

VALORA  
INVESTIMENTOS

CARTA  
MENSAL

MAIO  
2020





## Um olho no mercado e o outro na economia

Maior foi um mês de recuperação para o mercado financeiro, conhecido por exagerar em seus movimentos, positivos ou negativos. Mas o consenso entre economistas é que o pior da crise econômica ainda está por vir. Há quem advogue positivamente sobre a melhora dos índices financeiros em comparação ao que se pode esperar da economia real, mas também existe quem veja isso como um “voo de galinha” pois o pior ainda estaria por vir.

Na visão dos otimistas pode-se elencar alguns fatores. O principal seria o controle, ou uma convivência com o vírus, mesmo que sem uma vacina. A China não registra casos há algum tempo e países europeus que foram duramente atacados pela pandemia estão reabrindo gradualmente o comércio e a circulação de pessoas, como Itália e Espanha. No cenário nacional temos uma aparente trégua (ou recuada) entre os poderes, o que pode viabilizar uma melhor condução política do país. Portanto a melhora dos índices seria apenas a antecipação natural que o mercado financeiro faz de um futuro promissor.

A visão pessimista ou mais realista insiste que ainda não vivemos a crise econômica, e sim uma crise de saúde com impactos econômicos. E a crise econômica ainda virá e de forma bastante forte. Mesmo com a possível retomada da economia, os estragos causados já foram suficientes para causar quebra de empresas, prejuízos, desemprego. O ponto seria que, mesmo com a liberação, as pessoas não irão se sentir à vontade para sair às ruas como anteriormente, consumindo e que a renda real (e poupança) vai diminuir. Portanto, a melhora nos índices, assim como a subida do Ibovespa, queda de dólar e juros é apenas um reflexo da colossal injeção monetária na economia mundial e brasileira. E dado que todo este dinheiro não é grátis, a conta irá chegar.

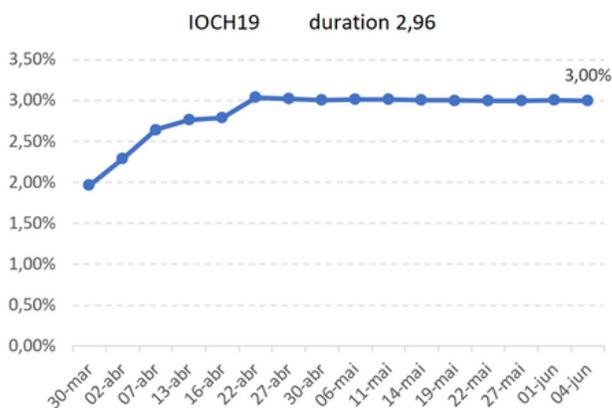
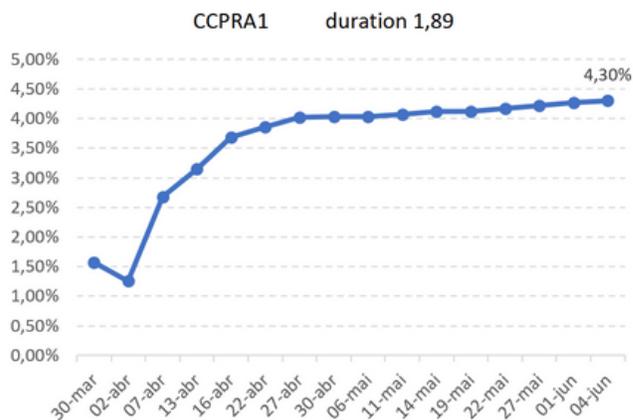
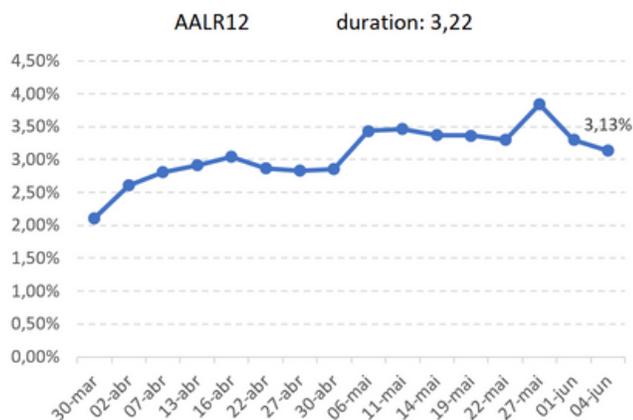
Destas visões surge a dúvida: como se posicionar em relação ao crédito neste período difícil? A tentativa é conciliar as duas visões da forma que nos posicionemos para colher os resultados de uma recuperação que virá, sem nos expor demais caso ela demore muito mais a ocorrer.

