

VALORA  
INVESTIMENTOS

CARTA  
MENSAL

FEVEREIRO  
2021





O mercado gosta de nos surpreender. Na carta passada mostramos que várias incertezas de curto prazo foram endereçadas: eleições americanas, eleição de aliados do presidente na câmara, o início da vacinação em massa, dentre outros. Estes pontos convergiam para uma melhora de mercado. Mas não foi o observado no mês de fevereiro.

Em relação à pandemia e à vacina, houve muita incerteza e discussões entre as autoridades: sobre qual seria utilizada, quais seriam os termos de responsabilidade dos laboratórios fabricantes, a escassez das vacinas ou dos insumos, enfim variáveis que levaram a crer que a solução para a crise sanitária não está tão próxima como parecia. Concomitantemente, as novas variantes do vírus parecem estar mais agressivas e estão enchendo de novo os hospitais, levando os governos estaduais a colocarem os Estados em fase vermelha de novo, fechando a economia.

Na economia há uma evidente sinalização de subida de juros. A equipe econômica está claramente sinucada na curva de Philips, com inflação alta e desemprego alto. Apesar do IPCA estar subindo vagarosamente, ainda dentro da meta, outros índices como IGP-M, INCC estão subindo fortemente, mostrando que é necessário tomar uma decisão. Do lado oposto, estamos em meio a uma pandemia, com comércio fechando de novo, desemprego batendo taxas recordes e crescimento negativo. Situação paradoxal para os formuladores de políticas econômicas, principalmente para o Banco Central.

Para fechar com chave de ouro, o presidente Bolsonaro demitiu o presidente da Petrobras, mesmo a empresa entregando R\$ 59 bilhões de lucro no quarto trimestre de 2020, um número recorde. O mercado está cada vez mais cético com a inclinação liberal do governo, que continuamente piora esta percepção. Primeiramente mostrou intenção de demitir o presidente do Banco do Brasil por ele promover um correto programa de demissão voluntária, depois, as reformas que não andam no congresso, as privatizações que parecem cada vez mais distantes, mesmo as que só dependem dele. A gota d'água foi a demissão do presidente da Petrobras. O mercado veio à baixo. A empresa perdeu quase R\$ 100 bilhões em valor de mercado e arrastou todas as estatais, levando a uma robusta queda no IBOVESPA. O mercado ainda está com o governo mesmo que minimamente, e o fiel da balança é o ministro da Economia Paulo Guedes. Se em algum momento ele sair será a senha de que o governo abandonou qualquer compromisso com a pauta econômica liberal. A reação de ajuste poderá ser grande.

Todos estes itens agregados geraram um mês de fevereiro ruim para o kit Brasil - Bolsa, dólar e juros. O Ibovespa fechou o mês com uma queda de 4,37% aos 110.035 pontos. O dólar teve alta de 1%, terminando o mês cotado a R\$ 5,53. E a curva de juros aumentou o prêmio em todos os vértices, acompanhando a abertura da *treasury* de 10 anos americana. A Curva de dez anos aqui subiu 74 bps e hoje está em 8,53%. O IPCA está dando sinais de que pode acompanhar a alta do IGP-M, com isso espera-se um aumento na taxa básica de juros, a SELIC. O aumento precificado pelo mercado está entre 0,5% e 0,75% já para a próxima reunião. Este aumento será mais um ponto de pressão negativo na bolsa de valores, pois o aumento da Selic aumenta o custo de capital para as empresas, bem como a taxa de desconto a Valor Presente dos fluxos ao acionista, consequentemente diminui o *valuation* das mesmas.

O cenário macroeconômico projetado é pouco animador e torna ainda mais atrativo o crédito privado. Poucas empresas grandes estão realmente em apuros. Algumas tiveram que negociar *waivers* para descumprimento de *covenants*, mas nada muito alarmante. Negociações foram feitas e estão sendo honradas. Como resultado temos uma carteira de bom risco de crédito, baixa volatilidade e entrega de prêmio bem acima do CDI. As debêntures de rating AAA estão pagando por volta de CDI + 1,7%aa, aproximadamente 190% do CDI. Elas são as balizadoras do mercado e quando vamos para debêntures de empresas menores, CRIs, CRAs, cotas de FIDC, achamos bons ativos a uma remuneração que pode chegar à CDI + 8% a.a. Desta forma entendemos que hoje a relação risco/retorno dos ativos de crédito está bastante favorável ao investidor. Ressaltando sempre que a análise desses ativos não é trivial e a liquidez para pessoas físicas é baixa e quase sempre há perda na necessidade de venda do ativo (curva). Portanto entendemos que investir via fundo de investimento é a melhor opção. Com profissionais especializados neste tipo de ativo, liquidez definida, baixa volatilidade e pulverização de riscos.



