



2022

31

RELATÓRIO SEMANAL



Período

18 a 22/07/22



Divulgação

24/07/22



Este material destina-se única e exclusivamente aos assinantes do desmistificandoFII



Research independente de fundos imobiliários mais antigo do Brasil

Rodrigo Costa Medeiros

Analista de Valores Mobiliários

CNPI 1597



RELATÓRIOS E FATOS RELEVANTES:

LGCP11

CVBI11

DEVA11

BARI11

RBRR11

RECT11

RBRP11

RNGO11

ALZR11

RFOF11

BLCP11

RZAK11

BTLG11

BCRI11

NEWL11

NSLU11

AFHI11

HABT11

CPTS11

TORD11

RBCO11

NCHB11

BLMR11

MGCR11

KNIP11

URPR11

Carteira recomendada

Reforço que a Carteira Recomendada consta em todos os relatórios semanais, com a atualização de se o fundo está com recomendação de “compra” ou “manutenção”. A Carteira Recomendada está depois dos comentários sobre os fundos.

Este mês a nossa carteira consolidou novo recorde de rendimentos no mês, tendo recebido ao todo R\$ 1.703,42, frente ao valor de R\$ 1.393,05 do mês anterior. Isso nos gerou um rendimento de 1% no mês, marcado principalmente por algumas distribuições excepcionais de final de semestre e o bom rendimento dos FIs de recebíveis.

A expectativa é que para os próximos meses o rendimento volte para patamares mais normais, sem as distribuições “turbinadas” de final de semestre e os FIs de recebíveis reduzindo os rendimentos, ficando mais próximo de R\$ 1.450,00, ou 0,85%, caso não tenhamos nenhuma surpresa.

A nossa carteira que havia exercido o direito de preferência de AFH11 referente a 30 cotas, passa a ter o direito de subscrever 46 cotas na fase de sobras e é o que faremos e o que recomendo ao assinante. Como a liquidação ocorrerá no dia 04/08, **faremos a venda desde já de 146 cotas de AFH11.**

O objetivo de vender essa quantidade de cotas de AFH11 é ajustarmos a nossa posição que ficou muito elevada na última emissão e ficará muito elevada nesta emissão, exercendo os direitos de preferência e as sobras. Após todo este movimento, ainda teremos um total de 130 cotas de AFH11, o que será uma posição ainda elevada em nossa carteira e seguiremos acompanhando.

Parte deste valor será usado para complementar a nossa simulação de subscrição das sobras de AFH11, complementando o nosso investimento mensal e os rendimentos recebidos no mês.

Dessa venda e da reserva feita, considerando o que havia em caixa da nossa simulação de aplicação mensal e dos rendimentos mensais, teremos uma sobra de R\$ 10.821,02, a qual faremos novos investimentos em FIs de tijolo da seguinte forma:

a) 41 cotas de FIGS11 – Outro fundo nosso velho conhecido e vem caído de forma exagerada. O fundo tem como grande desafio resolver a sua vacância; no entanto, é importante frisar que com o atual nível de vacância, a qual é preocupante, o fundo gera um dos melhores retorno do setor. O fundo tem o possivelmente o melhor gestor de FIs de Shoppings do mercado e segue sendo a opção para um fundo, também com características mais passivas, e com potencial de um turnaround, o qual foi adiado em razão da pandemia.

b) 50 cotas de HGBS11 – o fundo foi objeto de recomendação de compra em nosso último relatório, sendo um dos destaques neste setor. O fundo tem um portfólio de shoppings construído em mais de uma década, com uma excelente qualidade. Os investidores ficam bastante incomodados com o desempenho do shopping Goiabeiras, mas ele representa apenas 2% do fundo. O grande desafio para o fundo parece ser o West Plaza, que

representa 15% do fundo e nunca performou bem. Apesar deste desafio, o HGBS11 apresenta uma boa performance e permitiu o Gestor dar um guidance de rendimentos entre R\$ 1,30 e R\$ 1,40. Depois, comprar HGBS11 é uma forma de participar indiretamente do Parque Dom Pedro também, bem como do Floripa Shopping, dois excelentes fundos de shoppings, mas que a sua liquidez deixa cada vez mais difícil realizar a compra desses fundos, a não ser por meio de HGBS11. Entre os multi-shoppings, o desconto sobre o valor patrimonial de HGBS11 só não é menor que HSML11 e BPML11, mas com um detalhe muito importante, o fundo da Hedge não tem nenhum tipo de alavancagem. Além de ter um caixa extremamente robusto.

Olhando para valor de m², descontando caixa e os FIIs que o fundo possui, o valor por m² é de R\$ 8.750,00, muito semelhante ao do HSML11, o que é muito baixo para as localizações das propriedades. O seu NOI, o qual tem apresentado crescimento constante, gera um dos melhores níveis de retorno do setor, igual ao do HSML11 (o qual tem alavancagem).

Assim, entendo que para o tipo de carteira que proponho ao assinante, para geração de renda crescente e sustentável ao longo dos anos, ter HGBS11 nesses patamares é uma boa opção.

O aumento de FIGS11 e a colocação de HGBS11 também são motivadas pelas melhoras dos números dos shoppings que estamos observando constantemente, sejam nos relatórios gerenciais dos FIIs, sejam nas prévias operacionais das S.A. de shoppings. O setor de shoppings no Brasil deve continuar como um importante gerador de renda, com imóveis muito adaptáveis e em regiões povoadas. Ter o fundo mais antigo na carteira nos gera segurança.

Quanto ao valor de aquisição, HGBS11 tem uma boa liquidez e a recomendação segue o padrão de análise, considerando variações de 2% na cotação.

Dados econômicos

Esta semana foi divulgada a 2ª prévia do IGPM de julho, o qual fechou em 0,52%, uma alta para a primeira prévia, a qual tinha sido de 0,28%, marcado pela alta do dólar e das commodities.

Esta semana também tivemos a divulgação da redução do preço da gasolina pela Petrobrás, o que vai gerar mais um pouco de redução da inflação medida pelo IPCA e deve também impactar o IGPM. Para o IPCA aumentam as expectativas para uma deflação em julho e uma inflação menor nos meses seguintes, o que deve impactar nas distribuições dos FIIs de recebíveis da metade deste segundo semestre até o começo de 2023.

Importante destacar que, como já expliquei em relatórios anteriores, a expectativa é de quedas nos rendimentos, mas não uma queda tão brusca, fora alguns casos que estavam acima do valor patrimonial, o que já estamos vendo em KNIP11, o qual não teve queda significativa dos rendimentos, ainda.

Fundos que estão acima do valor patrimonial e são concentrados em IPCA, terão queda nos rendimentos e isso pode fazer com que a cotação volte para o valor patrimonial, sendo IRDM11 o fundo que está mais acima do valor patrimonial, juntamente com URPR11.

Galpões logísticos

Esta semana foi divulgado um estudo da Buildings no [LINK](#) com informações que o estoque de galpões logísticos no estado de Minas Gerais está praticamente zerado, sendo que em Extrema estaria zerado. Ou seja, não há disponibilidade de novos galpões logísticos.

Segundo o estudo, a consequência da baixa disponibilidade de estoque é o aumento do aluguel médio, o qual saiu de R\$ 20,93 o m² no 1T/2022 para R\$ 23,18 o m² já no 2T/2022.

O artigo ainda informa que as novas entregas para ocorrerem em Extrema já foram absorvidas.

Esses dados corroboram com a minha perspectiva otimista que venho tendo para o setor desde o ano passado, sendo o setor mais representativo de nossa carteira. Evidentemente que esse processo de melhora ocorre nos locais mais demandados e os FIIs demora um pouco para observar esse efeito em seus resultados, em razão do cumprimento dos contratos, mas demonstra como o setor está demandado.

Como o custo de construção subiu muito, novos empreendimentos só devem ser feitos se o aluguel for mais elevado, o que gera um efeito cascata de valorização dos aluguéis antigos, beneficiando os fundos.

O que comprar esta semana

Além dos dois fundos de shoppings que vamos adquirir em nossa carteira simulada, recomendo o posicionamento nos fundos LVBI11 e RBRL11, em razão do otimismo com o setor logístico e por serem esses dois os destaques em rentabilidade e desconto de nossa carteira recomendada.

Já nos FoFs, o destaque é para BLMR11, o qual tem nos dados uma janela de preço boa para compra.

Importante – Área do assinante

No início dos relatórios passará a constar o reforço sobre a existência da área do assinante no site do desmistificandofii.com. Nessa área os assinantes conseguem acessar com o seu e-mail cadastrado todos os relatórios feitos desde dezembro de 2017, por meio de uma pesquisa chamada de “tag”, onde é possível localizar os relatórios em que um determinado FII foi tratado. Caso você não lembre a sua senha, não há problema, é bem fácil de reiniciar pelo próprio site. Não deixe de usar essa ferramenta para revisar a sua carteira ou antes de comprar um fundo, uma pesquisa simples pode evitar que você compre fundos como XPCM11, com clara recomendação de venda, ou fundos como BBFI11 ou CXCE11.



O fundo de logística divulgou seu relatório gerencial de junho, onde podemos ver que aquela inadimplência de 5,5% anunciada em abril, explicada que era um ajuste do aluguel de um dos seus inquilinos, agora volta a estar zerada, não sendo preocupante.