Terminamos o mês de abril acreditando que estávamos no fundo do poço do mercado de crédito, ou muito perto dele. Que a aquelas taxas que os ativos estavam sendo transacionados a relação risco retorno estava favorável à compra. Então, de posição defensiva, partimos para realizar compras. Esta decisão se mostrou acertada, corroborada pelos fundos, que foram muito bem no mês de maio.

A classe dos fundos de crédito privado performou bem, e os resgates diminuíram bastante. Este provavelmente é o novo normal das carteiras, com um carregamento maior. Vimos a estabilização das taxas dos ativos em alto patamar, e emissões primárias que balizaram o secundário.



Abaixo temos, por exemplo, a Aliar, empresa de medicina diagnóstica que tem rating A com duration de aproximadamente 3,2 anos sendo marcada a CDI + 3,48% a.a.. Mais de 200% de prêmio sobre o CDI atual. Temos também a CCP (Cyrela Commercial Properties), empresa de locação de lajes comerciais e shoppings, que também tem rating A pela Moody's, marcada a CDI + 4,26% a.a. E por fim, IOCHPE, líder mundial na fabricação de rodas automotivas, com rating AAA pela S&P, duration de aproximadamente 3 anos, sendo marcada a CDI + 3% a.a.



Já nas emissões primárias vimos Lojas Americanas, rating AA emitindo R\$ 500 milhões à taxa de CDI + 3% a.a. e Rumo S.A que é uma emissão AAA da Fitch, por IPCA + 6,8% a.a., com volume de R\$ 800 milhões. Percebe-se que tanto no primário quanto no secundário o prêmio das debêntures high grade está acima de 200% do CDI, o que sugere que o secundário não abrirá mais, mas que também não haverá muito fechamento, sustentado pelo primário. Entendemos que o accrual bruto dos fundos high grade deve manter-se acima dos 200% do CDI nos próximos meses.

Perguntas que ficam quase automáticas depois dessas informações são: E o crédito high yield? Como vem se comportando? Quais taxas estão pagando? Esta crise mostrou que estes ativos, desde que bem estruturados, por pessoas competentes, com as devidas garantias, subordinações e por vezes excesso de fluxo de recebíveis como collateral são, muitas vezes, mais interessantes que, por exemplo, ativos high grade.

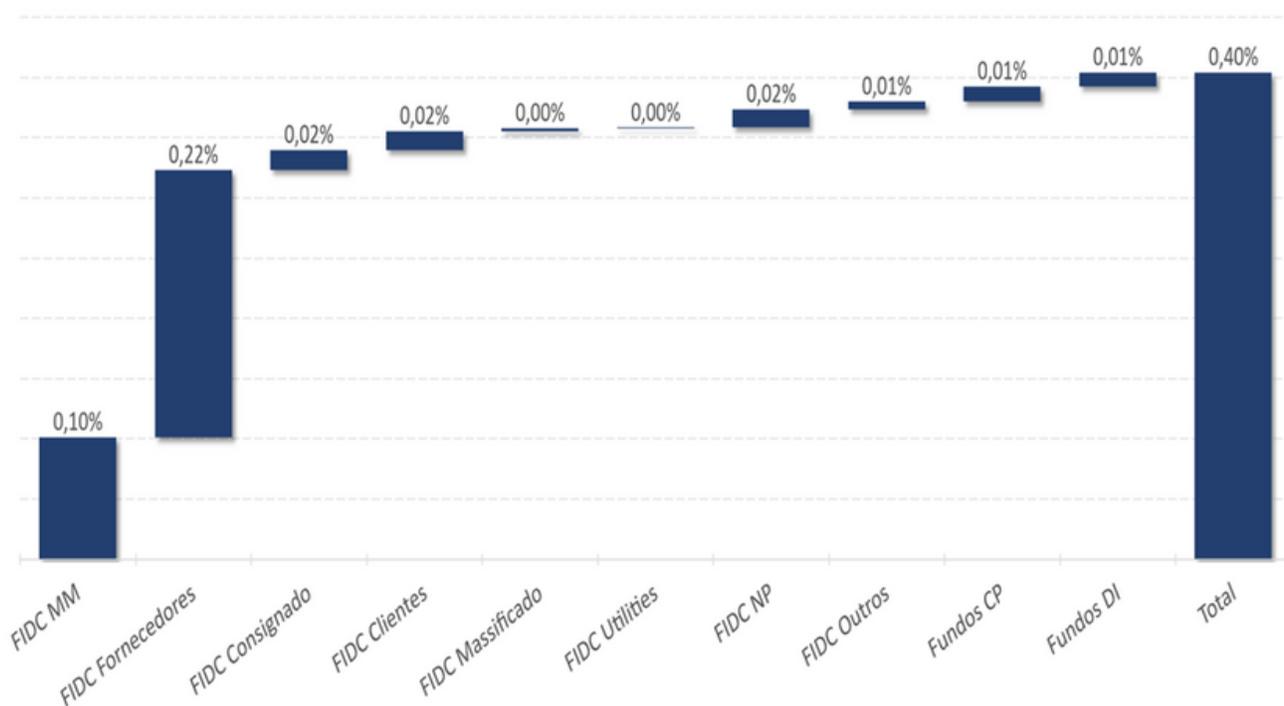


A estratégia Guardian continua sendo um porto seguro, função que vem desempenhando bem em seus dez anos de existência.

