VALORA
INVESTIMENTOS

CARTA MENSAL

JULHO
2021

CENÁRIO

O grande evento de julho foi uma forte aceleração da vacinação no mundo e no país. No Brasil o recorde de vacinação em um único dia foi de mais de 2 milhões de pessoas. A expectativa é que toda a população acima de 18 anos tenha tomado a primeira dose ainda em agosto. E com duas doses ou dose única até novembro. O sucesso da vacinação é condição necessária para a volta à normalidade, da sociedade e da economia, sem revezes.

Na Europa e EUA estamos vendo uma terceira onda de contaminação, porém sem aumento no número de óbitos, obviamente efeito já da vacinação. Provavelmente teremos que conviver com o vírus por tempo indeterminado. Uma das teorias é que a vacina de COVID será igual à da gripe comum, que todo ano é necessária a aplicação de uma nova dose para cobrir as novas "cepas". O importante é que o uso de leitos, quantidade de internações e principalmente mortes estejam sob controle. Na cidade do Rio de Janeiro e na de São Paulo a expectativa é que ainda em agosto o comércio volte a funcionar sem restrições de horários ou lotação. Apenas seguindo os protocolos de uso de máscaras, distanciamento, uso de álcool gel, dentre outros. Desta forma a economia vai voltando ao normal.

No mês de julho começou a divulgação dos balanços do 2T21. Na média estão sendo positivos. Como sempre, o índice Ibovespa já vinha sendo precificado para o evento (a bolsa sobe no boato e cai no fato!) e o resultado mensal dele foi negativo. A rentabilidade do índice no mês foi de -3,94%, fechando em 121.800 pontos. No ano o índice ainda se mantém positivo, com alta de 2,34%.

O dólar teve alta de 2,39% no mês, terminando cotado a R$ 5,12. Já a curva de juros pré-fixada aumentou o prêmio nela embutido em todos os vértices. Esta abertura na curva tem dois motivos principais. Primeiramente por causa da inflação, que medida tanto pelo IGP-M, quanto pelo IPCA se mantém resiliente e está todos os meses vindo acima das expectativas de mercado, o que forçará o governo a ser mais *hawkish* na política monetária. O IPCA de junho veio 0,53% e a variação para julho, baseada na expectativa média apurada pelo comitê de acompanhamento macroeconômico da ANBIMA é de 0,93%. Caso confirmado, levaria o índice para 4,73% no ano. Acima, portanto, do centro da meta do BACEN, e bem próximo ao teto da meta de inflação (5,25%), e isso faltando ainda 5 meses para terminar o ano. Para efeito de comparação, em 2020 o índice (IPCA) fechou o ano em 4,52%. O IGP-M fechou o mês em 0,78%, levando o acumulado do ano para 15,98%. O segundo fator que influenciou a abertura das taxas pré-fixadas foi a preocupação do mercado com a rigidez fiscal do governo, que deu declarações na linha de manter o auxílio emergencial, aumentar o bolsa família com outra roupagem, utilizar a Petrobras para subsidiar o preço do gás e até manobras heterodoxas para não pagamentos de precatórios já julgados em última instância e previstos no orçamento.

CENÁRIO

Em relação ao crédito privado os *spreads* das debêntures tiveram leve fechamento depois de dois meses lateralizados. A principal razão para o fechamento é influxo de dinheiro nos fundos de renda fixa crédito privado. Como vem ocorrendo um ciclo de aumento da taxa SELIC, os fundos de crédito estão retomando a atratividade. Dada a forte inflação acima comentada, a expectativa é que COPOM suba a SELIC em mais 100 bps no início de agosto, levando para 5,25% a taxa SELIC. Temos, portanto, uma pressão altista no CDI, que consequentemente faz uma pressão baixista na inflação. Desta forma a rentabilidade real entregue pelos fundos está em um processo contínuo de melhora. E isso ajuda a captação líquida.

Com o aumento da captação líquida aumenta também a demanda por ativos. Com um mercado mais comprador do que vendedor a taxas fecham, o que é positivo no curto prazo, pois diminuição de taxa (cupom) significa aumento do preço do ativo e valorização da cota do fundo, mas acaba por se tornar negativo no longo prazo (assim começam o desequilíbrio e volatilidade). As empresas vendo este cenário passam a emitir dívida com menores taxas, e o carrego dos fundos acaba por diminuir no médio prazo. Portanto, o desafio do gestor é se manter atento para oportunidades que contribuam com o aumento deste carrego, não deixando que as vicissitudes de mercado guiem a gestão do portfólio.

Essas baixas taxas dos ativos fomentam a classe dos ativos de crédito *high yield*, onde também temos ampla atuação. Nesta subclasse de ativo, utilizamos nossa expertise para levar aos nossos cotistas melhores opções de créditos, com uma relação risco/retorno equilibrada. Oportunidades como estas podem se buscadas através de vários veículos estruturados, como FIDCs, CRIs, CRAs. Mas, independentemente do veículo, o que importa na hora de comprarmos crédito *high yield* é a estrutura. Buscamos sempre pulverização dos devedores, excesso de prêmio e o famoso *skin in the game*. Este último pilar, quer dizer que o responsável por dar o crédito tem de estar exposto aos riscos de suas decisões. Portanto, a primeira perda tem de ser dele. Ele tem de estar na cota subordinada das operações.

Desta forma, como vimos colocando nas cartas anteriores, mensalmente o cenário para o crédito privado vem melhorando e existem boas oportunidades de ganhos nesta classe de alocação.

VALORA GUARDIAN

O Valora Guardian rendeu 0,61% em julho, o equivalente a 172,2% do CDI, ou CDI + 3,1% a.a. O Valora Guardian II rendeu 0,58%, o equivalente a 163% do CDI, ou CDI + 2,7% a.a. Todo mês o fundo tem aumentado seu carrego, resultado da reciclagem constante e permanente que a gestão tem feito nos portfolios. Na carta passada escrevemos que até o final do ano atingiríamos a rentabilidade alvo de CDI + 3,5% a.a. Estamos conseguindo acelerar este movimento através da alocação em ativos com altos prêmios, das amortizações ou encerramento de operações mais antigas com prêmios menores, e pela utilização de ganhos adicionais (rebates, remunerações e *fees*) para rotacionar ativos que já estão com rendimentos "batidos" pelo mercado, resultado dos fechamentos de taxas ao longo dos últimos doze meses.

