

VALORA

INVESTIMENTOS

CARTA
MENSAL

JUNHO
2021





Enfim terminou o primeiro semestre do ano. Neste semestre houve um grande avanço para debelarmos a pandemia. Como era esperado, com a vacinação em massa, a volta à vida normal seria rápida. E temos visto isso nos países que já atingiram um alto nível de vacinação, exemplos são os eventos com público nos EUA e na Europa. O Brasil, apesar de um início conturbado, acelerou a vacinação e hoje temos mais de 100 milhões de doses aplicadas, e estamos conseguindo manter um ritmo de vacinação de mais de 1 milhão de pessoas diariamente. A expectativa é que a maior parte da população adulta tenha tomado ao menos uma dose até outubro deste ano. E como temos visto nos países que já vacinaram neste patamar, isto levará à quase normalidade da vida econômica e social.

O que agora entra em foco e provavelmente demorará mais para ser solucionado é a economia. E o caso brasileiro é ainda mais complicado. Com mais de 14 milhões de desempregados, dívida pública alta e ainda assim brigando com a inflação, a equação não é fácil de ser solucionada. O governo manteve a taxa de juros abaixo da taxa neutra, de forma a impulsionar a economia. Conseguiu assim injetar dinheiro barato na formação de PIB e ajudar alguns setores. Entendemos como positivo e necessário este esforço para levar dinheiro barato para o tomador final. Porém, agora é necessário elevar esta taxa afim de não perder a ancoragem da inflação, e isto já vem sendo feito, mostrando que o Bacen não está inerte aos fatos.

Um dos destaques do mês foi a apresentação da segunda parte da reforma tributária. Uma reforma com “pouca reforma”: mudanças profundas de alíquotas e aumento líquido de carga tributária. Um ponto crucial que tem de ser atacado, e não foi sequer mencionado, é a simplificação do complexo e absurdo sistema tributário brasileiro. Unificação de impostos, ajustes em ICMS, PIS, COFINS, criação de um IVA para abarcar e simplificar estes impostos não foi colocado à mesa. Esta proposta que foi enviada ao congresso ainda será bastante discutida e modificada pelos parlamentares. A impressão que temos é que o governo pediu muito para conseguir o que vier.

No campo da economia, o COPOM elevou a SELIC em 75 bps, para 4,25% a.a. O mesmo começa a acontecer nos EUA: no início do mês alguns representantes estaduais do FED começaram a sugerir a antecipação do ciclo de *tapering*, ou seja, a elevação da taxa de juros americana, de forma a evitar um sobreaquecimento da economia. Aqui no Brasil, a inflação medida tanto pelo IPCA, quanto pelo IGPM continuam resilientes e subindo na margem. Estes acontecimentos levaram o mercado a cogitar um COPOM mais *hawkish* na última reunião, que elevaria em 100 bps a SELIC, o que não ocorreu. Porém, a ata teve tom altista, deixando implícito ao menos mais dois aumentos de 75 bps. Até o final do ano o COPOM ainda se reunirá por mais 4 vezes. A expectativa de mercado, de acordo com o boletim FOCUS, é que a SELIC chegue ao final do ano em 6,5% a.a. com uma taxa de IPCA de 6,07% a.a. Lembrando que o teto da meta de inflação hoje é 5,75% a.a. Portanto, caso o governo queira trazer a inflação para abaixo do teto através de política monetária, será necessário um aumento ainda maior na SELIC.



A bolsa de valores sempre muito suscetível aos acontecimentos políticos mostrou alta volatilidade este mês. O IBOVESPA iniciou o mês de junho a 126,2 mil pontos, no dia 07 fechou acima de 130 mil pontos, depois voltou a cair, e terminou junho em 126,8 mil pontos, uma alta de 0,46% no mês. Do lado cambial, um dos efeitos da alta da SELIC é influenciar na queda do dólar. O aumento da taxa de remuneração dos investimentos externos, aumenta a atratividade do País em meio aos seus pares, aumentando assim o influxo de dólares na economia, por consequência pressionando a cotação para baixo. O dólar teve baixa de -4,4% no mês e terminou cotado a R\$ 5.

Este cenário de bolsa com alta volatilidade, tendência que deve aumentar com a aproximação das eleições em 2022, e aumento da taxa SELIC, aumentando o retorno absoluto dos títulos a ela lastreados é bastante promissor para a renda fixa, para o crédito privado e para o crédito estruturado. Ademais o aumento da SELIC tende a desacelerar a inflação, portanto a expectativa futura é um crédito privado entregando rentabilidade real para seus clientes, com baixa exposição à volatilidade e ao risco.



O Valora Guardian rendeu 0,51% em junho, o equivalente a 168% do CDI, ou CDI + 2,5% a.a. O Valora Guardian II rendeu 0,48%, o equivalente a 160% do CDI, ou CDI + 2,2% a.a. Todo mês o fundo tem aumentado seu carregamento. A expectativa é que até o final do ano cheguemos no carregamento de CDI + 3,5% a.a.

