bem nos meses de maio e junho. Junho foi um dos melhores meses na história dos fundos (quando considerada a rentabilidade versus benchmark).

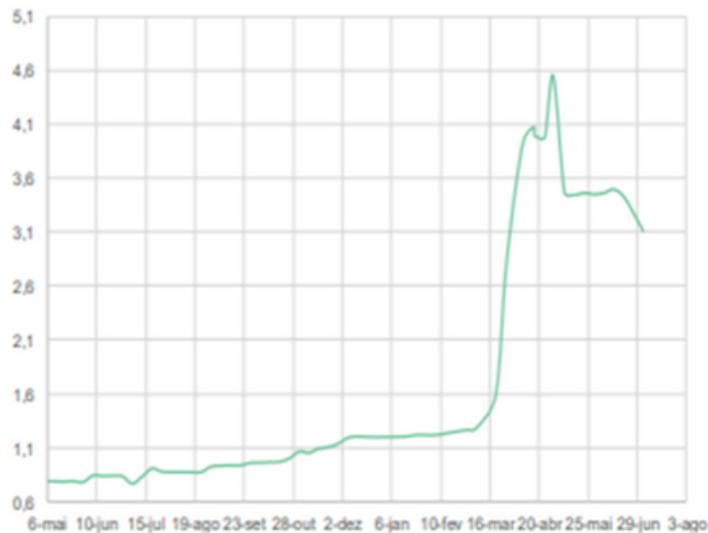
As taxas do secundário fecharam um pouco e estabilizaram depois de um aumento exagerado do spread, num patamar que condiz com uma taxa de juros tão baixa. Os gráficos mostram o porquê de o mês de junho ter gerado um bom resultado. A estabilização das taxas no secundário nestes níveis está ajudando a balizar também as emissões primárias dado o custo de oportunidade do dinheiro.



Média Taxa %CDI (%)

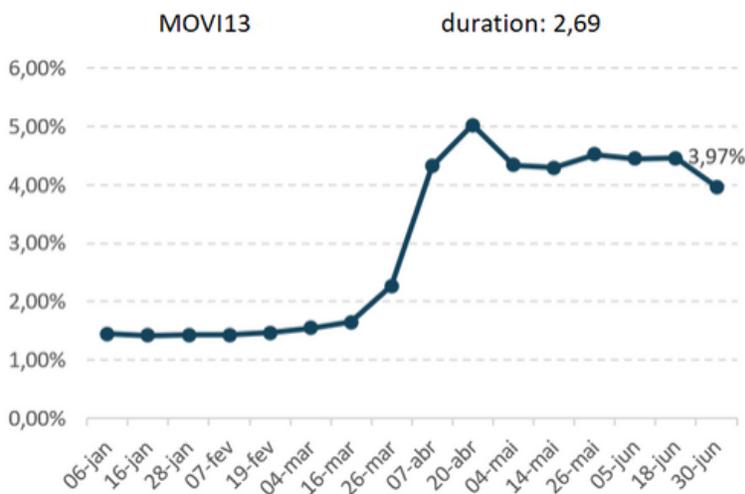
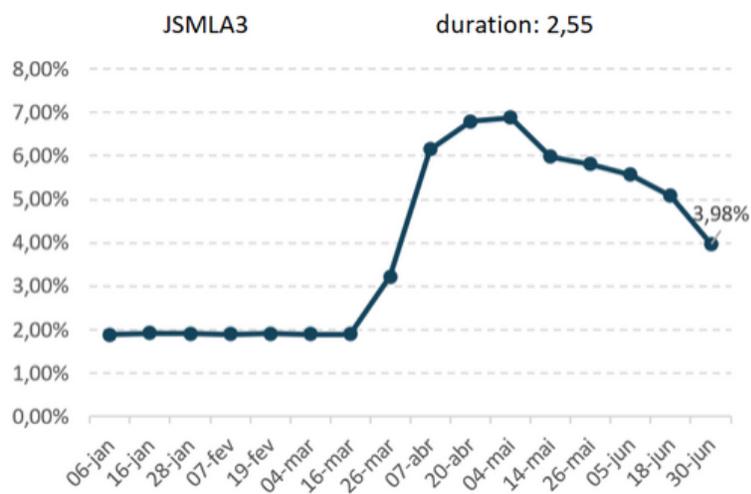
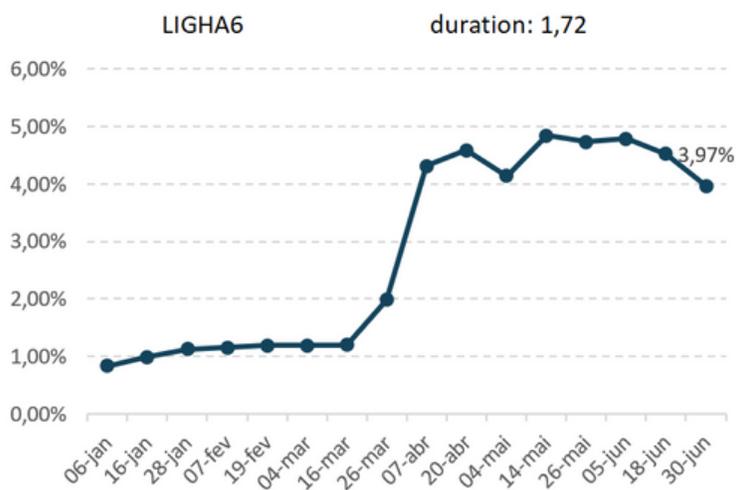


Média Taxa CDI+ (%)



Fonte: Taxas Indicativas ANBIMA e Itaú BBA.

