

### Caros Investidores,

A Journey Capital (‘Journey’) passou a operar com seu formato atual em setembro de 2017, um projeto que nasceu de uma visão comum entre nós que o mercado de crédito no Brasil está vivendo um momento único e que estamos passando por uma mudança de paradigma que terá consequências duradouras no mercado financeiro local. Tendo trabalhado por vários anos em grandes bancos internacionais, e tendo participado de mercados mais maduros, estamos convictos que a oportunidade de crédito no Brasil hoje é única e que com ela podemos gerar grande valor para nossos clientes. A Journey hoje conta com uma equipe de 14 pessoas, com sócios com mais de 20 anos de experiência na tesouraria dos grandes bancos, com uma equipe coesa com habilidades complementares em análise de crédito, gestão de portfólio, estruturação e originação de crédito.

O sistema bancário ainda representa a principal fonte de crédito para as empresas brasileiras. A concentração nos cinco maiores bancos gera uma dependência excessiva e uma das consequências disso é que, num momento de fim do ciclo econômico, a oferta acaba sendo reduzida substancialmente. As empresas que precisam de crédito para suas atividades são levadas a recorrer a soluções como *factoring* ou outras alternativas de curto prazo, a custos elevados, destruindo capital e perpetuando a crise. Em tempos melhores, a concentração bancária resulta em uma oferta de crédito limitada e muitas vezes com preços e termos fora de mercado. Existe uma alternativa já testada em economias mais maduras – o mercado de capitais.

No mercado de capitais, grande parte do financiamento da economia se dá por investidores finais, que compram dívidas diretamente das empresas, não onerando o balanço dos bancos e fazendo com que o preço do crédito seja mais eficiente. Por exemplo: nos EUA, mais de 70% do financiamento corporativo se dá via mercado de capitais e não via bancos. Os ingredientes para desenvolver tal mercado são, ao nosso ver, (1) um arcabouço regulatório para emissão de títulos de dívidas em diversos formatos e adequado a diferentes tipos de investidores, (2) um ecossistema de investidores - fundos de pensão, seguradoras, pessoas físicas, investidores internacionais, etc. - dispostos a comprar esses títulos e (3) um mercado secundário saudável onde investidores possam comprar e vender ativos para mudar suas alocações. Hoje no Brasil, nós temos (1) já com bastante evolução – a CVM e outros órgãos regulatórios ao longo dos anos criaram várias modalidades de financiamento que podem ser comprados por diversos tipos de investidores (por exemplo debêntures, CRAs, CDBs, LCAs, etc.) junto com um ecossistema de agências de rating, a ANBIMA continuamente

atuando como órgão autorregulador para promover melhores práticas de distribuição. Nos itens (2) e (3) estamos avançando de forma bastante rápida, principalmente nos últimos 2-3 anos. O montante sob gestão em fundos focados em crédito privado vem aumentando continuamente – sinal de que há de fato uma demanda crescente de investidores por esse tipo de ativo. No mercado primário, as emissões estão cada vez mais sendo distribuídas para investidores no mercado ao invés de estacionar no balanço dos bancos como no passado. Adicionalmente, o número e volume das emissões de títulos de dívidas como um todo também tem crescido. Este crescimento indo para o investidor final também estimula o mercado secundário - item (3) - que vem se desenvolvendo bastante. Estas tendências são contínuas e, ao nosso ver, devem permanecer pelos próximos anos (podendo, inclusive, aumentar com o novo governo pró-mercado).

No mercado de infraestrutura estas tendências são ainda mais pronunciadas – de fato pode-se dizer que, no caso de debêntures incentivadas, temos hoje um mercado de capitais com os três itens acima presentes. Por exemplo, o montante negociado por dia no mercado secundário de debêntures incentivadas foi de R\$ 70,6 milhões em 2017 a R\$ 105,4 milhões em 2018 – um aumento de 49%. O volume total foi de R\$41,1 bilhões em 2017 a R\$52,9 bilhões em 2018. Hoje se vê uma situação de maior demanda do que oferta por ativos, dado o forte crescimento do volume sob gestão de fundos focados em infraestrutura e de investidores individuais. Esta demanda é principalmente de pessoas físicas, estimulada pelo incentivo fiscal. Na prática, esses investidores individuais estão financiando projetos de infraestrutura no Brasil que no passado eram exclusivamente financiados pelos grandes bancos públicos e alguns privados. A oferta deveria ser ainda maior caso não houvesse um incentivo fiscal para os grandes bancos, que hoje tem estes ativos tributados com IRPJ a 15% ao invés do usual 25%.