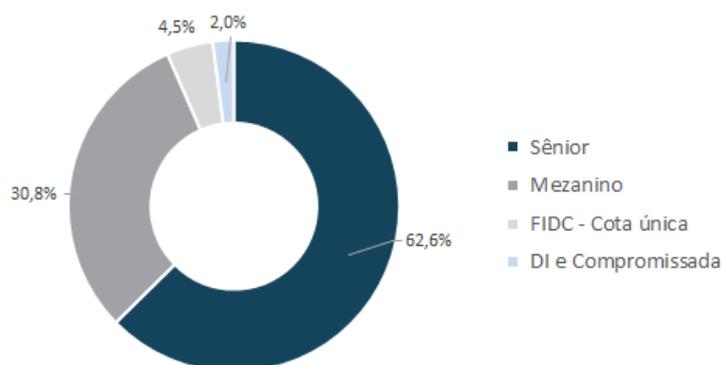
Este aumento de carregamento vem sendo feito através da oxigenação da carteira, ou seja, o dinheiro oriundo de vencimentos e amortizações de séries antigas, que à época de suas emissões possuíam remunerações satisfatórias, mas que hoje representam pouco prêmio, é utilizado para entrar em novas emissões com prêmio mínimo de CDI + 5% a.a. O aumento da captação que vem ocorrendo devido a este aumento no carregamento, e ao aumento do CDI também tem sido importante para realizar estas alocações com prêmios maiores.

Neste mês aumentamos nossa posição em um FIDC de crédito consignado público. Este é um fundo que possui subordinação regulamentar sênior de 40% e atualmente está acima deste número. Os empréstimos são feitos para servidores públicos, e a parcela do empréstimo é descontada em folha automaticamente. Portanto a inadimplência do fundo é baixíssima. Esta cota paga CDI + 6,5% a.a. e contribui bastante para aumentar o *accrual* do fundo.

Entramos também na cota mezanino de um FIDC clientes. Ou seja, o FIDC adianta para a empresa os valores que ela tem a receber a prazo dos clientes. Neste caso é uma empresa de fornecimento de serviços e soluções para telecomunicações e segurança. A subordinação mezanino está em mais de 60% do fundo, e a empresa tem obrigação de recompra dos direitos creditórios que não forem honrados pelos devedores. Esta cota remunera o investidor em CDI + 8% a.a.

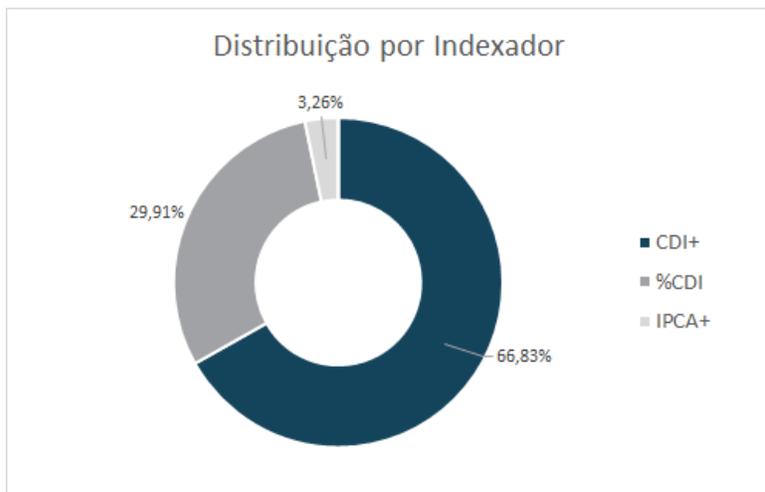
Em relação às vendas, nos desfizemos, ou diminuimos a exposição em cotas que pagam entre CDI + 2,25% a.a. e CDI + 4% a.a. Todas elas com boa qualidade de crédito, e são operações que conhecemos bem e gostamos. Porém, entendemos que estas taxas não condizem mais com o momento atual de mercado e o custo de oportunidade de manter o dinheiro do fundo alocado nelas estava bastante alto. Com as vendas geramos recursos para entrar em operações como as duas acima, dentre outras.

Classificação das Cotas



Sempre prezamos muito pela alta subordinação dos fundos, por isto a maioria do nosso fundo está alocado em cotas seniores. O percentual de cotas seniores no fundo varia, mas sempre próximo a 60% do patrimônio líquido.