## Valora Guardian

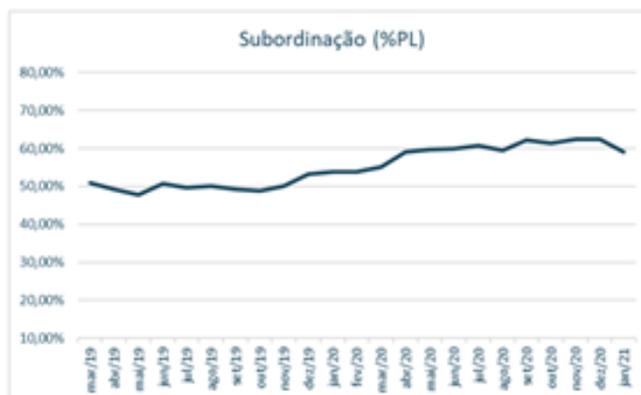
O Valora Guardian I rendeu 0,29%, ou 214,16% do CDI, ou CDI + 2% anualizado. O Valora Guardian II rendeu 0,3%, ou 218% do CDI, ou CDI + 1,6% anualizado. A melhora de rentabilidade que temos acompanhado mensalmente é fruto da oxigenação da carteira que colocamos na carta do mês de janeiro. Cotas antigas estão amortizando e vencendo e a alocação deste dinheiro vem sendo otimizada, em ativos com rentabilidade bastante superiores com relação às que estão vencendo.

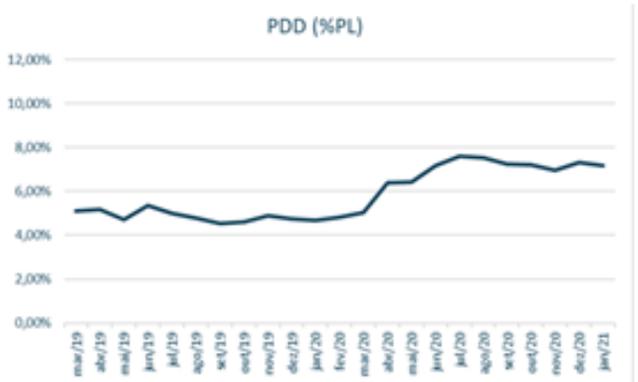
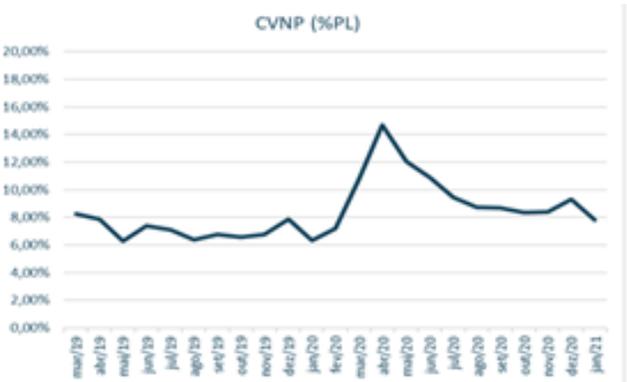
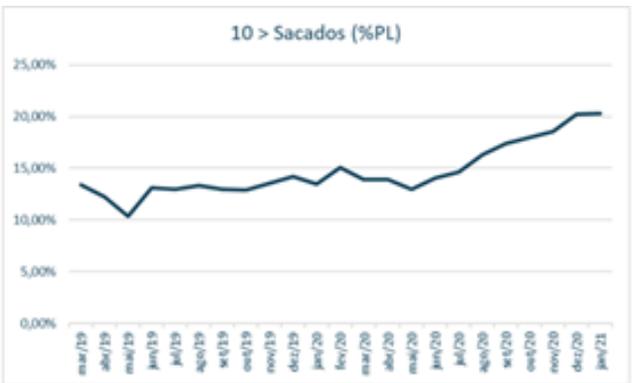
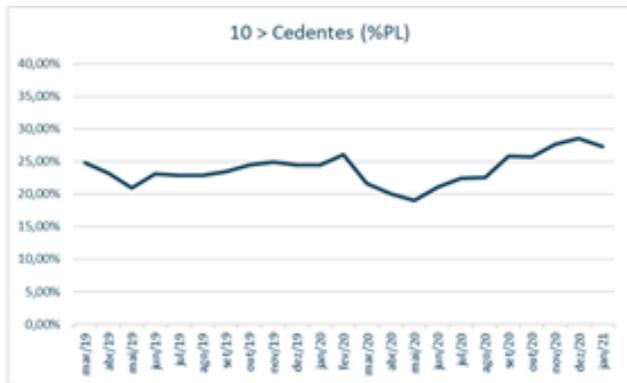
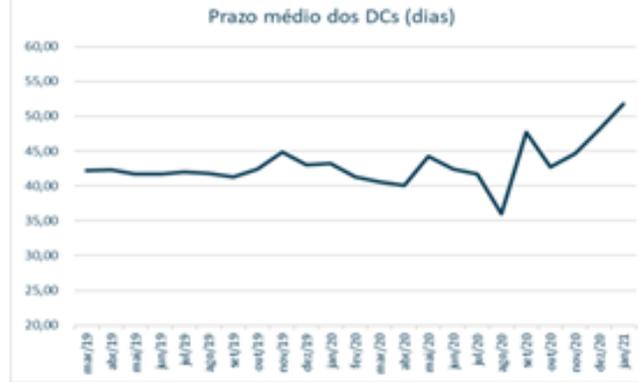
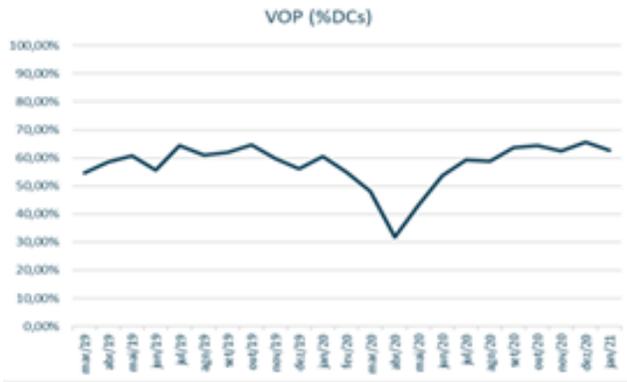
Em termos de carteira, vimos os FIDCs já operando volumes (ativos) nos mesmos níveis do pré crise. Um desafio que os FIDCs multicedentes/sacados têm enfrentado é a diminuição das taxas de cessão. Um dos motivos é a alta liquidez dos mercados, devido às linhas de crédito subsidiadas pelo governo. Outro motivo é o aumento da concorrência. Atualmente existem muito mais fundos neste formato que há cinco anos atrás. Uma saída que eles estão utilizando é aumentar o prazo das operações e assim conseguir cobrar taxas maiores.

