VALORA
INVESTIMENTOS

CARTA MENSAL

NOVEMBRO 2020

Meio do caminho ou novo começo

Será que novembro foi o fatídico mês que deu início à tão sonhada normalização mundial ou apenas uma torcida generalizada neste sentido?

O fato é que o mês foi bastante positivo para o mercado financeiro. O Ibovespa terminou o mês com uma valorização de 15,9%, maior alta mensal desde 1999. O dólar teve uma expressiva queda de 7,63% fechando o mês cotado a R$ 5,33. E as taxas CDI projetadas pelo mercado futuro do DI de um 1 dia diminuíram em todos os vértices.

Na carta passada falamos sobre o grave problema fiscal que o País enfrenta, e o longo horizonte de tempo que levará para o problema ser sanado, considerando que as atitudes corretas sejam tomadas. Outro ponto que colocamos é sobre a inflação. O IPCA, que mesmo atualmente não sendo mais uma cesta fidedigna do consumo do brasileiro, visto que vários dos serviços que a compõem estão com restrições ao uso, como passagens de avião, mês a mês vem surpreendendo os analistas para cima. Itens que não estão restritos, e principalmente itens que concorrem pelo consumo no mercado externo, como carne bovina tem puxado o índice fortemente. Resultado: a média continua baixa, mas a inflação está incubada. Outro sinal é o IGP-M de novembro em 3,28% levando o acumulado em 12 meses a altíssimos 24,5%. Este índice baliza o reajuste dos aluguéis, portanto é esperado um aumento no custo dos mesmos também impactando a inflação. Sabemos que estas pressões são reflexo de um evento (desvalorização do Real). O grande prêmio vai para quem souber por quanto tempo elas continuarão pressionando o índice.
Se os principais problemas continuam à nossa volta, o que explicaria um mês tão positivo no mercado financeiro? Uma coisa que os mais experientes de mercado reconhecem é que as vezes devemos abrir mão da nossa análise, e não a agarrar cegamente, mesmo estando correta. Ficar na frente da manada do Bull Market não é o mais inteligente a se fazer. O mundo está inundado de liquidez e o Brasil tem dois elementos importantes neste cenário: taxas de juros (apesar de baixas ainda maiores que em outros países) e uma moeda desvalorizada (a que mais sofreu em uma cesta das 30 mais negociadas no mundo).
O primeiro impacto positivo no cenário mundial foi a eleição de Biden ao invés de Trump. O mercado financeiro aceitou muito bem a vitória, e durante o mês ele anunciou que a presidente do FED será a Janet Yellen, que é um nome bem respeitado e aprovado, outro fator importante é que é esperado um arrefecimento da guerra comercial com a China.

Adicionalmente, o único fator que poderia ser mais importante para a economia mundial que a eleição presidencial americana parece estar se concretizando: o início da vacinação em massa. Duas promissoras vacinas já protocolaram no Reino Unido o pedido de regime de urgência para aprovação e início da vacinação. Esperado ainda para o mês de dezembro o começo da vacinação em massa. Com certeza demorará alguns meses para que ela atinja um grande percentual da população mundial, mas isso já é suficiente para que o mercado antecipe a volta do crescimento, expansão e demanda represada.

E os ativos de crédito como ficam nesta situação? Em meio ao período de escassez de liquidez, no auge da crise, os ativos passaram a pagar muito mais prêmio, totalmente descolado do seu risco de crédito. Foi um excelente momento para adquirir estes ativos. Por exemplo, aproveitamos a oportunidade de comprar FIDC Syngenta, rating AAA, emitido a CDI + 1,35% por CDI + 6% a.a. Ou utilizando como exemplo um ativo mais líquido: Ecorodovias, rating AA, emitido em abril de 2019 por CDI + 1,3%, ter sido marcado a CDI + 5,45%.

A partir do momento que foi diminuindo o risco sistêmico da liquidez, e que os *players* institucionais entraram em cena (BACEN, Tesouro, Ministério da Economia, FEBRABAN entre outros), o mercado voltou a apresentar funcionalidade, e a economia real passou a adaptar-se ao desafio da Pandemia. Como resultado disso, as taxas de juros vêm fechando e os fundos de crédito recuperando o *gap* de rentabilidade.

Para efeitos da Gestão, é importante perceber que este movimento parece estar muito próximo do fim, pois no patamar que está o CDI não é esperado que as taxas voltem para os níveis de emissão de 2019 e sim se acomodem em pontos um pouco mais altos. Esta mesma Ecorodovias hoje está pagando CDI + 2,15%. Este cenário trará mais desafio aos gestores de crédito. Não será mais suficiente apenas "surfar uma onda" ou utilizar a pandemia como desculpa pronta, visto que a pior parte do impacto (*lockdown*) já passou. O processo de escolha de ativos, oxigenação de carteiras, busca e originação de novos ativos, oportunidades no secundário serão os principais drivers para um retorno acima do CDI para o cotista e diferenciação entre os gestores.