Em maio o fundo entregou prêmio sobre o CDI acima de sua média histórica, manteve sua volatilidade baixa e aumentou seu carregamento, sem aumentar seu risco de crédito.

Nosso monitoramento diário dos FIDCs investidos vem comprovando a teoria de que eles são um produto de crédito bastante robusto e com capacidade para navegar grandes crises. Seus pontos principais são: (i) subordinação - no caso da carteira do Guardian, a média é de aproximadamente 40% (ii) ser um empréstimo lastreado em recebíveis, ou seja não é um crédito clean, baseado na capacidade de pagamento de uma empresa e, por fim, (iii) sua pulverização, fazendo com que a inadimplência intrínseca do produto seja mitigada estatisticamente.

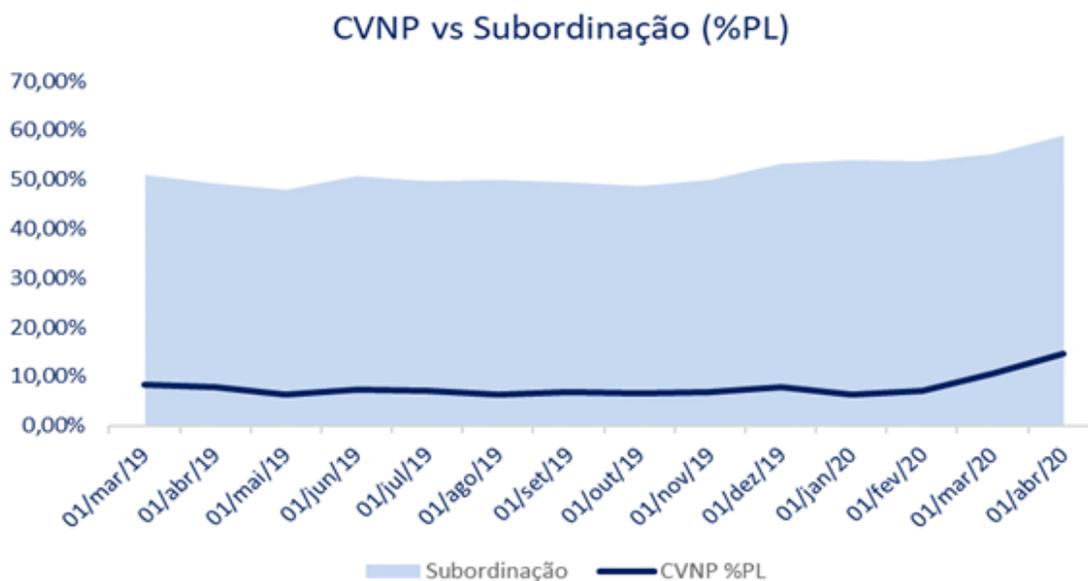
Devido à experiência da Gestão e conservadorismo com o caixa do Guardian que nós adotamos, não foi necessário vender ativos fora da taxa de emissão para honrar resgates, dinâmica que geraria perdas para o fundo. Mas o outro lado da moeda nos ajuda: quando gestores de outros fundos precisam vender ativos mais estruturados, que requerem uma análise mais profunda, sabem que encontram junto a nós um possível comprador. Esta experiência e reconhecimento nos permite comprar ativos no secundário a melhores preços. Esta atuação fez com que o Fundo rodasse acima de sua média histórica em maio. Abaixo vemos a contribuição de cada classe de FIDC para o nosso resultado final.





Como antecipado em outras cartas, já era esperada por nós uma deterioração da economia real. E ela de fato aconteceu! Os FIDCs, que continuaram operando de forma reduzida em abril/maio, dentro de uma situação de economia fraca combatida sofreram com uma maior inadimplência e pedidos de prorrogação dos direitos creditórios. É importante ressaltar que inadimplência é uma constante em um FIDC e, dependendo das circunstâncias ela será maior ou menor. Essa é a importância dos mitigadores de risco do produto: pulverização de setores da economia, localização geográfica em que atua, e subordinação robusta, que proteja os cotistas mezanino e sênior em momentos que a inadimplência aumenta. Estamos confortáveis com todos estes indicadores em nossas carteiras.