Apesar de fundos como os da família Guardian terem sofrido durante a pandemia, pois seus ativos de crédito não "andaram" junto com a curva dos papéis mais líquidos e *high-grade* (foram sim capazes de manter dois dos seus pilares, que são baixa volatilidade e baixo risco), a queda da SELIC levou a rentabilidade absoluta do Fundo a patamares considerados insuficientes para o investidor, que partiu para a Renda Variável e para os Fundos Imobiliários. Porém, agora estamos em um momento ótimo para o fundo: se utilizarmos a curva de juros pré fixada da ANBIMA contra a curva de inflação no final de 2022, verificamos um juros real de 3% a.a.; adicionando um prêmio de 4% sobre o CDI que estamos perseguindo entregar no fundo no longo prazo estamos falando de uma rentabilidade de 7% a.a. real, com baixíssima volatilidade e risco controlado. Portanto, um cenário bem positivo para o produto.

Em relação à nossa carteira, vamos exemplificar a oxigenação que temos comentado: este mês encerrou-se a cota do Sabemi III. Este ativo é um FIDC de crédito consignado público. Temos uma parceria com o gestor e com a seguradora (Sabemi) longeva e gostamos do trabalho que eles desenvolvem. Atualmente, este fundo já está na décima primeira emissão, isto significa anos de operações realizadas e concluídas. Ocorre que esta cota tinha rentabilidade de CDI + 3,25% a.a., o que mesmo para o baixo risco da operação, não estava de acordo com o custo de oportunidade atual do dinheiro.

Outra operação que venceu foi um multicedente/sacado. Também uma parceria de alguns anos. Esta cota foi emitida em outubro de 2018, a uma taxa de 135% do CDI. Apesar de gostarmos do risco, da carteira pulverizada, e do relacionamento, esta taxa estava claramente defasada. Com seu vencimento pudemos aplicar em operações com mais *yield*.

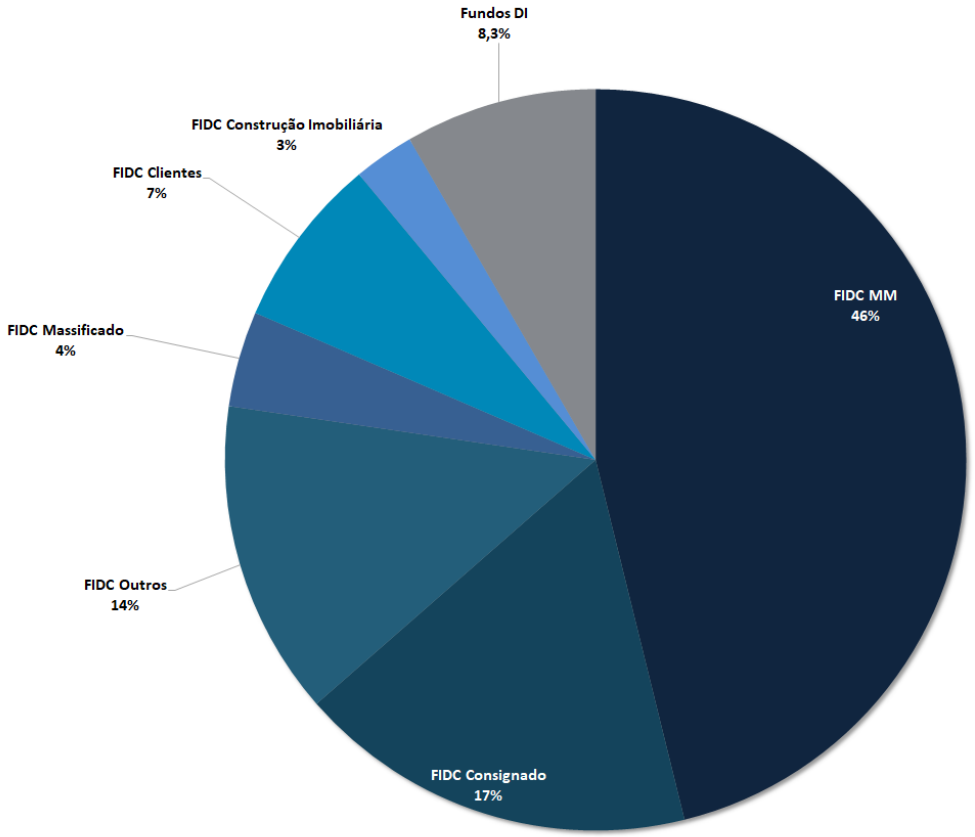
Dentre as alocações do mês, utilizadas para a oxigenação citada acima, investimos em um FIDC clientes de um atacarejo. Este FIDC tem cinco anos de existência. O único cedente é o atacarejo e os sacados são os clientes dele. Portanto, na média, o lastro do fundo é um recebível de *ticket* baixo e prazo curto. Estes clientes têm uma grande dependência deles e, portanto, a adimplência da carteira

é ótima. O fundo tem 74% de subordinação sênior e a cota tem rentabilidade de CDI + 5% a.a..