Valora Guardian

Novembro foi um mês bastante positivo para o Valora Guardian. O fundo entregou 0,39% de rentabilidade ou CDI + 2,78%. O fundo, que em meio à pandemia teve seu primeiro mês abaixo do CDI em dez anos de lâmina, vem se recuperando rapidamente. Como já mencionado anteriormente, o novo objetivo da Gestão é entregar uma rentabilidade alvo de CDI + 4%. A cada mês estamos chegando mais próximos deste objetivo.

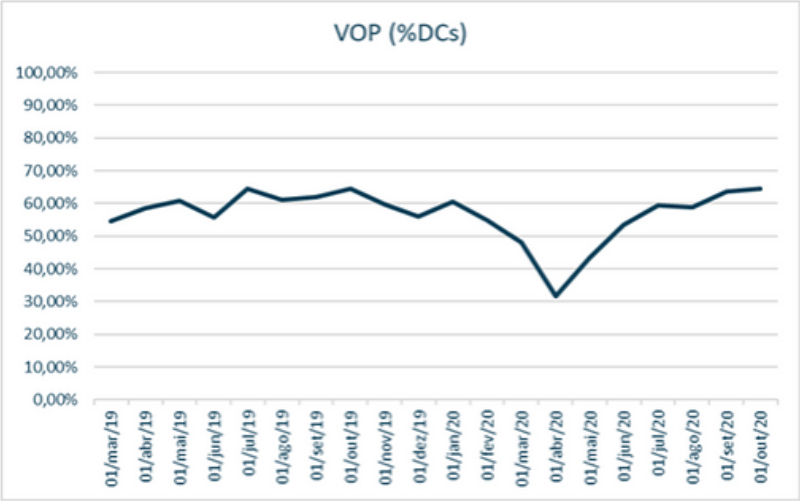
A estratégia para atingir nosso objetivo de rentabilidade está baseada em três pilares: (i) reciclar a carteira, ou seja, utilizar os recursos recebido de amortizações e vencimento de ativos para a compra de novos ativos com melhor rentabilidade. (ii) Novas captações, a fim de também comprar ativos com melhores rentabilidades e (iii) tentar possíveis renegociações no estoque antigo da carteira que ainda está sendo carregado a taxas “pré-covid”.

Dentro desta estratégia, em novembro aumentamos a nossa exposição no FIDC CREDZ que é um FIDC da emissora de cartões de mesmo nome, onde os sacados são milhares de pessoas físicas que utilizam este cartão e pagam as faturas no final do mês. Isto torna o crédito bastante interessante, pois é pulverizado, tem ticket médio baixo e inadimplência estatística. Este ativo paga CDI + 5,45% a.a., dentro do objetivo de rentabilidade da carteira.

Outro ativo que alocamos foi o FIDC VCK. Este fundo adquire empréstimos consignados públicos, das esferas federais, estaduais e municipais, dentro de uma pulverização preestabelecida. Trata-se de um produto bem estruturado, pulverizado, com inadimplência quase nula e uma cota mezanino com rentabilidade de CDI + 8,5% a.a. Este é um fundo que está sob a gestão da Valora. Mais uma vez mostrando na prática a originação de ativos com relação risco X retorno extremamente favorável para o investidor (parte do conceito de levar o investidor para tomar água limpa).

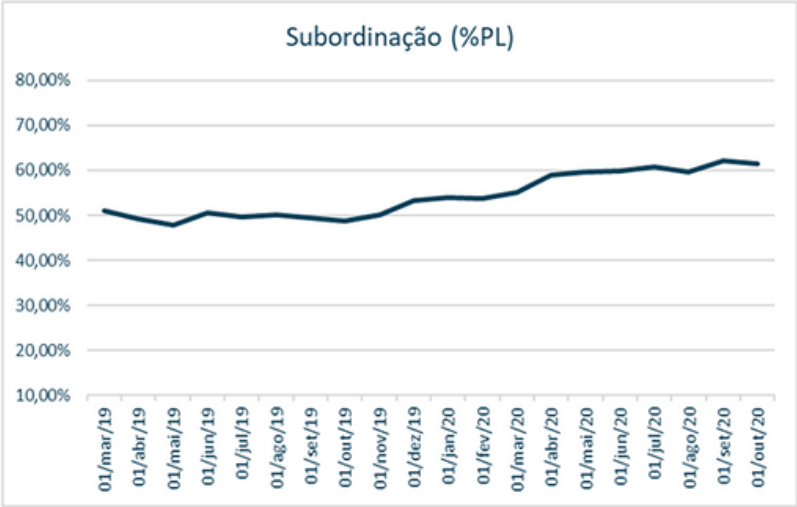
Não obstante os esforços despendidos na originação de novos ativos, nossas parcerias antigas de mercado nos posicionam de maneira diferenciada também quando precisamos adequar remunerações nas posições já existentes no portfolio. Dentro deste contexo, renegociamos, no mês de novembro, a remuneração de dois ativos relevantes na nossa carteira: uma cota sênior, de 150% do CDI para CDI + 3,5% e uma mezanino de 172% do CDI para CDI + 4,5%.

