

VALORA

INVESTIMENTOS

CARTA
MENSAL

MARÇO
2021



Em março a segunda onda de contaminação por Covid19 veio forte no Brasil. Possivelmente mais forte que a primeira. Isso gerou mais um fechamento da economia, comércio em geral, restaurantes, *shoppings*, etc.

Porém, apesar de uma crise hospitalar pior, dois pontos positivos, que não existiam na primeira onda têm de ser ressaltados: Primeira e principalmente, já existem as vacinas. Pode-se discutir que o ritmo de vacinação e a oferta não são os perfeitos, ela está ocorrendo. O que leva a uma baixa probabilidade de existência de uma terceira onda e à saída definitiva desta pandemia.

O outro ponto é que as empresas já estão preparadas, na medida do possível. Muitas investiram em um processo de otimização de vendas online, outras expandiram o ramo de atividade e para outras, o fator *lockdown* e crise sanitária contribui para o seu aumento de receita. Estes são possíveis motivos para a economia não ter degingolado de novo.

No campo econômico o destaque ficou para a alta de 75 bps na taxa básica de juros, a SELIC, alçada a 2,75% a.a. Além do aumento, a sinalização clara de mais 0,75% já na próxima reunião surpreendeu o mercado positivamente. Mostrou que o Banco Central não está leniente com uma inflação que está aumentando e consolidando. A decisão serviu para ancorar as expectativas, mas não foi suficiente para acalmar o mercado de juros futuros: a curva de 10 anos saiu de 8,53% a.a. para 9,25% a.a, fechamento de fevereiro ante março - chegando perto dos dois dígitos de novo.

O dólar também não arrefeceu, teve um aumento de 3% no mês e terminou cotado a R\$ 5,69. Os juros e o dólar indo nesta direção significa que o mercado entende que a situação macroeconômica do Brasil está se complicando e que ainda vai ser necessário subir bastante juros para coibir um ajuste fiscal via inflação e atrair capital externo para investimento. O problema é que isto leva a uma armadilha econômica pois o aumento de juros em momento de crise pode gerar recessão (maior ainda!).

Quem reagiu de forma diferente foi a bolsa. Na teoria ao se aumentar a taxa básica de juros, o custo de capital das empresas fica mais caro e a taxas de desconto dos fluxos futuros de dividendos aos acionistas ficam maiores. Isto impacta diretamente no *valuation* delas, e consequentemente no preço das suas ações. Na contramão, o Ibovespa terminou o mês com alta de 6%, fechando em 116.663 pontos. Um dos responsáveis por esta diferença entre teoria e prática pode ter sido a mensagem do Bacen que não será leniente com inflação e nem manterá a taxa de juros baixa, representando um compromisso de médio/longo prazo de austeridade.

O mercado de crédito tem dois grandes pilares de sustentação: risco de inadimplência e taxa de juros referencial. Com um CDI de 1,9% a.a. que não correspondia ao equilíbrio fiscal do País, era nítido que algumas emissões no primário e negociações no secundário estavam embutindo no que seria o *spread* de crédito, o risco País mal precificado. Exemplos disso eram os papéis de *rating* AAA como CCR e Algar Telecom pagando mais de 200% de prêmio sobre o CDI entre abril e dezembro de 2020. Historicamente um ativo que possui a melhor classificação de *rating* possível não paga duas vezes mais que o risco soberano. Portanto o que estava ocorrendo era esta situação de compensação de CDI artificialmente baixo.

A inflação estimada para 2021 é de 4,81% (FOCUS). Portanto, mais de 100 bps acima do centro da meta (3,75%) que o BACEN deve perseguir. Para trazer esta inflação para o centro da meta, a SELIC deve ir a 6% a.a.. Isto deve reequilibrar todos os indexadores do mercado: CDI + *spread*, %CDI, IPCA + *spread*, e ativos pré-fixados. Este reequilíbrio é positivo para o mercado pois as diferentes grades de ativos/fundos voltam a fazer sentido em relação ao tripé retorno x risco x liquidez: os ativos *high grade* pagando CDI + 2% a.a. com alta liquidez (até D30) e baixo risco de crédito; Os intermediários rentabilizando CDI + 4,5% a.a. com médio risco e média liquidez (D90); e, por fim uma classe que por muitos anos no Brasil não se desenvolveu no Brasil, que é a dos produtos *high yield* com taxas mais abertas.