Importante lembrar ao assinante que esse fundo possui um modelo de propriedade diferente do padrão de mercado, aqui o fundo não é proprietário direto dos imóveis, mas de um percentual desses condomínios. E como já disse em relatórios passados, me agrada muito este modelo, pois do ponto de vista de eficiência é mais eficaz do que no modelo tradicional, não mudando nada em sua receita, mas trazendo uma camada de segurança a mais em caso de vacância.

Um outro ponto interessante no fundo é que não possui alavancagem, então toda aquela discussão sobre dívida em CDI, IPCA, se pode ou não reduzir o rendimento do fundo no futuro, preocupação quanto a capacidade do fundo conseguir pagar sua dívida, se precisará fazer uma emissão abaixo do valor patrimonial etc., aqui não existe, não gerando esse nível de preocupação para o cotista. Ressalto que alavancagem não é necessariamente ruim, mas que gera um nível de análise mais trabalhosa. Nesse fundo o cotista não precisa se preocupar com isso.

O fundo fechou o semestre com uma distribuição de 99,94% de seu lucro líquido, gerando um excelente resultado dentro do segmento de logística. Seu atual desconto sobre o valor patrimonial, atualmente na faixa de 26% de desconto, explica o alto retorno do fundo atualmente, de modo que recomendo compra para este fundo.



O fundo informou em seu relatório gerencial que o Vit Restaurante, ocupante de uma loja bem relevante para o fundo, comunicou que desocupará o imóvel. A previsão é que desocupe já em julho, visto o pequeno aviso prévio de 1 mês. Com isso, caso o fundo não consiga realizar uma nova locação imediata no imóvel, a vacância física das lojas de varejo do fundo sairá de 11,7% para 21,5%, e o fundo já considera uma vacância projetada total de 25,8%, bem elevada.

Essa desocupação no ponto de vista de impacto financeiro é pequena, mesmo que o aluguel praticado fosse de R\$ 150/m², a perda não chegaria a R\$ 0,02/cota. Contudo, o imóvel perde sua atratividade de ter um restaurante disponível para todo o complexo comercial, o que é muito importante.

Essa região de Alphaville ainda é um grande desafio de locação, o fundo informa que está em negociações avançadas para uma nova locação, contudo, mesmo conseguindo locar novamente o imóvel, ainda considero outras opções melhores de aquisição no momento, dado o grande desconto em vários fundos deste segmento. Regiões mais tradicionais tendem a apresentar primeiramente uma melhora quando comparado a regiões secundárias, de modo que minha preferência segue sendo fundos como JSRE11 e HGRE11.



O fundo divulgou seu relatório de junho onde podemos observar a alta distribuição não recorrente de R\$ 1,70 para cumprimento de distribuição de pelo menos 95% do lucro caixa no semestre, tendo o fundo distribuído no semestre, com esse último rendimento, 95,62% do seu resultado.

Interessante destacar que esse resultado não foi gerado por nenhuma venda ou pagamento não recorrente de seus locatários, mas sim pelo reajuste dos aluguéis ao longo do semestre, ou seja, o fundo foi reajustando seus aluguéis e retendo esse aumento ao longo dos meses, vindo a distribuir esse aumento em junho. O fundo também destaca que irá manter o patamar de distribuição de R\$ 0,80/cota ao longo do 2º semestre, sendo que o lucro do fundo tende a continuar em R\$ 1,00 por cota, ou seja, é de se esperar uma nova distribuição elevada no final do ano.

O NEWL vem distribuindo um ótimo rendimento, juntamente com GALG11 e BLMG11, contudo com uma alavancagem mais arriscada visto que não possui casamento total entre índice de correção da dívida com o mesmo índice dos aluguéis, bem como prazos de vencimento diferentes. Contudo, o fundo vem fazendo uma boa gestão dessa alavancagem, de modo que também vejo nesse fundo uma boa opção de compra para o investidor com um patrimônio maior e que quer diversificar ainda mais a sua parte de fundos de logística na carteira e com foco em fundos alavancados.



O fundo comunicou duas movimentações de inquilinos essa semana, são elas:

A primeira, foi celebrado a locação de 1.170,1 m² do terceiro andar do Ed. Birmann 20, com prazo de locação de 7 anos, tendo seu início em 15/07/22, representando 6,5% da área BOMA de todo o imóvel. O fundo informa que haverá carência e desconto, sem dar mais detalhes, e que após esse período, o impacto no rendimento será de aproximadamente R\$ 0,02/cota. A segunda, será feita em agosto a devolução de do 7º andar e do depósito 01, também do Ed. Birmann, o que representa uma área BOMA de aproximadamente 1.462,51 m².

Com essas duas movimentações, o imóvel na verdade perde aproximadamente 292 m² de receita, impactando a vacância levemente, saindo de 40,2% para 40,9%. O cotista não deverá sentir impacto no rendimento, mas reforço novamente que não recomendo o investidor ter este fundo em carteira. O fundo possui imóveis com localizações não muito boas, vacância extremamente alta em 2 dos seus imóveis (Birmann 20 e Morumbi), e uma deficiência que a RB Capital tem em se comunicar com os seus cotistas, principalmente demonstrada em RBRD11 no recente caso da Riachuelo.



Em seu relatório gerencial o fundo informa a aquisição de R\$ 59,8 MM em um CRI com taxa de IPCA + 9,35% a.a., representando aproximadamente 5,44% de todo o PL do fundo. Essa taxa é acima da taxa média do fundo neste indexador, que atualmente é de IPCA + 7,1%, sendo importante para a manutenção ou até mesmo aumento do rendimento. Trata-se de uma trancha sênior de um multipropriedade pronto e com 98% das cotas vendidas, de um empreendimento localizado em Salinópolis – PA.

Olhando para os resultados do fundo em junho, o fundo gerou um lucro líquido de R\$ 1,20/cota, distribuindo um rendimento acima deste, de R\$ 1,30/cota, utilizando parte de sua reserva, que atualmente encontra-se em R\$ 0,42/cota. Importante destaca o que venho falando há alguns relatórios, que os fundos de recebíveis não manterão aqueles rendimentos altos que vimos nos meses passados, principalmente os que possuem alta exposição em IPCA, como o CVBI11. O rendimento de junho, ainda que alto, não se manteve em R\$ 1,50/cota como em abril e maio, já nos mostrando o resultado da redução do IPCA que temos observado e possivelmente continuará reduzindo.

Apesar disso, os fundos vão conseguir manter um bom nível de rendimentos, principalmente esses que os gestores estão aumentando o spread ou buscando mais a indexação do CDI.



O fundo em seu relatório gerencial se posicionou em relação à distribuição extraordinária decorrente da possível venda do imóvel Clariant. O fundo confirmou que tem a intenção de distribuir o lucro da venda do imóvel para os atuais cotistas somente, e não para os novos provenientes da 5ª emissão, conforme trecho abaixo:

*O Fundo pretende concluir esta venda **antes da conversão** dos recibos desta subscrição em cotas [...] desta forma, o Fundo pretende distribuir o lucro obtido conforme estabelecido pela legislação, para os investidores detentores de cotas ALZR11 – ou seja, de **antes da 5ª Emissão** – e cuja data-base será a de deliberação de rendimentos imediatamente posterior à conclusão do negócio. (grifo meu).*



Esta semana o Tribunal de Justiça de São Paulo concedeu efeito suspensivo a um recurso de agravo de instrumento aprestado pelo cotista que tinha pedido a intervenção no processo como terceiro interessado. O Tribunal de Justiça suspendeu a possibilidade de liberação dos valores depositados pelo fundo para o hospital e o fundamento é o seguinte:

Considerando presentes os requisitos autorizadores, notadamente diante da relevância da fundamentação acerca do cumprimento de sentença originário estar sendo processado em ofensa ao título judicial (que expressamente afirmou que a procedência da ação se restringia ao valor mínimo ou fixo de aluguel, mantida cláusula que previa aluguel variável em percentual da receita bruta do hospital locatário, o que fosse maior), concede-se efeito suspensivo ao recurso, obstada a liberação dos valores depositados nos autos. Comunique-se.

A decisão é provisória e precisará ser confirmada ainda pelo colegiado, mas já é uma vitória parcial para o fundo, conseguida por um de seus cotistas.

O grande destaque é o reconhecimento de que o fundo nunca deveria ter pagado nada sem que antes fosse apurado quanto é o aluguel variável de 8% sobre a receita do fundo, o que foi uma falha de defesa judicial do fundo. Evidentemente que a decisão ainda é precária e o grande risco é o fato de não se aceitar que os argumentos sejam trazidos por um cotista na qualidade de terceiro interessado, uma vez que deveria ter sido apresentado pelo fundo.

Na prática, com esta decisão, o fundo volta já na próxima distribuição a distribuir os rendimentos normalmente e fica de certa forma pendente a questão dos 10% + 10%, que podem ou não deixar de existir caso haja sucesso deste cotistas. Tanto que o agravo de instrumento apresentado pelo BTG sobre a decisão que mandou pagar teve a determinação de se aguardar o que seria decidido no agravo de instrumento apresentado pelo cotista, já que este último tem o poder de desconstituir esta multa.