Trabalhamos há bastante tempo com este tipo de produto e entendemos bem a relação risco x retorno envolvida nas classes das cotas. Portanto, quando achamos uma cota mezanino que faça sentido, não temos problema em alocar e aumentar a proporção de mezanino no fundo,

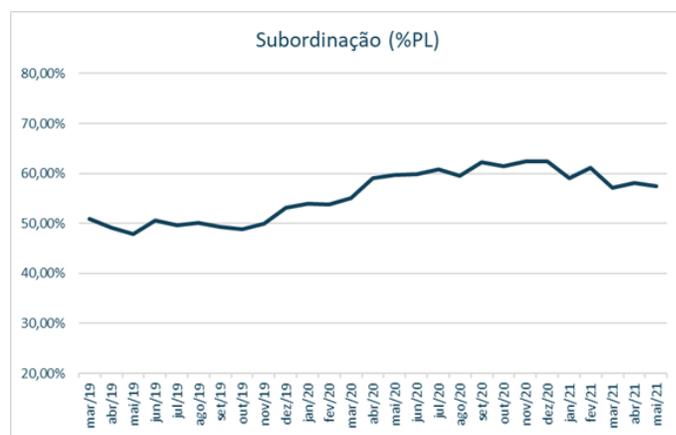
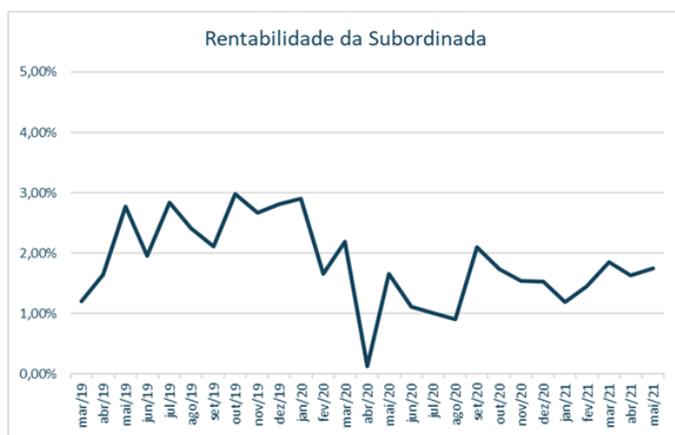


sem necessariamente aumentar o risco.

Em relação aos indexadores das cotas, sempre preferimos trabalhar com CDI. Isto devido ao segundo pilar que não abrimos mão, que é a baixa volatilidade. Devido à mecânica de atualização mensal do IPCA (dois dias no mês), e também à possibilidade de ele ser negativo em um mês e até em um período maior, preferimos trabalhar com uma baixa exposição ao mesmo. Porém algumas cotas possuem a parte pré-fixada (cupom) suficientemente grande para suplantar

esta volatilidade do IPCA. Nestes casos alocamos uma proporção pequena do PL do Fundo nestas oportunidades.

No acompanhamento mensal da carteira agregada dos FIDCs estamos vendo uma normalização dos indicadores, e não há sinais de um possível novo fechamento da economia, ao contrário, as vacinas têm mostrado resultado, os números de vacinados vem aumentando e os índices de contágio, internação e morte diminuído. Isto para o *Middle market* que compõe a maioria da carteira destes FIDCs é excelente. Quanto mais a economia gira, mais recebíveis existem para serem comprados pelos fundos. Esta melhora de cenário econômico também fez com que governo e os bancos diminuíssem as linhas de crédito altamente subsidiadas criadas no ápice da crise, no segundo e terceiro trimestres do ano passado. As parcelas dos empréstimos tomados pelas empresas no auge da crise estão vencendo e precisam ser pagas. Isto tudo é um cenário bem positivo para os FIDCs multi-cedentes/sacados. Pois são emprestadores para este público em especial. O resultado disso: vemos uma melhora na carteira agregada.

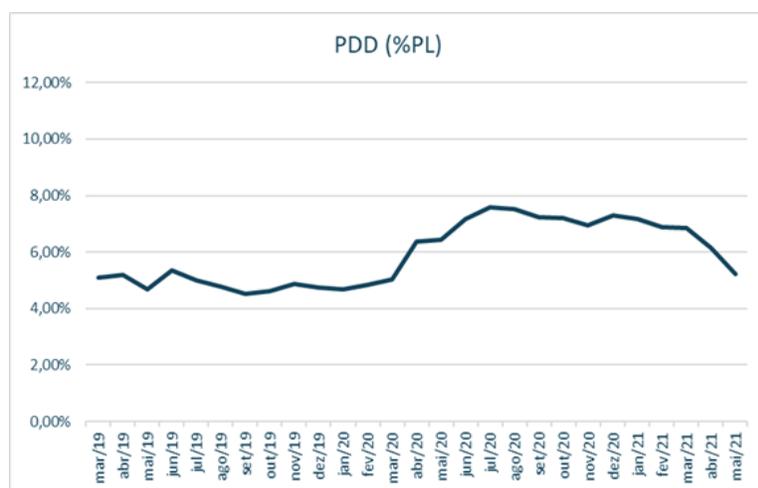
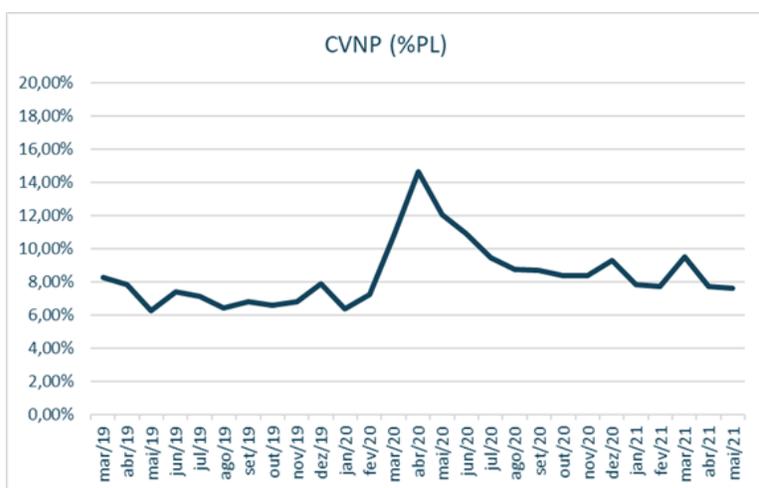