Abaixo temos, por exemplo, a Light, empresa de geração e distribuição de energia do Estado do Rio de Janeiro, que tem rating AA+ com duration de aproximadamente 1,75 anos sendo marcada a CDI + 3,97% a.a.. Mais de 200% de prêmio sobre o CDI atual. Temos também a JSL (Julio Simões Logística), empresa de transporte e logística, que tem rating AA- pela FITCH, marcada a CDI + 3,98% a.a. E por fim, Movida, empresa de locação de carros, com rating AA pela S&P, duration de aproximadamente 2,7 anos, sendo marcada a CDI + 3,97% a.a.



A crise pegou as empresas em um bom momento, pois estavam capitalizadas, com dívidas estruturadas. Ainda assim, recentemente algumas empresas chamaram os credores para negociar.

Alguns exemplos de empresas que chamaram os credores para negociar foram IMC, dona de restaurantes como Frango Assado e Viena; Smartfit, rede de academias de baixo custo; e, por fim Lochpe Maxion, líder mundial de rodas para veículos automotivos. Em todos os casos, com maiores ou menores negociações, credores e devedores chegaram a um ponto de acordo com em relação a waivers e taxas, mostrando que a leitura inicial de que o problema era liquidez e não qualidade de crédito estava acertada.



Em relação aos high yield, estamos vendo uma crescente volta de oportunidades em operações primárias. Diferentemente de créditos de big companies, com bons riscos corporativos, em que o importante é a análise de balanço, estas operações têm muitas especificidades a serem analisadas e consideradas. Como resultado, o funil de análise acaba resultando em um grau de assertividade bem menor: poucas operações passam nos nossos crivos de análise. Mas a verdade é que ainda assim boas operações têm aparecido, dentre elas securitizações de recebíveis de produtores rurais, estruturas de financiamento a geração distribuída de energia e precatórios com reduzido prazo para execução e risco federal. Estas operações por natural necessitam uma análise bem mais detalhada, são menores e mais restritas, mas trazem mais prêmio para o cotista, sem necessariamente agregar mais risco.

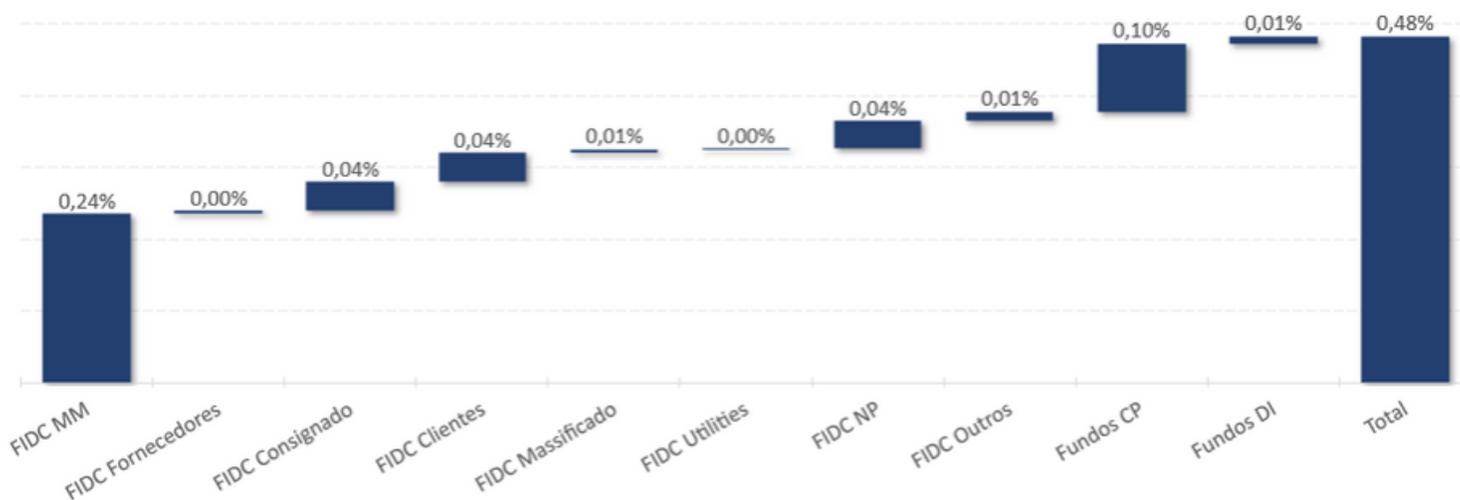
Estes ativos (high yield) têm menor volatilidade de preço, visto que o volume das emissões é menor, são poucos os players que os entendem/compram e, quando compram, os carregam até o vencimento. Em relação ao crédito, ele não se apoia unicamente no risco corporativo da empresa, são adicionadas outras estruturas que aumentam a proteção do investidor. Entre estas estruturas, podemos citar: anexar garantias, triggers de aceleração de amortização caso o atraso da carteira aumente, subordinação estrutural por excesso de fluxo, alienação fiduciária de quotas de SPEs, dentre outras. Nestas circunstâncias, o investidor compra uma estrutura robusta de crédito, sem volatilidade, e com baixo risco de perdas de capital.



Valora Guardian

A estratégia Guardian continua sendo um porto seguro, função que vem desempenhando bem em seus dez anos de existência. Em junho o Fundo master entregou o maior prêmio sobre o CDI de sua história (221%), e fechou o semestre com 2,55% de retorno ou 144% do CDI. Manteve sua volatilidade baixa, de 0,35% nos últimos 12 meses e aumentou seu carregamento, vide a diferença do prêmio sobre o CDI do último mês contra o dos últimos 6 meses.

Com a redução do risco de recrudescimento dos pedidos de resgate, conseqüentemente da liquidez, ficamos confortáveis em aplicar o caixa excedente do fundo em operações de crédito, isto aumentou substancialmente o resultado do fundo no mês de junho.