Nosso primeiro fundo, lançado em 29 de Novembro de 2018, foca nesse tipo de ativo.

## NOSSOS FUNDOS

### 1) Journey Capital Endurance Debêntures Incentivadas FI RF CP

O Journey Capital Endurance, é um fundo destinado a pessoas físicas, que são isentas de Imposto de Renda nesse tipo de investimento. Sua carteira é composta, em sua maior parte, por debêntures de infraestrutura, com uma alocação pequena em outros ativos para uma maior diversificação. A carteira concentra-se em títulos incentivados de *rating*

alto, com a ressalva de que, oportunisticamente, o fundo pode ter exposição em ativos que acreditamos ter uma qualidade melhor do que sua precificação de mercado. O risco de projeto existente nestes ativos nos leva a um acompanhamento contínuo dos créditos, com análises revisitadas frequentemente e contato periódico com os emissores. Os ativos indexados ao IPCA são hedgeados para o CDI de modo que a carteira tem pouca sensibilidade ao risco de aumento e queda de juros reais.

O fundo cobra uma taxa de administração de 1,00% ao ano e tem objetivo um retorno de 105% do CDI com alvo de volatilidade de até 1,00% ao ano. O fundo não cobra taxa de performance e o resgate do fundo se dá com cotização em D+29 e pagamento no dia útil subsequente.

## **2) Journey Capital Expedition FI RF CP**

Lançado em 31 de janeiro de 2019, neste fundo compomos uma carteira extensa, amplamente diversificada, com baixa concentração por ativo (idealmente abaixo de 0,7% por emissor) e restrita a companhias com baixo risco de crédito (*high grade*). Um montante alto da carteira (35% a 45%) fica investido em títulos públicos e operações compromissadas de alta liquidez. O publico alvo são investidores institucionais e pessoas físicas buscando um retorno melhor para suas reservas de liquidez. O fundo cotiza resgates em D+0, com pagamento no dia útil subsequente (D+1). Tem uma taxa de administração de 0,50% ao ano e não cobra taxa de performance. O objetivo é gerar um retorno de 102%-105% do CDI com baixíssima volatilidade, idealmente abaixo de 0,50% ao ano.

## **3) Journey Capital Voyager Yield Plus FI RF CP (a ser lançado em Fevereiro/19)**

O fundo Voyager tem uma carteira menos diversificada focando em companhias que a Journey tem uma maior convicção no crédito<sup>1</sup>. É um fundo de *credit picking*, com uma concentração maior por emissor, ocasionalmente investindo em FIDCs, CDBs, e outros ativos de menor liquidez para gerar *alpha*. Este fundo tem uma taxa de administração de 0,65%, com 10% de performance sobre o que exceder 100% do CDI. O fundo tem menor liquidez com cota de resgate em D+29 com pagamento no dia útil subsequente.

---

<sup>1</sup> Um exemplo de call convicto seria CEMIG, que desde fevereiro de 2018 tinha um rating interno bem acima do mercado e estávamos bastante seguros quanto à melhora do crédito, que de fato ocorreu.

## CONTEXTO MACRO ECONÔMICO

### Cenário Internacional

O ambiente externo se caracterizou principalmente pela concretização do cenário de desaceleração do crescimento global já antecipada pelo FMI em outubro, com economias do Japão e Alemanha registrando crescimento negativo no 4T de 2018. Na China houve contínuas indicações de moderação no crescimento econômico e uma crescente preocupação com crédito. Isso está sendo contrabalanceado a movimentos de estímulo do PBOC e movimento de baixa no preço das commodities, parcialmente revertido em janeiro de 2019. Na Europa, o PIB da Alemanha contraiu 0,20%, porém o Banco Central Europeu parece convicto que a desaceleração é passageira e que a economia do continente deve apresentar resiliência.

Os mercados responderam de forma negativa em dezembro com a maioria dos índices de renda variável registrando queda brusca, parcialmente revertida em janeiro (*Gráfico 1*). A volatilidade permanece elevada principalmente em razão de uma crescente ansiedade típica de fim de ciclo por parte dos investidores.