Aqui, necessário fazer uma enorme crítica ao BTG na defesa dos cotistas de NSLU11. Se um fundo chega ao ponto de um dos cotistas precisarem intervir para defender os seus direitos, especialmente intervindo na ação judicial, pois o fundo não tem feito o seu papel de forma adequada, este administrador/gestor/consultor ou qualquer outro prestador de serviço precisa sair do fundo. Uma das grandes vantagens dos FIs é o investidor não precisar se envolver neste tipo de situação, gastar dinheiro e/ou tempo com isso, pois uma equipe profissional está sendo paga para isso. A partir do momento que o investidor precisa fazer esta atuação, é porque aquele prestador de serviço já passou do momento de entregar o seu mandato ou ser retirado pelos cotistas.

Apesar de tudo isso, continuo entendendo pela recomendação de compra do fundo, uma vez que a qualidade do imóvel, o interesse do inquilino em permanecer no imóvel por muito tempo, o descabimento da última ação revisional, proposta em 2022 e agora esta

ponta de possibilidade de se conseguir reverter a ação de 2016 até mesmo em favor do fundo.



O fundo em seu relatório mensal divulgou que já está seguindo com a aquisição de 3 CRIs presentes no pipeline, são eles:

- R\$ 8,4MM a uma taxa de IPCA + 10,25% a.a., em linha com a taxa média ponderada do fundo;
- R\$ 3,6MM a uma taxa de IPCA + 9,5% a.a.; abaixo da taxa média do fundo;
- R\$ 5,5MM a uma taxa de IPCA + 12,5% a.a.; acima da taxa média do fundo.

Sempre é importante vermos se o Gestor cumpre com o que é dito em relatórios anteriores, e isso vale também nas emissões. Uma das características de uma boa Gestão é o compromisso em realizar, na medida do possível, o que foi informado aos cotistas. O pipeline previa 7 CRIs, no total de R\$ 52 MM, contudo, devido a baixa captação (R\$ 14 MM), o fundo só conseguiu adquirir parte deles.

Isso fez a carteira manter o seu bom nível de spread que é de 9,84%+IPCA, com um caixa ainda de 11% do PL. Importante destacar que o fundo tem um resultado acuado de correção monetária de R\$ 4,49, o qual deverá ser usado para amenizar a queda do IPCA nos próximos meses.

Interessante destacar que este foi o segundo fundo a arcar completamente com o custo da oferta.



O fundo em seu relatório gerencial deu algumas informações sobre o CRI Carvalho Hosken, presente em seu portfólio, representando apenas 0,3% do seu PL, o que por si só já não seria tão preocupante ainda que em um pior cenário com relação a este CRI, o que parece não ser o caso.

O fundo informa que a falta de pagamento do devedor se deu por falta de liquidez, pois precisou ajustar seu fluxo financeiro aos demais projetos. Nos parece que foi um problema pontual com a empresa, que possui um patrimônio com mais de 15 bilhões, como o fundo informa, e voltará a pagar a partir de agosto/22, inclusive com possibilidade de pagamento da dívida antes do prazo. Além disso, o fundo destaca que este CRI possui garantias bem robustas, o que não deve gerar impactos para o fundo, principalmente por sua baixa exposição nele.

Quanto ao resultado do fundo no mês de junho, temos mais um exemplo do que foi dito sobre o rendimento extremamente alto dos fundos de recebíveis não ser contínuo,

voltando a reduzir com o arrefecimento do IPCA, ainda que continue relativamente alto no acumulado do ano. O fundo gerou um lucro líquido de R\$ 1,23/cota, abaixo do valor distribuído de R\$ 1,41/cota, utilizando-se de R\$ 0,18/cota de resultados acumulados na distribuição. Com isso, o resultado acumulado e ainda não distribuído do fundo é de R\$ 0,25/cota.



O FoF de nossa carteira recomendada divulgou seu relatório mensal onde podemos observar algumas movimentações. O fundo vendeu alguns FIIs de recebíveis, GCRI, HGCR, KNIP e VRTA para participar das emissões, na fase do direito de preferência, sobras e MA em RBRR, SNCI e GCRI. Também fez uma flipagem no fundo ALZR11, dado a grande diferença de preço entre o secundário e a subscrição.

Olhando para o resultado do fundo em junho, podemos observar um lucro líquido em linha com o resultado distribuído, R\$ 0,70/cota vs. R\$ 0,69/cota. O rendimento um pouco maior do que os meses anteriores se explica pelo alto recebimento de rendimento dos FIIs em carteira em junho. O fundo possui um resultado acumulado e ainda não distribuído no valor de R\$ 0,65/cota.

O fundo ainda segue com um desconto elevado no mercado, na ordem de 17% de desconto, podendo o investidor se beneficiar do duplo desconto a comprar um FoF descontado. Aqui em RFOF, o investidor pode adquirir, por exemplo, fundos como BTLG, PVBI, BRCO, HGRU, JSRE e muitos outros com o famoso duplo desconto, de modo que mantenho minha recomendação de compra para este fundo, bem como outros FoFs que também venho recomendado os últimos relatórios, como BLMR11, também presente em nossa carteira, e alguns outros como BPFF11, HFOF11, HGFF11 e BCIA11, todo esses também com boa qualidade e bons descontos no mercado atualmente.



O fundo divulgou o encerramento do período de direito de preferência e o fator de sobras que é de 1.535357917 para cada cota subscrita. Importante destacar que além das sobras o cotista pode solicitar o montante adicional.

O início da subscrição das sobras é o dia 25/7 até o dia 28/7, com liquidação em 04/08. Neste período o investidor também vai precisar solicitar o montante adicional que desejar.

A recomendação é para exercer as sobras, pois o valor de subscrição é de R\$ 96,41, abaixo do valor de mercado, sendo interessante para o investidor vender as cotas no mercado e subscrever as sobras.

A nossa carteira recomendada que simulou o exercício integral do direito de preferência, que foram de 30 cotas, terá a possibilidade de exercer 46 novas cotas e é o que faremos. Para fazer frente a esses valores, vamos girar a carteira, conforme orientação no tópico inicial.

Quanto ao montante adicional, importante destacar que o rateio será discricionário, ou seja, o Gestor decidirá quanto atender para cada cotista, assim, não tente operar rateio, pois é possível que o seu pedido seja integralmente atendido.



O FoF de nossa carteira apresentou o seu relatório gerencial de junho, no qual podemos verificar uma grande redução dos rendimentos recebidos dos FII's e que fez o lucro por cota ser de apenas R\$ 0,058, enquanto o rendimento distribuído foi de R\$ 0,077, com a complementação de lucro não distribuído dentro do próprio semestre. Uma boa parte desta redução pode ser explicada pela baixa distribuição do CCRF11, o qual será compensado na próxima distribuição, na qual o fundo também deverá manter o lucro recorrente mais alinhado com a distribuição.

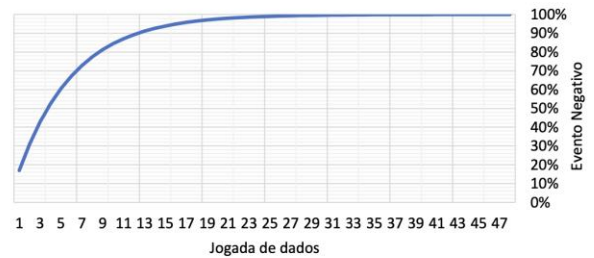
O destaque do relatório, no entanto, fica por conta de sua apresentação sobre a equação Risco X Retorno. Venho insistindo que os investidores possuem um viés de olhar para esta equação apenas para um dos itens. Por vezes olha só o retorno e se deslumbra com ele, ignorando o seu risco e outras vezes olha só o risco e se assusta com ele, não olhando o retorno potencial. Assim, sugiro que o assinante leia as páginas 6 e 7 do relatório gerencial do BLMR11, disponível no seguinte [LINK](#) e que transcrevo aqui:

Viés de Retorno

Resultado Esperado - jogo de dados

Jogada	Número Tirado	Retorno Esperado jogo a	Retorno Esperado jogo b	Melhor Opção
1	1-5	40%	20%	A > B
2	1-5	96%	44%	A > B
3	1-5	174%	73%	A > B
4	1-5	284%	107%	A > B
5	1-5	438%	149%	A > B
6	6	61%	136%	B > A
TIR Esperada		8,3%	15,4%	

Probabilidade de evento negativo



O que é risco? Risco é a probabilidade de algo acontecer no futuro: isso não significa que esse risco vai se materializar e, mais importante, não significa que o momento em que ele vai se materializar é conhecido. Risco pode ser entendido como um conceito estatístico que se comporta de forma aleatória para quem não entende sua dinâmica e um perigo financeiramente fatal para quem ignora suas propriedades. Acreditamos que o melhor investimento é sempre o que apresenta o melhor perfil de risco/retorno, conceito que é oportuno deixarmos mais claro.