Os fundos estão bastante subordinados, o que contribui para a diminuição do risco de nossa carteira agregada. Quanto à rentabilidade da cota subordinada, com o aumento da SELIC, ela tende a aumentar. Uma ameaça a este mercado é o fato de que ele era extremamente desarbitrado:

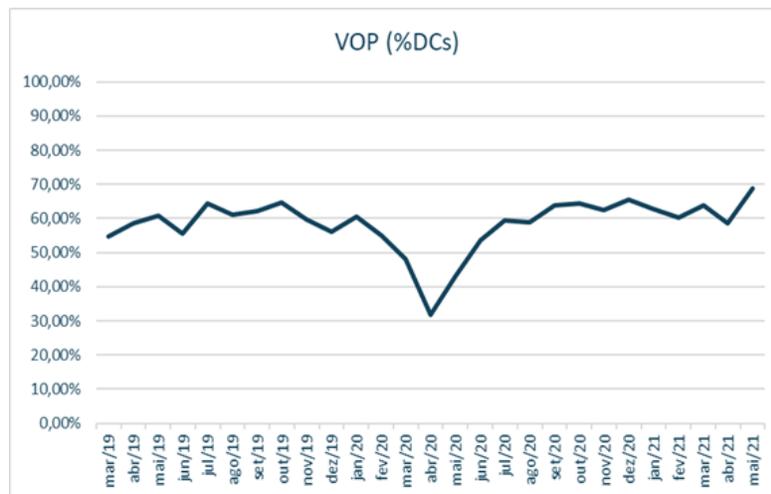


os bancos não emprestavam para o *middle market* e os FIDCs eram os únicos que conseguiam trabalhar neste nicho, portanto emprestavam a altas taxas. Agora, ele (este mercado) está mais concorrido devido à existência de mais FIDCs, fintechs e os próprios bancos atuando de maneira mais ampla. Como resultado, não esperamos uma ruptura do modelo, mas também não enxergamos uma volta aos tempos em que as subordinadas rentabilizavam entre 4% e 5% a.m..

Já os atrasos e PDD foram bem controlados. Houve o pico, as renegociações, mas de fato as linhas de crédito subsidiado fornecidas pelo governo para as empresas, e uma facilitação da chegada do dinheiro na ponta final do público consumidor, tiveram efeito positivo em frear a inadimplência.



O volume operado pela carteira agregada, confirma o que afirmamos acima. A economia está reaquecendo, e as empresas estão precisando girar seus recebíveis. Como resultado, atualmente temos um VOP maior que no período pré crise. O gráfico à direita tem relação direta com as taxas de cessão, e também com a taxa de remuneração das cotas emitidas. Com uma demanda maior por dinheiro por parte dos cedentes, o consultor consegue ser mais seletivo no empréstimo e subir as taxas de empréstimo.

