VALORA
INVESTIMENTOS

CARTA MENSAL

ABRIL
2021

CENÁRIO

Em abril, com o recrudescimento da pandemia, foi decretado novas medidas restritivas à circulação de pessoas e horário de funcionamento das empresas, levando o comércio a fechar de novo. O fechamento se manteve durante todo o mês de abril. Completando quase dois meses com o comércio de portas fechadas. A boa notícia, é que um isolamento mais forte, somado à um comportamento cíclico de epidemias virais levaram às quedas nos números de contágio, internações e mortes.

Mais de dois meses fechados, pela segunda vez, tem um impacto contundente no comércio e consequentemente em todos os números da economia, desemprego, consumo, inflação, dentre outros. A expectativa é uma reabertura gradual em maio com a melhora dos números hospitalares.

Em descompasso com o comércio e empresas *Middle Market*, as grandes companhias listadas em bolsa têm apresentado ótimos resultados referentes ao primeiro trimestre deste ano. São empresas mais capitalizadas e estruturadas, o que permitiu que se organizassem melhor diante da situação delicada dos últimos doze meses. Um setor da bolsa que performou muito bem, ajudando neste resultado positivo do Ibovespa, foi o exportador. Dois fatores importantes contribuíram para este resultado: a liquidez mundial estar alta, elevando o preço das *commodities*, e também o real desvalorizado.

O Ibovespa terminou o mês com alta de 1,94% aos 118.893 pontos. E o câmbio recuou para R$ 5,40, uma expressiva queda de 5,16%. Devido à última ata do COPOM é esperada a subida de 75 bps na taxa SELIC em maio. Se este aumento se concretizar e for mantida a tendência de alta, é de se esperar que o real se valorize ante o dólar. Mesmo com nosso quadro fiscal ainda sendo um fator complicador, o fato de voltarmos para o patamar de juros reais positivos já ajuda o influxo de capital estrangeiro.

Em relação aos ativos de crédito, vamos ver a volta da atratividade dos ativos e fundos indexados ao CDI, após passarem por um período em que foram preteridos por ativos em IPCA e pelo *equity*. Isto ocorreu em razão da taxa de juros real negativa, incondizente com a realidade fiscal do país, e por consequência uma expectativa de aceleração da inflação. Com o retorno a uma situação de equilíbrio nos mercados de juros estes ativos (em CDI) começam a voltar ao foco.

De acordo com o boletim FOCUS do BCB, a expectativa para a IPCA fechado de 2021 é de 5%. Já para a SELIC é 5,25% com viés de alta. Portanto, um fundo ou ativo que pague CDI + 3% a.a, já no final de 2021 terá uma rentabilidade acima de 8% com viés de alta, enquanto a inflação voltará a ser pressionada para baixo por uma taxa de juros maior e pela falta de demanda causada pela diminuição da renda da população. Por estas contas, os retornos devem voltar à zona positiva na renda fixa, principalmente no crédito privado.

Ainda dentro da classe do crédito, esperamos que os produtos *high yield* tenham ainda mais apelo ao longo dos próximos semestres. Nossa crença está baseada nos seguintes fatores: (i) não vislumbramos um cenário em que a SELIC chegue em dois dígitos no curto prazo, o que poderia levar os investidores a ficarem estacionados nos ativos *high grade*; (ii) no *front* do *equity*, o índice IBOVESPA está encostado nos 120 mil pontos, ou seja, um patamar de alta histórica que diminui as probabilidades de se encontrar ativos mal precificados, que possam entregar altos ganhos, e, por fim, fechando o cenário, (iii) uma inflação controlada. Ou seja, os ativos *high yield* são a possibilidade do investidor conseguir uma rentabilidade superior sem se expor à volatilidade da Bolsa de valores, que poderá sofrer fortes variações devido à incertezas em meio à pandemia e a aproximação da eleição presidencial.

Nos produtos *high yield* temos visto oportunidades entre CDI + 5% a.a. e CDI + 7% a.a. ou ativos pagando IPCA + 8,5%aa. Em ambos os indexadores, consideramos o prêmio bastante robusto para os atuais patamares do crédito privado. Não são, obviamente, os ativos disponíveis na Faria Lima, exigindo capacidade de originação e conhecimento bastante especializado para análise. Diferente dos ativos *high grade*, a análise não é baseada inteiramente no risco corporativo da empresa, e sim na estrutura de capital, nas garantias, em recebíveis, dentre outros.