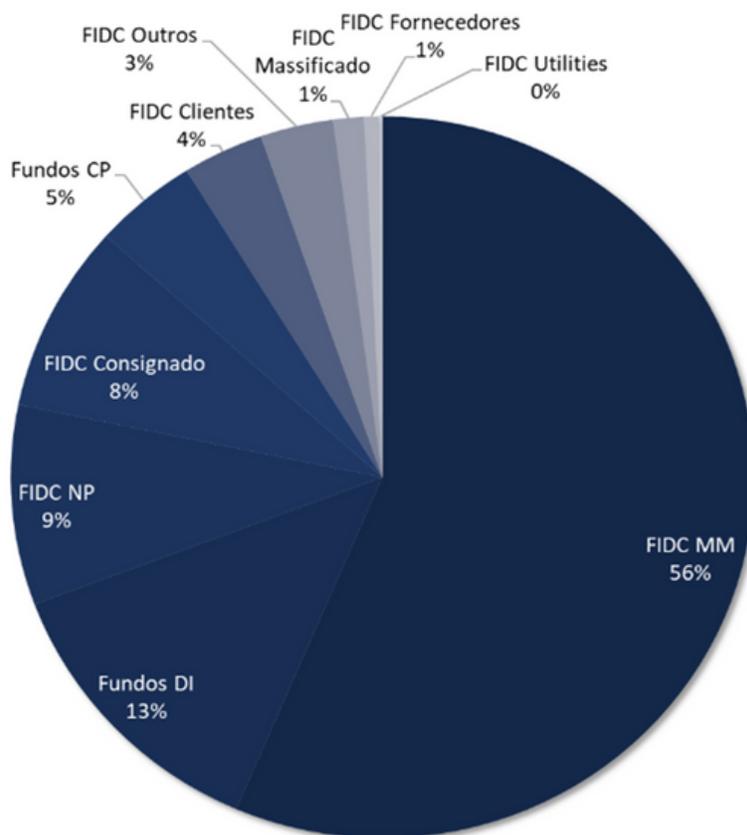
Como sabemos, esta é uma das piores, quiçá a pior crise desde o início do século XX, e todos os setores da economia foram bastante afetados. No gráfico abaixo vemos o aumento do crédito vencido e não pago (CVNP) versus a subordinação da carteira consolidada. No que pode ser o pior momento da crise o CVNP subiu para 15% aproximadamente, enquanto a subordinação foi para quase 60%. Portanto a situação está bastante confortável.



A explicação para tamanho aumento na inadimplência sem diminuir o estoque de subordinação é mais uma defesa do produto. As taxas praticadas nas operações são tão altas que mesmo com este cenário de calamidade foram capazes de absorver as perdas. No agregado, a média ponderada da rentabilidade das cotas subordinadas dos FIDCs ainda terminou o mês positiva.



Abaixo segue a divisão da nossa carteira:



Dentro do mês de maio fizemos algumas operações de secundário que acreditamos podem, neste momento, trazer um bom alfa para o fundo. Como exemplo, temos: Compra de cotas seniores e mezanino do FIDC da Companhia Rota das Bandeiras (CRB). É um FIDC corporativo, onde o único sacado é a CRB e os cedentes são os seus vários fornecedores. Portanto o risco é o não pagamento pela CRB, o que hoje é mitigado pela sua estrutura de capital e robustez do controlador (Farallon).

Para novas emissões todas as taxas estão sendo renegociadas. 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, afim 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.

Como não podia ser diferente, nossa atenção está redobrada, com ligações diárias junto aos gestores dos fundos e métricas diferentes para cada tipo de produto investido. O cenário atual é bastante volátil e requer atenção da gestão nos mínimos detalhes.

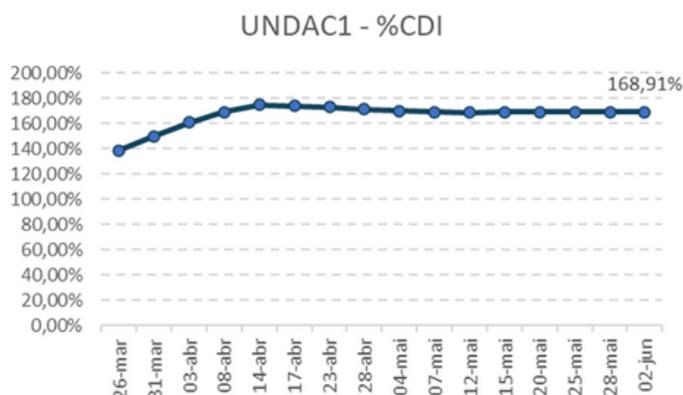
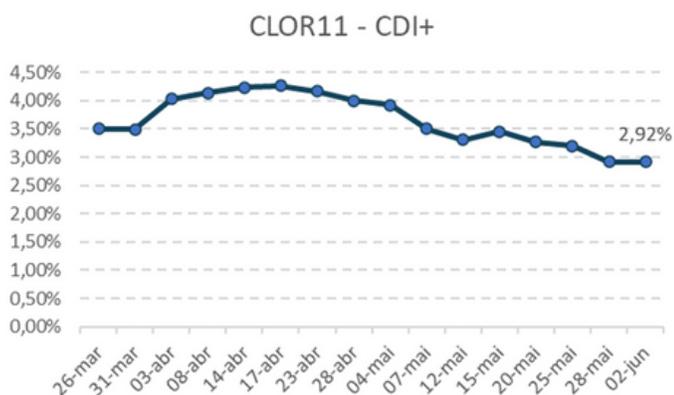
O Valora Guardian I rendeu 0,34%, ou 143,7% do CDI em maio. O Valora Guardian II rendeu 0,33%, ou 139% do CDI, no mês. A alocação em ativos de crédito (Guardian Master) representou 87,2% do PL, dos quais 65,4% em cotas seniores, 17,3% em subordinadas mezanino e 4,3% em fundos abertos de cota única; fundos DI representavam 12,8% ao final do mês.