Diante deste cenário, vemos por partes das Consultoras de Crédito (motores de originação destes Fundos) diferentes estratégias para continuar rentabilizando sua operação. Algumas estão preferindo entrar em empresas que pediram recuperação judicial (RJ), pois entrando depois do pedido eles passam a ser credores seniores em relação aos que entraram antes do pedido de RJ, e ainda mantém bom relacionamento com os consultores responsáveis pela reestruturação da empresa. Dado o estado mais frágil destas empresas, consegue-se cobrar taxas maiores. Outra estratégia que verificamos é de concentrar em cedentes em que eles têm mais proximidade, assim conseguem compensar a perda de taxa com aumento de volume de uma forma mais controlada. O inverso também existe, algumas consultoras crescem o volume operado pulverizando bastante a concessão de crédito, algo como 1% do PL do fundo por cedente. Desta forma eles aumentam o volume operado e ficam expostos a um risco estatístico.

Nestas estratégias, não existe certo e errado. O que realmente existe são estilos de trabalho diferentes, experiências diferentes.

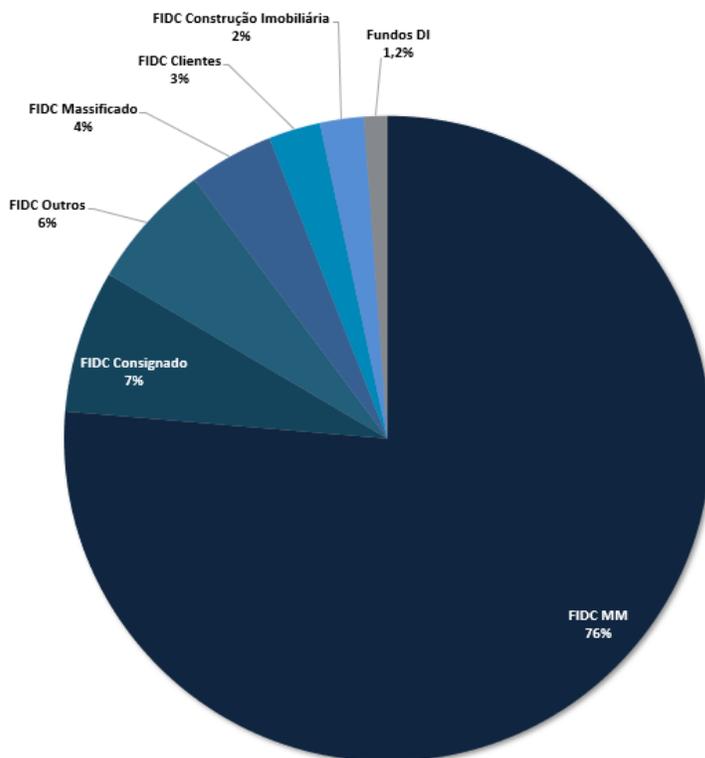
Nossa carteira agregada vem performando bem desde o início da crise.