Temos acompanhado muitas emissões no mercado primário. Ocorre que estas emissões de mercado, de grandes companhias estão vindo com pouco prêmio. Como exemplo, tivemos neste último mês a Cyrela, que emitiu debêntures a CDI + 1,69% a.a. e a Unipar, que emitiu a CDI + 1,7% a.a, ambas com prazo de vencimento de cinco anos. Estas taxas estão de acordo com as curvas de juros da ANBIMA atribuídas aos respectivos *ratings* e *duration* destes ativos, mas consideramos as remunerações muito “amassadas” para este momento e, portanto, sujeitas à volatilidade no médio prazo, caso as curvas voltem a abrir.

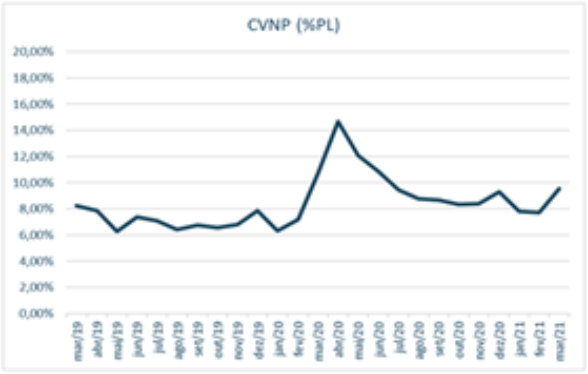
Pelos motivos acima expostos, os ativos *high yield* estão na moda! Eles entregam rentabilidade e baixa volatilidade. O problema do momento é que existe uma quantidade finita de bons ativos *high yield* no mercado. Este é um dos diferenciais de uma gestora especialista em crédito com muitos anos de mercado como a Valora. Temos capacidade de achar um grande volume destes ativos, de forma que nossos cotistas têm acesso a produtos quase exclusivos, de boa qualidade e alto prêmio.

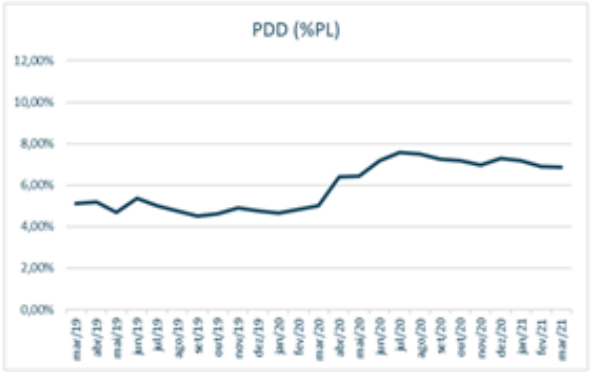
Valora Guardian

O Valora Guardian rendeu 0,4% em abril, 195,2% do CDI, ou CDI + 2,15% a.a. O Valora Guardian II rendeu 0,37%, 181,3% do CDI, ou CDI + 1,8% a.a.. A recente alta do CDI, bem como suas previsíveis altas futuras, são combustível de alta qualidade para Fundos como os da família Guardian. Em função da pandemia, o Governo foi obrigado a manter a taxa de juros básica da economia em patamares extremamente baixos, e de maneira artificial, dando origem inclusive a juros reais negativos. Fundos da natureza do Guardian, com baixa volatilidade e nível baixo de risco de crédito, são muito penalizados por esta dinâmica, pois acabam ficando para trás na rentabilidade de curto prazo. Já nos ciclos de alta da taxa de juros o produto se firma com uma excelente opção com rentabilidade de aproximadamente 5% de juros reais sem volatilidade e excelente rating de crédito.

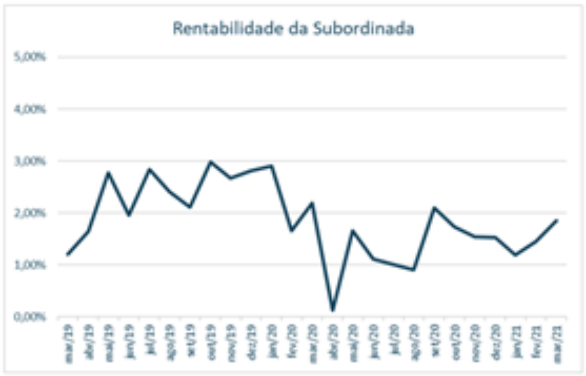
Sob o ponto de vista da Gestão, os novos aportes advindos do novo ciclo são investidos em ativos com rentabilidades entre CDI + 5% a.a. e CDI + 7% a.a., melhorando ainda mais o carrego do Fundo, o que, em um círculo virtuoso, atrai ainda mais aportes para ele.