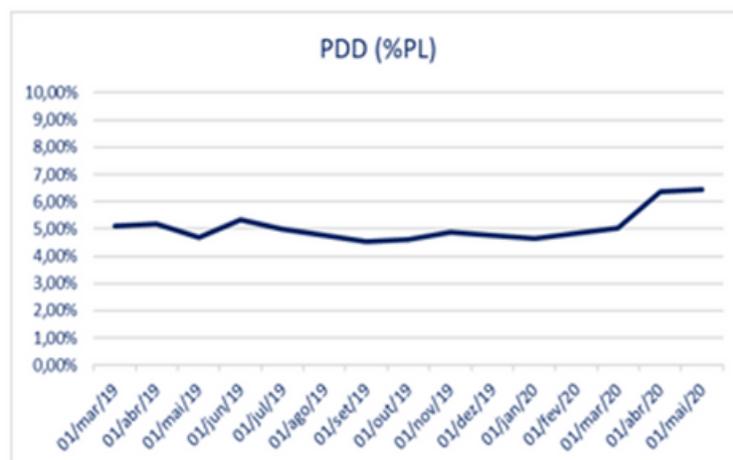
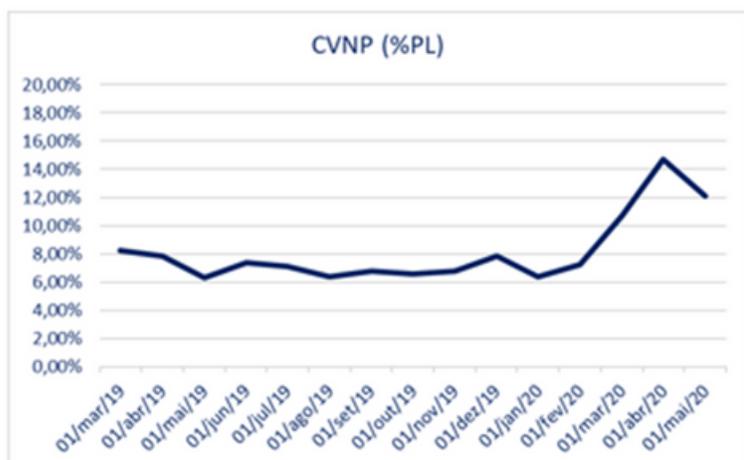
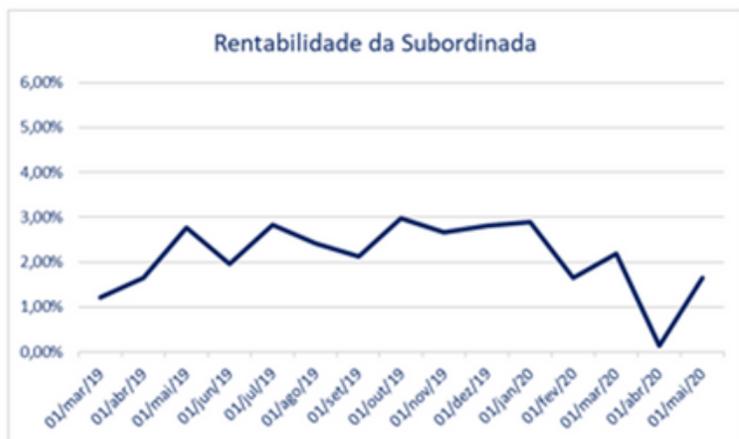
No primeiro momento, em março/abril, como não era possível prever as consequências da pandemia na economia real e nos FIDCs, as consultoras de crédito, que originam operações para os FIDCs diminuíram drasticamente o volume de desembolsos. Em maio/junho já percebemos em nossos acompanhamentos uma volta das operações, com duplicatas voltando a ser negociadas. Os atrasos e postergações, que eram uma grande preocupação, foram menores do que os esperados.

Alguns setores menos afetados pela crise, como higiene e limpeza, alimentos, remédios e construção civil continuaram operando normalmente e garantiram um mínimo de funcionamento dos Fundos. Este movimento, somado a um aumento das taxas das operações (resultado da escassez de crédito) reduziram o impacto negativo na rentabilidade da cota subordinada dos Fundos.



A crise existe, não a estamos negando. O que queremos enfatizar é que a estrutura dos fundos, que conta com alta subordinação, pulverização de recebíveis e baixo ticket médio consegue mitigar um possível impacto de crédito na cota sênior dos Fundos. Com o período sem operar e ainda agora operando menos, o custo de manter dinheiro tomado no mercado de capitais a CDI + spread em caixa, sem realizar as operações de adiantamento de recebíveis ficou mais caro. Como resultado deste aumento do custo, alguns fundos preferiram devolver dinheiro para o investidor. Com a devolução de dinheiro que estava em caixa, o patrimônio líquido (PL) do fundo diminuiu, conseqüentemente a relação subordinação/PL aumentou. Esta relação, que já era satisfatória mesmo em momentos de stress, ficou ainda maior para honrar as piores no crédito vencido e não pago (CVNP), e também da PDD.