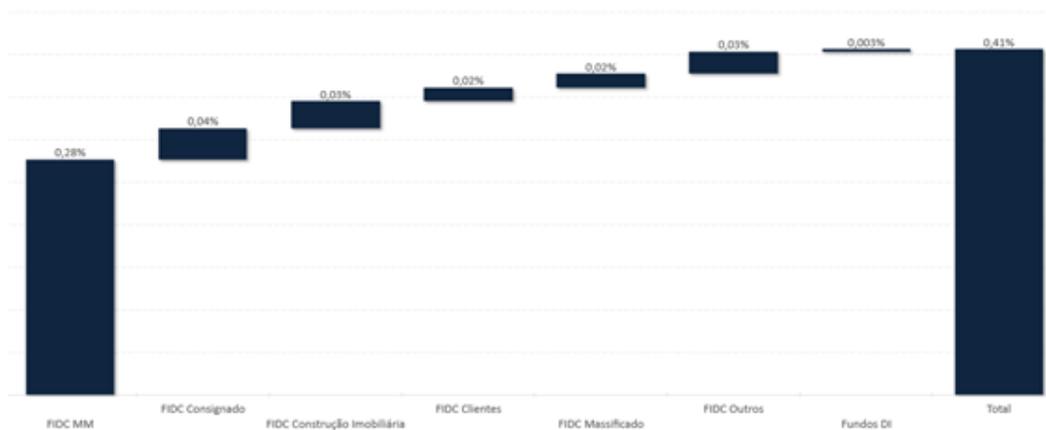




Em fevereiro nossa segmentação entre classes de ativos na carteira mudou marginalmente, com os multicedentes/sacados sendo ainda a maior parte da carteira.



Como era de se esperar, eles foram responsáveis pela maioria da rentabilidade do mês (em termos absolutos).

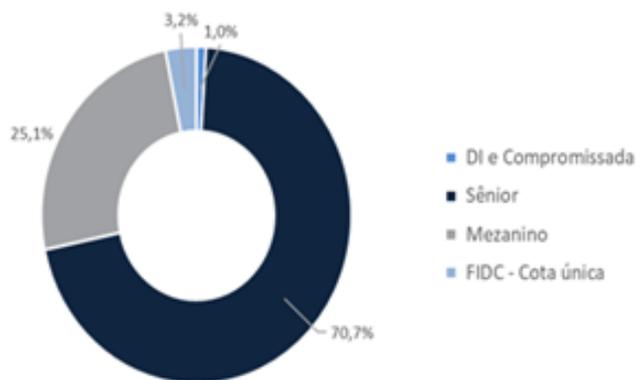


Como informado mais acima, o risco de crédito de nossa carteira é bastante controlado, sendo a composição da carteira majoritariamente de cotas seniores. Estas são as de menor risco nos Fundos: haverá perda nelas apenas se toda a subordinação junior e mezanina fossem consumidas. Nos gráficos acima vimos que a subordinação média está em aproximadamente 60% nos Fundos Investidos. Portanto este é o valor da perda necessária nos FIDCs para que o cotista do Guardian tenha alguma perda inicial.

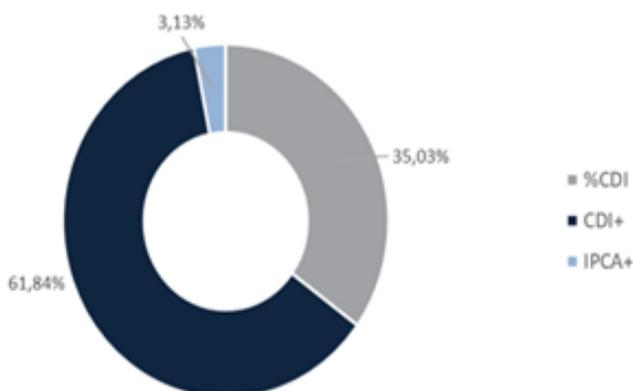


Distribuição da Carteira

## Classificação das Cotas



## Distribuição por Indexador



Com relação à indexadores, a maior parte do fundo (62%) está em “CDI +”. Enquanto 35% está em “%CDI”. Desta forma nos protegemos das possíveis elevações de taxa SELIC que estão por vir. Muitos estão preocupados com estas elevações, mas para o investidor é bastante positivo pois mesmo que diminua o prêmio sobre o CDI, ainda assim aumenta sua rentabilidade absoluta.

Depois das visitas presenciais que iniciamos em janeiro aprovamos mais um FIDC multicedentes/sacados. É um FIDC do sul do país que acompanhamos há algum tempo. Depois de visitarmos a empresa, analisarmos a performance histórica do fundo, entendermos a estratégia dos executivos e analisarmos a atual carteira decidimos que fazia sentido aprovar o ativo. Este fundo é aberto e paga CDI + 5,5% a.a. na cota sênior e CDI + 7,5% a.a. na cota mezanino. Entendemos que a relação risco/retorno do ativo está bastante favorável para o investidor. Estamos aproveitando a oportunidade para gerar alfa para a carteira.