Nossa carteira vem se comportando muito bem, voltando os indicadores para os patamares pré pandemia, como podemos observar nos gráficos a seguir:

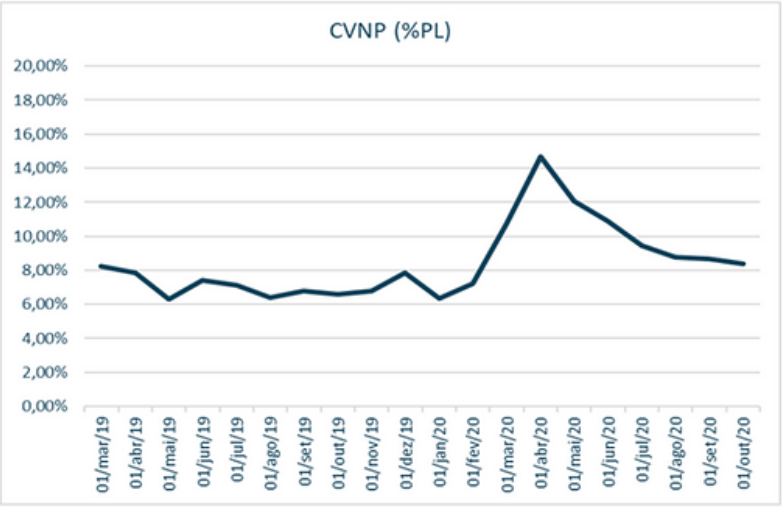


O volume operado pelos FIDCs Multicedente/sacado (VOP), depois da grande baixa do segundo trimestre, já voltou para praticamente os patamares de antes da crise. Esta é uma das principais preocupações para este tipo de FIDCs, pois sem operar, a subordinada passar a rentabilizar negativamente e ainda asfixia as empresas que dependem da linha de crédito que os FIDCs ofertam.

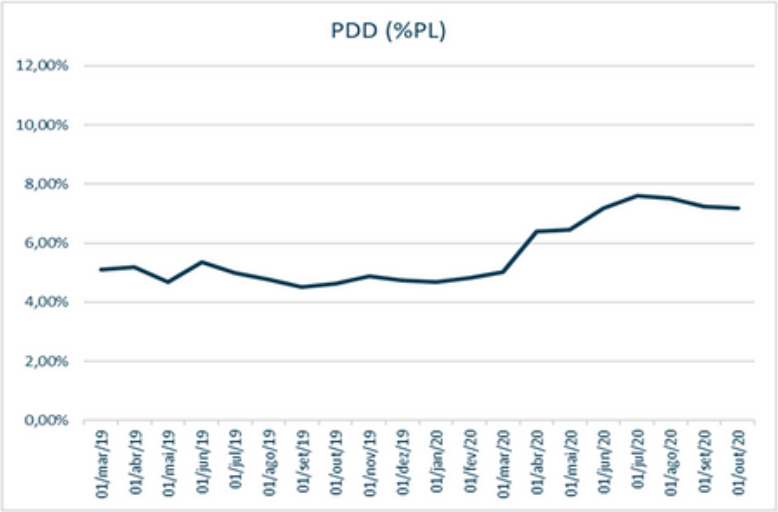
A subordinada da carteira agregada reflete o tanto que o produto é anti frágil nas crises. Nos piores momentos da pandemia a subordinação média dos Fundos aumentou, ao invés de diminuir.