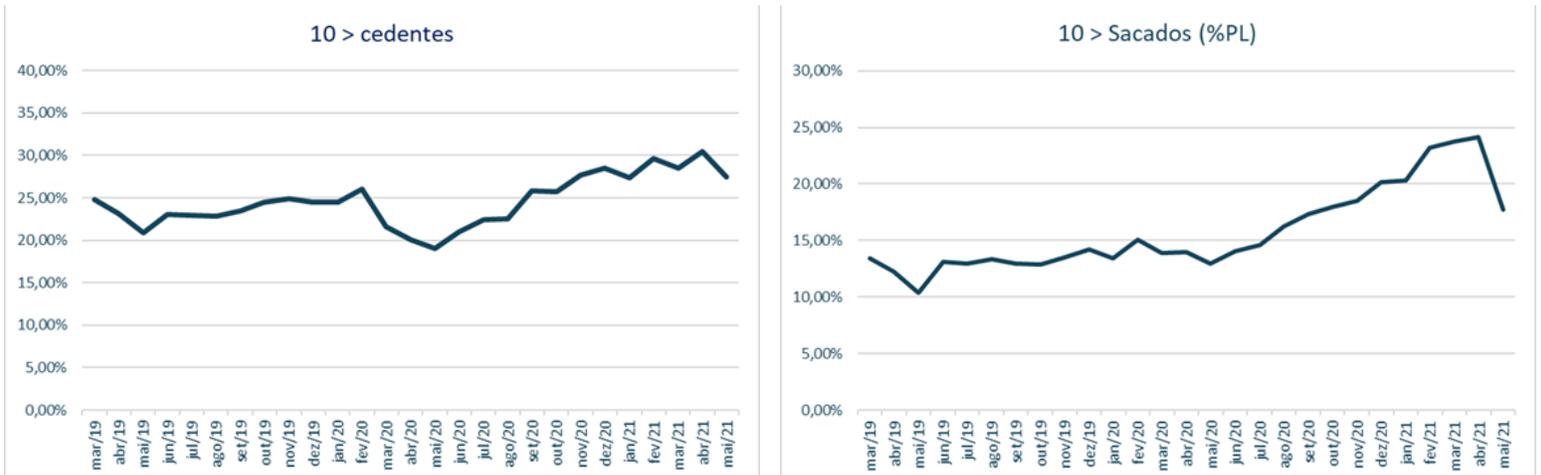


Desta forma ele também consegue pagar mais pela captação (quotas seniores e mezanino). O que para nós, que somos os emprestadores finais é bem positivo.

A concentração em cedentes e sacados começou a diminuir. O aumento da concentração foi uma das estratégias adotada por alguns FIDCs para performar na crise. A estratégia foi aumentar o *ticket*



em clientes com melhor qualidade de crédito e mais tempo de relacionamento. Ocorre que com várias consultoras fazendo isto, alguns poucos clientes ficaram com uma alta oferta de dinheiro, diminuindo assim a taxa dos empréstimos para eles. Portanto, com o reestabelecimento da economia, os FIDCs voltam a focar em pulverização. Desta forma, havendo mais possíveis tomadores, a taxa sobe também. Mais um indicador corroborando tudo que vimos apontando.



Atualmente nosso fundo está com quase 70% em FIDCs multi-cedentes/sacados. Portanto esta dinâmica da economia real é bem refletida em nossa carteira. Gerando uma boa expectativa para os retornos futuros da mesma.



No mês de junho o Fundo obteve um retorno de 142,1% do CDI, representando uma rentabilidade nominal de 0,43% (CDI+1,6%a.a.). Nosso *book* de debêntures em CDI+, mais uma vez, foi o principal indutor de alfa para o fundo nesse período. De qualquer forma, como mencionado nas cartas anteriores, esperamos que os fechamentos de *spreads* ocorram de uma forma menos intensa nos próximos meses, o que tende a trazer o fundo para uma rentabilidade mais aderente ao seu carregamento e dentro da meta de rentabilidade da gestão.

Sob a dinâmica do mercado de renda fixa, temos observado um fluxo muito grande para essa classe de ativos nesses últimos meses. A elevação da taxa SELIC e a perspectiva futura de incrementos relevantes por parte do BC foram os principais fatores que deram tração a esse movimento. Nesse sentido, temos observado algumas consequências importantes: (i) A demanda por ativos, em especial os mais líquidos, tem aumentado de forma expressiva, o que tem ocasionado uma apreciação dos papéis no mercado secundário e (ii) As empresas estão aproveitando esse momento mais aquecido para reestruturar o perfil de suas dívidas, o que resulta em um mercado primário também muito aquecido. Com os fundos em geral com maiores disponibilidades de liquidez e necessidade de alocação, os tomadores de recursos devem ter uma janela interessante de fechamento nas taxas de captação, mesmo que marginalmente, menores.

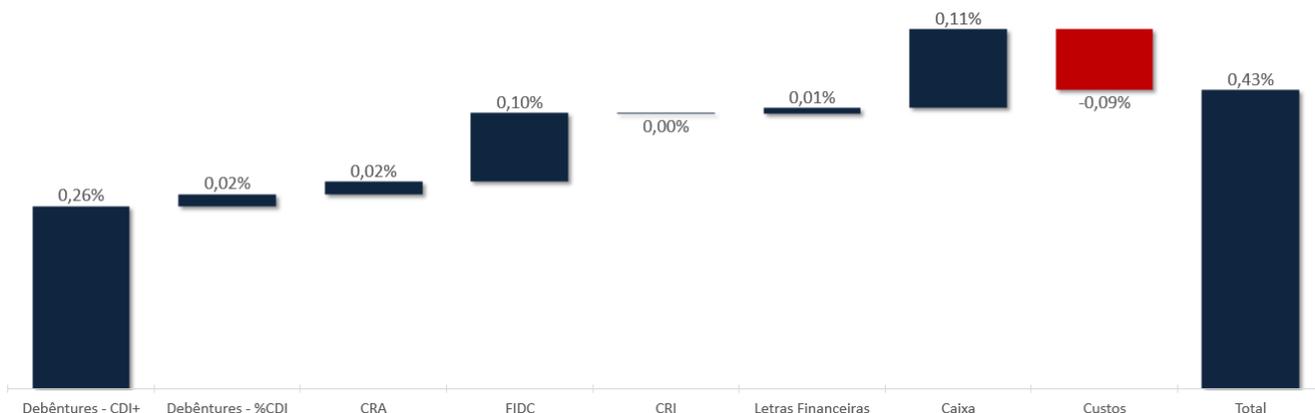
Atuamos de forma bastante ativa no mercado secundário ao longo do mês, aproveitando para realizar algumas posições que já se apreciaram de forma demasiada a nosso ver. Ademais, temos adotado uma postura um pouco mais defensiva no que tange a *duration* dos ativos investidos. Estamos cautelosos principalmente nos nomes mais óbvios (AAA), ativos esses que já “nasceram” sem muita gordura de prêmio de crédito e acabam por balizar todo o restante do mercado.