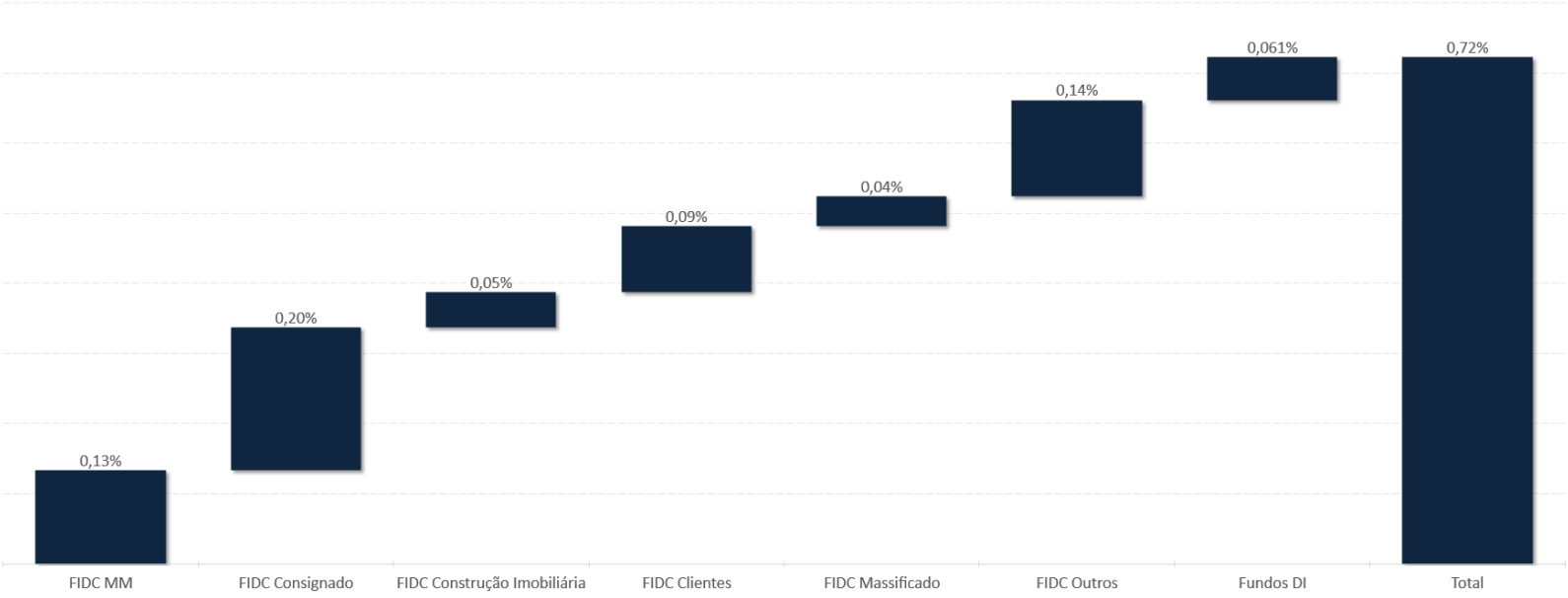
Outra alocação foi em um FIDC de crédito consignado público federal e estadual. Este FIDC tem 43% de subordinação. A parte de consignado estadual é 100% coberta pelas cotas subordinadas júnior e mezanino. Portanto, a exposição da cota sênior é apenas federal. Desta forma, temos um fundo com boa subordinação e baixíssima inadimplência. Esta cota nos remunera em CDI + 6,5% a.a..

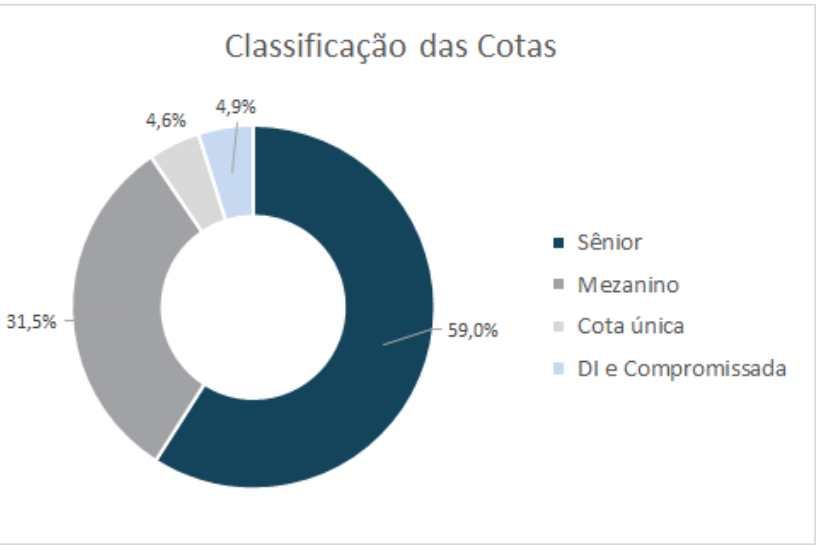
Em nossa carteira os FIDCs multicedentes/sacados passaram a representar menos de 50% da exposição. Esta questão é importante pois mostra a diversificação deste mercado de FIDCs. Nosso fundo começou há mais de onze anos, apenas com multicedentes/sacados na carteira, e por bastante tempo esta classe representou quase a totalidade de nossos ativos. Porém, atualmente, houve substancial aumento na quantidade de novas estruturas envolvendo o instrumento FIDC. Por exemplo, nossas principais alocações de julho foram em FIDC consignado e clientes, e o que venceu foi multicedente/sacado. Além destes, estruturas de GD (Geração Distribuída de Energia Solar), NPL (Non performed loans -ativos estressados) e mesmo financiamentos à construção imobiliária estão usando o instrumento.

Atualmente nossa carteira esta dividia da forma abaixo:



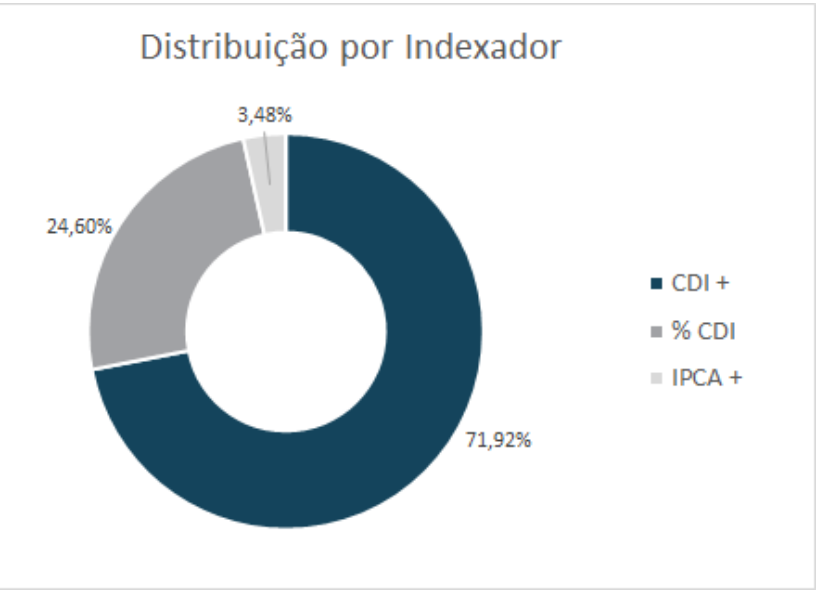
A contribuição de resultados para a carteira não segue a mesma proporção das posições, pois os FIDCs emitidos mais recentemente estão com taxas maiores, como comentado anteriormente. Mesmo os multicedentes/sacados sendo maioria da exposição da carteira, eles não são o que mais contribuíram para o retorno da mesma. Hoje a maior contribuição é dos FIDCs consignados. Operação que gostamos bastante.