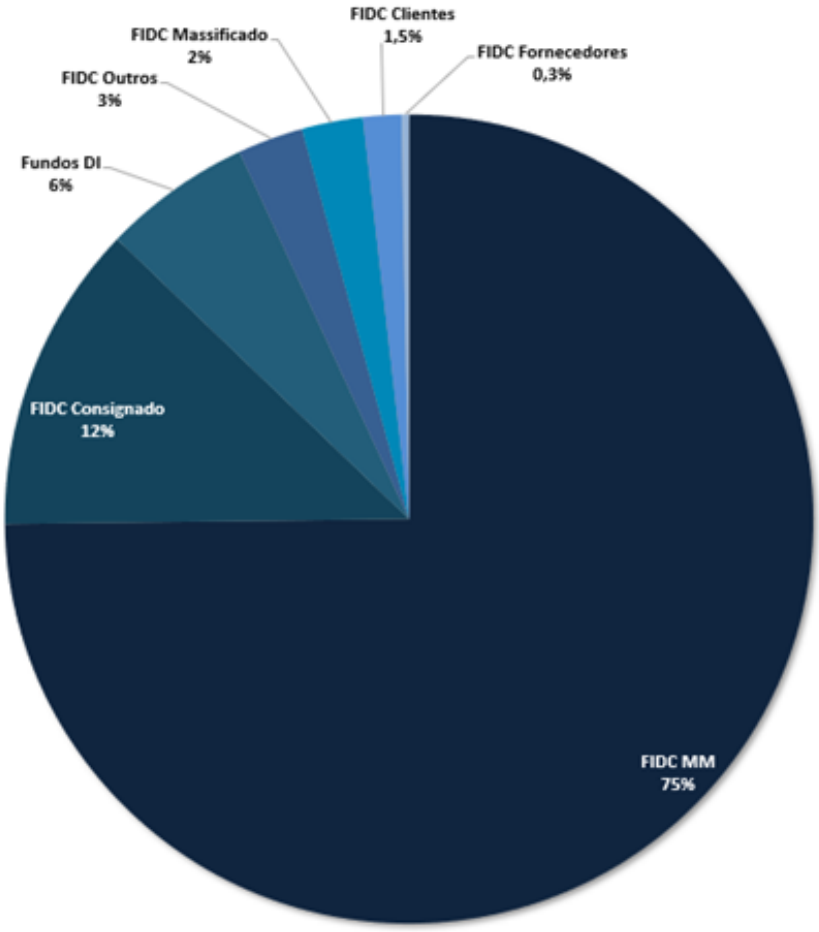
Os créditos vencidos e não pagos subiram bastante, as empresas pararam de operar, os recebíveis foram renegociados e muitas destas renegociações pagas (mais de 85%), mostrando que a administração da crise pelos órgãos reguladores em conjunto com os administradores, foi feita de maneira eficaz.



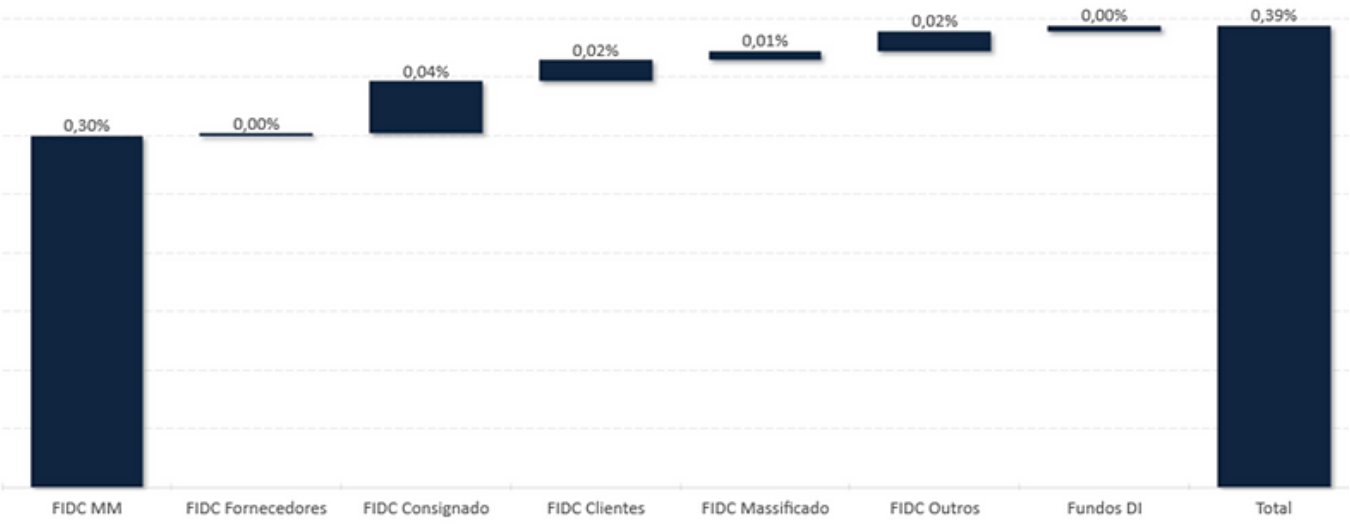
O único indicador que realmente deve estacionar por um tempo em um nível um pouco maior é a PDD, pois alguns setores foram e ainda estão sendo mais afetados que outros, consequentemente algumas empresas quebraram. Portanto realmente alguns recebíveis darão default. Porém o nível ainda é muito baixo e não preocupante.