Quanto ao nosso portfólio, os papéis que obtiveram melhor desempenho no mês foram: SMFT14 (517% do CDI), FIDC Saneago (494% do CDI) e FIDC VCK Mz (322% do CDI). Em contrapartida, os ativos ARTR29 (-93% do CDI), CRI Gafisa (-90% do CDI) e UNDAE1 (109% do CDI) foram os piores desempenhos.

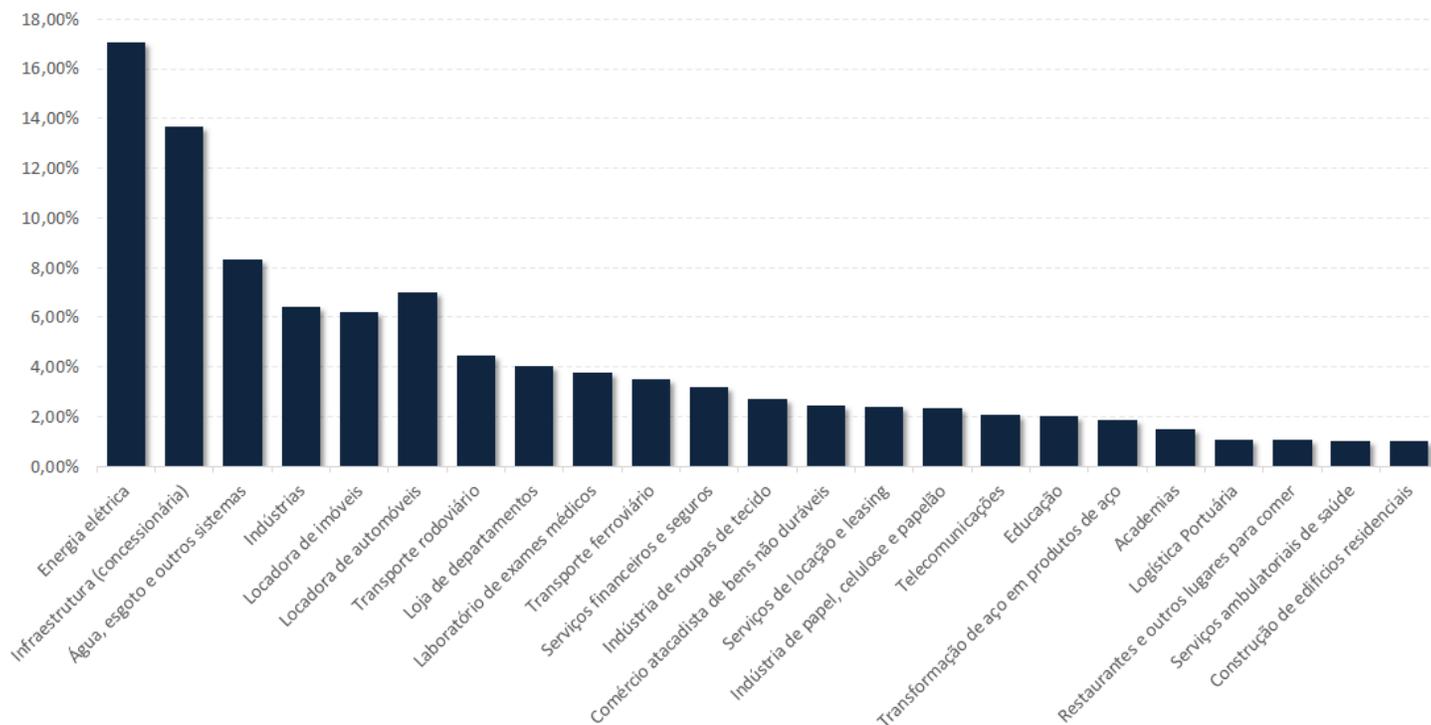
A carteira encerrou junho alocada 46,3% em debêntures; 13,8% em CRAs/CRIs/FIDCs; 2,0% em Letras Financeiras e 37,9% em títulos públicos/fundos DI/fundos CP.