Atualmente possuímos quase 60% de nossa carteira em cotas seniores e 72% delas possuem indexador "CDI +". Essa estrutura denota um baixo risco "macro" na carteira, montada de forma a tirar proveito do *spread* de crédito, não da curva de juros ou risco País. Hoje nossa subordinação sênior é de aproximadamente 60% do PL. Grosso modo seria necessário, na média, que os responsáveis pelas operações de crédito dos ativos investidos perdessem 60% de sua carteira para que tivéssemos o primeiro efeito em nossas cotas seniores.

Importante salientar que para nós é condição *sine qua non* que o responsável pela escolha do crédito seja o cotista subordinado, portanto a primeira perda. Desta forma garantimos o famoso *skin in the game* comentado anteriormente.

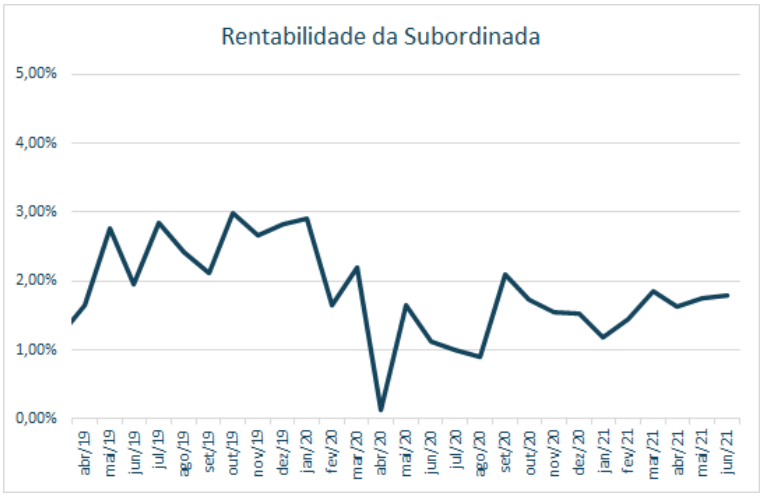


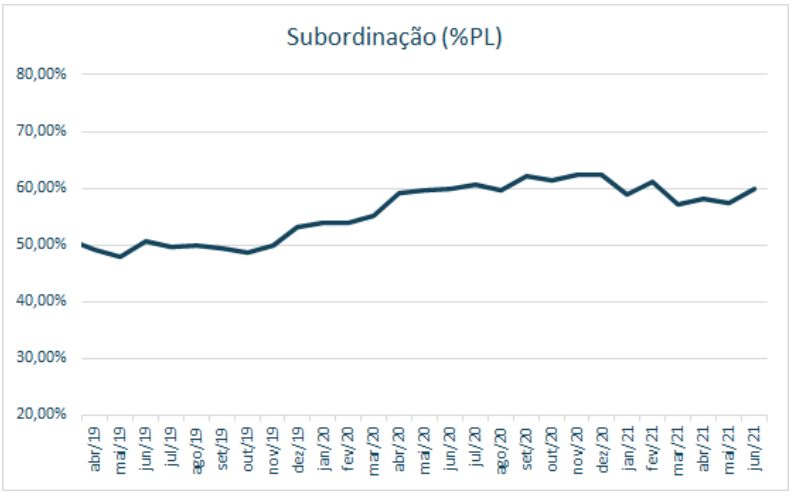
Outro ponto, é que quando falamos que é necessário que o responsável por escolher o crédito perca 60% para atingir nossas cotas seniores, isto é apenas uma ilustração do tamanho da "margem de segurança" de crédito com que trabalhamos. Com certeza não esperamos que isso aconteça, pois são parceiros de longa data que sabem fazer seu trabalho, mas trata-se de usar as ferramentas de segurança adequadamente na gestão dos portfolios.

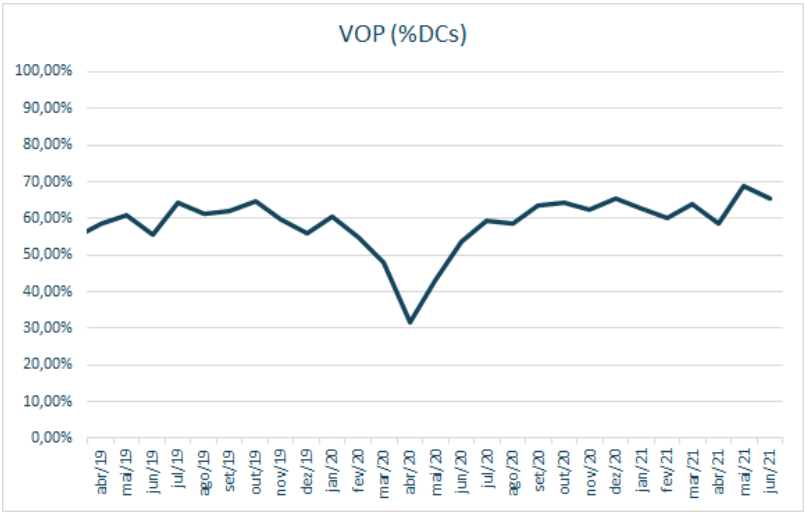
Ademais, todos os FIDCs da carteira têm vários instrumentos para frear perdas e se for o caso, liquidar o FIDC sem gerar nenhum revés aos cotistas seniores, cláusulas de regulamento como eventos de avaliação e liquidação permitem a investidores com expertise, como nós, possamos não apenas identificar os problemas em um portfolio de crédito, mas agir de forma a solucionar qualquer desequilíbrio antes que nossos investimentos sejam colocados em risco.

Um efeito colateral de nossa carteira estar alocada 73% em indexador "CDI +" (como já mencionado anteriormente), é que em um momento em que o CDI está numa tendência de alta, podemos afirmar que o carrego do fundo continuará aumentando ao longo dos próximos meses.

Atualmente, como colocado acima, nossa carteira tem em média 60% de subordinação. Estas cotas subordinadas estão rendendo em média 2% a.m., ou seja, é um business rentável, onde seus donos têm total interesse de continuar renovando as séries e trabalhando conosco. Estes números nos dão tranquilidade de que teremos ativos novos para investir bom um período razoável de tempo, permitindo que o fluxo de aportes esperado para os próximos meses (decorrente da alta do CDI) não dilua a carteira atual em sua rentabilidade, mas, pelo contrário, contribua marginalmente para o aumento da rentabilidade do Fundo como um todo.