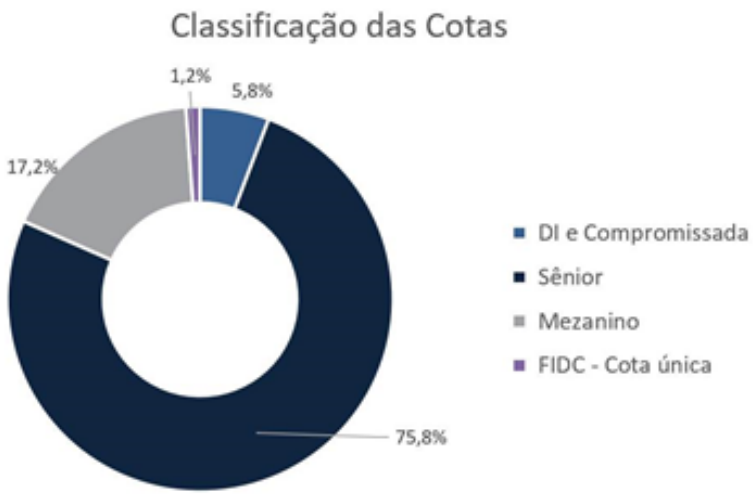
Nossa carteira atual está dividida da forma a seguir:



Como a carteira está mais concentrada em multicedente/sacados é de se esperar que a contribuição para a rentabilidade da carteira também seja maior, como vemos no gráfico abaixo:



Em relação às cotas alocadas, mais de 75% do fundo é composto de cota seniores, mostrando que os cotistas do fundo estão bem protegidos em relação à eventuais perdas.



O Valora Guardian I rendeu 0,3%, ou CDI + 1,8% a.a. em novembro. O Valora Guardian II rendeu 0,28%, ou CDI + 1,45% a.a. no mês. A alocação em ativos de crédito (Valora Guardian Master) representou 94,2% do PL, dos quais 76,1% em cotas seniores, 17,1% em subordinadas mezanino e fundos DI representavam 5,7% ao final do mês.

Valora Absolute

No mês de novembro o fundo obteve um retorno de 310,95% do CDI, representando uma rentabilidade nominal de 0,46% (CDI+3,8% a.a.). Assim como ocorrido nos meses anteriores, identificamos uma valorização representativa do nosso book de debêntures. Apesar do movimento ter ocorrido de uma forma mais branda que anteriormente, o fechamento de spread desses papéis continuou sendo o principal indutor de alpha para nossa carteira dentro deste mês.

Ressaltamos que outros dois fatores também contribuíram de forma significativa para nossa performance: (i) As debêntures de Alliar (Centro de Imagem e Diagnóstico) tiveram suas taxas repactuadas a níveis mais aderentes ao atual momento de mercado (CDI+3% a.a.), o que trouxe uma valorização muito positiva para esses papéis e, consequentemente, para o portfólio e (ii) A debênture RLOG11 (Cosan Logística), adquirida em agosto desse ano a CDI+2,65% a.a., saiu do período de *lock-up* e começou a ser negociada a níveis próximos de CDI+2,25% a.a., também proporcionando um ganho expressivo dentro do mês.

Dito isso, temos observado um mercado secundário um pouco mais movimentado do que nos últimos meses. Os fundos de crédito privado, em especial os de curto prazo, estão com uma captação líquida marginalmente positiva, o que fortalece a ponta compradora das debêntures. Entretanto, essa dinâmica tem ocorrido de forma difusa entre os players. Enquanto algumas casas apresentam um bom apetite para os papéis no secundário, outras (como em nosso caso) estão cada vez mais seletivas, preservando caixa e esperando um mercado primário mais aquecido no começo de 2021.