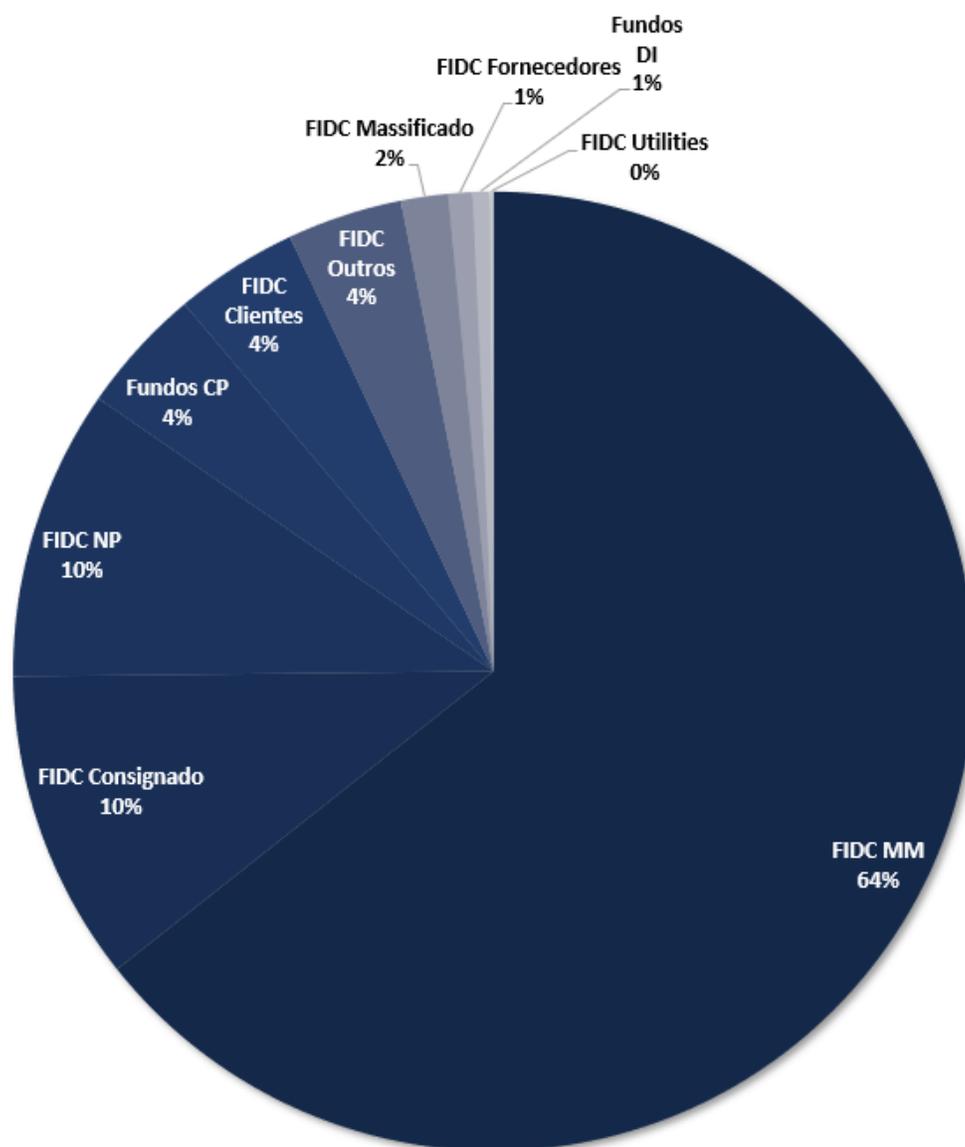
Nos gráficos abaixo, podemos visualizar estas dinâmicas. No gráfico 1, vemos que quando os fundos pararam de operar, a rentabilidade da cota subordinada caiu e, posteriormente, com o processo de reabertura gradual as consultoras voltaram a operar com setores específicos e o retorno da cota subordinada melhorou. Nos gráficos 3 e 4, vemos uma piora na operação representada pelo aumento do crédito vencido e não pago (CVNP), e também pelo aumento na provisão de devedores duvidosos (PDD). Porém no gráfico 2, vemos o aumento da subordinação do fundo, efeito explicado no parágrafo acima, que serve como contraponto às piores vistas nos gráficos 3 e 4.





Os FIDCs multicedentes/Sacados possuem, em sua maioria, emissão de cotas fechadas com prazo de duração definidas. Muitas destas cotas foram emitidas em anos anteriores com cenários completamente diferentes, com spreads de crédito bem mais apertados. Há 3 anos eles eram maioria em volume emitido e com taxas melhores que os FIDCs corporativos, este cenário mudou. Atualmente o mercado já reconhece as qualidades do produto, aumentando o volume de emissão de outras classes de FIDCs. Dentro desta nova realidade a tendência é que a composição de nossa carteira conte cada vez menos com FIDCs Multicedente/sacados e tenhamos um aumento da participação em outras classes, como FIDCs clientes, fornecedores, utilities, crédito consignado dentre outras classes.

Abaixo segue a divisão da nossa carteira:





Nas novas emissões (já pós início da pandemia) a realidade de taxas é completamente diferente: spreads mais abertos e menor duration são a realidade do momento. Uma novidade é que estamos sugerindo que os fundos investidos venham com duplo indexador, como por exemplo: CDI + 4,5% a.a. ou 7% a.a. pré-fixado, dos dois o maior, a fim de proteger nossas carteiras contra novas quedas do CDI que podem ocorrer. Estamos também vendo novas operações começarem a aparecer no primário: FIDCs e empresas que estavam esperando o cenário desanuviar para captar estão vislumbrando uma janela propícia para novas emissões. Um exemplo é o FIDC Chemical XI da Braskem que deve vir a mercado em breve.

A equipe de gestão da Valora segue com seu esforço permanente de procurar sempre os melhores ativos no mercado. Além da busca por novos ativos, o trabalho de acompanhamento da carteira atual é bem intenso para que consigamos mitigar qualquer risco. Esforços necessários visando sempre o benefício de nossos cotistas.

O Valora Guardian I rendeu 0,38%, ou 180% do CDI em junho. O Valora Guardian II rendeu 0,37%, ou 171,1% do CDI, no mês. A alocação em ativos de crédito (Guardian Master) representou 99,4% do PL, dos quais 73,8% em cotas seniores, 21,2% em subordinadas mezanino e 4,4% em fundos abertos de cota única; fundos DI representavam 0,6% ao final do mês.



Valora Absolute

No mês de junho, o fundo obteve um retorno de 1,76%, ou 818,6% do CDI. Nesse período, observamos a continuidade do processo de acomodação dos spreads, fator preponderante do ótimo desempenho da carteira ao longo do mês. Ao nosso ver, esse movimento de fechamento de taxas ainda deve perdurar ao longo das próximas semanas/meses, o que tende a gerar ainda mais alpha dentro do nosso portfólio.