Não podemos deixar de ressaltar o ótimo momento para entrada no fundo. O Brasil encontra-se em um momento macroeconômico extremamente delicado, politicamente complicado e a pandemia ainda afetará a economia por um bom tempo. Porém, o fundo não tem exposição macroeconômica, possui baixo risco e volatilidade mínima. Para quem não está disposto a incorrer na volatilidade de bolsa, busca prêmio sobre o CDI, e estabilidade de um fundo com mais de dez anos de existência, o Guardian se mostra como uma das melhores opções do mercado.

Não podemos deixar de ressaltar o ótimo momento para entrada no fundo. O Brasil encontra-se em um momento macroeconômico extremamente delicado, politicamente complicado e a pandemia ainda afetará a economia por um bom tempo. Porém, o fundo não tem exposição macroeconômica, possui baixo risco e volatilidade mínima. Para quem não está disposto a incorrer na volatilidade de bolsa, busca prêmio sobre o CDI, e estabilidade de um fundo com mais de dez anos de existência, o Guardian se mostra como uma das melhores opções do mercado.



## Valora Absolute

No mês de fevereiro o fundo obteve um retorno de 270,20% do CDI, representando uma rentabilidade nominal de 0,37% (CDI+2,90%a.a.). O desempenho dos ativos no mercado secundário foi bastante positivo, proporcionando uma ótima performance para o portfólio nesse período. Reforçamos que essa apreciação nos spreads das debêntures deve ser cada vez mais seletiva a partir de agora haja vista que boa parte dos papéis, em especial os ativos com melhor rating, já apresentaram um fechamento muito grande nessas últimas semanas.

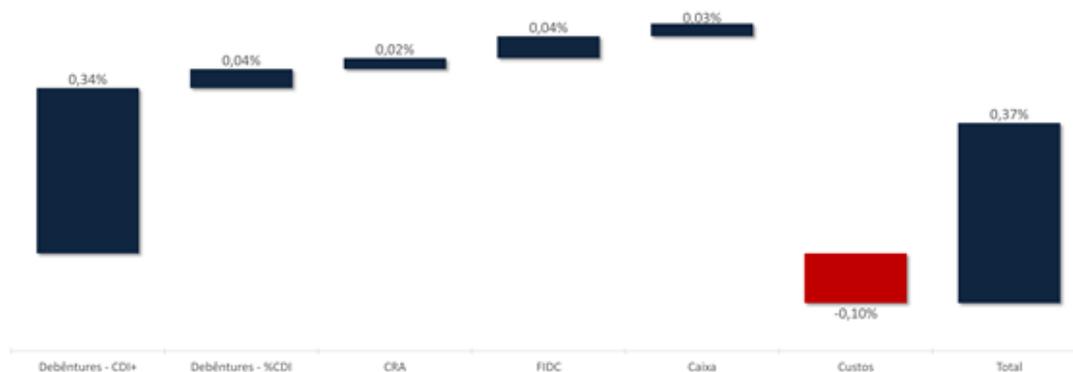
Como mencionado nas cartas anteriores, a indústria de crédito privado tem apresentado uma captação líquida moderada. Esse comportamento é responsável por trazer uma dinâmica mais lenta em relação a demanda e oferta de ativos no mercado primário. Apesar disso, temos visto um aumento representativo no número de empresas acessando o mercado de capitais nessas últimas duas semanas. Esse movimento tem ocorrido por conta de dois motivos principais: (i) grande parte dos empréstimos de curto prazo tomados pelas companhias no começo da pandemia estão amortizando nos próximos meses, exigindo operações de refinanciamento, e (ii) as empresas pretendem aproveitar essa janela de liquidez e juros baixos para aumentar seus caixas e se prepararem para os investimentos a serem realizados ao longo do ano.

Não obstante a isso, ressaltamos que a situação de crédito das empresas investidas continua saudável. Mesmo com um possível *lockdown* mais extenso em grande parte do país, acreditamos que o impacto econômico deva ser mais suave se comparado com o primeiro isolamento adotado no início da pandemia (muito por conta dos protocolos sanitários adotados desde então). Dito isso, importante ressaltar que não temos nenhuma exposição direta aos setores que tendem ser mais afetados durante esse novo *lockdown* (vestuário, aviação, turismo e etc.).