Historicamente o Brasil teve uma SELIC de dois dígitos por bastante tempo, fazendo com que ativos *high grade* tivessem altas taxas de remuneração “absoluta”. Neste contexto não era muito atrativo para o mercado de capitais trabalhar com empresas *high yield*, com maior risco de crédito e que demandavam estruturação, análise e acompanhamento mais complexos. Estas oportunidades acabavam restritas aos Bancos e aos FIDCs.

Com a queda da SELIC para o menor nível histórico em 2020, e a demanda dos investidores por maior retorno, estas operações/empresas passaram a ser bastante demandadas. Operações bem estruturadas que paguem acima de CDI + 5%, que não sejam lastreadas unicamente no risco corporativo da empresa tomadora de crédito estão cada vez mais atrativas e são essenciais para a composição de um portfólio com a razão risco/retorno otimizada quando a taxa de juros começa a subir (da mesma forma que os créditos *high grade* foram os queridinhos do mercado durante o movimento inverso, de fechamento de taxas).

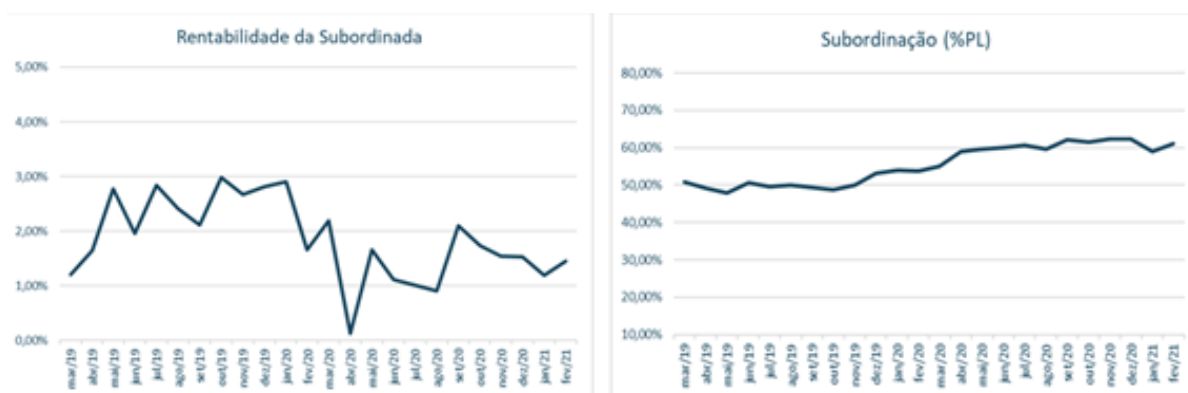
Estamos preparados para trabalhar todo o espectro de ativos, de forma que nossos clientes possam escolher o produto e acordo com seu apetite por risco e prazo de liquidez. Obviamente sem abrir mão dos pilares de crédito na escolha dos ativos: Pulverização, *excess spread*, subordinação e *skin in the game*.