Nossa expectativa é que os spreads de crédito se acomodem e atinjam um “novo normal”, com níveis maiores que os vistos no começo de 2019 e menores que as taxas indicativas observadas em abril deste ano.

Não obstante a isso, o Índice de Debêntures ANBIMA (IDA), representado pelo comportamento de uma carteira sintética composta por debêntures, fechou o mês de junho em alta de 1,29% (590% do CDI), evidenciando ainda mais o fechamento dos spreads de crédito ocorrido ao longo do período. Como explorado nas cartas anteriores, esse movimento retrata: (i) diminuição nos pedidos de resgate da indústria de crédito privado, (ii) entrada de novos players na ponta compradora (Private Banking e Wealth Management), (iii) perspectiva de reabertura e reaquecimento da economia, e (iv) otimismo frente a uma possível atuação do Banco Central no intuito de estabilizar o mercado secundário.

Dito isso, importante salientar que apesar da atuação do BC ter sido regulada, ainda não há sinalizações claras e concretas de como se dará sua intervenção. O BACEN, até o momento, não divulgou o tamanho do programa. Entretanto, o banco destacou que sua atuação deve seguir parâmetros específicos de concentração de emissor e setor, privilegiando papéis precificados pela ANBIMA e B3 e restringindo o volume adquirido através dos ratings dos papéis.

Ademais, temos mais dois pontos importantes a serem considerados numa eventual entrada do BC no mercado de crédito privado: (i) A compra desses papéis pelo BC será considerada despesa primária e constará no orçamento da união, aumentando ainda mais o déficit primário do governo para o ano de 2020 e sufocando o teto de gastos, e (ii) Haja vista as recentes apreciações das debêntures, talvez não seja mais necessário intervir. O grande argumento aqui é: os spreads já estão relativamente acomodados e, adicionalmente, não temos um problema de liquidez tão latente na indústria.

De qualquer forma, quanto a questões de liquidez, ter o Banco Central como um possível player atuante no mercado de crédito privado traz um conforto grande para a indústria em geral. Acreditamos que a mera autorização e, de maneira mais pragmática, a criação de uma política e processo para atuação nestes casos pode ser um fator inibidor de novos problemas sistêmicos de liquidez como aconteceu na segunda quinzena de março no mercado de crédito.

Ao longo do mês, assim como em maio, não participamos de nenhum bookbuilding. Entendemos que o mercado primário continuará tendo os bancos como principais demandantes de papéis. No entanto, vimos uma evolução positiva no número de ativos primários ofertados em junho. Acreditamos que, apesar da lentidão no curto prazo, o mercado primário tende a ganhar uma tração maior nesse terceiro trimestre. É fato que o mercado secundário tem balizado as emissões do primário, independente de os ativos estarem neste momento sendo majoritariamente encarteirados pelos bancos.

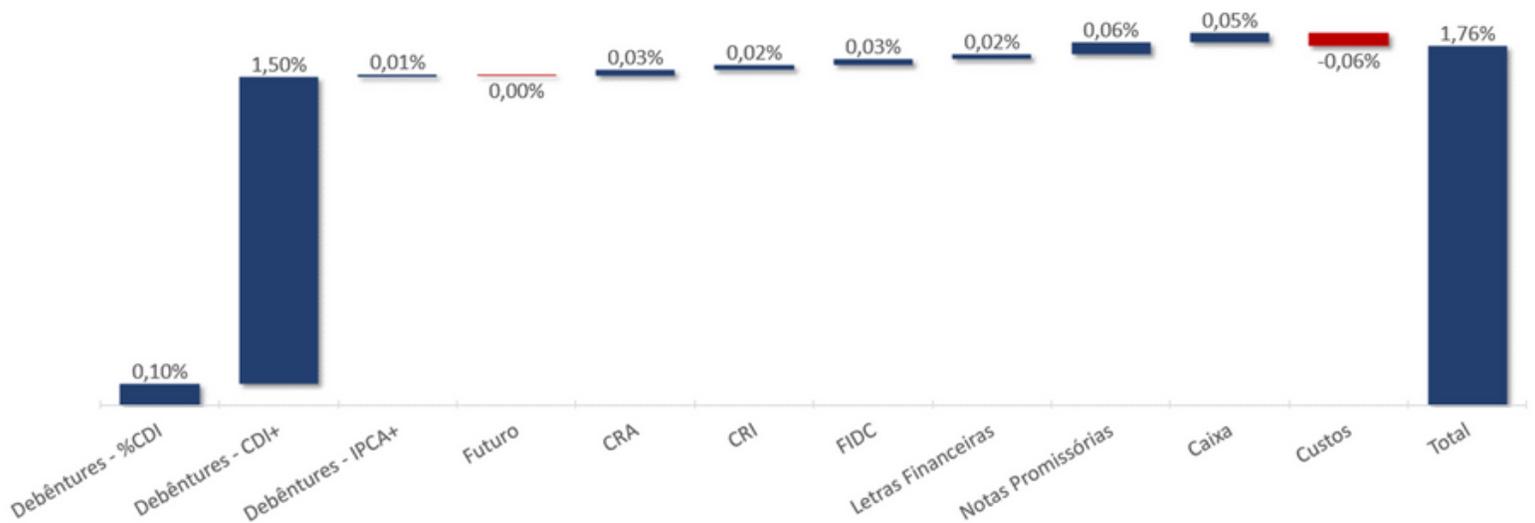
VALORA ABSOLUTE



Os papéis que obtiveram melhor desempenho foram: MEAL12 (6.372,8% do CDI), JSMLA3 (2.719,7% do CDI) e VAMO22 (2.488,4% do CDI) Em contrapartida, os ativos AALR12 (-221% do CDI), LAMEA2 (-199,1% do CDI) e LF Sofisa ago/2021 (-5,1% do CDI).