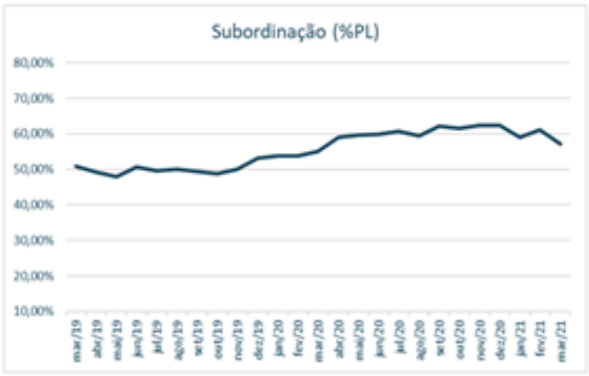
Ao longo do último mês temos visto algumas reportagens citando o aumento da inadimplência no *Middle Market*. É um fato que estamos comprovando na prática, pois muitas linhas subsidiadas que foram lançadas pelo governo no segundo e terceiro trimestres do ano passado já não estão mais à disposição das empresas. Com a ausência de novas linhas para "rolar" suas dívidas para frente, as Empresas do segmento estão tendo que gerar caixa para pagar os parcelamentos das dívidas que foram tomadas naquele período. Começamos de fato a identificar uma pouco desta situação nos índices de acompanhamento da nossa carteira, porém não é nada que nos preocupe, por três fatores: (i) estamos também vendo um aumento dos *spreads* das operações, o que gera uma maior gordura de rentabilidade no portfolio como um todo, e da mesma forma, (ii) um aumento das rentabilidades das quotas subordinadas, que, em conjunto com o (iii) alto nível de subordinação das carteiras nos dão bastante conforto de crédito.



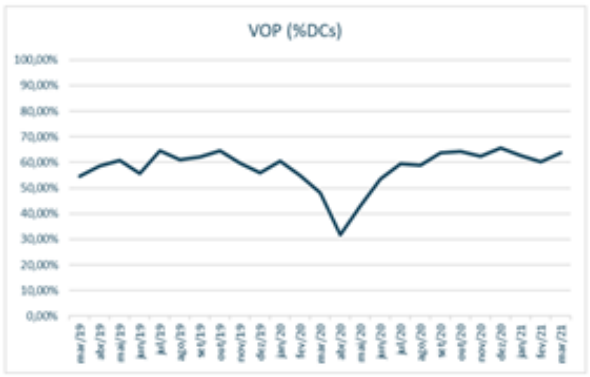


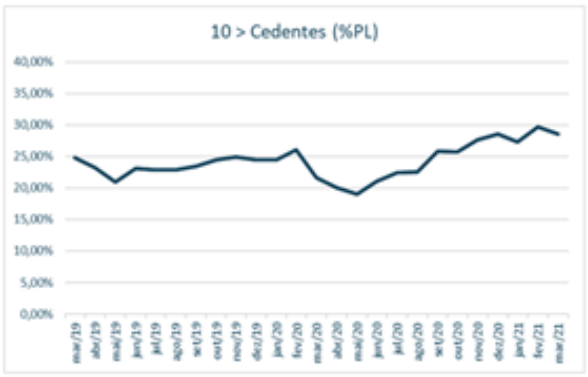
Aqui vemos um início de subida do crédito vencido e não pago. E uma estabilização da PDD próxima a 8% da carteira. Porém abaixo pode se ver a subordinação em níveis de 60% e a rentabilidade da cota subordinada melhorando.