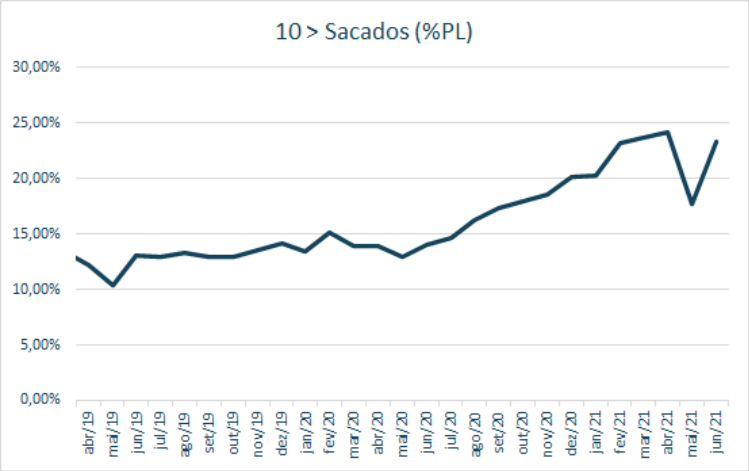


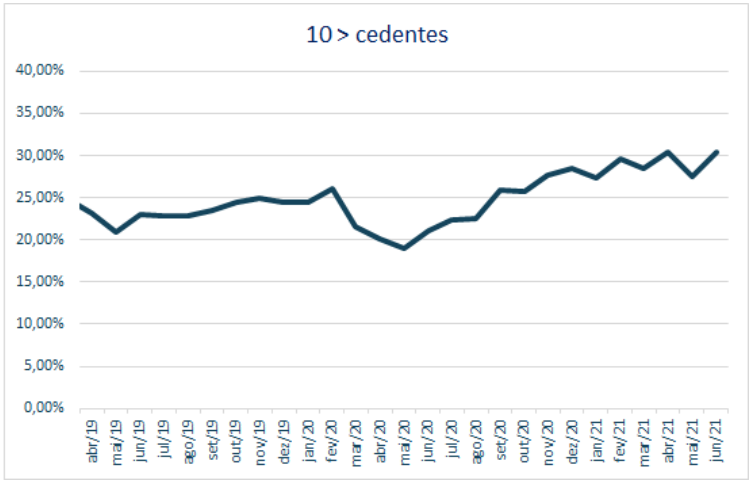




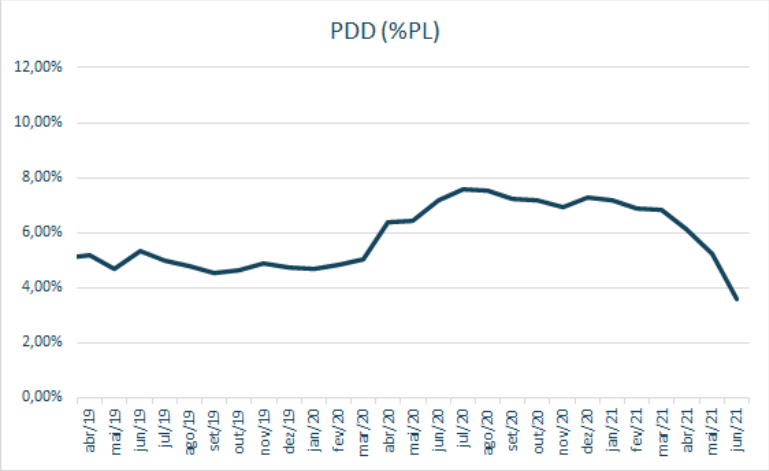
O volume operado pelos FIDCs (VOP), se estabilizou entre 60% e 70% dos direitos creditórios da carteira. É o número que estamos acostumados a ver em períodos de estabilidade de mercado, tem boa relação com a necessidade de caixa dos fundos (40%/30%), tanto para desembolso de suas operações diárias, quanto para pagamento de possíveis amortizações mensais. Isso vai agregando à sensação de volta de normalidade que tanto buscamos.

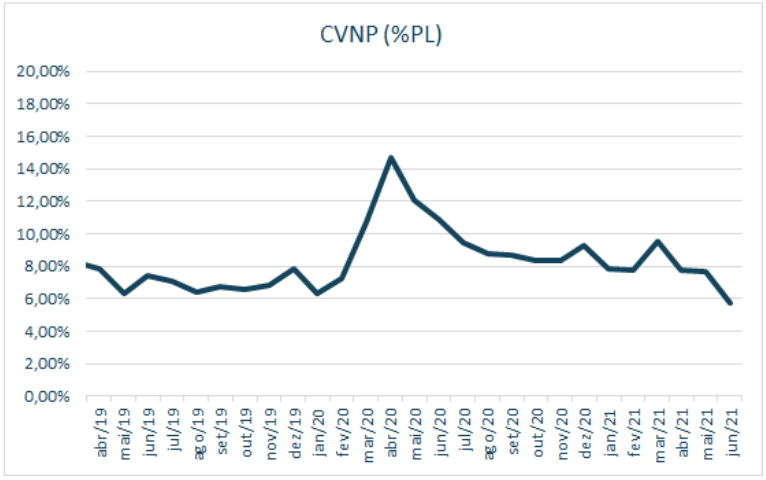
A concentração, tanto em cedentes, quanto sacados subiu de novo, depois de uma breve queda no mês passado. Este não é o melhor dos cenários, mas é completamente inteligível. Em momentos mais delicados, as consultoras preferem concentrar em parceiros mais antigos, com maior histórico. E considerando o alto nível de subordinação das carteiras, em que ela representa duas vezes o volume dos 10 maiores cedentes juntos e mais de duas vezes o dos dez maiores sacados, o risco é bastante mitigado.





Outros indicadores que nos ajudam a monitorar o risco são os créditos vencidos e não pagos (CVNP) e a PDD. Monitoramos eles continuamente, e são um termômetro se a operação está seguindo em um caminho saudável ou está se deteriorando. Hoje podemos ver que depois de um momento de estresse ambos estão em tendência de baixa.





Concluindo, reafirmamos o bom momento dos fundos da família Guardian, que estão com uma carteira bem saudável, posicionados para a alta do CDI e com uma volatilidade nos últimos 12 meses de 0,1%. A expectativa de retorno (não promessa) para o final do ano é de CDI + 4% a.a., o que daria uma rentabilidade real de aproximadamente 6% a.a.. Como sempre, a gestão gosta de dar ênfase à rentabilidade real do Fundo.