A carteira encerrou janeiro alocando 64,1% em debêntures/NPs; 4,3% em emissões bancárias; 12,3% em CRAs/CRIs/FIDCs e 19,4% em títulos públicos/fundos DI.

| | %PL | %CDI | Attribution |
|-------------------------|-------|---------|-------------|
| Título Público | 0,1% | 100,4% | 0,00% |
| Fundo DI | 19,3% | 97,6% | 0,05% |
| Letra Financeira | 4,3% | 334,5% | 0,02% |
| Debênture | 61,8% | 1162,7% | 1,62% |
| Debênture - CDI+ | 51,7% | 1202,8% | 1,50% |
| Debênture - %CDI | 9,6% | 529,0% | 0,10% |
| Debênture - IPCA+ | 0,6% | 991,1% | 0,01% |
| Nota Promissória | 2,2% | 501,7% | 0,06% |
| FIDC | 3,2% | 273,1% | 0,03% |
| CRA | 5,6% | 269,7% | 0,03% |
| CRI | 3,5% | 281,4% | 0,02% |
| Futuro | | | -0,004% |
| Custos | | | -0,06% |
| Resultado | | | 1,76% |



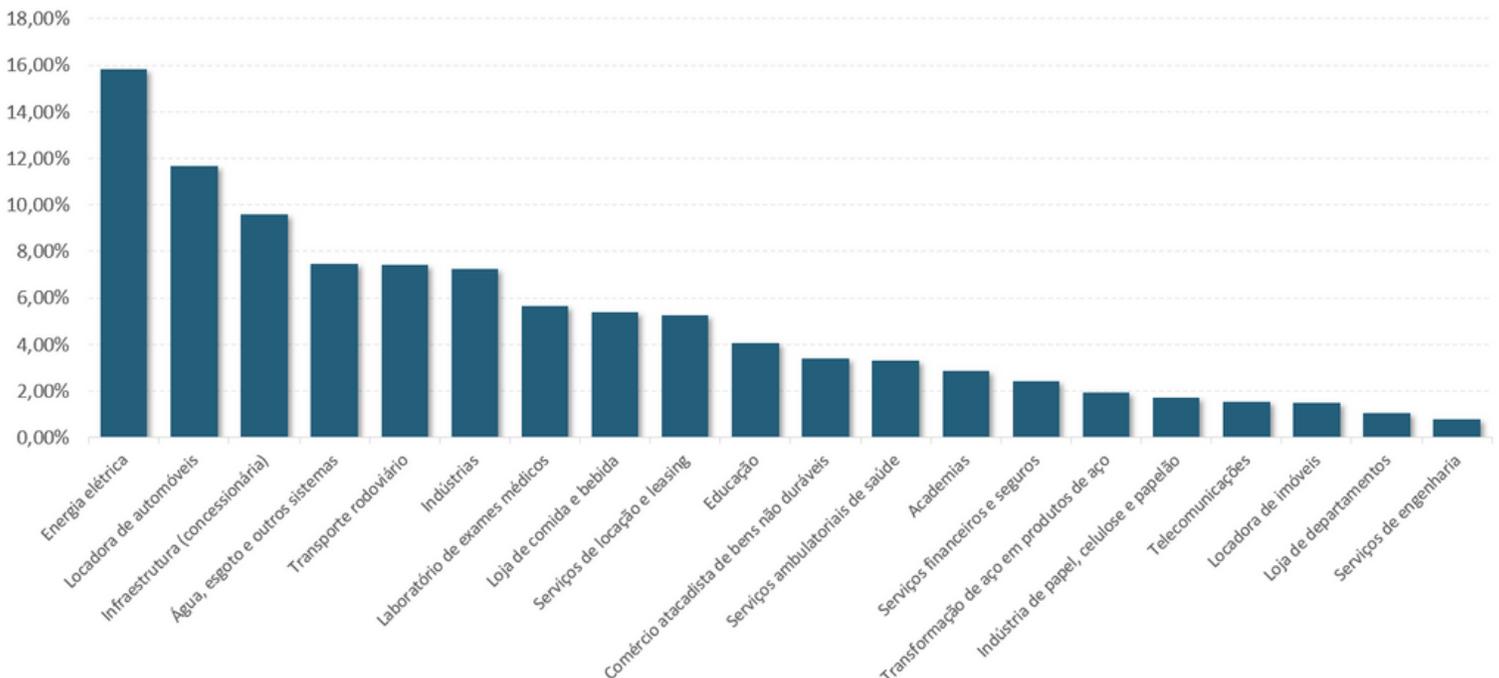
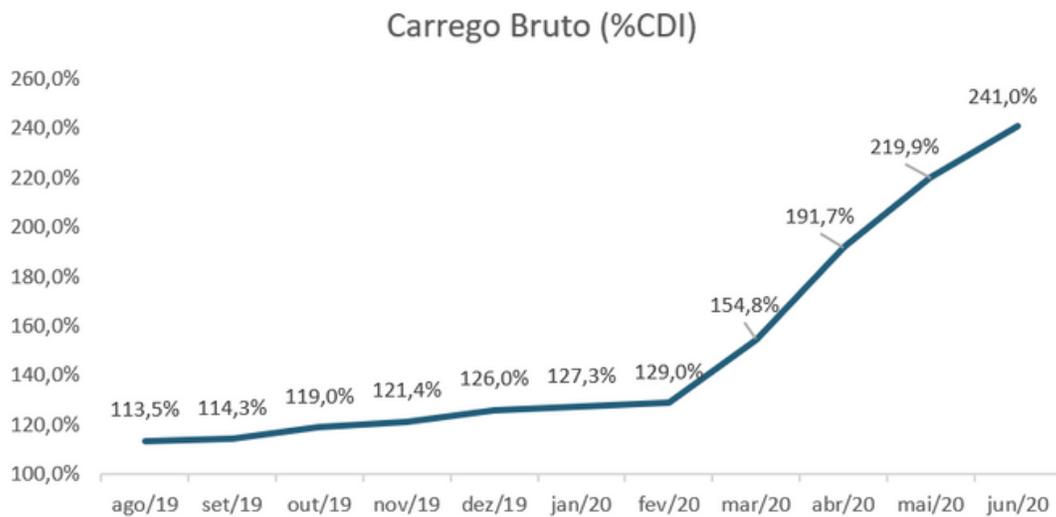
VALORA ABSOLUTE