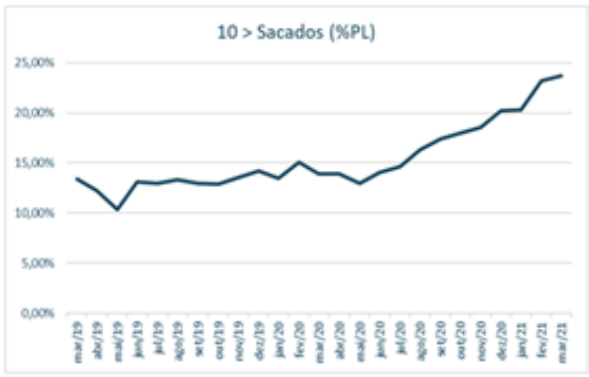




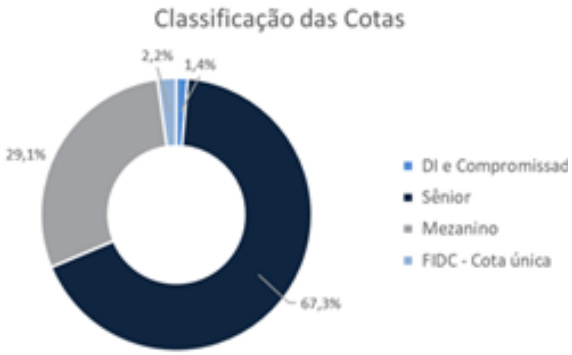
O que as consultoras de crédito têm feito para melhorar as taxas de empréstimo é concentrar em nomes que eles possuem melhor relacionamento e trabalham há mais tempo. Outra forma é o aumento do prazo médio dos direitos creditórios, como podemos ver abaixo.







Apesar do aumento da concentração, os patamares ainda estão bastante confortáveis. Mantendo uma concentração saudável da carteira. A subordinação da carteira agregada cobre mais que duas vezes os 10 maiores cedentes.



Nossa carteira está mais de 67% alocada em cotas seniores, evidenciando a qualidade de crédito da mesma. Além disso, mais de 66% da carteira está alocada em "CDI +" que foi uma estratégia da gestão para entregar um resultado mais descolado da variação do CDI em seus períodos de queda. Esta estratégia funciona para os dois lados, investidores e tomadores dos recursos, neste caso os FIDCs.

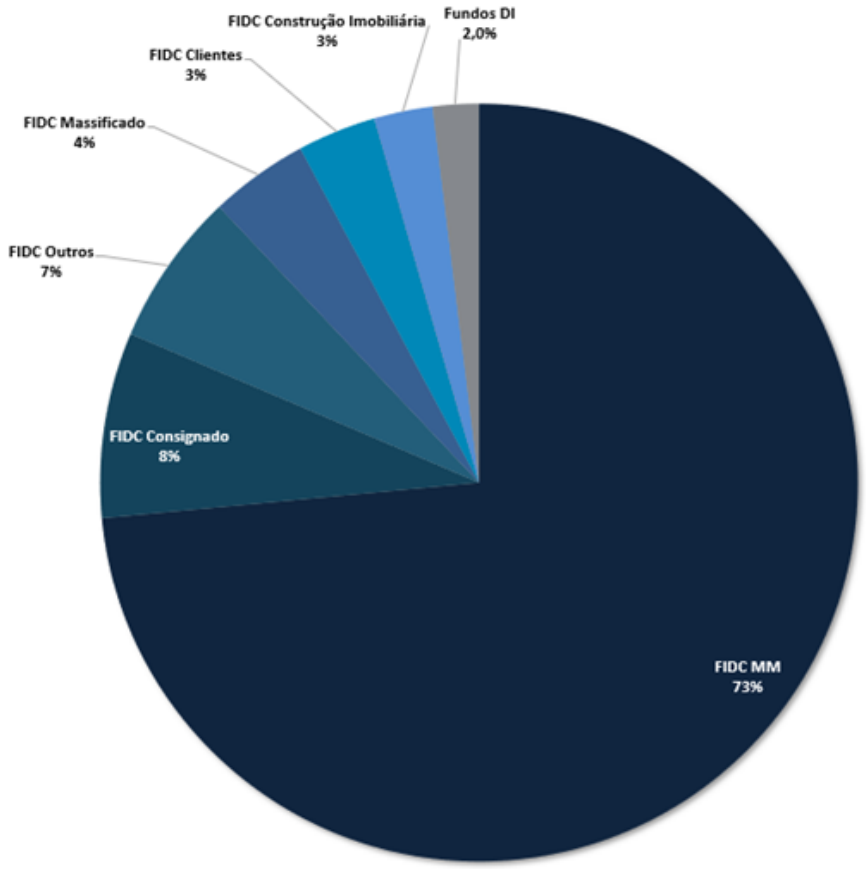
Em negociações com nossos parceiros, estamos adotando uma nova estratégia e pedindo ajustes em cotas antigas para a alocação em novas séries. O objetivo, além de alocar em cotas primárias com prêmios maiores, condizentes com a realidade atual, é ajustarmos as remunerações de nossas cotas antigas (o "estoque"). Este processo está contribuindo para a melhora da rentabilidade mensal do Fundo.