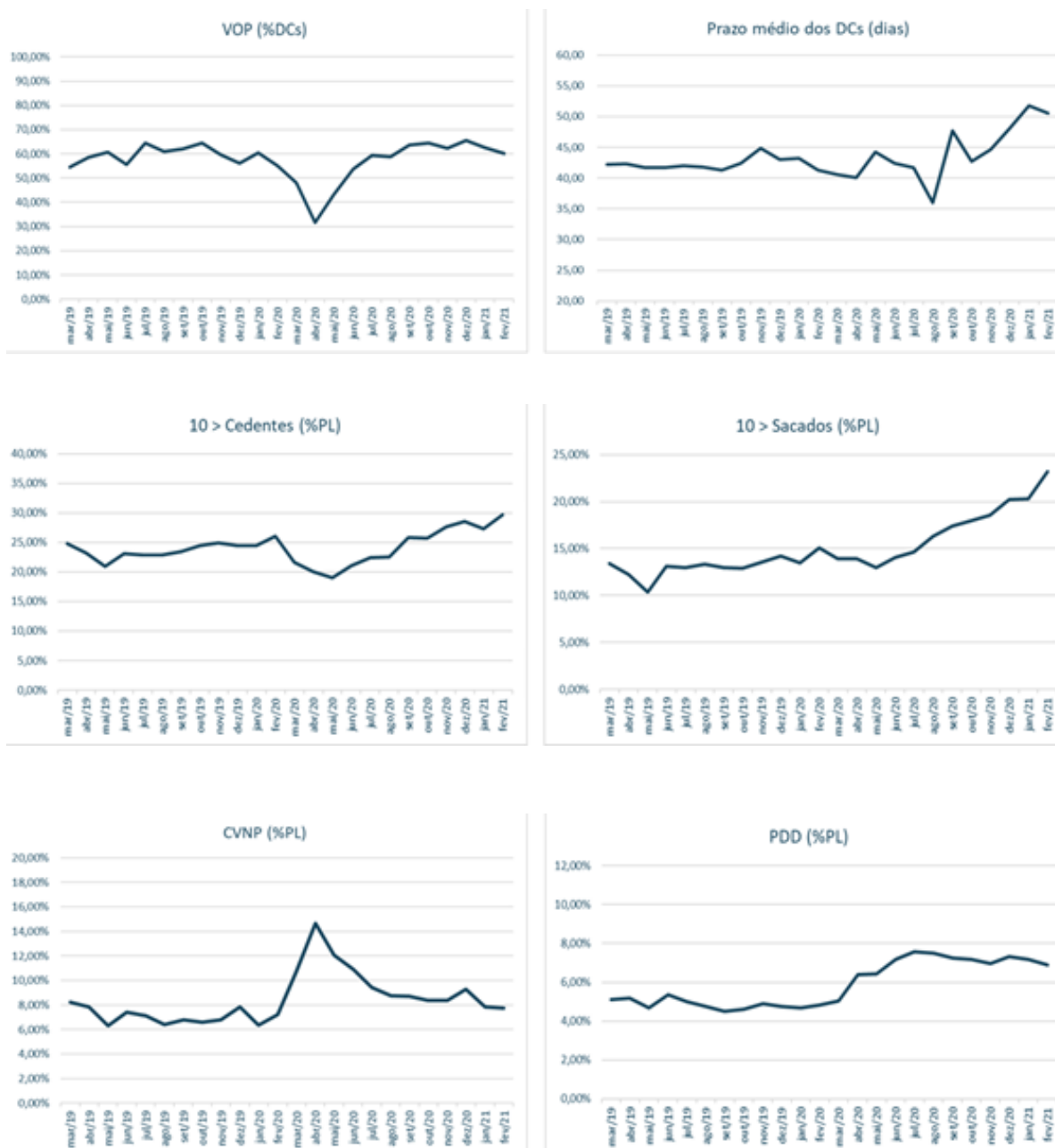
Valora Guardian

O Valora Guardian I rendeu 0,42% em março, 211,5% do CDI, ou CDI + 2,4% a.a. O Valora Guardian II rendeu 0,39%, 195,5% do CDI, ou CDI + 2% a.a. Mesmo com o aumento do CDI os fundos mantiveram o patamar de prêmio adicional ao mesmo. Então, matematicamente houve um aumento de rentabilidade absoluta dos fundos. Todos os meses temos conseguido cumprir com o objetivo de aumentar a rentabilidade deles. Todos os valores que têm entrado no fundo via aportes, amortizações e/ou vencimento de ativos estão sendo aplicados em cotas que possuem rentabilidades bem acima da rentabilidade alvo do fundo, compondo assim uma carteira de longa duração.

A classe dos multi-cedentes/sacados, que ficou algum tempo sem captar voltaram ao mercado em busca de recursos. Por serem em sua maioria fundos fechados com séries de prazo de duração entre 24 e 36 meses, muitas estão vencendo agora e/ou estão em ritmo de amortização acelerada. A redução do volume operado (VOP) durante o primeiro semestre do ano passado (pior momento da pandemia) já ficou para trás, e os Fundos estão operando em ritmo semelhante ao pré-crise. Os Fundos mais resilientes e com melhor acesso ao mercado estão em processo de captação e acompanhando “com lupa” a inadimplência que pode ocorrer com o surgimento da “segunda onda”.

Por sermos parceiros de longa data das Consultoras de Crédito dos Fundos (originadores de fato dos ativos dos Fundos), temos negociado boas taxas para reaplicarmos o dinheiro, bem acima das que estão vencendo e mantendo o alto nível de diligência e acompanhamento da qualidade de crédito da carteira. Esta reciclagem (com taxas maiores de remuneração) tem levado a uma melhora da relação risco/retorno da carteira. Abaixo segue o comportamento médio histórico da nossa carteira:

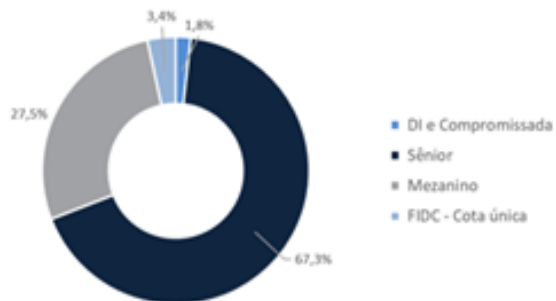




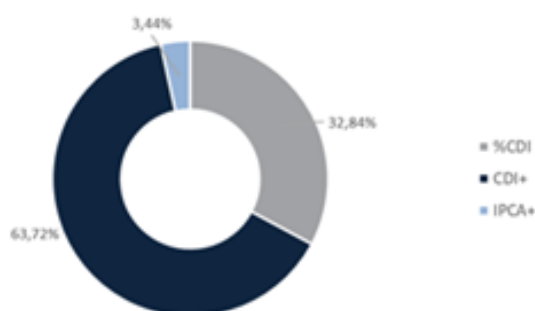
Podemos perceber nos gráficos alguns dos efeitos da pandemia: (i) uma maior concentração das carteiras. Como mencionado acima, as Consultoras tiveram de se readaptar para trabalhar na pandemia. Uma das saídas que elas encontraram para se protegerem da inadimplência foi operar mais com as empresas que têm maior histórico de volume operado, e que não tiveram seus negócios tão afetados pela pandemia. Por outro lado, (ii) isto deixa estas empresas com um maior poder de barganha em relação à taxa. (iii) Para tentar manter a taxa os Fundos acabam aumentando o prazo das operações e o contexto geral resultou em uma (iv) redução da rentabilidade das quotas subordinadas.

Em contraponto, a subordinação dos Fundos aumentou, pois as consultoras devolveram dinheiro de terceiros, desalavancando os fundos como podemos ver nos gráficos acima.

Classificação das Cotas



Distribuição por Indexador



Conseguimos manter um alto patamar de cotas seniores. O que mostra a capacidade de originação da gestão, que consegue achar cotas com bastante subordinação e prêmio. Como mostrado nos gráficos anteriores, nossa subordinação da carteira agregada é de aproximadamente 60%.

Estas cotas subordinadas obrigatoriamente são detidas pelos responsáveis pela originação do crédito para o FIDC. Sejam eles as consultoras no caso dos multi-cedentes/sacados, sejam as empresas nos FIDCs corporativos, enfim, o responsável por escolher o crédito que vai para o FIDC sempre está na subordinada. Isto é condição necessária para que haja um total alinhamento.

Desde que a SELIC começou a cair iniciamos a alocação em ativos com indexador CDI + spread de forma a proteger a rentabilidade da carteira. Estes ativos representam hoje 63% do portfolio. Com a subida da SELIC, ativos em %CDI voltam a ter mais atratividade. Há sempre a discussão que este tipo de ativo são “jabuticabas” brasileiras, herança da época da hiperinflação. De qualquer forma, não vemos a extinção deles tão cedo, portanto faz-se necessário a utilização dos mesmos na composição do portfolio.

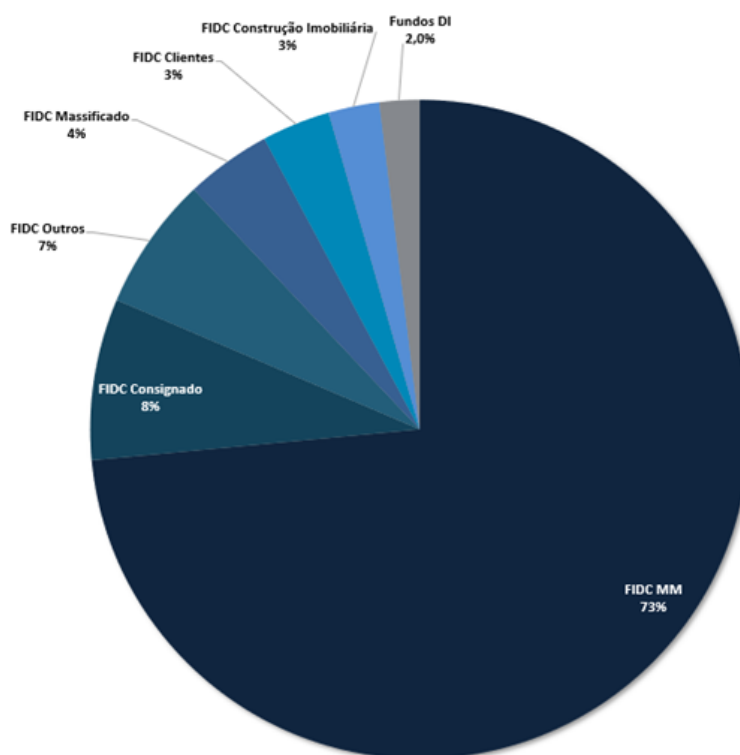
No mês de março compramos dois FIDCs de dinâmicas bastante interessantes e muito prêmio na cota.