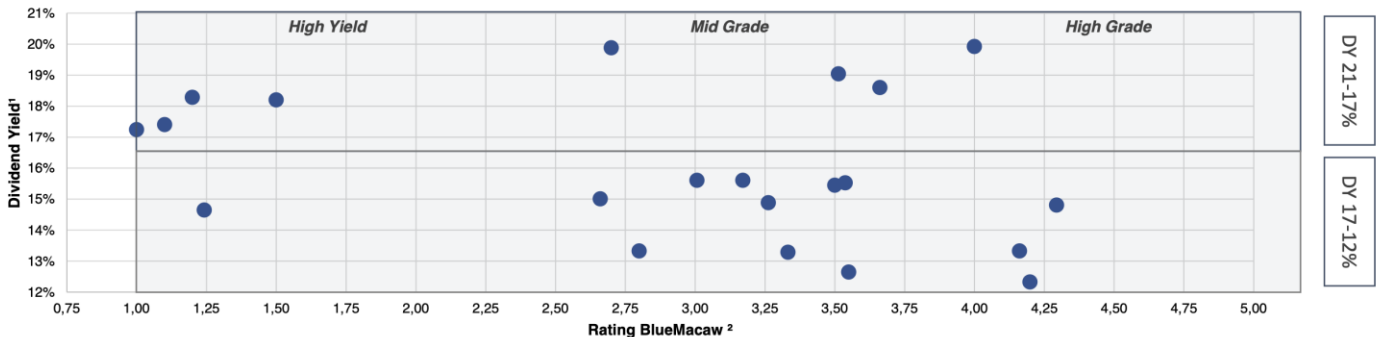
Vamos partir de um exemplo, digamos que alguém lhe proponha dois jogos de dados: (**jogo a**) saindo os números 1 a 5 no dado você ganha 40%, saindo o número 6 você perde 70%; ou (**jogo b**) saindo de 1 a 5 você ganha 20%, saindo 6 você perde 5%. O ganho com o resultado positivo do **jogo a** é o dobro do **jogo b** (40% > 20%), no entanto o evento negativo é consideravelmente maior no **jogo a** (70% > 5%). Quando calculamos o retorno ponderado pelas probabilidades de cada evento temos um retorno esperado de 8,3% no **jogo a** contra 15,4% no **jogo b**. Ou seja o perfil de risco/retorno é significativamente melhor no **jogo b** do que no **jogo a** uma vez que o retorno esperado, ponderado pelo risco, é superior.

Agora se tomarmos o mesmo exemplo sobre outra perspectiva conseguimos ver um vício de análise do investidor, o viés de retorno: em cada jogada de dados existe 17% de chance de sair qualquer número (1/6) o que significa que em cada jogada dos dados você tem apenas 17% de chance do evento negativo ocorrer. Quanto mais vezes você jogar o dado maior a chance do evento negativo ocorrer, e da estatística se provar (Gráfico: Probabilidade): ou seja, como tempo o evento negativo vai ocorrer. No entanto se o evento do número 6 sair apenas na última jogada de seis jogadas de dados, conforme exemplo acima (Tabela: Resultado Esperado), quem analisa apenas o retorno vai avaliar que **jogo a** é melhor que o **jogo b** nas cinco primeiras jogadas, só realizando o risco na sexta jogada.

Tal viés de análise, focada no retorno, é importante por que mostra uma característica do risco: ele precisa de tempo para se provar. O investimento em ativos arriscados pode dar ótimos retornos por um tempo por inúmeras razões (incluindo sorte). Mas no longo prazo o risco se apresenta de forma dogmática e certa, sempre punindo ou compensando o investimento inteligente.

Viés de Retorno no mundo de FIIs de Crédito

Retorno x Risco



Ao analisarmos os fundos de CRI listados, vemos um exemplo prático de tal viés aonde não parece haver uma ponderação clara pelo mercado entre o risco e retorno das diferentes classes e perfis de crédito. Fundos **High Yield** - cuja capacidade de solvência do devedor é menor e mais instável, ou o ativo garantidor de fluxo de caixa está exposto a risco de execução de projeto e ciclo de mercado - têm oferecido retornos no mesmo patamar dos fundos com devedores financeiramente sólidos, onde os ativos envolvidos na operação são estáveis e há menor probabilidade de inadimplência (**High Grade**). O prêmio em retorno (refletido pelo **Dividend Yield**) que deveria haver nos títulos de maior risco foi eliminado pela precificação e posicionamento dos investidores. O crescimento acelerado da inflação e do CDI elevou a distribuição dos fundos, que aproveitaram a oportunidade para aumentar cada vez mais seu portfólio e base de investidores atraída pelos altos dividendos. O problema recaí na manutenção a longo prazo destes dividendos e o preço que o mercado está disposto a pagar por estes fluxos, sem falar no alto risco das operações que pode levar inclusive a perda de capital.

Como comentado no slide anterior, é questão de tempo até um evento negativo ocorrer pois essa é a natureza do risco assumido, como tem começado a aparecer no mercado. Quando levamos em consideração o longo vencimento de algumas operações e o baixo tempo de existência dos fundos, podemos concluir que tais eventos simplesmente ainda não emergiram em alguns fundos, gerando a sensação de que o ativo é apenas um bom pagador de dividendos e não um produto que irá entregar, ou não, proporcionalmente ao seu risco. Este movimento é refletido nos preços que seguem elevados, pressionando os **DYs** de ativos **High Yield** a negociarem próximos de ativos mais seguros. No gráfico acima fica claro tal viés de precificação do mercado que "cobra" o mesmo dividend yield de um fundo com um risco elevado (**rating BlueMacaw** baixo) e um ativo com nota de risco significativamente melhor. O mercado deveria cobrar um spread maior do ativo mais arriscado para compensar o risco de um evento negativo que deverá acontecer em algum momento no futuro. Tal distorção gera oportunidades para o investidor diligente.



Segundo o relatório gerencial, o lucro líquido do fundo em junho foi de R\$ 1,58, enquanto o rendimento distribuído foi de R\$ 1,50. Com isso o fundo distribuiu 96% do seu lucro líquido, fazendo uma reserva de R\$ 0,34 no semestre e de R\$ 0,92 no acumulado, mantendo uma boa reserva para conseguir equilibrar o seu rendimento no período de inflação mais baixa. Além disso, o fundo tem uma boa participação (28,49%) em IGPM.



O fundo divulgou que distribuiu ação judicial para que seja declarado o inadimplemento das obrigações assumidas pela vendedora do imóvel de Cabreúva e o negócio seja, assim, desfeito. O imóvel de Cabreúva tem 31.000 m² de ABL e tinha uma expansão de 7.000 m² para ser feita. Segundo o fato relevante esta expansão não será mais concluída, uma vez é inviável o licenciamento ambiental. O fundo não esclarece, mas, aparentemente, apenas a área de expansão foi afetada pelo seu não licenciamento ambiental, ou seja, as demais áreas seguem normalmente.

O objetivo da ação é desfazer o negócio e obrigar o vendedor do imóvel a devolver o valor pago de R\$ 92,9MM, acrescido dos custos de aquisição de R\$ 1.858.000,00, todos corrigidos pelo IPCA desde o desembolso, além do acréscimo de juros de mora de 1%.

Possivelmente uma ação judicial que deverá durar algum tempo até ocorrer uma conclusão; no entanto, precisamos entender que ela não gera grandes prejuízos ao fundo.

O primeiro ponto é que pelo histórico do fundo, o problema ocorre apenas na área de expansão e não nos demais imóveis, assim, a área de 31.000 (20+11) m² segue, aparentemente, licenciado. Depois, o fundo tem depositado em uma conta garantia o valor que pode variar entre R\$ 8,5MM e R\$ 18,5MM, referente a reforma e expansão do galpão II, a qual o fundo já tentou resgatar liminarmente, mas o Juiz entendeu que deveria ouvir a parte contrária antes e indeferiu a liminar.

O empreendimento é composto por dois galpões, 1 com 20 mil m², totalmente alugado e 1 com 11 mil m², vago pois estava em reforma para fazer a ampliação desses 7 mil m², a qual não será possível.

Do valor citado de R\$ 18,5MM que o fundo depositou em uma conta garantia, o valor de R\$ 10MM são referentes a reforma do galpão II e só poderia ser resgatado quando da entrega do galpão com a reforma executada, o que, em princípio, nunca ocorreu, o que faz entender que esses R\$ 10 MM também nunca foram liberados. Depois, o valor de R\$ 8,5MM é referente à expansão e esta, pelo fato relevante, não ocorrerá.

Assim, eu uma análise de pior cenário, ou seja, aquela que o fundo não consiga obrigar o vendedor a devolver o valor pago pelo imóvel, o fundo conseguiria reaver o valor de R\$

8,5MM da expansão, pagando os R\$ 10MM para a conclusão dos reparos no galpão II, tendo pago, ao final, o valor de R\$ 84,4MM por uma ABL de 31 mil m², ou o equivalente a R\$ 2.722,00 o m², o que lhe renderia um *cap rate* de aproximadamente 6,70%, com base nos aluguéis praticados na região. Depois, liberaria a área de 11mil m² para locação, o que até hoje não foi liberado. O *cap rate* cálculo com base nas locações praticadas no galpão I; no entanto, o galpão II é um pouco melhor e poderia ter um aluguel mais elevado e melhoraria este *cap rate* para levemente acima de 7%.