Como podemos ver nos gráficos acima, o principal indutor de attribution do fundo no mês de junho foi o desempenho do book líquido de debêntures em CDI+. Importante mencionar que como estratégia, desde o final de 2019, optamos por diminuir nossa exposição em letras financeiras e debêntures indexadas a %CDI. Naquele momento, o objetivo era nos descorrelacionarmos de uma possível volatilidade da curva de juros.

Atualmente, até mesmo pelos recentes cortes na SELIC, temos visto o mercado um pouco mais avesso em relação aos ativos indexados a %CDI. Obviamente, por conta dessa fraca demanda, constatamos um fechamento de taxa um pouco mais modesto para essa classe de ativos.

Em relação as taxas indicativas dos ativos dentro do fundo, nosso portfólio terminou o mês com 241% do CDI de carregamento bruto.





Como dito anteriormente, ao nosso ver, a relação risco e retorno dos ativos de crédito privado ainda continua muito atrativa tendo em vista que os emissores dos papéis investidos são empresas robustas e sólidas, com alta geração de caixa e um bom acesso aos bancos. Esses papéis, muitas vezes até de empresas com rating AAA, mesmo com os recentes fechamentos de spread, ainda estão com uma remuneração muito interessante. Vamos continuar surfando este movimento.

Continuamos atentos ao mercado secundário com dois guidances principais: (i) capturar possíveis oportunidades de compra e ampliar a gama de emissores investidos dentro do fundo, e (ii) diminuir a concentração de alguns papéis que ficaram marginalmente concentrados após os recentes resgates no fundo.



Valora Horizon

Junho foi mais um mês positivo para o mercado de crédito, com pouca volatilidade nas taxas dos ativos líquidos e, em geral, a manutenção dos spreads elevados. Ainda, o corte da taxa SELIC que a levou ao patamar de 2,25% ao ano mantém a atenção do investidor voltada para os produtos high yield. Em meio a este cenário favorável, o fundo obteve um retorno de 186,60% do CDI no mês.

Dentre as principais contribuintes para o ótimo rendimento no período estão a cota subordinada de um FIDC clientes estruturado pela própria Valora, e uma debênture de rating AA- que foi incorporada à carteira recentemente à uma taxa de CDI + 8%. Os retornos médios desses ativos no mês foram de 2643,2% e 2846,7% do CDI, respectivamente. Mais uma vez, mostrou-se eficaz a combinação da priorização de produtos estruturados internamente (nossa incessante busca por levar o investidor para tomar água limpa) com o acompanhamento atento do mercado secundário, o qual nos tem permitido usufruir das oportunidades únicas que este momento de mercado tem proporcionado.

Além disso, o alívio da pressão sobre a liquidez cria mais espaço para a busca e análise de novos ativos e emissões no mercado primário, que em junho começou a se reaquecer, permitindo a continuidade da estratégia de diversificação do portfólio do fundo e equalização das concentrações. Entre FIDCs de home equity, precatórios federais, certificados de incentivo ao desenvolvimento e outras modalidades de financiamento aos mais variados businesses, surgiram operações bastante interessantes. Para as próximas semanas, estão no nosso pipeline cotas subordinadas de um FIDC de empréstimos consignados privados também estruturado pela Gestora, e cotas mezanino de um FIDC de uma empresa produtora de sementes de milho, cuja rentabilidade-alvo é de CDI + 6,5%.

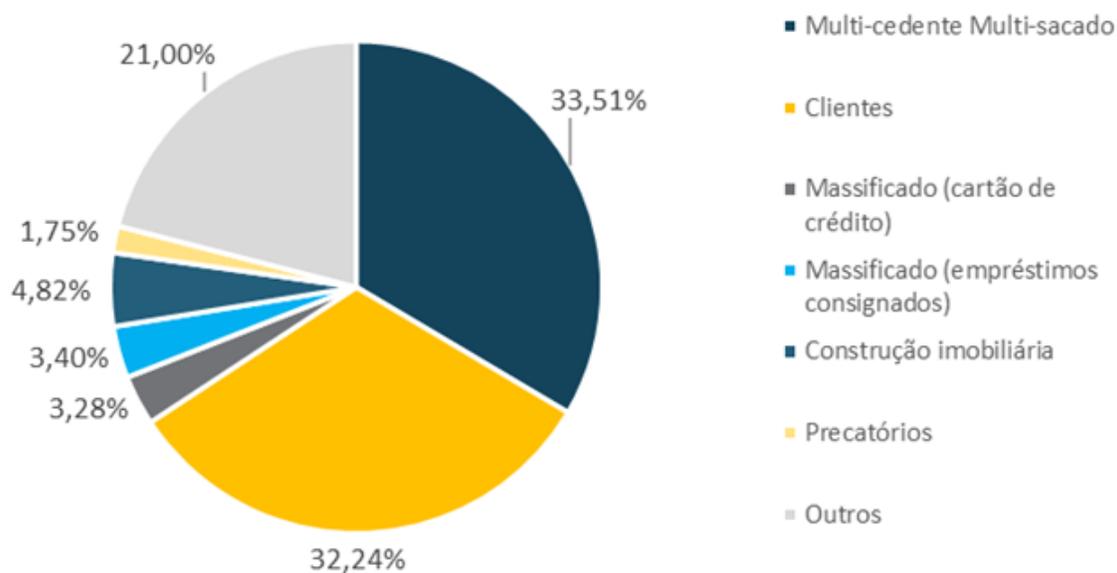
Acreditamos que tal aquecimento, assim como as condições macroeconômicas cada vez mais favoráveis ao desenvolvimento do segmento high yield do crédito privado, perdurará ainda por tempo razoável. Dessa forma, entende-se que este arranjo continuará a proporcionar chances de sintetizar excelentes relações risco-retorno, fomentando assim o crescimento sustentável do fundo.