Um exemplo disso foi um FIDC multicedente/sacado parceiro nosso, que temos muitos anos de relacionamento e mais de R$ 30 milhões alocados: para fazermos um novo investimento de R$ 10 milhões, foi feito um "reajuste" na cota antiga (que já éramos investidores) trazendo outros R$ 30 milhões para uma rentabilidade adequada.

Outro FIDC que alocamos no mês de abril, foi de consignado público estadual. Sabemos que muitos Estados possuem uma situação fiscal complicada, e que isto pode suscitar dúvidas sobre produtos como este. É nestas situações que nossa expertise se mostra ainda mais valiosa: montamos um produto que, além de possuir seguro de crédito para boa parte da carteira, as limitações de exposição e concentração "na ponta" garantem uma pulverização adequada de riscos. Além disso, limitamos os Estados dos quais o Fundo pode comprar carteiras, eliminando os riscos de pior qualidade da carteira federativa. Para isso utilizamos o CAPG, que é um índice que a União utiliza para ranquear os Estados, de acordo com a sua qualidade de crédito em uma escala de 1 a 4. Na carteira só constam Estados de nível 1 e 2, que são os melhores níveis.

Adicionalmente, contratamos estudos específicos para estas carteiras, e os mesmos demostraram que a possibilidade de o Estado não fazer o repasse do consignado é quase nula. A rentabilidade desta cota é de CDI + 8,5%, o que gera uma alocação de excelente risco x retorno.

Também fizemos a alocação na cota mezanino do FIDC consiga +. Este é um FIDC de crédito consignado privado. A equipe que oferta o crédito tem mais de 15 anos de experiência com este tipo de operação. Recentemente a empresa foi vendida para o banco Neon, porém os responsáveis continuam à frente do negócio. A taxa desta cota é de CDI + 5,75%.
Hoje nossa carteira está dividida da seguinte forma:



Todos os meses temos mostrado a navegação em meio a este ambiente de crise. Mas o produto FIDC e consequentemente a carteira tem mostrado ser anti-frágil (melhora de garantias em cenário estressado) e a crise sanitária e econômica não tem atingido nossa carteira. Mostrando que ele está estruturado sobre pilares sólidos, que possuem grande valor em momento de crise. Pulverização, excesso de subordinação, prêmio sobre o CDI e alinhamento com quem fornece o crédito.

Valora Absolute

No mês de abril o Fundo obteve um retorno de 205,4% do CDI, representando uma rentabilidade nominal de 0,34% (CDI+2,7%a.a.). Como mencionado nas cartas anteriores, apesar de alguns fechamentos pontuais nas debêntures em CDI+, esperamos uma rentabilidade um pouco mais correlacionada ao carrego do fundo nos próximos meses. Entendemos, portanto, que os atuais *spreads* do nosso *book* mais líquido se encontram em níveis adequados e razoavelmente estabilizados para o momento.

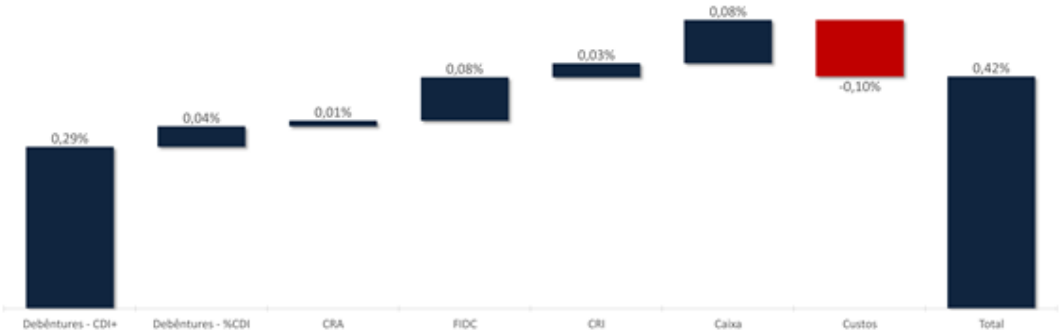
Sob a perspectiva do mercado de renda fixa brasileiro, temos visto alguns pontos positivos para a indústria nos próximos trimestres: (i) A captação de alguns fundos de crédito privado, principalmente após o primeiro aumento na SELIC, tem ganhado tração nas últimas semanas, o que pode resultar em um aumento na demanda por ativos líquidos e, consequentemente, em fechamentos de taxa (ii) O mercado primário, como previsto anteriormente, se mostrou bastante aquecido nessas últimas semanas e (iii) Os resultados operacionais e financeiros das companhias, no que tange a qualidade creditícia das mesmas, foram muito positivos no primeiro trimestre de 2021.