Ou seja, o fato relevante tem um viés ruim, pois demonstra que a expansão não ocorrerá. Mas ele não é tão ruim, dado o modelo que o fundo utilizou para pagar o imóvel e que, de certa forma, gera uma proteção, ainda que parcial.

No melhor cenário o fundo encerra a ação judicial com um acordo, o vendedor do imóvel devolve os valores pagos corrigidos, o que alcançaria aproximadamente R\$ 100MM, sendo que o VP do imóvel no fundo é de R\$ 95,6MM.

O fundo sendo incorporação ao BTLG11, o que deve ocorrer, geraria caixa para o fundo, o qual poderia usar para pagar a sua alavancagem.

Ou seja, é um fato relevante ruim, mas um ruim limitado, afetando pouco o fundo e menos ainda para o BTLG11.

A dúvida do investidor será “Mas o imóvel não ficará em discussão judicial?”. A verdade é que o imóvel existe, 20 mil m² estão alugados e 11 mil m² estão prontos, mas não alugados. O fundo precisaria esclarecer um pouco mais sobre a estratégia para esses 11 mil m², os quais precisam ser disponibilizados para locação, já que a expansão não terá mais, mas o imóvel existe. O fato de o fundo buscar desfazer o negócio na justiça não impede o fundo de continuar recebendo o aluguel no período. O problema seria o que o fundo compraria com este valor; no entanto, se for incorporação ao BTLG11, este poderia usar os valores para pagar a sua alavancagem.

Não vejo como uma ação preocupante e ela dá mais sinais de que seria bom para o fundo a sua incorporação pelo BTLG11, um fundo grande o suficiente para suportar o tempo necessário para resolver esta pequena situação da área de expansão, captando um imóvel que por R\$ 2.722,00 o m² é difícil de comprar, muito mais no caso do BTLG11 que incorpora com 10% de desconto sobre o valor patrimonial.



Em razão da 4ª emissão de cotas o fundo teve um aumento do PL alocado, passando para 87,55% em CRIs e 7,77% em caixa, sendo que no mês anterior era de 92,32% e 2,13%, respectivamente.

A maior alocação em caixa não prejudica mais a rentabilidade do fundo, como no passado, tendo em vista o nível do CDI.

Sobre as alocações, todas elas foram feitas em novas tranches dos CRIs que já estão no portfólio do fundo, gerando taxas que variam de 9% até 12,50%, todas acrescidas de IPCA, mantendo a taxa média praticamente igual, em 10,02% + IPCA.

Aproveito para destacar a DRE do fundo e usar ela como exemplo para o caso da redução da inflação, especialmente vindo deflação ou zero.

DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS*

	jun-22	mai-22	abr-22	mar-22	fev-22	jan-22	dez-21	nov-21	out-21	Semestre
I. Receitas com CRIs	11,114,986	12,417,255	10,575,167	9,805,555	8,984,475	10,008,136	8,969,319	10,667,417	9,364,985	62,905,573
(a) Juros	5,835,936	5,712,276	5,498,666	5,279,725	5,645,512	5,498,761	4,767,447	4,410,116	4,078,348	33,470,877
(b) Atualização Monetária	5,279,050	6,704,979	5,076,501	4,525,830	3,338,963	4,509,374	4,201,871	5,570,028	5,087,041	29,434,696
(c) Outras Receitas	0	0	0	0	0	0	0	687,273	199,596	0
II. Receitas com outros ativos	974,952	786,003	775,140	901,199	985,659	1,038,085	1,102,791	1,053,753	631,809	5,461,039
(a) Distribuição de Rendimentos de FIs	543,765	561,260	579,284	624,487	618,479	687,281	461,341	336,281	337,097	3,614,555
(b) Operações no Secundário com FIs	97,039	44,550	39,196	71,382	131,519	0	0	0	0	383,686
(c) Fundo de Liquidez	334,149	180,194	156,660	205,330	235,661	350,803	641,451	717,473	294,712	1,462,798
III. Despesas	1,862,961	2,380,103	2,036,004	1,858,748	1,583,562	1,941,372	1,690,880	3,901,469	(388,214)	11,662,751
Resultado Líquido - Passível de Distribuição	10,226,977	10,823,156	9,314,302	8,848,006	8,386,572	9,104,848	8,381,230	7,819,701	10,385,009	56,703,862
por cota (R\$)	1,38	1,46	1,25	1,19	1,13	1,23	1,13	1,44	1,92	7,64
Valor distribuído	9,649,468	10,391,735	9,278,335	8,907,202	9,649,468	8,907,202	9,649,468	8,118,161	8,118,161	56,783,410
por cota (R\$)	1,30	1,40	1,25	1,20	1,30	1,20	1,30	1,50	1,50	7,65

Fonte: <https://fnet.bmfbovespa.com.br/fnet/publico/exibirDocumento?id=329048>

Observe o investidor a linha “atualização monetária”, como em alguns momentos ela representa praticamente metade da receita do distribuível do fundo e mais da metade do valor distribuído. A maioria dos CRIs de HABTII possuem proteção contra deflação, ou seja, ocorrendo deflação, ela é considerada como zero. Se confirmar uma deflação em julho, como alguns economistas estão prevendo, o fundo teria uma distribuição próxima de R\$ 0,65/0,70. Na sequência a inflação prevista também seria muito baixa, o que dificilmente faria os rendimentos do fundo passar de R\$ 0,90.

Tal situação será observada em todos os fundos que não possuem inflação acruada e poderá ser ainda mais impactante nos fundos que não possuem proteção referente à deflação. Neste ponto, importante destacar que alguns administradores interpretam que a deflação gera impacto na distribuição, como é o caso da Intrag, e outros entendem que a deflação não geraria impacto na distribuição, sendo distribuído integralmente os juros, o que reduziria o patrimônio do fundo.

Independentemente disso, as distribuições terão reduções temporária, em razão da inflação e, possivelmente, os fundos que estão cotados acima do valor patrimonial devem ter ajustes em seus valores de mercado, buscando um pouco mais o valor patrimonial.

Sigo entendendo que isso não deveria gerar quedas consideráveis nos FIs de recebíveis, mas apenas ajustes; no entanto, não temos como prever o comportamento dos investidores. Apesar disso, é possível que tenhamos algum movimento de valorização em alguns FIs de tijolo em razão do comparativo que terá mudanças.



O fundo de CRIs high grade da Mogno divulgou em seu relatório gerencial que possui R\$ 2,26 de inflação acruada nos papéis e que pretende destravar esses valores agora no segundo semestre para manter o equilíbrio do rendimento. Segundo o Gestor, a expectativa é de aumento para o rendimento, mesmo considerando a inflação negativa.

Importante destacar que os fundos com inflação acruada e que conseguirem destravar ela para ser distribuída, devem observar redução do seu valor patrimonial no período.



Os fundos de recebíveis estão divulgando em seus relatórios gerenciais as expectativas de distribuição para os próximos meses em razão das expectativas de inflação mais baixa.

O fundo da RBR divulgou que tem 26% da carteira atrelada ao CDI, o que melhora a sua rentabilidade. Além disso, tem uma reserva de rendimentos de R\$ 0,29 por cota e R\$ 1,45 de inflação acruada, cenário que permitirá manter o bom nível de rendimentos.

Parte desta reserva foi feita neste último mês de junho, em que o resultado foi bem acima do distribuído.



Ainda sobre o tema de inflação e rendimentos nos FIs de recebíveis, é importante destacar do risco que os fundos desta categoria que estejam alavancados acabam assumindo.

As alavancagens desses fundos são feitas por meio de operações compromissadas, as quais são indexadas, em sua grande maioria, ao CDI. Com o IPCA reduzindo, a operação passa a ser deficitária se o fundo for mais exposto ao IPCA do que ao CDI.

No caso do RZAK11, a sua alavancagem é de 9,40% do PL, mas não chega a gerar este risco que relatei, pois 62,50% da carteira é indexada ao CDI, ou seja, a sua receita não tem uma queda tão considerável pela compensação do CDI.

O fundo está bem-posicionado para uma queda da inflação, mas o seu rendimento ainda deve sentir um pouco.



Sobre o item anterior, situação diferente está CPTS11, o qual tem uma alavancagem de 13,51% do seu PL e o fundo praticamente não tem posição em CDI (0,60% do PL). Isso poderá fazer com que a queda da inflação gere um impacto muito grande no resultado de CPTS ao longo deste segundo semestre. Uma parte relevante da alavancagem do fundo encerrava agora no final de junho e, caso não renovado, reduz este impacto que o fundo sentiria, pois passaria a ter uma alavancagem de 7,40%.

O fundo não deve ter inflação acruada também, dada a sua estratégia de vender e recomprar os CRIs todos os meses, destravando esta inflação.

Dado esta posição e confirmado o cenário de uma inflação baixa nos meses de julho a setembro, o fundo da Capitânia poderá ter um impacto maior no seu rendimento neste segundo semestre.



O fundo da Kinea também está entre os mais alavancados do mercado de recebíveis, com 14,70% do seu PL, segundo o último informe mensal e não o relatório gerencial.

O fundo da Kinea não tem inflação acruada e costuma repassar integralmente a inflação, seja positiva, seja negativa, para os rendimentos. Confirmada uma deflação em julho, como muitos economistas estão prevendo e considerando esta alavancagem, o fundo poderá ter uma queda considerável do rendimento, podendo ir para próximo de R\$ 0,60.