No mês de maio, o fundo obteve um retorno de 259,1% do CDI. Nesse período, vivemos uma forte evolução na crise epidemiológica referente ao coronavírus, ocasionando tanto uma propagação no alcance territorial quanto um aumento relevante nas estatísticas de casos e mortes causadas pela enfermidade. No que tange o mercado de crédito privado, continuamos a observar um processo contínuo de recuperação dos preços dos títulos corporativos. Importante ressaltar que esse movimento, conjugado com um conjunto dinâmico de estratégias de gestão foram os principais responsáveis pelo ótimo resultado do fundo nesse último mês.

Como explorado nas cartas anteriores, constatamos um aumento expressivo no número de players atuantes no mercado secundário de crédito privado. Visando aproveitar um eventual fechamento de spread de algumas debêntures, as tesourarias dos bancos privados e alguns fundos de ações e multimercado atuaram de forma mais concreta na compra desse tipo de papel. Importante ressaltar que o Banco Central, através dos bancos públicos, também foi um indutor muito grande de liquidez para o sistema.

Em paralelo, muito por conta da estabilização da rentabilidade dos fundos, o volume de resgates solicitados na indústria desacelerou bastante ao longo de maio. Ainda continuamos com um saldo negativo mensal, entretanto vivenciamos um comportamento bem mais brando que nos meses de março e abril, o que contribuiu ainda mais para um cenário de estabilização dos spreads (representado nos dois gráficos abaixo). Em face disso, o patrimônio da indústria atingiu a marca de R\$ 165 bilhões, número bem inferior ao valor de R\$ 278 bilhões registrado em setembro de 2019.



Ao longo de maio, assim como ocorrido no mês anterior, não participamos de nenhum processo de bookbuilding. Algumas operações primárias até conseguiram atrair alguns investidores, entretanto os spreads ofertados não possuem apelo frente aos altos prêmios ainda presentes no mercado secundário. Dito isso, projetamos um mercado primário desaquecido e lento para os próximos meses e muitas operações sendo encarteiradas pelos Bancos.