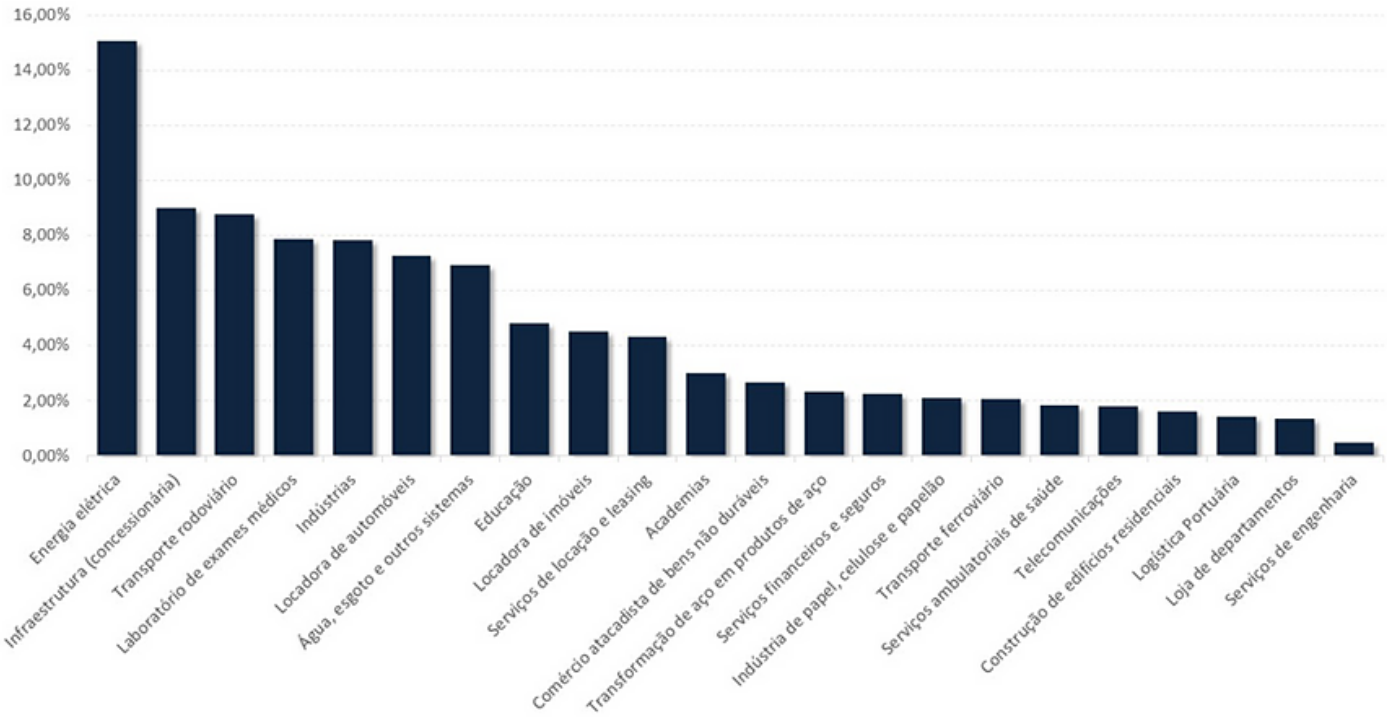
No nosso portfólio, os papéis que obtiveram melhor desempenho no mês foram: AALR32 (5.167% do CDI), AALR12 (4.585% do CDI) e RLOG11 (1.070% do CDI). Em contrapartida, os ativos MEAL12 (-3.635% do CDI), GRRB14 (-149% do CDI) e ERDV18 (-39% do CDI) foram os piores desempenhos.

A carteira encerrou novembro alocada 60,1% em debêntures; 15,9% em CRAs/CRIs/FIDCs e 24,1% em títulos públicos/fundos DI.

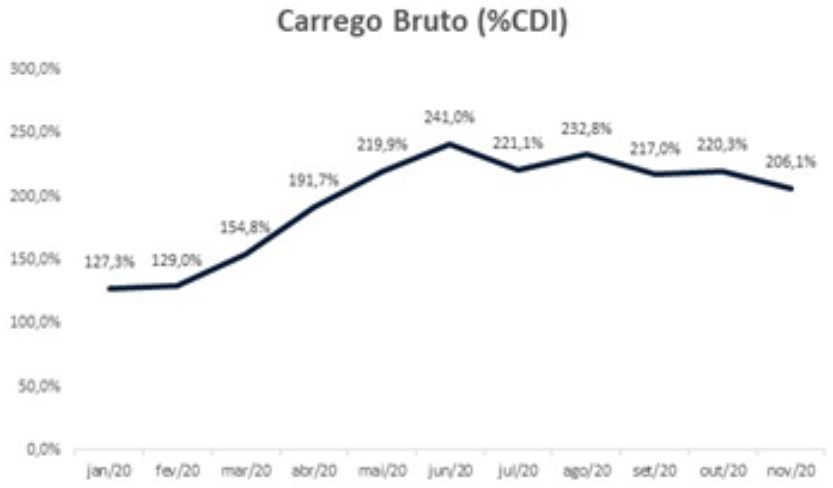
	%PL	%CDI	Attribution
Título Público	0,1%	100,5%	0,00%
Fundo DI	24,0%	72,0%	0,02%
Debênture	60,1%	430,2%	0,44%
Debênture - CDI+	52,1%	401,1%	0,39%
Debênture - %CDI	7,5%	608,6%	0,04%
Debênture - IPCA+	0,4%	843,9%	0,00%
FIDC	8,1%	388,1%	0,05%
CRA	6,2%	307,8%	0,02%
CRI	1,6%	227,0%	0,00%
Futuro	-	-	0,00%
Custos	-	-	-0,06%
Resultado			**0,46%**