VALORA ABSOLUTE

No mês de julho o fundo obteve um retorno de 140,24% do CDI, representando uma rentabilidade nominal de 0,50% (CDI+1,7%a.a). Nosso *book* de ativos líquidos, mais uma vez, apresentou uma valorização mais moderada se comparado aos fechamentos de *spread* no começo de 2021, o que acaba se refletindo em uma rentabilidade muito mais aderente ao carrego usual do fundo. Esse movimento, de certo modo, é positivo para a indústria como um todo, pois traz menos volatilidade de preços e, ao mesmo tempo, mantém os *spreads* em níveis ainda bastante atrativos.

No que tange o mercado de renda fixa, observamos uma continuidade no fluxo positivo de captação líquida dentro da indústria. Além das recentes elevações na taxa SELIC, entendemos que a própria perspectiva de juros futuro será responsável por continuar alimentando esse fluxo. Como consequência disso, esperamos encontrar tanto um mercado primário quanto um mercado secundário mais aquecido.

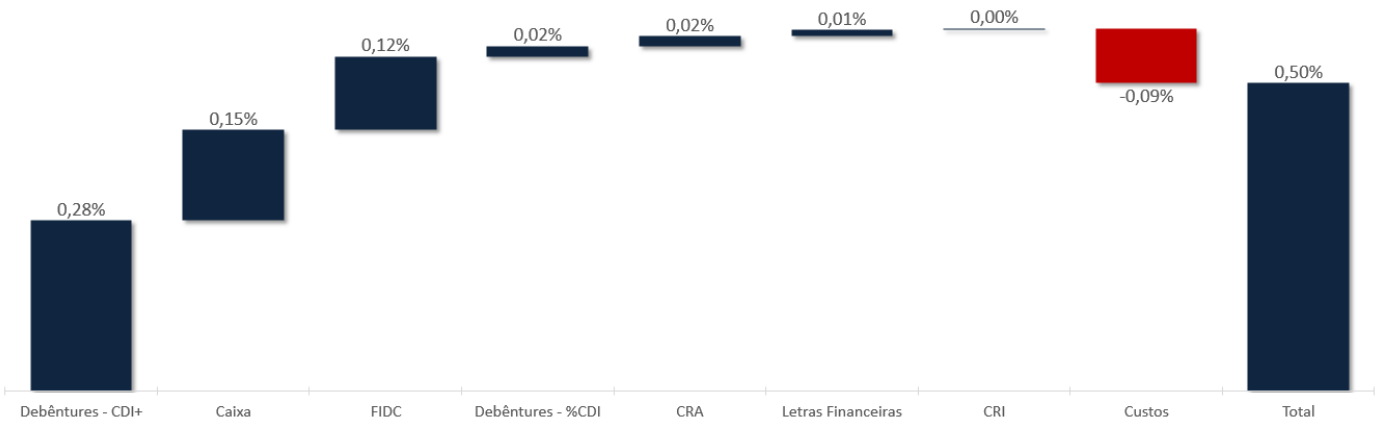
Atuamos de forma bastante ativa no mercado secundário ao longo do mês. Ademais, continuamos bastante seletivos nos *bookbuildings* das ofertas primárias, evitando alocar em emissões muito longas e com taxas mais amassadas. Entendemos que ainda há oportunidades muito interessantes em termos de risco e retorno no secundário, principalmente em alguns nomes que estão posicionados em um range de *rating* inferior (AA e AA-, por exemplo).

Quanto ao nosso portfólio, os papéis que obtiveram melhor desempenho no mês foram: FIDC Saneago (415% do CDI), VAMO22 (494% do CDI) e FIDC VCE (305% do CDI). Em contrapartida, os ativos LF ABC (-403% do CDI), LF Daycoval (-314% do CDI) e CRI Helbor (-260% do CDI) foram os piores desempenhos.

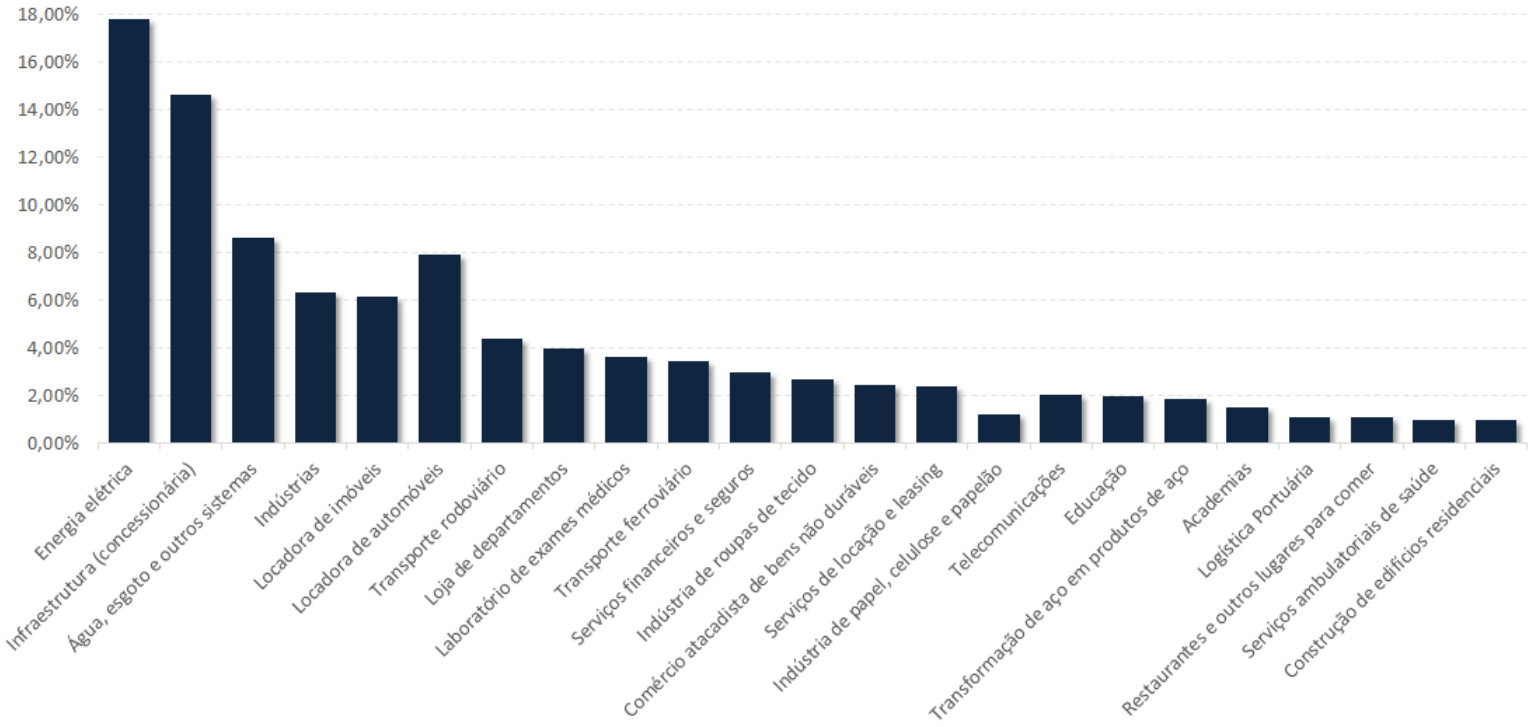
A carteira encerrou julho alocada 47,2% em debêntures; 16,3% em CRAs/CRIs/FIDCs; 2,0% em Letras Financeiras e 35,5% em títulos públicos/fundos DI/fundos CP.