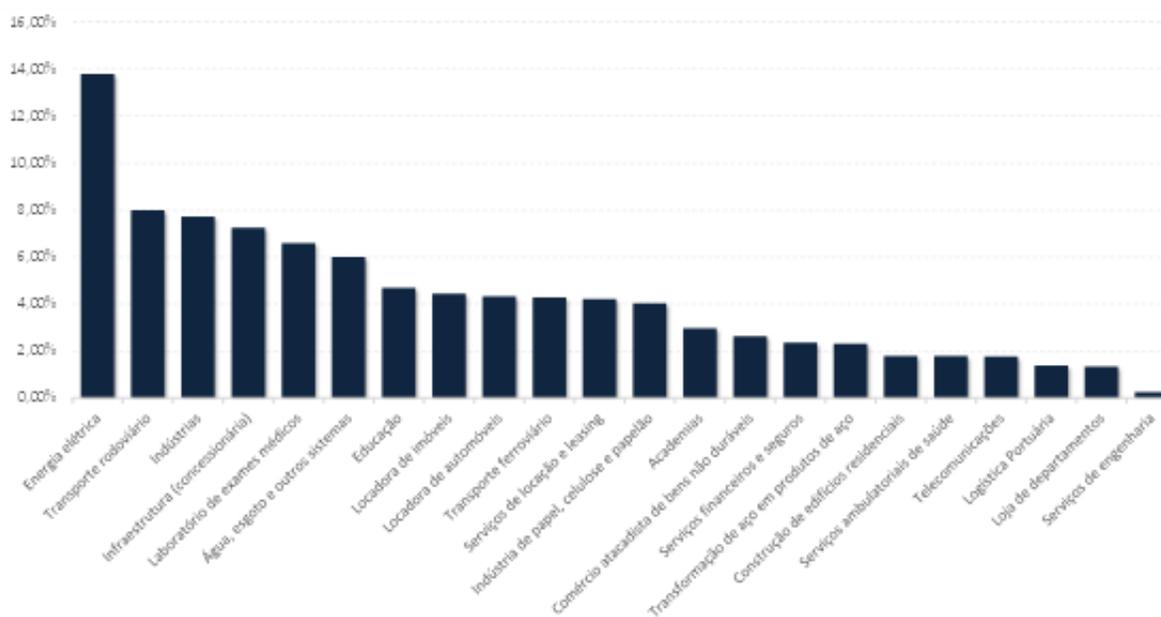
No nosso portfólio, os papéis que obtiveram melhor desempenho no mês foram: JSMLB3 (1.549% do CDI), DASAA4 (1154% do CDI) e AALR12 (932% do CDI). Em contrapartida, os ativos VVAR25 (-211% do CDI), CRI Tecnisa (52% do CDI) e IGTA17 (66% do CDI) foram os piores desempenhos. A carteira encerrou novembro alocada 57% em debêntures; 16,6% em CRAs/CRIs/FIDCs e 26,4% em títulos públicos/fundos DI.

	%PL	%CDI	Attribution
<b>Título Público</b>	0,1%	36,4%	0,00%
<b>Fundo DI</b>	26,3%	88,3%	0,03%
<b>Debênture</b>	57,0%	506,6%	0,38%
Debênture - CDI+	50,0%	523,2%	0,34%
Debênture - %CDI	7,0%	387,9%	0,04%
Debênture - IPCA+	0,0%	-	0,00%
<b>FIDC</b>	9,0%	359,3%	0,04%
<b>CRA</b>	5,2%	333,5%	0,02%
<b>CRI</b>	2,4%	-34,8%	0,00%
<b>Futuro</b>	-	-	0,00%
<b>Custos</b>	-	-	-0,10%
<b>Resultado</b>			0,37%

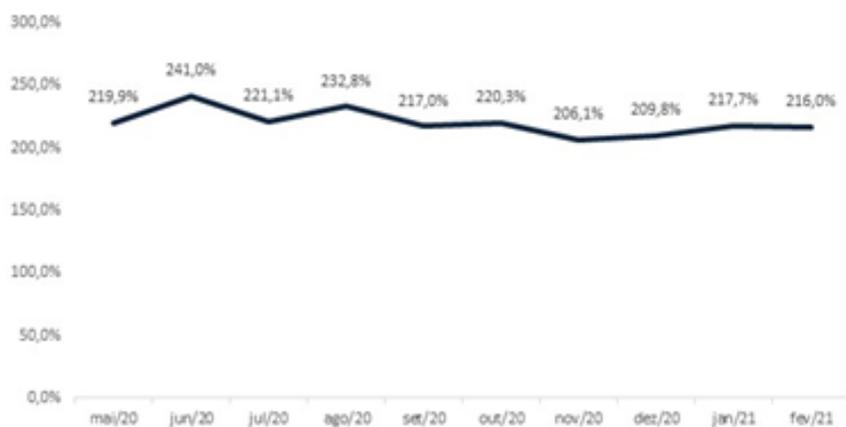
# VALORA ABSOLUTE



Ao longo do mês, fizemos duas alocações importantes no *book* de estruturados. Compramos cotas dos fundos VCK Sn e do VCE, FIDCs que possuem, respectivamente, a rentabilidade-alvo de CDI+ 6,5% e CDI+ 5,0%. Ademais, como mencionado anteriormente, seguimos atentos a um possível mercado primário mais aquecido no âmbito das debêntures 476.