É importante destacar que essas quedas tendem a ser temporárias e passarem rapidamente, caso o mercado se mostre apreensivo com a situação e negocie alguns fundos de qualidade, como KNIP11 com desconto elevado do seu VP em razão da queda, o investidor deverá ficar atento para uma oportunidade, o que estarei atento aqui no relatório também.

Nesse momento, quem está planejando comprar algum desses FIIs, o ideal é aguardar mais um pouco e esperar esta situação passar.



O fundo divulgou fato relevante sobre um aditamento ao contrato de locação da Unigranrio, a qual aluga o imóvel da Barra da Tijuca/RJ, para ampliar a área alugada em 433,77m² pelo mesmo prazo do contrato de locação.

O fato relevante não informa se o valor do aluguel praticado será o mesmo, no entanto, mesmo que seja, o impacto no rendimento é mínimo. O fato relevante também informa que a vacância do fundo passa a ser de 10,59% com esta ocupação, o que vai chamar a atenção do investidor, já que no último fato relevante de locação houve uma redução da vacância para 9,83%. Essa diferença ocorre pelo fato de que o fundo considera nessa vacância a área em RMG como ocupada, assim, com o encerramento em junho de uma RMG de 1 andar do edifício Canopus, a ocupação do fundo reduziu para 11,05% e agora voltou a reduzir.



O relatório gerencial do fundo este mês trouxe algumas boas notícias em linha com o meu otimismo com o setor logístico. O fundo informou a locação de uma área vaga no BTLG Hortolândia para a John Deere e um aluguel 30% acima da média do parque, reduzindo a zero a vacância do empreendimento. O aluguel 30% acima da média é bom pelo fato de gerar mais receita, mas também dá sinais que no futuro, nas revisionais, poderemos ter um aumento do aluguel praticado. O fundo também informa a renovação do contrato de locação do BTLG Ribeirão Preto por mais 5 anos e por um valor 20% acima do que vinha praticando, reforçando a minha visão de que alguns contratos de locação no setor devem sofrer reajustes positivos quando da revisional.

Com isso o fundo informa que passou a ter uma vacância financeira de apenas 0,70%; no entanto, é importante destacar que nesta conta o ativo de Mauá não entra, pois está em RMG. O imóvel de Mauá tem 7% de sua área locada, logo, temos uma vacância física de aproximadamente 14% no fundo e que tem RMG até março/abril de 2023, importante para entendermos um ponto adiante.

Depois, o fundo informou que encerrou a RMG de um dos empreendimentos, mas que o imóvel está totalmente alugado.

Olhando para o resultado do fundo, o seu lucro líquido por cota foi muito baixo, de apenas R\$ 0,188, explicado pelo fundo em razão de um descasamento de receitas, o que impactou o resultado. Este mês o fundo também ainda não observou a redução do custo da dívida, a qual foi paga ao longo do mês.

Se considerarmos o aluguel já contratado no fundo, ou seja, desconsidera a RMG e considerar o pagamento parcial da dívida, o fundo teria neste momento um rendimento de aproximadamente R\$ 0,55. Considerando a RMG, o rendimento sofre um acréscimo de aproximadamente R\$ 0,12, passando a ser de R\$ 0,67, aproximadamente. Com o reajuste inflacionário de 57% dos contratos, o fundo tem condições de manter o seu lucro recorrente em R\$ 0,70 e possivelmente o seu rendimento em R\$ 0,72, mas isso até março/abril de 2023, quando passa a depender da locação de Mauá e que precisa ser acompanhada de perto, sobre o risco de o rendimento do fundo reduzir.



O fundo divulgou que em razão do cumprimento da regra para distribuir 95% do seu lucro líquido pelo regime de caixa, fará um complemento positivo no rendimento de R\$ 0,0665, ou seja, juntamente com os R\$ 0,17 anunciados de rendimento, haverá um complemento deste novo valor.

O fato relevante foi divulgado apenas no dia 21/7, mas os cotistas que terão direito são aqueles com posição em R\$ 07/07.

Esse resultado, segundo o relatório do fundo, é marcado principalmente pelo mês de abril, ou seja, o fundo poderia ter divulgado o rendimento completo na data correta.



O fundo fez um destaque no seu relatório deste mês de que todas as suas operações possuem proteção contra deflação, tentando deixar claro este cenário aos cotistas, tendo em vista a previsão.

Esse dado sempre constou nos relatórios do fundo, mas por meio de um gráfico de pizza que indica 99% da carteira com proteção contra deflação e 1% sem esta proteção.

A proteção contra deflação significa que, havendo deflação, esta é considerada como zero. Essas cláusulas são mais comuns de observarmos em CRI HY, como os CRIs do HCTR11, DEVA11, TORD11, URPR11, sendo mais difícil de observar em CRI midle risk e high grade.

A proteção da inflação protege para que o rendimento não caia tanto, mas ele acaba caindo, pois a linha de receita de inflação é importante nesses fundos.

O fundo da Urca tem o maior prêmio sobre o valor patrimonial e, confirmada a redução do seu rendimento pelo cenário inflacionário, poderemos observar algum nível de correção para trazer ele mais próximo do valor patrimonial, ou até um pouco abaixo. O fundo com um prêmio considerável acima do valor patrimonial pode indicar uma certa empolgação dos investidores com os rendimentos, com a queda do rendimento pode haver um movimento de preocupação desses investidores e observarmos um movimento de desvalorização das cotas, mas ainda entendo que o racional seria uma queda pequena.



Conforme dito no relatório excepcional de 12/07, sobre as quedas de RBRP11, vamos realizar uma análise detalhada dos valores de propriedades do fundo.

O fundo possui algumas participações em outros FIIs, bem como tem um caixa, assim, para entendermos melhor o valor por m² de suas propriedades, com base no valor de mercado, é importante depurarmos esses dados.

A maior posição em FIIs são RBRL11, fundo que considero bastante descontado. Para encontrar o melhor valor de mercado das propriedades do fundo, descontei do seu atual valor de mercado o seu caixa, o valor de suas posições em FIIs considerando os atuais valores de mercado, bem como o valor de R\$ 22.500.000,00 da venda da Somos, que é o valor mínimo a ser recebido em relação a esta venda.

Evidentemente que para fazer a conta também descontei da ABL do fundo a área da Somos.

O resultado desta conta é que passamos a ter um valor por m² de R\$ 8.661,36.

Se considerarmos os últimos valores patrimoniais destes imóveis, temos que o valor por m² do laudo de avaliação, na média é de R\$ 15 mil. Se fizermos uma redução proporcional entre o laudo de avaliação e o valor que encontrei acima, chegaríamos a conclusão que o valor de mercado do fundo é como se negociasse o River One por aproximadamente R\$ 10 mil o m². O Mario Garnero, que apesar de ser um prédio B, fica na Faria Lima, sendo negociado por R\$ 9 mil o m². E o Celebration, o segundo maior valor patrimonial do fundo, localizado na Vila Olímpia e também um classe B, por R\$ 8,4 mil o m². Esses valores consideram uma regra de três simples entre o valor por m² de mercado que o fundo negocia na média, de R\$ 8.661,36, para o valor médio dos laudos de avaliação de R\$ 15 mil o m², aplicado aos valores patrimoniais individuais dos edifícios.

O River One é o grande destaque do fundo, responsável por 45% da ABL do fundo.

Os valores por m² que o fundo vem negociando são muito baixos e não representam sequer o custo de reposição do fundo; no entanto, o River One alugou apenas 6,18% de sua ABL até o momento e a RMG encerra agora em outubro e o fundo não tem mais tempo suficiente para alugar o edifício, conceder carência e descontos regressivos e conseguir manter o atual nível de rendimentos.

Além disso, com o fim da RMG, o fundo perde um segundo broker que buscava alugar o imóvel, que é o seu vendedor. Enquanto pagava a RMG o vendedor do imóvel tinha total interesse em buscar um inquilino, mas não teve sucesso e agora não fará mais esta atividade, ou seja, um player a menor.

Com o fim da RMG a expectativa é que o rendimento do fundo caia próximo de R\$ 0,20, indo para aproximadamente R\$ 0,25, o que ainda pode assustar alguns investidores.

Assim, apesar de considerar o fundo muito descontado quando observarmos o valor de suas propriedades, ainda prefiro esperar esta queda nos rendimentos antes de fazer uma recomendação de compra; no entanto, importante fazer uma ressalva, um anúncio de locação integral do River One, para uma única empresa, faria o fundo ter uma boa valorizada, ainda que o seu rendimento venha a cair no final deste ano.

A análise de não recomendar a compra de RBRP11 nesses valores extremamente descontados passa por uma análise de que se pode perder uma oportunidade de valorização caso haja esta locação, mas o risco de a cotação ter novas quedas por um evento que é certo, a redução dos rendimentos, mesmo com a locação, me faz avaliar o risco x retorno e não recomendar neste momento o fundo.