Ao longo do mês, participamos e fomos alocados em apenas um *bookbuilding*. Adquirimos uma debênture de Dasa no mercado primário. Além disso, fizemos uma alocação interessante em um produto estruturado que possui como risco a carteira de clientes de uma grande empresa petroquímica. É um ativo pulverizado, com boas estruturas de subordinação e uma ótima performance histórica da carteira.

Como dito anteriormente, seguimos bastante seletivos em nossas alocações. Diferentemente do mercado de debêntures, temos visto muitas emissões primárias de ativos estruturados (FIDCs, CRIs e CRAs). Mais do que isso, os spreads desses papéis estão com um prêmio muito acima dos produtos mais líquidos. Logo, temos priorizado nosso caixa para alocarmos um percentual maior nessa classe de ativos.



Para os próximos meses acreditamos que a estabilização dos reflexos econômicos da pandemia, aliada às taxas de juros baixas vão levar a uma busca dos investidores por melhores retornos. Esse movimento deverá impulsionar os aportes em Fundos com ativos mais estruturados, como o Absolute. Os novos aportes deverão contribuir com uma reciclagem mais rápida da carteira do fundo, permitindo aumentar o carrego da carteira.

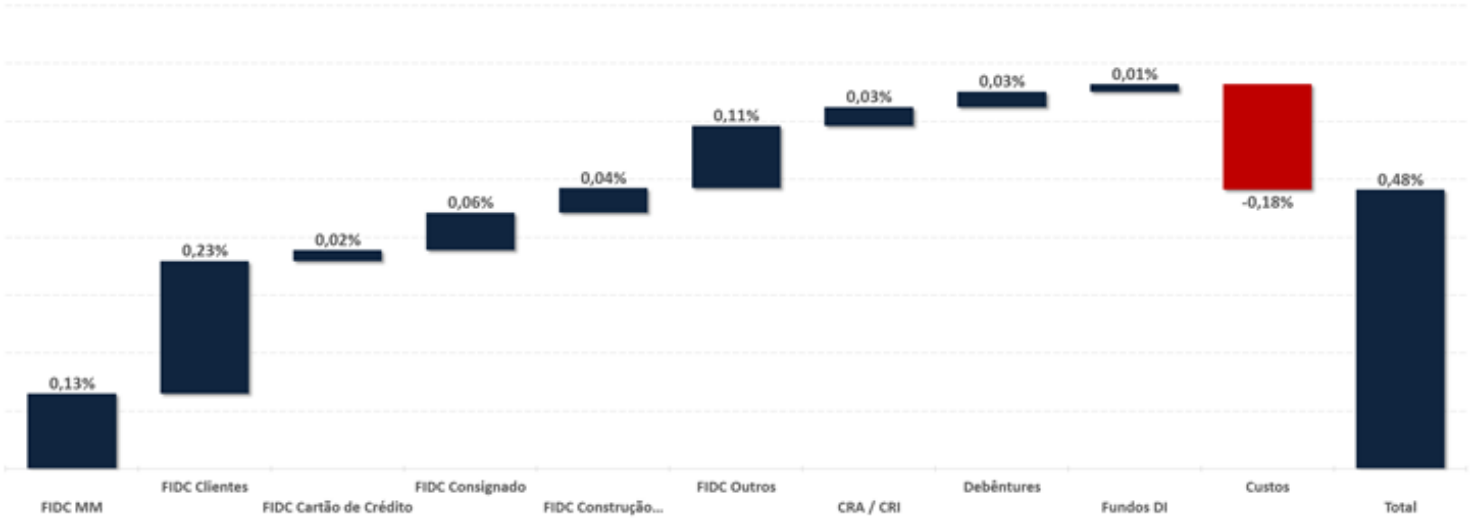


Valora Horizon

Em novembro, o Horizon obteve seu melhor resultado do semestre, um retorno de 0,48% (o equivalente a 324,4% do CDI no mês ou CDI + 3,95%, anualizado). Mais uma vez, o excelente desempenho ratifica a eficiência dos esforços envidados em direção ao incremento do carregamento do fundo.