## Carrego Bruto (%CDI)



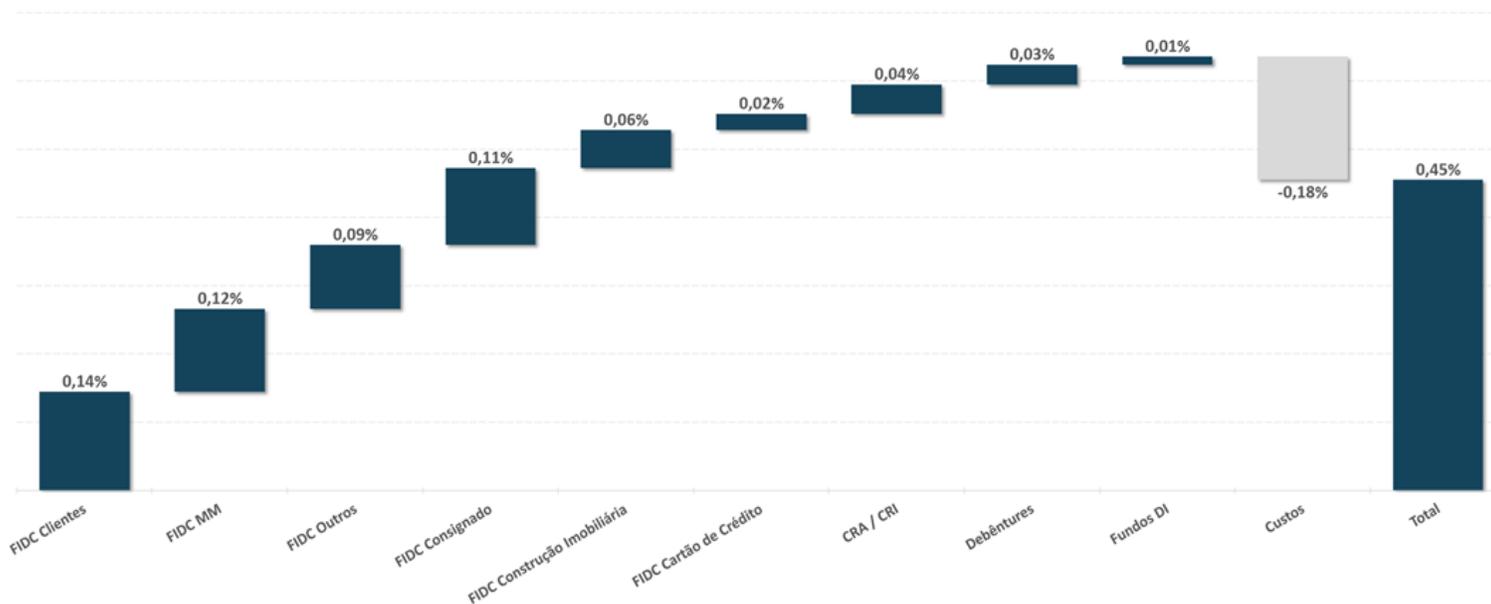


## Valora Horizon

Janeiro abriu o ano de maneira promissora para o Horizon, que obteve um retorno de 0,45% no mês (300,8% do CDI ou CDI + 3,6% anualizado). Apesar da lentidão do mercado, habitual do mês de janeiro, conseguimos avançar consideravelmente em direção aos objetivos que estabelecemos para este início de ano.

Uma das principais ações nesse sentido foi a redução das duas maiores concentrações da carteira em 20% e 52%, respectivamente, além dos investimentos em produtos novos a partir dos recursos gerados. Assim, otimizamos a robusta liquidez com que encerramos o mês passado e diversificamos o portfólio do fundo.

Alguns dos destaques entre os novos produtos foram as cotas mezanino de um FIDC de empresa de meios de pagamento, que têm uma meta de remuneração de CDI + 7%a.a., e as cotas subordinadas de um FIDC de empréstimos consignados, estruturado pela própria Valora.