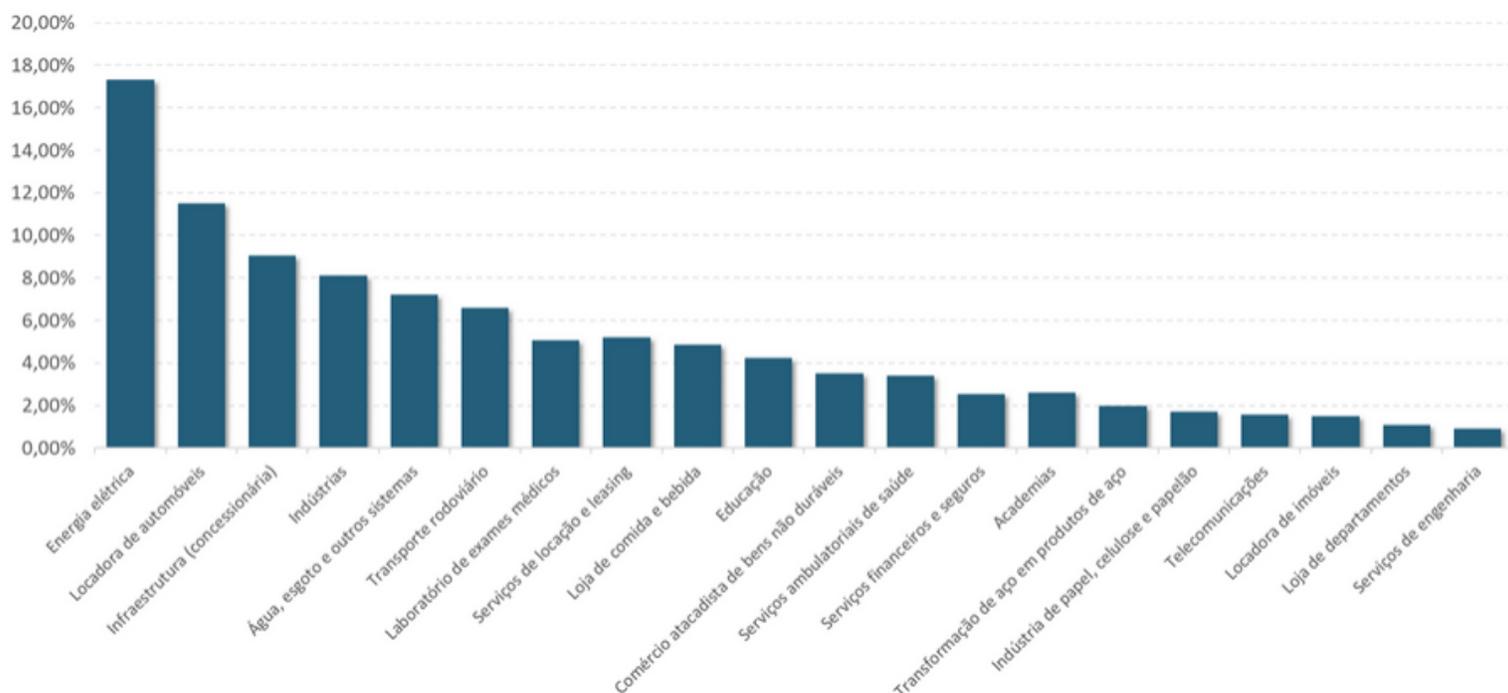
Os papéis que obtiveram melhor desempenho foram: CLOR11 (1295,8%CDI), JSMLA3 (1272,9%CDI) e IGTA17 (1162,2%CDI). Em contrapartida, os ativos AALR32 (-618,2%CDI), AAKR12 (-567,5%CDI) e MEAL12 (-332,8%CDI) foram os que mais retraíram.

# VALORA ABSOLUTE



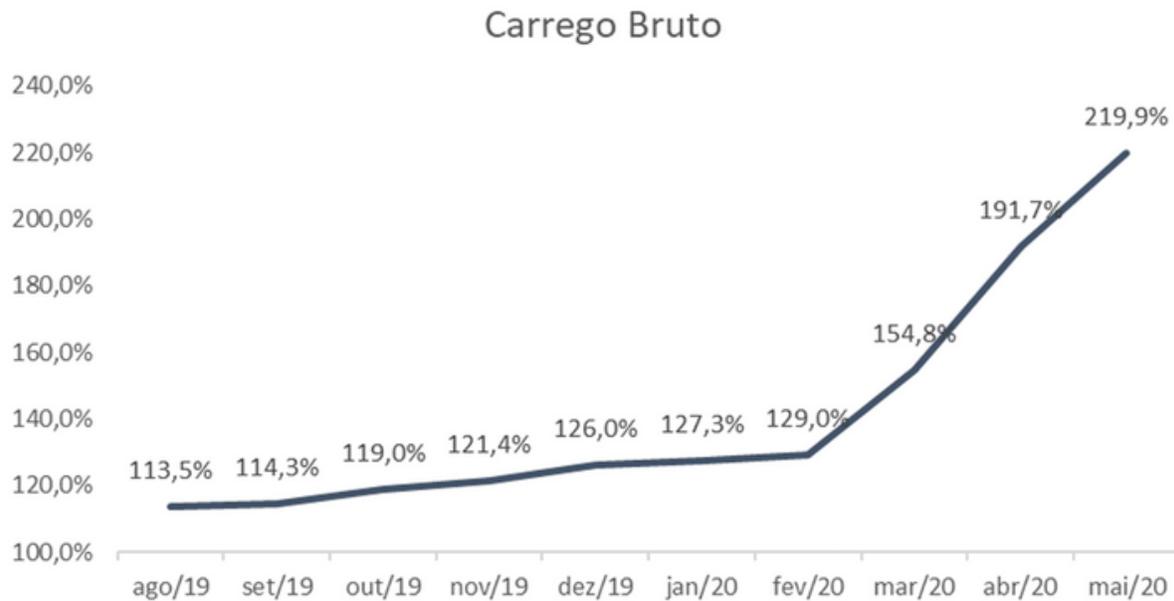
A carteira encerrou janeiro alocando 68,1% em debêntures/NPs; 4,4% em emissões bancárias; 14,3% em CRAs/CRIs/FIDCs e 13,3% em títulos públicos/fundos DI.