	%PL	%CDI	Attribution
Título Público	0,1%	106%	0,00%
Fundo DI / Fundos CP	34,4%	123%	0,15%
Letras Financeiras	2,0%	53%	0,01%
Debênture	47,2%	178%	0,29%
Debênture - CDI+	44,4%	178%	0,28%
Debênture - %CDI	2,9%	175%	0,02%
FIDC	13,6%	242%	0,12%
CRA	2,2%	217%	0,02%
CRI	0,5%	149%	0,00%
Custos	-	-	-0,09%
Resultado			**0,50%**

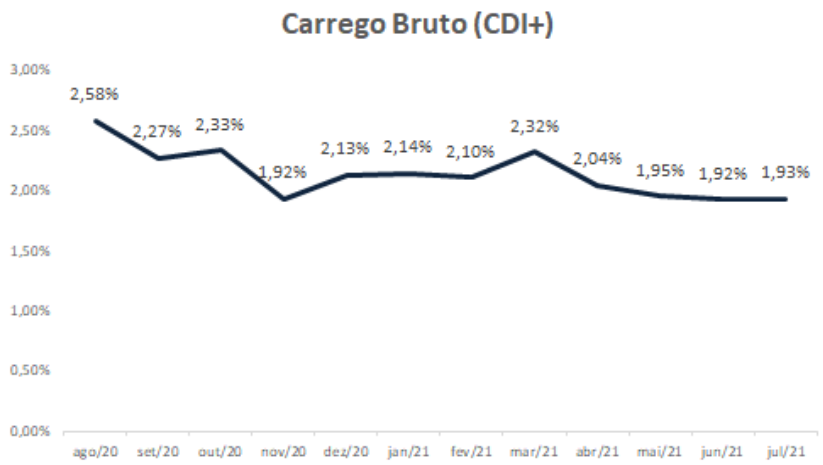
VALORA ABSOLUTE



Importante ressaltar que após os recentes fechamentos de *spread* nas debêntures, nosso grande diferencial de *alpha* tende a se concentrar na parcela do portfólio constituída por ativos estruturados e especializados, que usualmente possuem um componente de preço mais elevado. A nosso ver, há uma assimetria muito grande de risco e retorno para algumas estruturas desse mercado. Dito isso, esperamos utilizar essas alocações até os limites regulamentares visando justamente explorar essas oportunidades.



VALORA ABSOLUTE



VALORA HORIZON

Em julho o Valora Horizon teve uma rentabilidade de 0,67%, equivalente a CDI + 3,83% a.a. ou 187% do CDI. Mensalmente o fundo tem aumentado seu retorno e até o final de 2021 desejamos atingir CDI + 4,5% a.a..

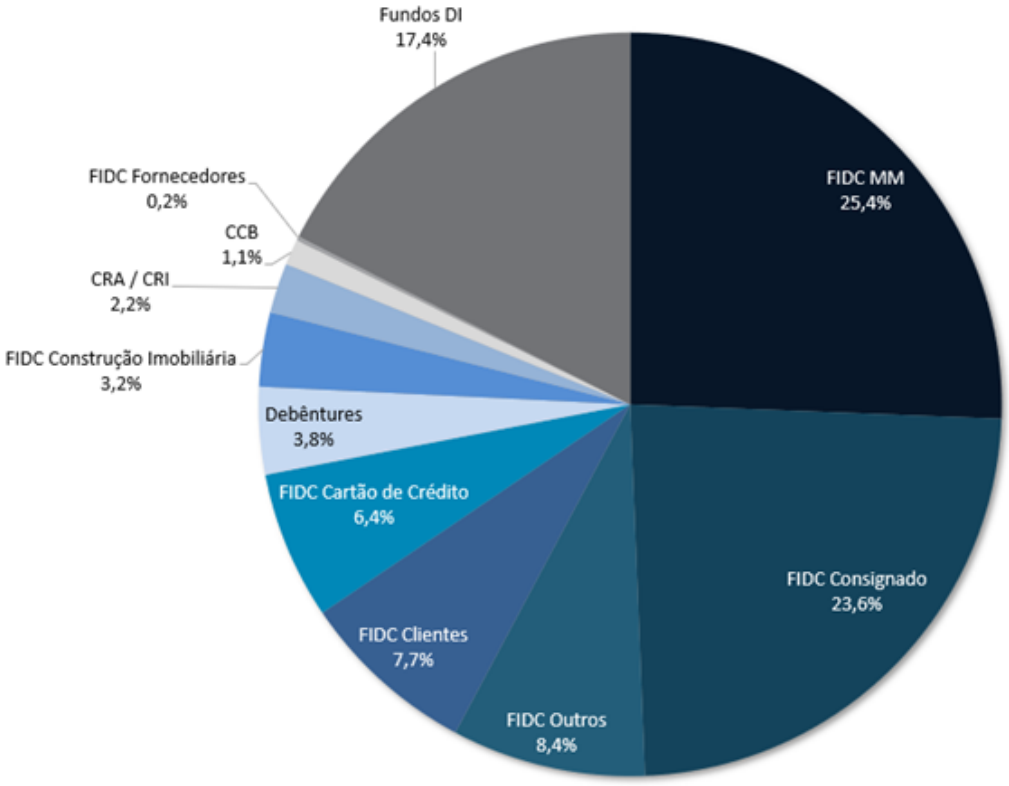
Nosso fundo *high yield* já vinha se destacando, com o CDI na mínima histórica, como uma opção de maior prêmio e sem se expor à volatilidade de bolsa. Agora, com o CDI indo para patamares mais condizentes com nossa realidade fiscal, o cenário favorece ainda mais o produto. Podemos perceber isso através do aumento da captação. Por sua vez, está captação nova é utilizada para realizar nosso *pipeline* de ativos com maior prêmio, gerando assim um ciclo virtuoso. Com a captação nova, alocamos em ativos com mais prêmio e o fundo rende mais, trazendo mais captação.