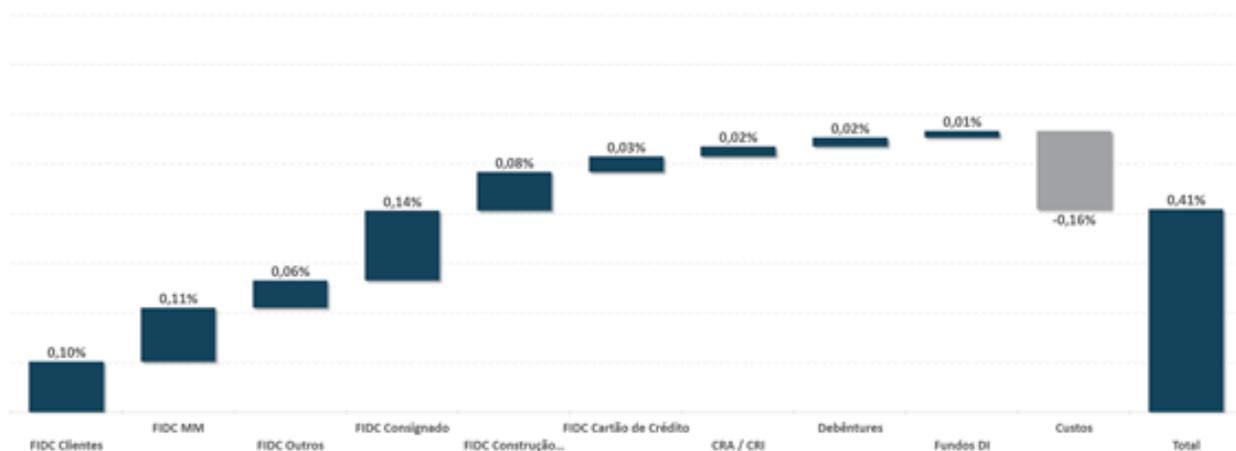
Para as próximas semanas, ainda temos no pipeline operações que deverão contribuir significativamente para a elevação do carregamento do fundo: um FIDC de empresa geradora de energia elétrica e cotas seniores de um FIDC de financiamento à construção imobiliária, também proprietário, cujo *benchmark* é de IPCA + 8%a.a. Por fim, o fundo fechou o ano com seu patrimônio distribuído da seguinte forma: 3,9% em fundos DI; 4,5% em CRIs; 1,9% em CRAs, 4,6% em debêntures e 85,1% em FIDCs, sendo 4,0% classificados como não-padronizados.



Fevereiro deu continuação à tendência positiva em que o Horizon iniciou o ano, de forma que o fundo obteve um retorno de 0,41% no mês (304,7% do CDI ou CDI + 3,3% anualizado). Diferentemente do anterior, foi um mês movimentado, que possibilitou a alocação de aproximadamente R\$ 4 milhões em novos investimentos.

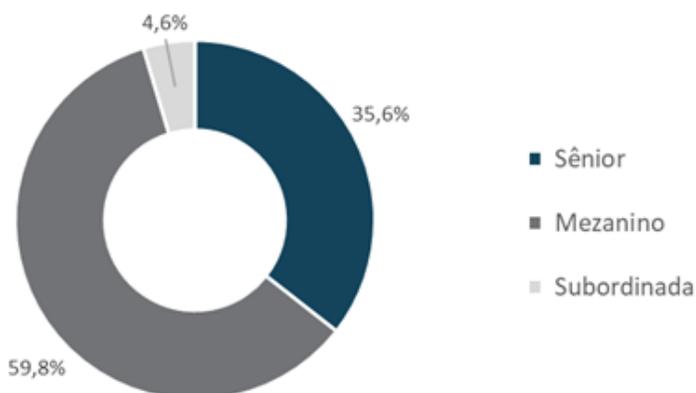
Entre estes, estão cotas seniores de um FIDC de empréstimos consignados, um FIDC de cota única cujo *benchmark* é de IPCA + 9,0% aa e ainda cotas subordinadas de um FIDC de financiamento à construção imobiliária estruturado internamente. Tal característica, acompanhada da pulverização, nos permite investir com tranquilidade em produtos como esse, uma vez que possibilita um acompanhamento muito próximo do fundo.

Além dos movimentos mencionados, reduzimos ainda as duas maiores concentrações da carteira em 14% e 13%, respectivamente. Assim, reforçamos nosso compromisso de diversificação e abrimos espaço para o pipeline programado para os próximos meses. Neste, estão debêntures de uma empresa de geração de energia renovável que têm uma meta de rentabilidade de IPCA + 11% aa.

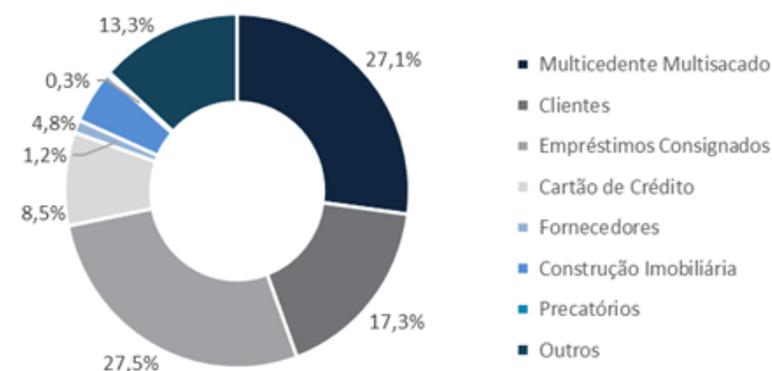


Finalmente, o fundo encerrou o mês com seu patrimônio distribuído da seguinte maneira: 3,3% em fundos DI; 3,3% em CRIs; 1,8% em CRAs, 4,5% em debêntures e 87,1% em FIDCs, sendo 3,8% classificados como não-padronizados.

Carteira de FIDCs por classe de cota



Carteira de FIDCs por modalidade



# 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 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)