Observamos um aumento muito grande no número de empresas acessando o mercado de capitais nesse período. Estamos aproveitando essa dinâmica para alongar o prazo de alguns riscos e esperamos também pulverizar o número de emissões dentro da nossa carteira. No mês de abril participamos e fomos alocados em 2 *bookbuildings*. Como grande parte das emissões apresentadas liquidarão apenas em maio, esperamos uma maior participação no mês seguinte.

Quanto ao nosso portfólio, os papéis que obtiveram melhor desempenho no mês foram: CRI Gafisa (1.056% do CDI), IOCH19 (889% do CDI) e CRED13 (877% do CDI). Em contrapartida, os ativos FIDC Creditas Auto III (-1.275% do CDI), USIM27 (-248% do CDI) e CRA Agrovale (-238% do CDI) foram os piores desempenhos.

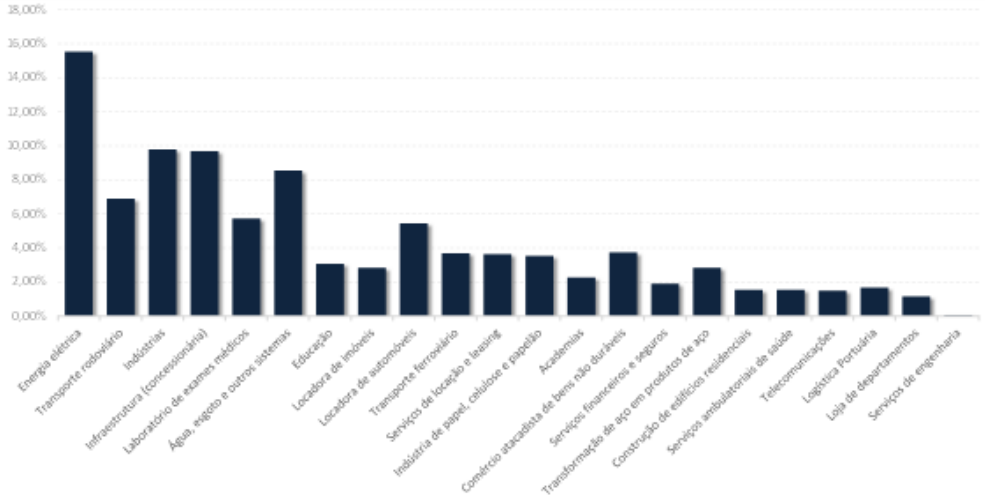
A carteira encerrou abril alocada 40,1% em debêntures; 12,5% em CRAs/CRIs/FIDCs; 1,4% em Letras Financeiras e 46,0% em títulos públicos/fundos DI/fundos CP.