	%PL	%CDI	Attribution
<b>Título Público</b>	0,1%	98,4%	0,00%
<b>Fundo DI</b>	13,2%	85,4%	0,02%
<b>Letra financeira</b>	4,4%	353,7%	0,04%
<b>Debênture</b>	60,2%	339,9%	0,46%
<i>Debênture - CDI+</i>	50,5%	269,5%	0,30%
<i>Debênture - %CDI</i>	9,2%	563,7%	0,15%
<i>Debênture - IPCA+</i>	0,6%	633,1%	0,01%
<b>Nota Promissória</b>	7,8%	273,2%	0,06%
<b>FIDC</b>	4,8%	244,1%	0,04%
<b>CRA</b>	5,7%	243,9%	0,03%
<b>CRI</b>	3,8%	253,8%	0,02%
<b>Futuro</b>	-	-	-0,01%
<b>Custos</b>	-	-	-0,05%
<b>Resultado</b>			0,62%





Apesar dos fechamentos de spread ocorridos em maio, continuamos com uma carteira que, ao nosso ver, possui uma ótima relação de risco e retorno e, conseqüentemente, um carregamento acima do usual. Terminamos o mês com um carregamento bruto de 219,9% do CDI.



Como dito anteriormente, acreditamos que o momento de maior volatilidade já tenha passado. Apesar da grande injeção de liquidez por parte do Banco Central, via bancos públicos, ocorrida ao longo das últimas semanas, ainda há sinalizações de possíveis estímulos adicionais. Esse movimento, se concretizado, pode ocasionar um processo ainda maior de apreciação dos títulos no mercado secundário.

Obviamente qualquer projeção relacionada ao pico de contágio da doença, ou até mesmo do conseqüente efeito econômico relacionado ao isolamento social, não passaria de um "chute". No nosso caso, melhor do que tentar prever ou adivinhar, estamos revisando e analisando nossos cenários de forma contínua, dando sempre um passo de cada vez. Nesse momento, temos que ter flexibilidade suficiente para nos adaptar de forma rápida e ágil, de modo que as informações novas sejam capturadas, analisadas e que sejam capazes de alimentar assertivamente nossos modelos.

Estamos mais do que nunca otimistas com as características do Absolute, que se confirmaram na prática. Acreditamos que o prazo de resgate de 15 dias é o ideal para otimizar (i) a liquidez mínima para a classe de ativos, de forma a não resultar em uma seleção adversa no portfólio em eventos de volatilidade do mercado; e (ii) entregar alpha (representado por spread adicional ao CDI) a partir de uma carteira pulverizada e de risco controlado.