Nos EUA, o FED reverteu a orientação *hawkish* de dezembro e na conferência do dia 30/Jan, o tom veio bastante *dovish*, inclusive indicando uma predisposição de rever o programa de *quantitative tightening* dado o impacto de liquidez em Dezembro que supostamente gerou excessiva volatilidade no mercado de *equities* e crédito. Apesar de nominalmente baixo, os juros não mostram o total efeito de *tightening* exacerbado pela subida do USD em relação a outras moedas, que tem um efeito adverso nos lucros de empresas com operações fora dos EUA. Vários CEOs expressaram preocupação pois a subida dos juros se deu de forma muito pronunciada e rápida sendo que a inflação (*core CPI*), apesar de ter subido acima de 2,00%, continua bem balizada. Ademais, permitir uma inflação acima de 2,00% após anos de inflação substancialmente abaixo de 2% seria perfeitamente defensável pelo FED. O resultado foi um FED decididamente mais *dovish* e, se antes a expectativa de 2019 era de duas subidas na taxa, agora se espera uma pausa e possivelmente nenhuma subida em 2019.

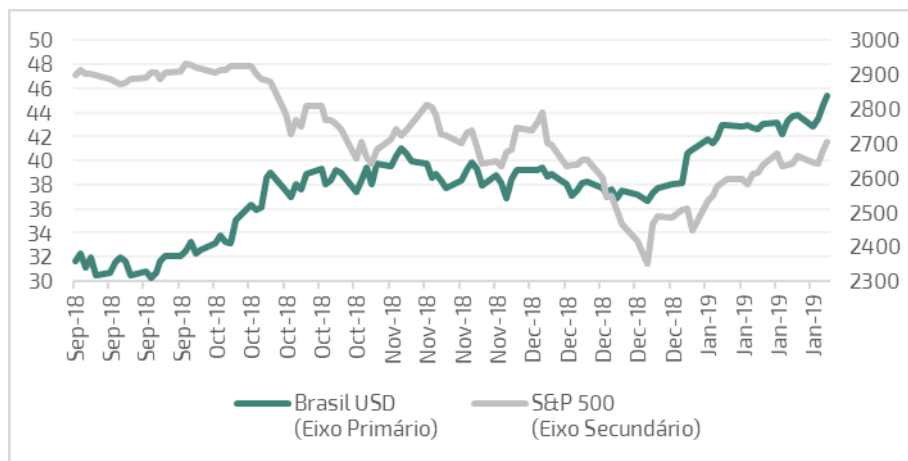


Gráfico 1 - S&P e Brasil em USD (EWZ), postura hawkish do FED em Dezembro rapidamente revertida em Janeiro.

Os spreads de crédito no mercado internacional reverteram a maior parte da abertura registrada em novembro no setor de energia, e em Dezembro no mercado como um todo (Gráfico 2).

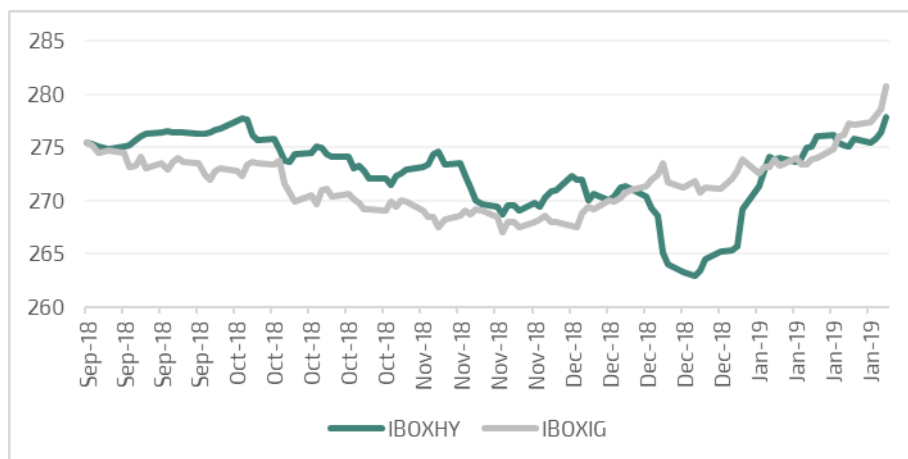


Gráfico 2 - Spread de Crédito HY e IG mostrando forte recuperação em Janeiro revertendo perdas de Nov-Dec

No geral, vemos o cenário internacional com bastante cautela vis-à-vis alguns riscos relevantes que não foram dissipados, a saber: a guerra comercial de China x EUA e a desaceleração econômica da China. Este último nos preocupa bastante como um *driver* nas *commodities* que pode facilmente impactar o cenário doméstico. Este cenário cauteloso é parcialmente mitigado por uma postura mais *dovish* dos bancos centrais (FED, ECB) e o PBOC disposto a atuar de forma intervencionista na economia Chinesa.