O primeiro é um FIDC de fomento à construção imobiliária. O objetivo é financiar a construção de prédios residenciais em que o SFH não é competitivo. O Fundo financia até 80% do custo de construção ou 40% do VGV total do empreendimento, e fica com 100% dos fluxos de recebíveis, terreno e benfeitorias em garantia, o que representa excelente *Loan-To-Value* nas operações. Este fundo possui subordinação sênior de 40% e sua cota paga IPCA + 8% a.a.

O outro Fundo é de operação de empréstimo consignado com servidores públicos federais e estaduais. A parcela da dívida é descontada mensalmente diretamente na folha do servidor, havendo a possibilidade de inadimplência apenas em casos muito específicos como morte por exemplo. O risco de inadimplência sistêmica estaria na União ou os Estados não pagarem seus servidores, algo que obviamente seria temporário. O fundo possui 40% de subordinação na sênior e a cota remunera a CDI + 6,5% a.a., enquanto a mezanino possui 20% de subordinação e remunera a CDI + 8,5% a.a.

Uma outra alocação interessante foi de um FIDC multi-cedentes/sacado que acompanhávamos há tempos, mas nunca havíamos investido por alguns filtros da análise. Após mais de um ano de conversa, onde debatemos mudanças em regulamento, diminuição de concentração da carteira, mudança de nicho de atuação, visita in loco, dentre outros, fechamos a parceria e foi feito o aporte. A Valora não tem pressa de aportar em nenhum produto, pois o primordial é nossa análise. E depois de aportado o nosso intuito é sempre aumentar a parceria para que seja duradoura. Este fundo tem 56% de subordinação das quotas sêniores com remuneração de CDI + 5,5% a.a., enquanto sua cota mezanino tem 28% de subordinação e remunera CDI + 7,5% a.a.

No fim de janeiro a carteira está composta da forma abaixo:



Mensalmente vimos mostrando em nossas cartas a navegação neste Brasil turbulento, que nunca é fácil. Passamos por um período de incerteza máxima, volatilidade em todos os mercados, frases como “o CDI morreu”. Neste período nos mantivemos calmos e trabalhando nossa carteira para que não houvesse perda para nossos clientes nos piores momentos de crise. E por fim montamos posições para colher rentabilidade futura.

Nos parece que estamos na entrada deste momento, com os outros mercados indo para uma maior volatilidade com as incertezas das eleições, quadro fiscal, dentre outros. Enquanto isto, a estratégia da família Guardian tem como alvo a entrega de CDI + 3,5% a.a., totalizando um retorno de 8,5% a.a. considerando uma inflação de 4,5% no ano. O objetivo é entregar 4% de rentabilidade real ao cotista sem volatilidade, com baixo risco, em um País que deve terminar o ano entregando 0,5% de rentabilidade real.

Valora Absolute

No mês de março o fundo obteve um retorno de 236,7% do CDI, representando uma rentabilidade nominal de 0,47% (CDI+3,25%a.a.). Nesse período, tivemos uma valorização expressiva do nosso *book* de debêntures high grade. Esse movimento ocorreu, em grande parte, nos papéis que possuem uma *duration* mais elevada, o que potencializou o efeito causado pelos fechamentos de *spread*.

Sob a perspectiva do mercado de crédito doméstico, ainda temos visto uma captação líquida muito lenta da indústria. Esse movimento, apesar de não ter ensejado um fluxo de venda tão forte no mercado secundário, tem resultado em uma diminuição da profundidade do mercado como um todo. Dito isso, temos sido cada vez mais seletivos na compra de papéis. Como mencionado nas cartas anteriores, acreditamos que alguns papéis já tenham atingido um nível saudável de preço.