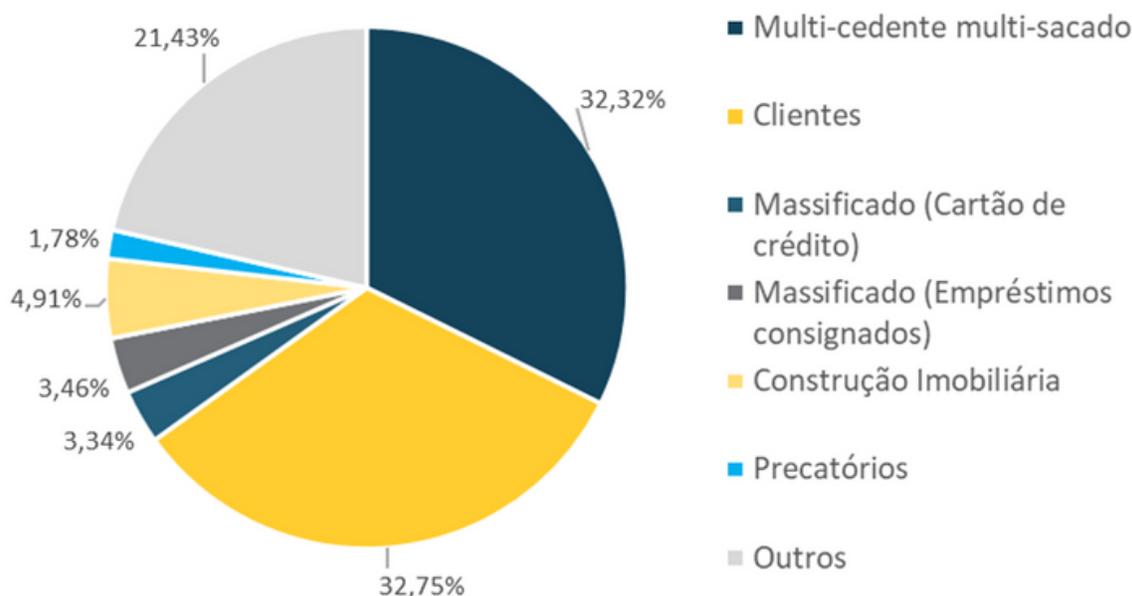


No mês de maio a expectativa de estabilização das taxas dos ativos de crédito privado foi concretizada, de maneira que a consolidação dos preços de tais produtos permitiu a recuperação dos fundos inseridos nesse mercado. A menor volatilidade do cenário em comparação aos meses anteriores levou ao declínio do número de pedidos de resgates, o que aliviou a pressão sobre liquidez e contribuiu para a retomada do bom desempenho dos fundos em geral. Ademais, ainda que estabilizados, os spreads continuam excedentes em relação aos seus respectivos riscos de crédito, quadro que propicia a elevação do carregamento. Nesse contexto, o Horizon obteve um retorno de 168,3% do CDI no mês.

As oportunidades de investimento no mercado secundário continuaram abundantes, em oposição ao mercado primário apático. Um exemplo de oportunidade capturada foi a aquisição de cotas seniores de um FIDC multi-cedente multi-sacado de baixíssima inadimplência que conta com garantias reais a uma taxa de CDI + 5,49%. Acreditamos que possibilidades como esta continuarão a se abrir nos próximos meses, e pretendemos nos manter atentos às negociações no secundário para aproveitá-las.

Quanto à atual alocação do patrimônio do fundo, ao final do mês este estava distribuído da seguinte maneira: 2,2% em fundos DI; 1,6% em títulos públicos; 9,7% em debêntures emitidas por companhias de capital fechado; 1,8% em CRIs com garantias reais; 12,1% em CRAs; 2,9% em notas promissórias; e 69,7% em FIDCs, sendo 14,9% classificados como não-padronizados.

## Carteira de FIDCs por modalidade





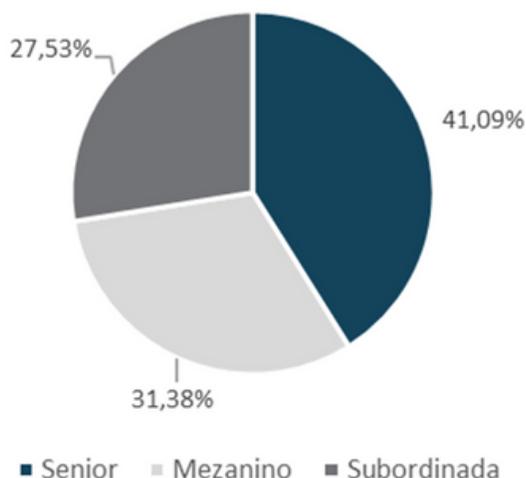
Também em relação à alocação, estamos em constante avaliação da composição da carteira do fundo como todo, a fim de melhor adequar o nosso portfólio às necessidades e tendências de cada momento de mercado. Dado o caráter incerto do momento que vivemos atualmente, pretendemos nos próximos meses reforçar nossas defesas através de uma maior diversificação, atuando de forma a equilibrar as concentrações do patrimônio do fundo tanto em termos de classes de ativos como entre diferentes ativos de uma mesma classe.

Diante da expectativa de quedas adicionais da SELIC, ao longo dos últimos meses a Gestão tem optado com comprar ativos com proteção a este movimento. Estes hedges podem ser feitos pela aquisição de produtos com spreads maiores em relação ao CDI ou, preferencialmente, com taxas de remuneração mínima pré-fixadas garantidas (duplo indexadores). Estas modalidades de investimentos, a que temos acesso em vista de parcerias de longo prazo e volumes investidos elevados, ajudam a defender os portfólios sem em contrapartida prejudicarem a rentabilidade da carteira.

Um ponto que sempre chama a atenção na rentabilidade do Horizon é a sua baixa volatilidade. Vale aqui uma explicação para este aspecto peculiar. O portfólio do Fundo é majoritariamente concentrado em posições que tem duas características que ancoram esta baixa volatilidade: spreads elevados em adição ao CDI, e estruturas próprias. O excesso de rentabilidade amortece os choques relacionados à abertura das taxas dos créditos high grade e a característica exclusiva (você sempre constrói melhor uma casa que você vai morar do que uma que você vai vender) confere resiliência e solidez de crédito.

Por fim, uma boa notícia: na visão da Gestão, ambientes econômicos como o que estamos vivendo (juros soberanos baixos, inflação baixa e necessidade de alavancagem por parte das empresas) foram os responsáveis pelo forte crescimento dos mercados de crédito high yield nos EUA durante a segunda metade da década de 80 e primeira metade da de 90. O movimento parece semelhante no Brasil atual e temos a expectativa de que não faltará matéria prima para formação de portfólios High Quality.

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](http://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](http://www.valorainvest.com.br)

Telefone: +55 11 3016-0907

Contato: [ri@valorainvest.com.br](mailto:ri@valorainvest.com.br)