### Cenário Doméstico

Previdência, Previdência, Previdência. Vimos no Brasil um cenário bem otimista, inclusive com uma certa euforia e investidores *frontloading* risco e precificando como dada uma reforma da previdência de efeito. O mercado de *equities* doméstico subiu bastante, registrando 10% e 15% em BRL e USD respectivamente. O contexto dessa subida foi uma excelente performance do Ibovespa em 2018 frente a índices de outros países, que apresentaram queda pronunciada na sua maioria. Surpreendentemente este fluxo foi boa parte concentrado por investidores locais e, somente no final de Janeiro de 2019, vimos o investidor externo entrar com maior peso em *equities* no Brasil. Num cenário de efetivação da pausa nos juros dos EUA aliado a uma resposta positiva na China aos estímulos do PBOC, e obviamente à aprovação da previdência, vemos ainda um upside significativo em *equities* no Brasil.

O mercado de crédito segue com escassez de ativos e alta demanda por parte das *assets*, promovendo um fechamento do spread de crédito em 2018 que continua em 2019. Isso fica evidente por exemplo nos títulos denominados em IPCA (Gráfico 3) onde vemos uma considerável apreciação do PU no mercado de crédito vs o benchmark das NTN-Bs. Esta escassez deve perdurar pelos próximos meses, dificultando novas alocações.

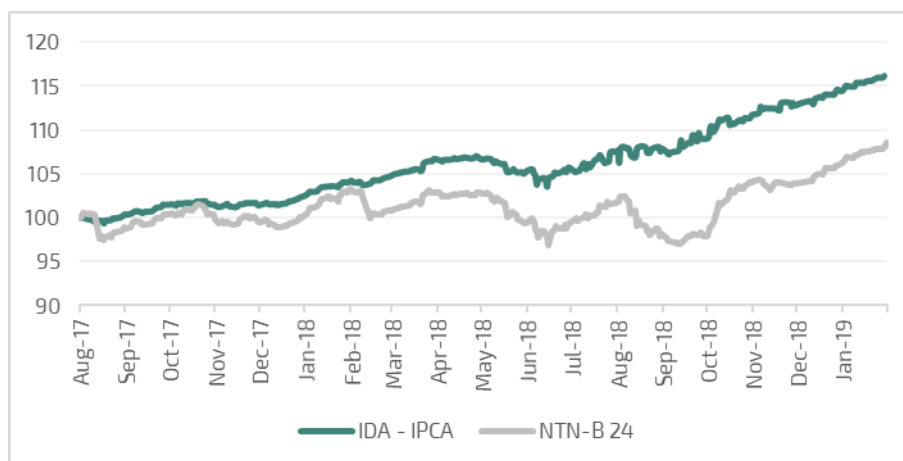


Gráfico 3 - NTN-B vs Índice de IPCA mostrando expressivo fechamento de spread crédito

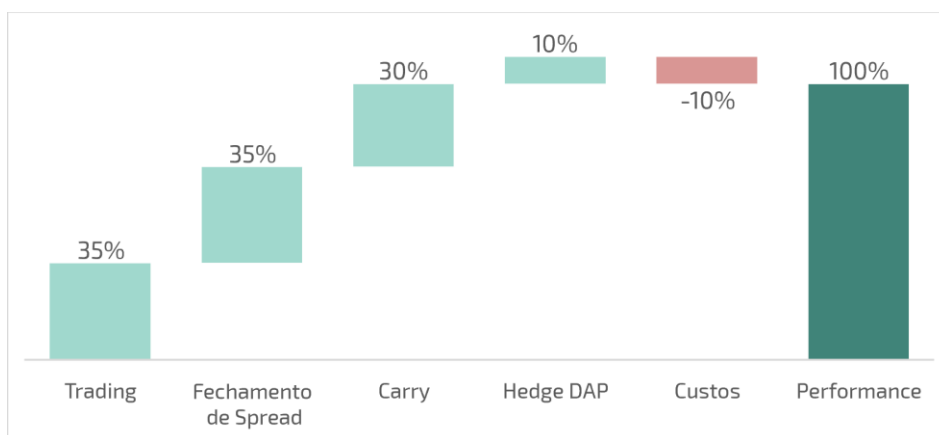
## PERFORMANCE DOS FUNDOS

### Journey Capital ENDURANCE

O fundo veio de uma situação ao final de dezembro de *overhedge* no DAP (derivativo para hedge da variação da curva de juro real para o CDI) para uma maior alocação do caixa em ativos no começo de Janeiro, indo para uma situação *underhedged* devido a um call dos gestores de que spread de crédito e juros reais de alguns ativos não acompanharam o movimento do DAP. Ao final de janeiro, o fundo tem operado com hedge próximo de 100%. Apesar dos movimentos em juros reais durante o período, a volatilidade do fundo foi de 0,73%, ficando bem abaixo do seu *target* de 1,00% de volatilidade anualizada.