Em julho conseguimos alocar em um CRI de grande incorporadora, com rentabilidade de IPCA + 7% a.a.. Como o ativo foi originado pela área imobiliária da Valora, todos os fees de estruturação foram revertidos para dentro do fundo, gerando mais um prêmio de alocação na entrada da operação. Um dos pilares de diferenciação da Valora é a nossa capacidade de originação e estruturação proprietária, que nos permite acessar ativos com bons *spreads* de crédito desintermediando os fees dos ativos distribuídos por terceiros. Chamamos esse movimento de "levar o investidor para beber água limpa fora da Faria Lima".

O nosso *pipeline* de agosto está bem favorável. Assim que estiver pronta a estruturação, vamos alocar em uma CCB de uma empresa de TI e telefonia com remuneração de CDI + 8,5% a.a. As garantias mais que dobram o valor a ser emprestado para a empresa (*loan to value* de 50%). Isto reforça nossa crença de que ativos *high yield* quando bem estruturados possuem assimetria de risco/retorno (para o bem). Pois o retorno é bastante alto e o risco mitigado pela estrutura.

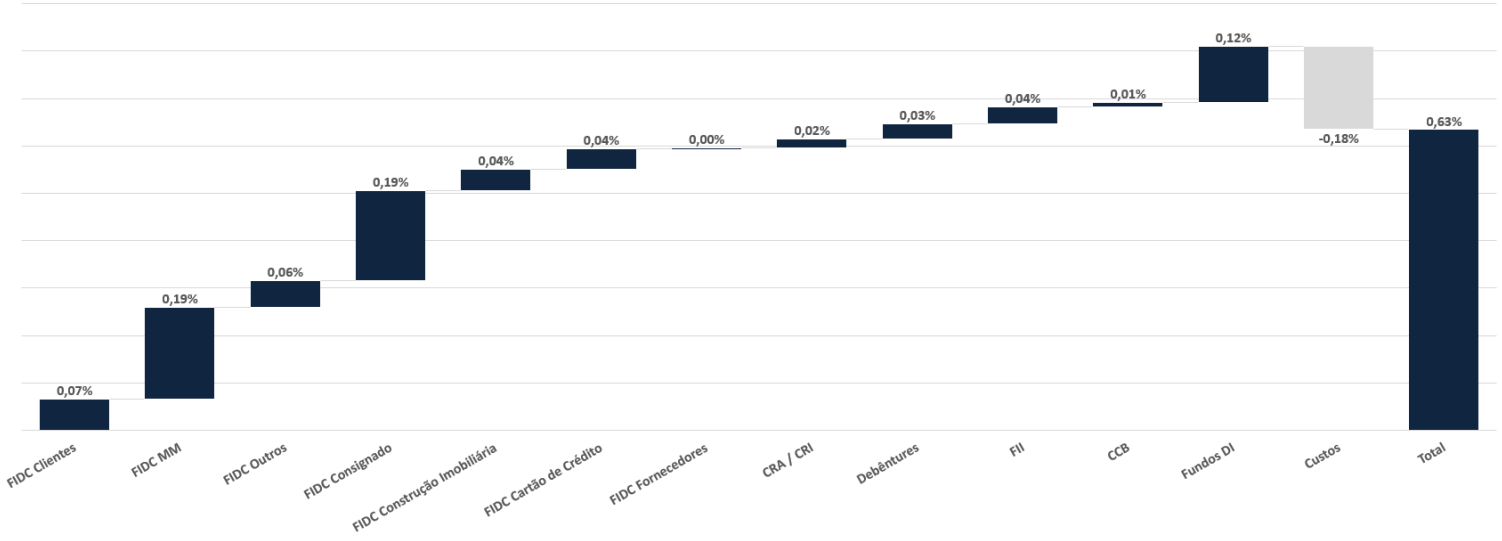
Outro ativo que vamos comprar em agosto é um CRA também originado pela Valora. Este CRA remunera o fundo a CDI + 5% a.a. com toda a estrutura de recebíveis das safras. Gerando um bom overcolateral na operação.

Atualmente nossa carteira está dividida da seguinte forma:

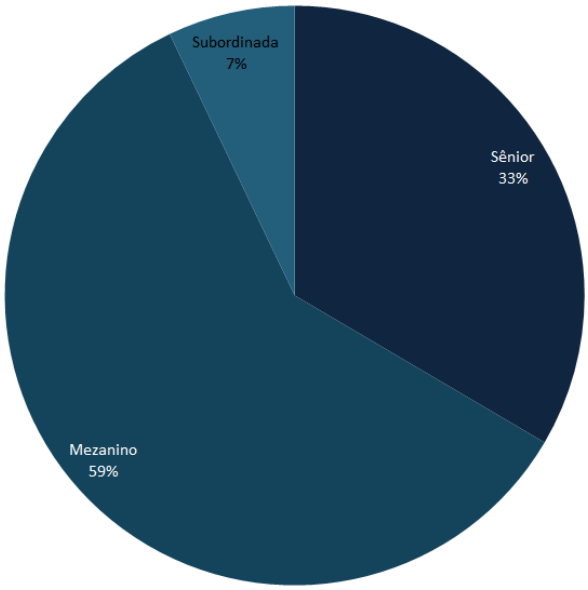


A carteira é pulverizada em diferentes tipos de operação. E cada operação dessas é ainda mais pulverizada no devedor final. Ao final o portfólio é aderente aos nossos princípios de pulverização de riscos e alto prêmio (*spread*) no fundo *high yield.*

A contribuição de cada classe de ativo para o todo do portfólio ficou distribuída da seguinte forma:



A divisão em classes de cotas (para os investimentos em FIDCs) ficou assim distribuída:



Como é de se esperar, este fundo trabalha com uma quantidade maior de cotas mezanino e subordinadas que nossos outros fundos. Dado o perfil *high yield* do fundo, prazo de resgate de 180 dias, estas cotas são utilizadas para trazer mais prêmio aos cotistas.

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