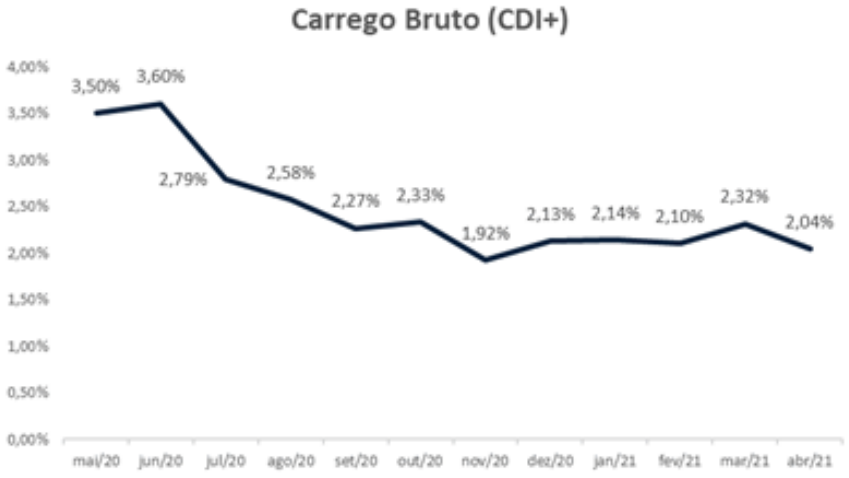
	%PL	%CDI	Attribution
Título Público	0,1%	101%	0,00%
Fundo DI/Caixa	45,9%	105%	0,08%
Letras Financeiras	1,4%	161%	0,00%
Debênture	40,1%	275%	0,33%
Debênture - CDI+	36,3%	267%	0,29%
Debênture - %CDI	3,8%	355%	0,04%
FIDC	8,7%	213%	0,08%
CRA	3,0%	103%	0,01%
CRI	0,8%	902%	0,03%
Custos	-	-	-0,10%
Resultado			**0,42%**



Importante ressaltar que obtivemos um mês muito positivo em relação à captação líquida do Fundo. Tivemos aportes relevantes dentro da estrutura nas últimas três semanas, o que impulsionou o Patrimônio Líquido do fundo para aproximadamente R$ 150 milhões. Esse movimento contribui para nossa tese de que o fluxo de aportes da indústria de crédito deve ser maior nos próximos meses.

Nesse dinâmica, estamos ativos também no mercado secundário e aproveitando oportunidades de entrada em papéis mais curtos. Esperamos que nosso processo de alocação, após os recentes aportes, seja finalizando ainda na primeira quinzena de maio.

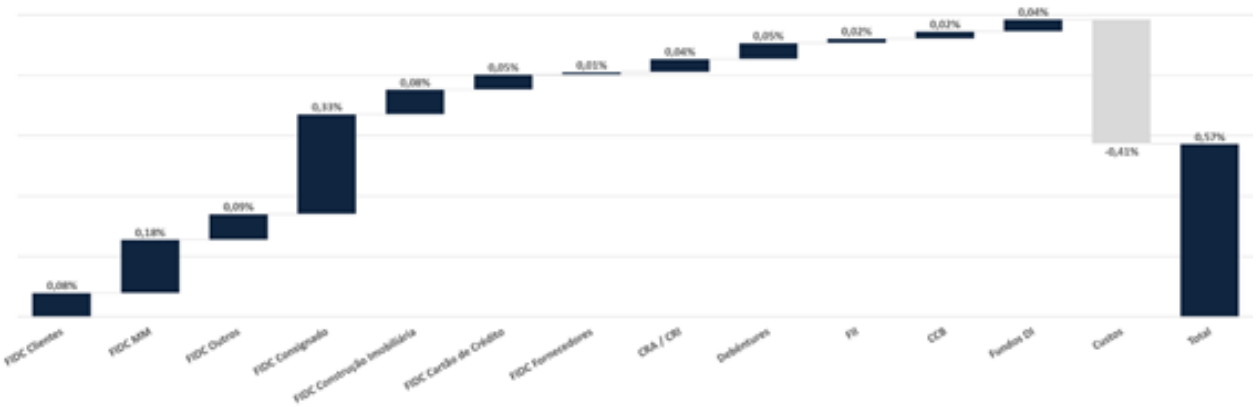




Valora Horizon

O mês de abril foi bastante movimentado e promissor. A partir da forte captação de recursos, foram redobrados os esforços de alocação em novos investimentos, o que gerou o ótimo resultado de 0,57% no mês (o equivalente a 275,48% do CDI ou CDI + 3,97% anualizado). A correção do CDI a patamares condizentes com a dinâmica da inflação deverá, na nossa opinião, trazer os investidores de volta para os Fundos de Renda Fixa Crédito Privado, em especial para os estruturados, bastante em evidência neste momento.