O resultado acumulado (até 31/01/19) ainda não pode ser divulgado nos canais de distribuição devido ao fundo não ter completado 6 meses desde seu aporte inicial, mas pode ser facilmente verificado em sites especializados ([clique aqui](#)). Este resultado está acima do resultado de fundos similares de infraestrutura, Renda Fixa Crédito Privado. Contribuíram para esse resultado: (i) a gestão ativa de alguns ativos (e.g. posições de Light foram trocadas por EDP Transmissão e Lojas Americanas); (ii) o *carry* da carteira e uma posição em Intercement, resultado da nossa análise prospectiva do crédito que identificou uma oportunidade antecipando a venda da operação em Portugal que geraria €700MM de liquidez no caixa da empresa e ainda não era refletida no preço do ativo; (iii) o **fechamento de spread de crédito em algumas posições do fundo**. O fundo zerou a posição em debêntures da Light, baseado em decisão do comitê de crédito que avaliou que a relação de risco x retorno do papel não é mais adequada ao Endurance.

### Atribuição de Performance (em base 100 para atender à legislação vigente)



Este material foi preparado pela Journey Capital Administração de Recursos Ltda. ("Journey") e tem caráter meramente informativo. Seu conteúdo não constitui e nem deve ser interpretado como oferta de venda de cotas de fundos geridos, oferta ou solicitação de compra de valores mobiliários, instrumento financeiro ou de participação em qualquer estratégia de negócio específica, qualquer que seja a jurisdição aplicável; tampouco deve ser considerado como única fonte ou recomendação de investimento, pois não são abrangidos os objetivos de investimento ou necessidades individuais e específicas em quaisquer análises ou comentários eventualmente externados.

Os fundos são supervisionados e fiscalizados pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM.

Os fundos de condomínio aberto e não destinados a investidores qualificados possuem lâminas de informações essenciais; estes documentos podem ser consultados no site da CVM (<http://www.cvm.gov.br>) ou no site dos Administrador dos fundos.

Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do formulário de informações complementares, lâmina de informações essenciais e o regulamento do fundo de investimento, antes de efetuar qualquer decisão de investimento. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros;

em função das aplicações do fundo, eventuais alterações nas taxas de juros, câmbio ou bolsa de valores podem ocasionar valorizações ou desvalorizações de suas cotas. Alguns fundos informam no regulamento que utilizam estratégias com derivativos como parte de sua política de investimento, que da forma que são adotadas, podem resultar em perdas de patrimônio financeiro para seus cotistas superiores ao capital aplicado, obrigando o cotista a aportar recursos adicionais para cobertura do fundo.

Os regulamentos dos fundos mencionados nesse material podem estabelecer data de conversão de cotas e de pagamento do resgate diversas da data de solicitação do resgate.

a rentabilidade divulgada não é líquida de impostos e, se for o caso, de taxa de saída.

Fundos de investimento não são garantidos pelo administrador do fundo, gestor da carteira, por qualquer mecanismo de seguro, ou ainda, pelo Fundo Garantidor de Crédito (FGC).

Não há garantia de tratamento tributário de longo prazo para os fundos que informam buscar este tratamento no regulamento.

As opiniões, estimativas e projeções refletem o atual julgamento do responsável pelo seu conteúdo na data de sua divulgação e estão, portanto, sujeitas a alterações sem aviso prévio.

Comentários, cenários e projeções utilizam dados históricos e suposições diversas; apesar do cuidado na elaboração das mesmas, não se pode garantir a inexistência de erros ou inexatidão, nem mesmo que resultados e/ou cenários traçados venham efetivamente a ocorrer; ainda, tais comentários, cenários e projeções não devem ser utilizados para embasar nenhum procedimento administrativo perante órgãos fiscalizadores ou reguladores.

Algumas das informações aqui contidas foram obtidas com base em dados de mercado e de fontes públicas consideradas confiáveis; todavia, a Journey não declara ou garante, de forma expressa ou implícita, a integridade, confiabilidade ou exatidão de tais informações e se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização desse material e de seu conteúdo.

O conteúdo desse material não pode ser distribuído, reproduzido ou copiado sem a expressa concordância da Journey.

Para obtenção do Regulamento, Histórico de Performance, Prospecto, além de eventuais informações adicionais, favor entrar em contato com o administrador dos fundos da Journey. Para mais informações, ligue para (55) 11 4561-6006 ou acesse [www.journeycapital.com.br](http://www.journeycapital.com.br)