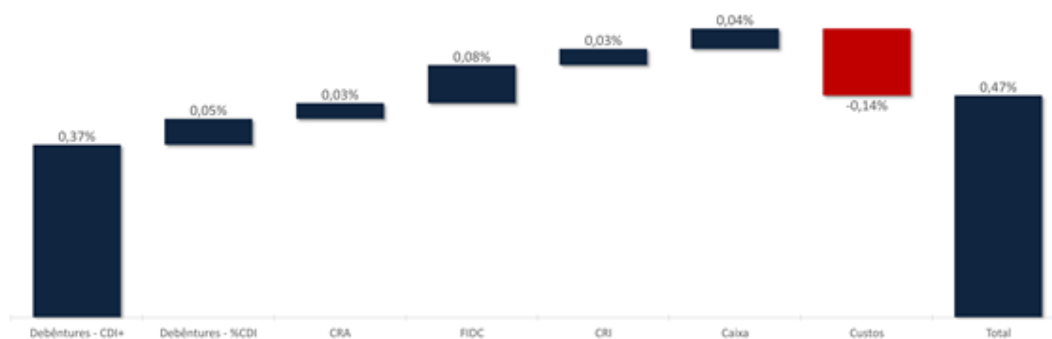
Não obstante a isso, temos observado um mercado primário ainda muito tímido, os grandes volumes ainda concentrados nos poucos e mesmos protagonistas de sempre. Esperamos que a oferta de papéis ganhe tração através de dois movimentos principais: (i) retomada na captação dos fundos de crédito e (ii) necessidade de rolagem de dívida por parte das empresas que acessaram linhas de crédito no começo da pandemia (as “linhas covid”).

Ademais, tivemos uma importante notícia para o futuro da indústria de debêntures. O Banco Central indicou que será mantida a medida adotada no ano passado que permite empréstimo a bancos com lastro em debêntures. Essa mudança pode resultar em um importante passo no aumento de liquidez do mercado de crédito brasileiro de forma estrutural, e não apenas situacional.

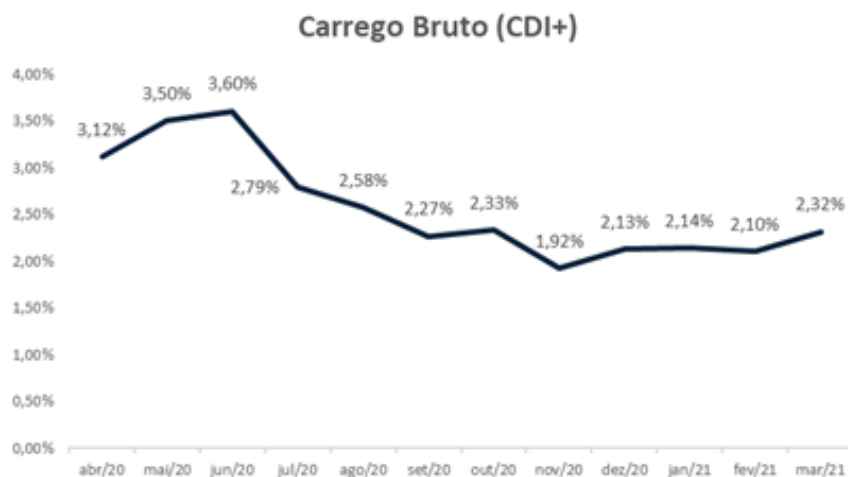
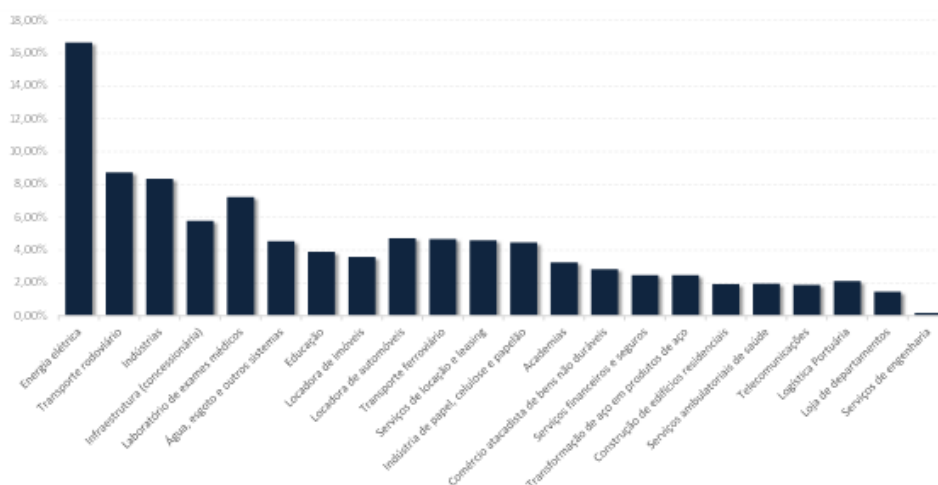
Quanto ao nosso portfólio, os papéis que obtiveram melhor desempenho no mês foram: CELU13 (1.050% do CDI), IGTA17 (891% do CDI) e IOCH19 (756% do CDI). Em contrapartida, os ativos LIGHB6 (-127% do CDI), CRI Gafisa (64% do CDI) e NATUA0 (72% do CDI) foram os piores desempenhos.