	%PL	%CDI	Attribution
Título Público	0,1%	105%	0,00%
Fundo DI / Fundos CP	37,8%	108%	0,11%
Letras Financeiras	2,0%	124%	0,01%
Debênture	46,3%	172%	0,28%
Debênture - CDI+	43,4%	173%	0,26%
Debênture - %CDI	2,9%	155%	0,02%
FIDC	11,1%	256%	0,10%
CRA	2,2%	229%	0,02%
CRI	0,5%	8%	0,00%
Custos	-	-	-0,09%
Resultado			0,43%

VALORA ABSOLUTE

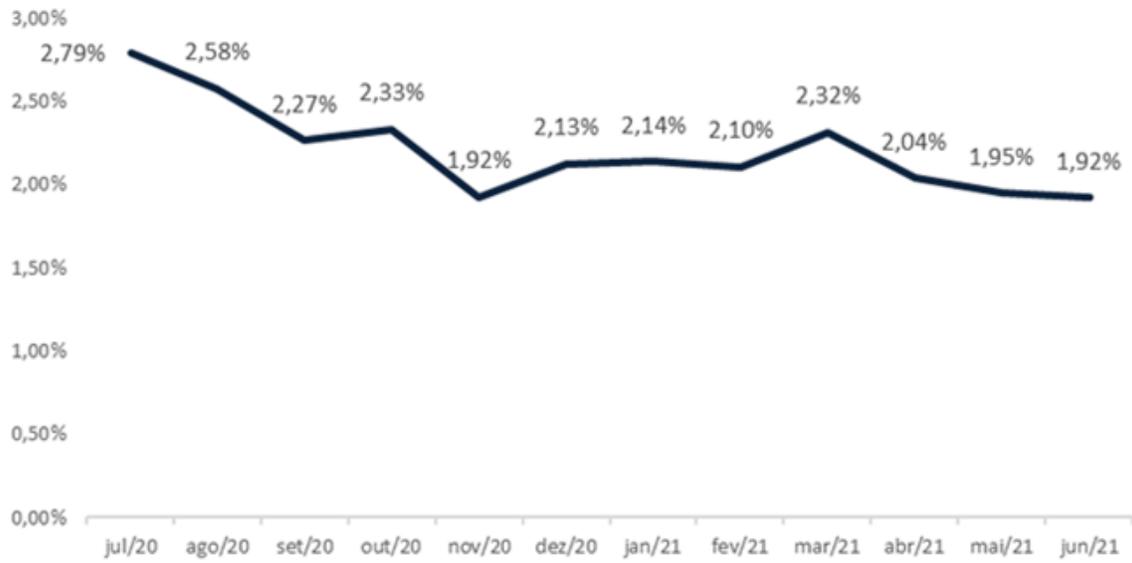


Importante ressaltar que, diferentemente do mercado de debêntures, as emissões primárias dos produtos estruturados (FIDCs, CRAs e CRIs) estão com prêmios ainda muito atrativos, o que reflete em uma assimetria muito grande de risco e retorno para essa classe de ativos. Dito isso, temos aproveitado essa dinâmica para otimizar ao máximo nosso *book* de estruturados. Acreditamos que, após o término do movimento de fechamento de *spread* das debêntures mais líquidas, nosso *book* de estruturados será o grande catalisador de alfa do fundo no longo prazo.





Carrego Bruto (CDI+)

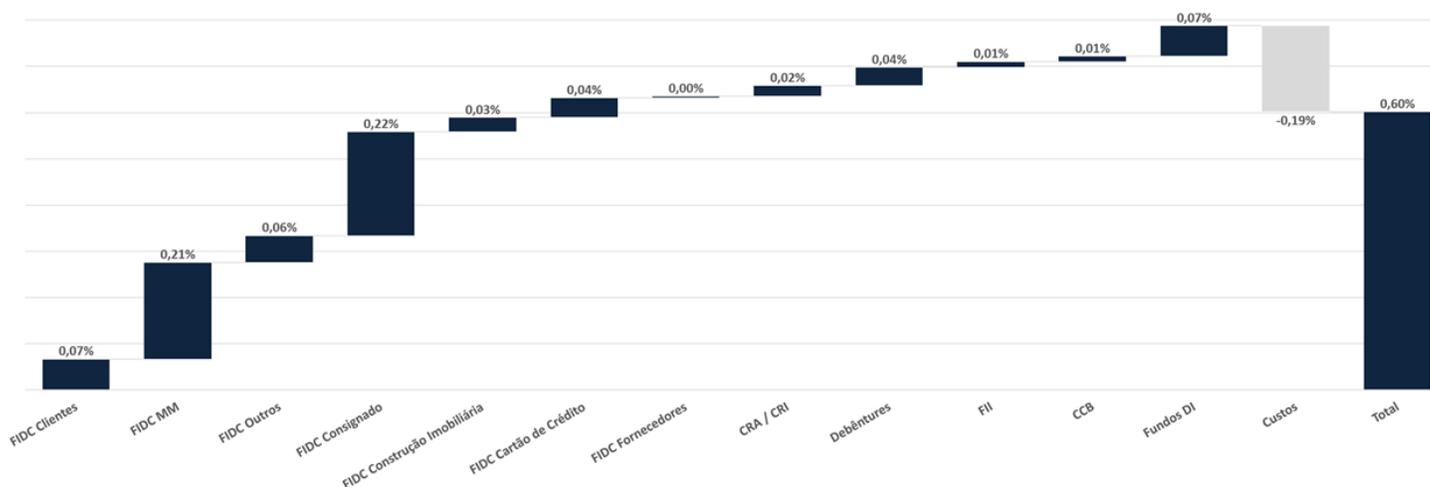




Em junho, o Horizon obteve seu melhor resultado do ano em termos absolutos, um retorno de 0,60% no mês (o equivalente a 197,5% do CDI ou CDI + 3,1% anualizado). O excelente desempenho é fruto dos esforços de alocação em novos ativos com elevados *spreads*, nosso foco dos últimos meses, os quais elevaram substancialmente o carregamento do fundo.