Ao longo do período, investimos em cotas mezanino de um FIDC clientes de empresa do ramo alimentício, e de um FIDC massificado de uma empresa de meios de pagamento, cujas respectivas taxas de remuneração são de CDI + 6,00%aa e CDI + 7,00%aa. Além disso, realizamos um novo aporte nas cotas subordinadas de um FIDC de estruturação própria destinado a operações de empréstimo consignado público, as quais temos acompanhado de perto e verificado o ótimo desempenho nos últimos meses.



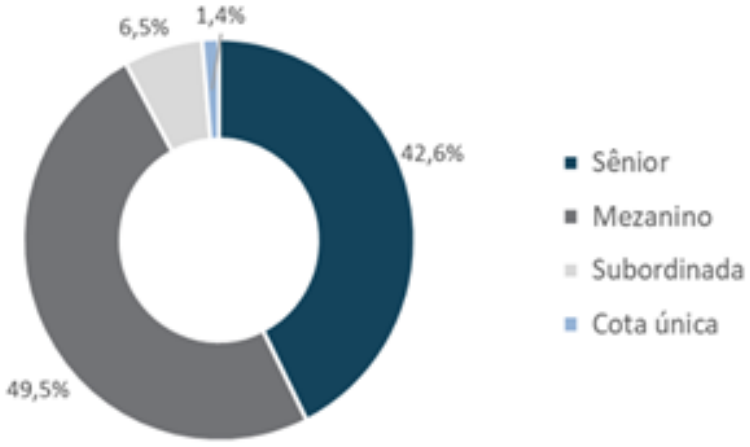
Além disso, temos ainda um volume maciço de pipeline contratado para fazer frente à entrada de recursos que ocorreu nos últimos dias do mês, e que por isso ainda precisa ser aplicada. Dessa forma, devemos continuar em ritmo intenso de alocação por mais algumas semanas. Serão oito a dez ativos investidos, todos com remunerações superiores a CDI + 5,00%aa e chegando até CDI + 8,50%aa, de forma a garantir a pulverização da carteira e o incremento da rentabilidade bruta do Fundo.

No médio prazo, enxergamos o carrego do Fundo sendo diluído na métrica "percentual do CDI", por conta da alta da SELIC, mas mantemos nossa rentabilidade alvo de aproximadamente CDI + 4,5%aa como expectativa (não promessa) de retorno recorrente do Fundo. Acreditamos que uma das coisas boas (não foram muitas) que a pandemia nos trouxe foi de fato o "desmame" do mercado ao % do CDI, e esperamos que ele se torne permanente. A Gestão acredita que a melhor forma de encarar o risco retorno de operações de crédito é em *excess spread* sobre a taxa de retorno básica da economia.

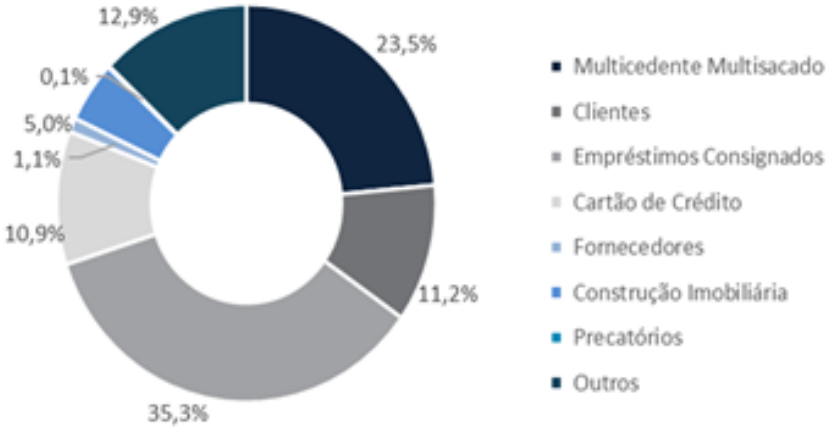
Apesar da alocação substancial que fizemos ao longo do final de abril e primeiras semanas de maio, continuamos com um *pipeline* intenso de novas operações de crédito privado estruturado e acreditamos que o mercado para os ativos *high yield* esteja apenas começando no Brasil, com uma avenida enorme de crescimento.

Ao final do mês, a composição do fundo era a seguinte: 4,4% de caixa disponível em Fundos DI, 25,3% de caixa em processo de alocação; 2,3% em CRIs; 0,6% em CRAs, 1,5% em CCBs; 3,4% em debêntures, 0,2% em FIIs e 62,3% em FIDCs, sendo 2,6% 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 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