O foco nesse mês foi especialmente no movimento de reciclagem da carteira. Como exemplo, reduzimos as posições em um FIDC clientes de empresa de tecnologia agrícola e em um CRA de empresa produtora de grãos, cujas rentabilidades já não contribuíam para o cumprimento da meta do fundo. Com os valores resultantes destas vendas, fizemos alocações em ativos com remuneração substancialmente maiores.

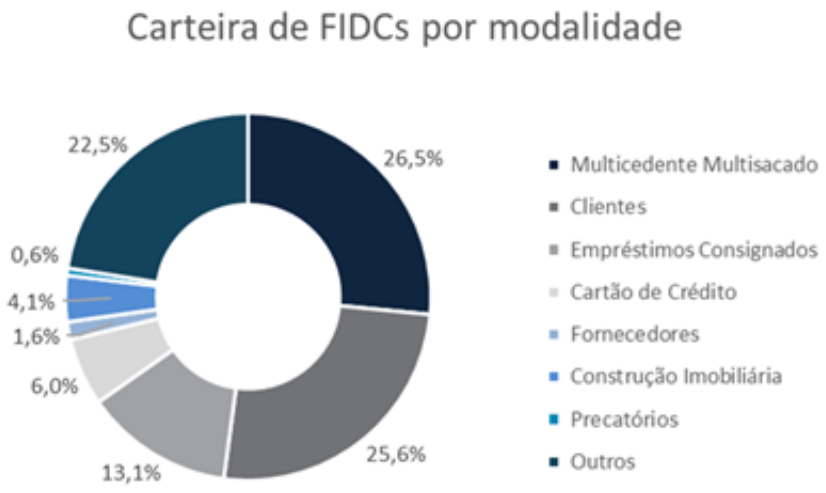
Algumas das principais aquisições no período foram cotas mezanino de um FIDC clientes em parceria com um grande *player* do ramo petroquímico e outra de um FIDC de empréstimos consignados federais, estaduais e municipais, ambos estruturados internamente, além de debêntures de uma empresa de restaurantes. Ao todo, foram aproximadamente R$ 5 milhões em novos investimentos, com taxas de remuneração entre CDI + 5% a.a. e CDI + 8,5% a.a.

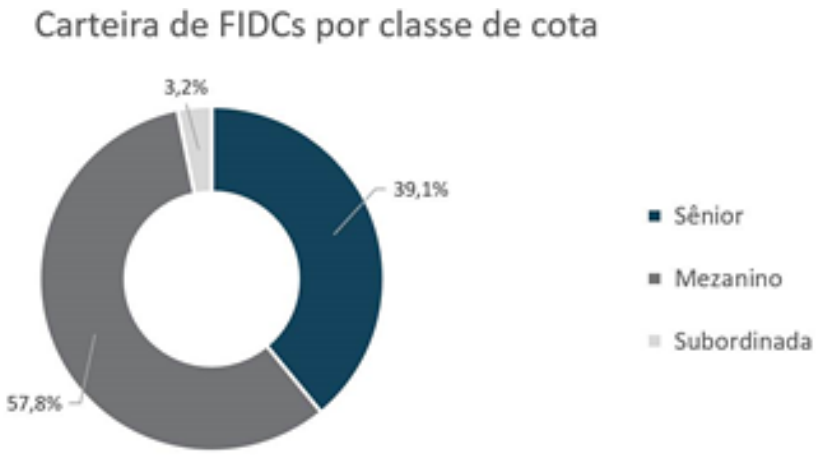


Com o contínuo aquecimento do mercado primário, o pipeline continua extenso e promissor em termos de rentabilidade, o que sustenta nossa confiança no crescimento sustentável do fundo. Para as próximas semanas, estamos analisando duas cotas mezanino, uma de um FIDC corporativo estruturado pela Valora junto a uma distribuidora de produtos de telecomunicações, e outra de um FIDC de financiamento de automóveis, ambas com taxas superiores a CDI + 7% a.a.

Dessa forma, ao passo que trabalhamos para elevar o retorno do Horizon (carregamento), reforçamos nosso compromisso de diversificar a carteira incorporando os melhores riscos, com destaque às operações internas que permitem acompanhamento ainda mais próximo e diligente.

Ao final do mês, o patrimônio do fundo estava distribuído da seguinte maneira: 6,3% em fundos DI; 3,7% em CRIs; 1,9% em CRAs, 4,7% em debêntures e 83,4% em FIDCs, sendo 4,7% classificados como não-padronizados.





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 diretos 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