Como exemplos de novos investimentos realizados ao longo do mês, estão um CRI com garantia real e uma debênture de empresa de soluções de energia de capital fechado, cuja taxa de remuneração é de CDI + 6,75% ao ano. Além destas operações, incrementamos também nosso *book* de fundos imobiliários por termos identificado oportunidades interessantes no setor.

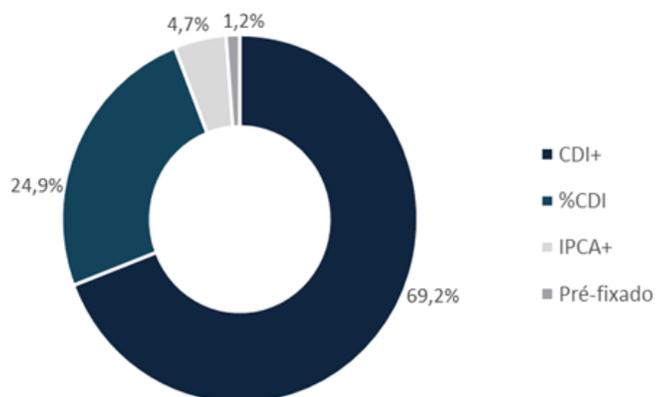
Nosso *pipeline* para as próximas semanas permanece voltado para produtos estruturados internamente, por proporcionarem taxas de remuneração diferenciadas e a possibilidade de acompanhamento ainda mais minucioso. De qualquer maneira, continuamos buscando capturar as oportunidades de operações estruturadas *high yield* do mercado, que têm continuado a surgir com o aquecimento do mercado de renda fixa cada vez maior, dadas as consecutivas elevações da taxa básica de juros.



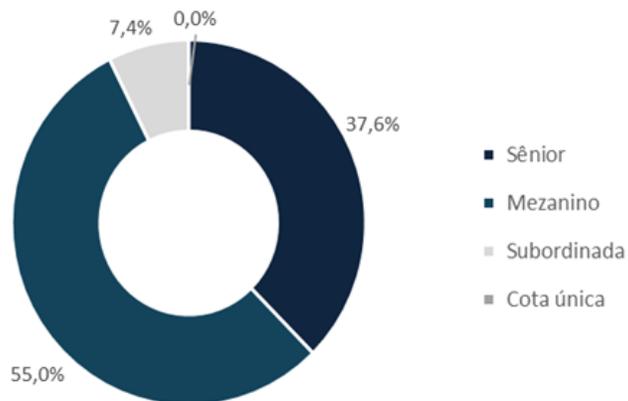
Ao final de junho, o patrimônio do fundo estava distribuído da seguinte maneira: 16,6% em Fundos DI; 3,4% em CRIs; 0,4% em CRAs, 1,2% em CCBs; 4,2% em debêntures, 0,8% em FILs e 73,4% em FIDCs, sendo 2,0% classificados como não-padronizados.



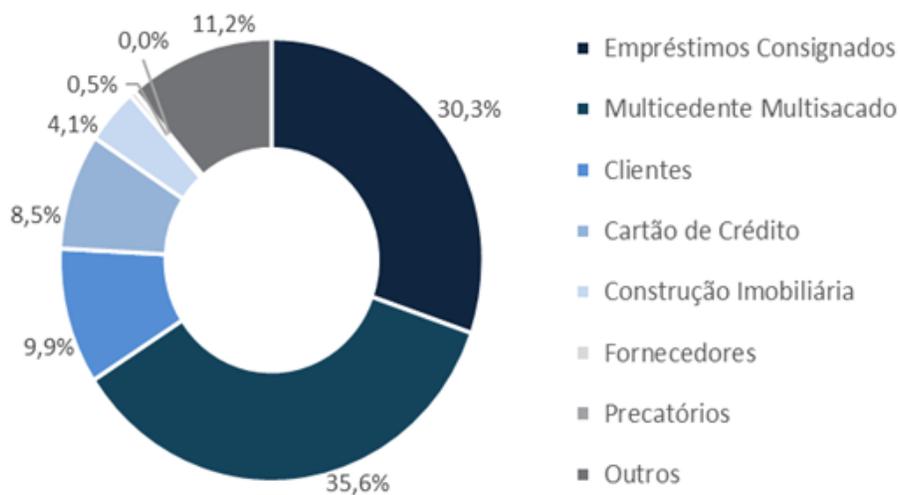
Distribuição por Indexador



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



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