A carteira encerrou novembro alocada 60,6% em debêntures; 17,8% em CRAs/CRIs/FIDCs e 21,6% em títulos públicos/fundos DI.

	%PL	%CDI	Attribution
Título Público	0,1%	113,9%	0,00%
Fundo DI	21,5%	95,4%	0,04%
Debênture	60,6%	321,6%	0,42%
Debênture - CDI+	53,3%	308,7%	0,37%
Debênture - %CDI	7,3%	415,5%	0,05%
Debênture - IPCA+	0,0%	-	-
FIDC	10,3%	349,7%	0,08%
CRA	5,9%	303,2%	0,03%
CRI	1,5%	106,9%	0,03%
Futuro	-	-	0,00%
Custos	-	-	-0,14%
Resultado			0,47%



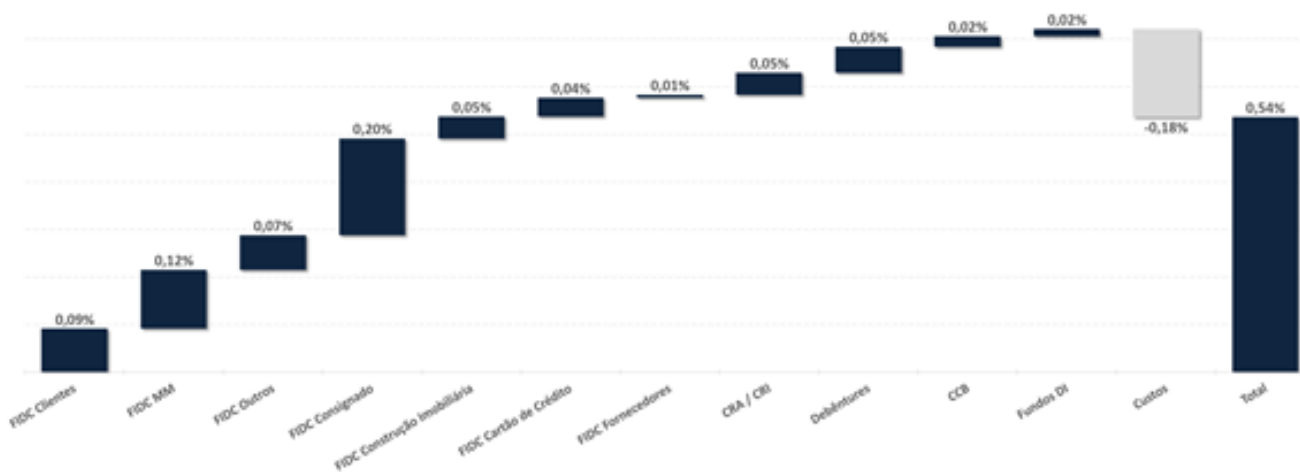
Ao longo do mês fizemos uma quantidade representativa de alocações no *book* de debêntures em CDI+. Compramos LIGHB6, BKBR18, AEGP15, OMGE11, CCPRA1, TIET27, STBP24, CBAN22, IVIA25 e ERDVA0. Todas essas aquisições foram importantes para que nós atingíssemos um carregio bruto de CDI+2,3% no mês de março. Continuamos atentos a todas as mudanças na dinâmica do secundário e seguimos esperando um mercado primário mais aquecido nos próximos meses.