Depois, apesar do elevado desconto de RBRP11, não podemos perder de vista o fato de que a mesma conta feita ao JSRE11 nos trás um valor por m² de R\$ 13 mil, bem acima, mas com propriedades mais bem localizadas e em sua grande maioria AAA, enquanto apenas o River One no RBRP11 é AAA e os demais são em sua maioria B. Depois, o JSRE11 tem um grande gatilho que poderá levar a sua valorização que é a possibilidade da liquidação do HGPO11.

Assim, avaliando totalmente este cenário, entendo que o investimento em JSRE11 é a melhor opção, como tem sido ao longo deste período e como destaquei em vários relatórios a dificuldade que o RBRP11 teria para alugar o River One. Apesar disso, nos atuais valores de cotação, o RBRP11 representa um desconto bastante elevado e pode gerar um grande ganho de capital no evento de locação do River One, o que sigo entendendo que não é fácil dada a localização do edifício.



Esta semana o BCR11 divulgou comunicado sobre ofício da CVM encaminhado para a administradora do fundo para que informe os nomes dos cotistas que solicitaram a assembleia para a troca do administrador. Este ofício da CVM passará a ser um paradigma sobre as convocações de assembleia em que se omite os nomes dos solicitantes.

Juntamente com a divulgação dos nomes, a CVM exige que a administradora informe se há cotistas solicitantes com algum conflito de interesses.

A administradora respondeu que divulgaria os nomes quando da convocação, mas adiantou informando que realizou a pesquisa e não encontrou nenhum cotista solicitante em conflito de interesse.

Tal dado, no entanto, não será necessário, pois, novamente, os cotistas solicitantes desistiram do pedido e não haverá convocação de assembleia para a troca de Gestora do fundo.

CARTEIRA RECOMENDADA

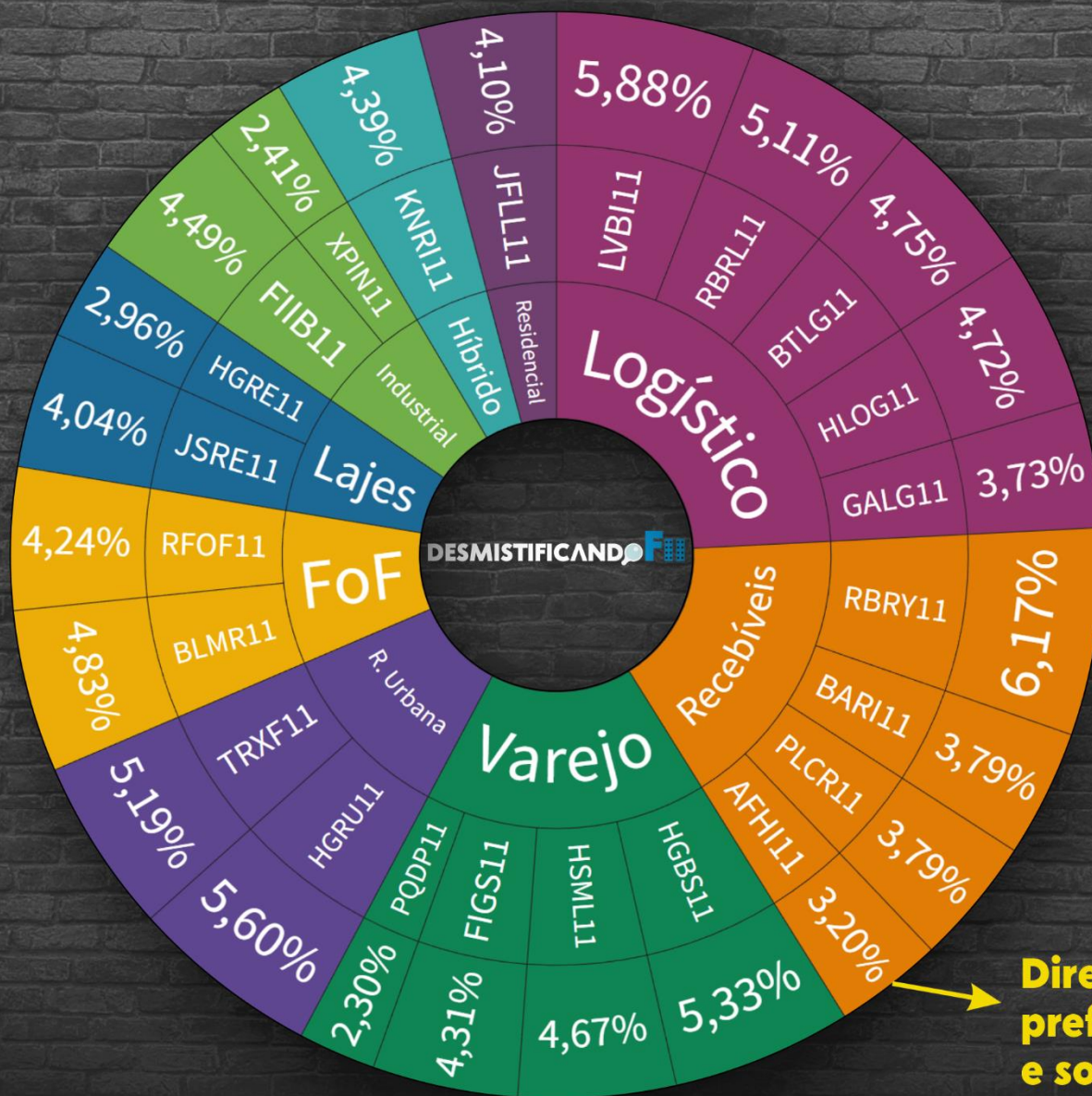
TABELA

Qnt	Data da Entrada	Análise	FUNDO	Setor	Cotação	Cotas	Valor Médio	Valor Atual	Peso atual	Status
1	18/10/20	LINK	HGRE11	Lajes	126,4	39	150,37	4.929,60	2,96%	Compra
2	10/11/20	LINK	JSRE11	Lajes	74,74	90	87,68	6.726,60	4,04%	Compra
3	22/08/21	LINK	BLMR11	FoF	7,02	1146	7,52	8.044,92	4,83%	Compra
4	16/08/20	LINK	RFOF11	FoF	67,85	104	72,83	7.056,40	4,24%	Compra
5	19/01/20	LINK	FIIB11	Industrial	440	17	561,94	7.480,00	4,49%	Compra
6	12/04/20	LINK	XPIN11	Industrial	70,42	57	101,02	4.013,94	2,41%	Compra
7	23/08/20	LINK	BTLG11	Logístico	98,95	80	106,98	7.916,00	4,75%	Compra
8	21/12/20	LINK	HLOG11	Logístico	86,4	91	107,66	7.862,40	4,72%	Compra
9	08/08/21	LINK	LVBI11	Logístico	98	100	101,94	9.800,00	5,88%	Compra
10	24/04/21	LINK	GALG11	Logístico	91,47	68	111,3	6.219,96	3,73%	Compra
11	20/02/22	LINK	RBRL11	Logístico	84,28	101	84,84	8.512,28	5,11%	Compra
12	19/01/20	LINK	KNRI11	Híbrido	133,09	55	163,71	7.319,95	4,39%	Compra
13	06/06/21	LINK	AFHI11	Recebíveis	98,73	54	94,88	5.331,42	3,20%	Compra
14	19/01/20	LINK	BAR111	Recebíveis	100,07	63	107,62	6.304,41	3,79%	Compra
15	20/12/20	LINK	PLCR11	Recebíveis	83	76	87,31	6.308,00	3,79%	Compra
16	19/01/20	LINK	RBRY11	Recebíveis	102,74	100	104,38	10.274,00	6,17%	Compra
17	19/01/20	LINK	HGRU11	R. Urbana	119,49	78	127,66	9.320,22	5,60%	Compra
18	05/07/20	LINK	TRXF11	R. Urbana	98,18	88	101,99	8.639,84	5,19%	Compra
19	19/01/20	LINK	FIGS11	Varejo	47,9	150	74,73	7.185,00	4,31%	Compra
20	24/10/21	LINK	HSML11	Varejo	77,8	100	77,83	7.780,00	4,67%	Compra
21	24/7/22	ATUAL	HGBS11	Varejo	177,51	50	177,51	8.875,50	5,33%	Compra
22	12/12/21	LINK	JFLL11	Residencial	66,3	103	69,35	6.828,90	4,10%	Compra
23	19/01/20	LINK	PQDPI11	Varejo	1.913,00	2	3.721,00	3.826,00	2,30%	Compra

Para saber em qual relatório foi recomendada a manutenção de um fundo, basta clicar/tocar no do status "manutenção".