Um ponto adicional que vale destacar é uma nova forma de atuação da gestão, e isso poderá ser verificado em todos os produtos daqui para frente: estaremos mais focados em entregar um spread ou rentabilidade “real” aos investidores do que especificamente no percentual do benchmark CDI do Fundo. Estamos alinhados com uma nova forma de acompanhar/avaliar os ativos com base em excess spread muito mais do que nas variações da taxa de juros referencial do mercado.

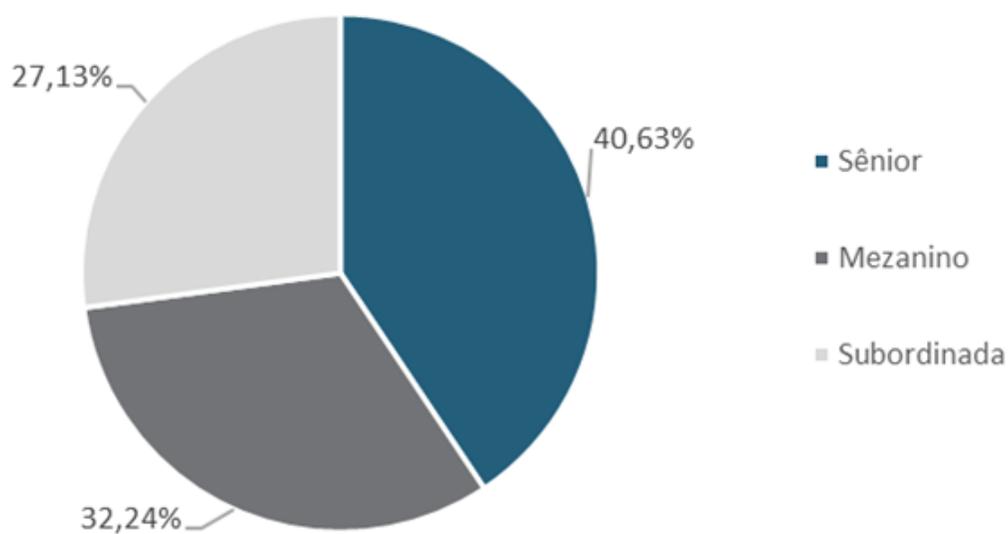
Por fim, em relação à alocação do capital investido, ao final do mês este estava distribuído da seguinte forma: 2,1% em fundos DI; 1,6% em títulos públicos; 10,7% em debêntures; 1,7% em CRIs com garantias reais; 11,8% em CRAs; 2,9% em notas promissórias; e 69,7% em FIDCs, sendo 13,6% classificados como não-padronizados.



Carteira de FIDCs por modalidade



Carteira de FIDCs por classe de cotas



DISCLAIMER

I - Este material não se configura um relatório de análise, conforme a definição da Instrução nº 598/2018 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), tampouco uma consultoria de valores mobiliários, conforme a definição da Instrução CVM nº 592/2017.

II - Esta mensagem tem conteúdo meramente informativo, não devendo, portanto, ser interpretada como um texto, recomendação de investimento, relatório de acompanhamento, estudo ou análise sobre valores mobiliários e seus emissores que possam auxiliar ou influenciar investidores no processo de tomada de decisão de investimento.

III - Investimentos ou aplicações em títulos e valores mobiliários envolvem riscos, podendo implicar, conforme o caso, na perda parcial ou integral do capital investido ou ainda na necessidade de aporte suplementar de recursos.

IV - A presente publicação e todos seus elementos literais e gráfico constituem uma obra autoral protegida, estando os direitos sobre a mesma reservados.

V - A Valora Gestão de Investimentos não será responsável por perdas diretas, indiretas ou lucros cessantes decorrentes da utilização deste material para quaisquer finalidades.

VI - Quaisquer referências e rentabilidades passadas não significam de qualquer forma a garantia ou previsibilidade de rentabilidades futuras.

VII - O Investimento em fundos não é garantido pelo administrador, pelo gestor, por qualquer mecanismo de seguro ou pelo Fundo Garantidor de Crédito – FGC. Este material não deve ser considerado a única fonte de informação para embasar qualquer decisão de investimento. Dentre outras fontes, ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do Regulamento, do Formulário de Informações Complementares e da Lâmina de Informações Essenciais, se houver, antes de Investir.

VIII - As opiniões expressas neste material podem ser alteradas sem prévio comunicado e não constituem oferta de compra ou de venda de títulos ou valores mobiliários ou de instrumentos financeiros de qualquer espécie. Por conseguinte, a Valora Gestão de Investimentos se isenta de toda e qualquer responsabilidade por eventuais prejuízos decorrentes de decisões tomadas por investidores com base no conteúdo deste material. Para mais informações, acesse: www.valorainvest.com.br



Autorregulação
ANBIMA



VALORA

INVESTIMENTOS

Valora Gestão de Investimentos Ltda.

Rua Iguatemi, 448 - Conj. 1301 - Itaim Bibi - São Paulo-SP

www.valorainvest.com.br

Telefone: +55 11 3016-0907

Contato: ri@valorainvest.com.br