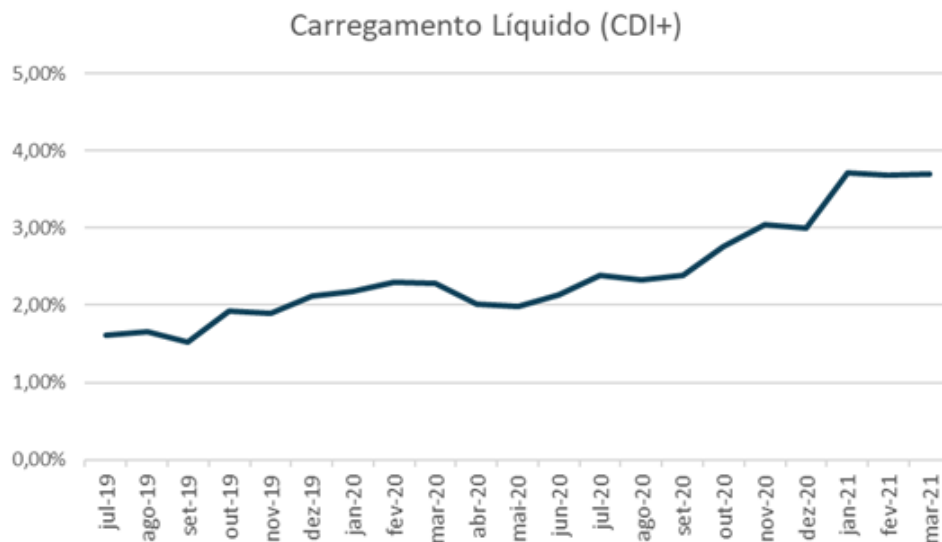
Valora Horizon

O mês de março foi muito produtivo para o Horizon, que obteve seu melhor resultado do ano, um rendimento de 0,54% (o equivalente a 270,83% no mês ou CDI + 3,92% anualizado). A alta da SELIC causa distorções comparativas: o Fundo teve o seu melhor resultado “absoluto” do ano, mas não em percentual do CDI. Apenas para deixar claro, a Gestão sempre olha o resultado “absoluto” do Fundo. Assim como o mês anterior, março foi bastante produtivo em termos de reciclagem e diversificação da carteira através de novos investimentos.

Ao todo, foram alocados aproximadamente 6,5 milhões de reais, com foco especial nos FIDCs de empréstimos consignados, ramo que tem performado excepcionalmente bem frente às condições econômicas adversas. Entre estes, estão três fundos que atuam em segmentos diferentes do mesmo mercado, o federal, o estadual e o privado. Como destaque, estão as cotas mezanino de um novo fundo direcionado para operações estaduais, que contam com uma remuneração de CDI + 8,5% ao ano.



Realizamos também um investimento em debêntures de uma empresa geradora de energia renovável com *spread* bastante atrativo, além de termos reduzido pela metade a antiga maior concentração da carteira, levando-a para apenas 6%. Ao combinarmos tais movimentações, conseguimos alinhar os objetivos de diversificação do portfólio do fundo com o de elevação de seu carregamento.

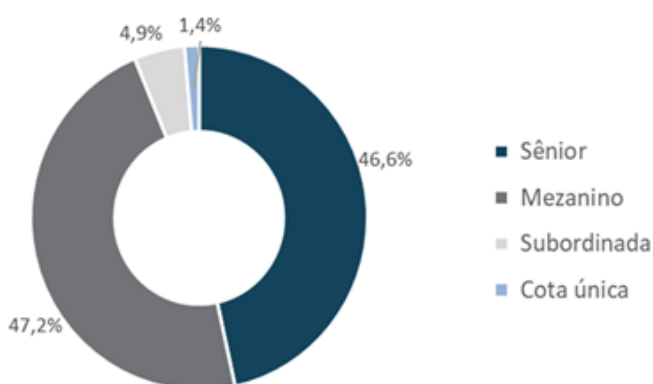


*OS DADOS ATÉ DEZ/20 REFLETEM APENAS PARTE DA CARTEIRA (72-95%)

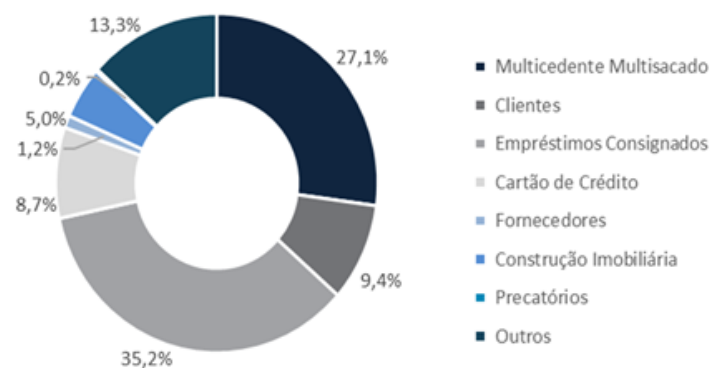
Para os próximos meses, estão no *pipeline* cotas mezanino de um novo FIDC de financiamento auto e uma operação com precatórios federais, ambas com taxas compatíveis com o mandato *high yield* do Horizon.

Por fim, o fundo encerrou o período com a seguinte alocação de patrimônio: 3,4% em fundos DI; 3,1% em CRIs; 1,4% em CRAs, 2,9% em CCBs; 5,4% em debêntures e 83,8% em FIDCs, sendo 3,6% 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



Autorregulação
ANBIMA

The background of the entire page features a low-angle, upward-looking perspective of several modern skyscrapers. The buildings are rendered in a light gray, semi-transparent style, creating a sense of height and architectural grandeur. The sky is a pale, uniform blue. The central part of the image is dominated by a solid dark blue horizontal band that serves as a backdrop for the company's logo and contact information.

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