CARTEIRA RECOMENDADA

GRÁFICOS



Sector	Stocks	Total Value
LOGÍSTICO	LVB11, RBRL11, BTLG11, HLOG11, GAL...	24.19
RECEBÍVEIS	RBRY11, BARI11, PLCR..., AFH...	16.95
VAREJO	HGBS11, HSML11, FIGS11, P...	16.61
R. URBANA	HGRU11, TRXF11	10.79
FOF	BLMR11, RFOF11	9.07
LAJES	JSRE11, HG...	7
INDUSTRIAL	FIIB11, XP...	6.9
HÍBRIDO	KNRI11	4.39
RESIDENCIAL	JFLL11	4.1

 **Números da carteira**

Caixa	Saldo histórico
LCI 85% CDI	R\$ 7.334,19

RENDIMENTOS DA CARTEIRA	
Janeiro	R\$ 1.489,13
Fevereiro	R\$ 1.372,32
Março	R\$ 1.382,53
Abril	R\$ 1.436,39
Maio	R\$ 1.465,20
Junho	R\$ 1.393,05
Julho	R\$ 1.703,42
Agosto	
Setembro	
Outubro	
Novembro	
Dezembro	

CÁLCULO DA TIR	
Janeiro	-R\$ 162.808,80
Fevereiro	- R\$ 2.019,24
Março	-R\$ 1.997,59
Abril	R\$ 0,00
Maio	-R\$ 3.979,86
Junho	R\$ 0,00
Julho	-R\$ 2.028,65
Agosto	
Setembro	
Outubro	
Novembro	
Dezembro	

 **Tabela de rendimentos**

Para acessar a tabela de rendimento de todos os fundos imobiliários, basta clicar no ícone abaixo

 **Explicações sobre a carteira recomendada**

Caso queira entender como é feito o cálculo da TIR da carteira, basta clicar no ícone abaixo.



EXPLICAÇÕES SOBRE OS CARDS

TICKER DO FUNDO ▲

▲ **SEGMENTO DO FUNDO**  **HGLG11**  **GESTORA DO FUNDO** ▲

COR DE CADA SEGMENTO ▲ **NOME COMPLETO DO FUNDO** ▲

CSHG LOGÍSTICA

LEGENDA DE CADA SEGMENTO

 LOGÍSTICA	 LAJES / CORPORATIVOS	 SHOPPINGS
 HÍBRIDOS	 RECEBÍVEIS	 FUNDO DE FUNDOS
 DESENVOLVIMENTO	 RESIDENCIAL	 AGRO
 AGÊNCIAS	 EDUCACIONAL	 HOSPITAL

Ao clicar/tocar em cada card, você será direcionado ao documento oficial comunicado pelo fundo

 **HGLG11**  **CSHG LOGÍSTICA**




CSHG Logística FI
Dezembro 2021

CREDIT SUISSE
CREDIT SUISSE HEDGING-GRIFFO

EVANTE – Complemento Reavaliação Anual de Imóveis

Fundo de Investimento Imobiliário - FI
CVM: 146-5
Código: 53: HGLG11

HEDGING-GRIFFO CORRETORA DE VALORES S.A., com sede na Rua Leopoldo de São Paulo, inscrita no CNPJ sob o nº 61.808.182/0001-30, na qualidade de "Administradora" do **CSHG LOGÍSTICA – FUNDO DE INVESTIMENTO** no CNPJ sob o nº 11.728.688/0001-47 ("Eunã"), vem, em complemento ao 30 de novembro de 2021, informar aos cotistas e ao mercado em geral que, em 30 de novembro de 2021, foram realizadas as avaliações de mercado de valores mobiliários (valor justo) de mais um dos imóveis detidos pelo Fundo pela empresa relevante, resulta, além da variação positiva informada anteriormente, de 0,53% (por cento) no valor patrimonial da cota do Fundo com base na carteira de fechamento de 30 de novembro de 2021, em uma nova variação positiva de 0,53% (cinquenta e três milésimos) da cota do Fundo com base na carteira de fechamento de 30 de novembro de 2021.

CREDIT SUISSE
CORRETORA DE VALORES S.A.

FUNDO IMOBILIÁRIO - FI

DISCLAIMER

Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento do autor, ensejando a aplicação de multa de 2.000 (duas mil) vezes o valor da assinatura mensal do relatório.

O compartilhamento indevido acarreta o imediato bloqueio do assinante, sem direito de ressarcimento dos valores. Além disso, a violação do direito autoral é crime previsto no art. 184 do Código Penal, com pena de detenção prevista.

Para o controle de compartilhamentos indevidos, conto com uma tecnologia que insere em cada relatório os dados do assinante, os quais não é possível omitir, nem mesmo com o desenho de uma tarja.

O relatório foi elaborado por Analista de Valores Mobiliários autônomo, de forma independente e sem nenhuma vinculação a instituição financeira.

O autor não recebe nenhuma remuneração, ou quaisquer outros benefícios, dos administradores, gestores, ou pessoas ligadas aos Fundos de Investimentos Imobiliários analisados.

O relatório respeita todas as disposições previstas na Resolução 20/2021 da CVM, especialmente o disposto no art. 13, assim transcrito: Art. 13. É vedado ao analista de valores mobiliários, pessoa natural e jurídica, bem como aos demais profissionais que efetivamente participem da formulação dos relatórios de análise: I – emitir relatórios de análise com a finalidade de obter, para si ou para outrem, vantagem indevida; II – omitir informação sobre conflito de interesses nas informações e comunicações de que trata o art. 14, nos relatórios de análise e em qualquer meio em relação ao qual o analista se manifeste sobre o relatório de análise; III – negociar, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, valores mobiliários objeto dos relatórios de análise que elabore ou derivativos lastreados em tais valores mobiliários por um período de 30 (trinta) dias anteriores e 5 (cinco) dias posteriores à divulgação do relatório de análise sobre tal valor mobiliário ou seu emissor; IV – negociar, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, valores mobiliários objeto dos relatórios de análise que elabore ou derivativos lastreados em tais valores mobiliários em sentido contrário ao das recomendações ou conclusões expressas nos relatórios de análise que elaborou por: a) 6 (seis) meses contados da divulgação de tal relatório; ou b) até a divulgação de novo relatório sobre o mesmo emissor ou valor mobiliário, caso ocorra antes do prazo referido na alínea “a”; V – participar, direta ou indiretamente, em qualquer atividade relacionada a oferta pública de distribuição de valores mobiliários, incluindo: a) esforços de venda de produto ou serviço no âmbito do mercado de valores mobiliários; e b) esforços para angariação de novos clientes ou trabalhos; VI – participar da estruturação de ativos financeiros e valores mobiliários;

Este Analista declara, nos termos do art. 21 da Resolução 20/2021 da CVM, que o Analista possui cotas de LGCP11, ALM111, GCRI11, RBRD11, FVPQ11, NSLU11, RFOF11, PQDP11, CACR11, FLRP11, PVBI11, JFLL11, TRXF11, FIGS11, HGRE11, BARI11, XPIN11, HGRU11, BLCP11, FIIB11, KNRI11, BTLG11, JSRE11, HLOG11, BRCO11, GALG11, RBRL11, LVB111, KNIP11, por sua vez, a Cônjuge do Analista possui cotas de HGRU11, HFOF11, JSRE11, XPIN11, TRXF11, BARI11, todos os objetos do relatório ou da carteira recomendada.

As recomendações do relatório de análise refletem única e exclusivamente as opiniões pessoais do Analista, tendo sido elaborado de forma independente, não se baseando em nenhuma informação privilegiada, mas apenas de informações públicas e disponíveis para todos os investidores e analistas.

A análise dos ativos objeto do relatório utiliza como informação os resultados divulgados pelas administradoras e suas projeções. As condições de mercado, o cenário macroeconômico, a análise das ações judiciais na qual o fundo está envolvido, entre outras notícias públicas.

Cálculos de preço justo, rendimentos futuros e outros dados futuros devem ser considerados como incertos e propensos a não ocorrerem, ainda que o Analista guarde toda a diligência possível e necessária para alcançar a melhor estimativa possível.

A carteira recomendada tem como objetivo auxiliar o investidor na análise de seus investimentos, no entanto, não pode ser tido como promessa de ganho futuro, tendo em vista a incerteza existente nos investimentos de renda variável.

Este material tem caráter meramente informativo. As informações constantes deste material podem auxiliar o investidor em suas decisões de investimento, porém o investidor será responsável, de forma exclusiva, pela verificação da conveniência e oportunidade da movimentação de sua carteira de investimentos e pela tomada de decisão quanto à efetivação de operações de compra e/ou venda de títulos e/ou valores mobiliários. Este material apresenta informações para diversos perfis de investimento e o investidor deverá verificar e atentar para as informações próprias ao seu perfil de investimento, uma vez que as informações constantes deste material não são adequadas para todos os investidores. Quaisquer projeções de risco ou retorno potenciais são meramente ilustrativas e não são e não devem ser interpretadas pelo investidor como previsão de eventos futuros e/ou garantia de resultados. Além disso, não garanto a exatidão das informações aqui contidas e recomendo ao investidor que não utilize este relatório com única fonte para embasar suas decisões de investimento. Os investimentos realizados pelo investidor para sua carteira estão sujeitos a diversos riscos inerentes aos mercados e aos ativos integrantes da carteira, incluindo, sem limitação, risco de mercado, risco de crédito, risco de liquidez, risco cambial, risco de concentração, risco de perda do capital investido e de disponibilização de recursos adicionais, entre outros.

As eventuais projeções feitas neste relatório não se caracterizam como promessa ou garantia, tendo em vista o material ter como intuito apenas analisar o investimento, não havendo nenhuma vinculação com os administradores e/ou gestores.

Importante, ganhos passados não significam garantia de ganhos futuros e todo investidor precisa estar ciente de que o mercado de renda variável ocasiona oscilações e pode gerar prejuízos em seu patrimônio.