



RELATÓRIO SEMANAL



Período

07 a 11/02/22



Divulgação

13/02/22



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:

RZTR11

VGIR11

RBHY11

HGCR11

VGHF11

GGRC11

VISC11

XPML11

FVPQ11

VINO11

VILG11

RECR11

HSML11

HGRE11

RBED11

HGRU11

HGLG11

VRTA11

XPPR11

HFOF11

SDIL11

XPLG11

SHPH11

HGBS11

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.

O que ler neste relatório

Mesmo que você não seja cotista de RZTR11, VGIR11 e RBHY11, sugiro a leitura desses três tópicos, nesta ordem. O texto escrito vai auxiliar o assinante a compreender detalhes raramente tratando sobre as emissões dos fundos e ser mais crítico com elas.

Além disso, proponho uma reflexão sobre quem deveria pagar uma parte desta emissão e que pode mudar, no futuro, a forma com que os fundos realizam as suas emissões.

Sugiro também a leitura do tópico sobre XPML11, pois trato dos impactos que a decisão recente do Colegiado da CVM no caso do MXRF11 poderá ter em fundos alavancados, especialmente naqueles fundos que possuem carência de juros e, em razão disso, estão com seus rendimentos maiores.

Aproveitando a complexidade dos temas, reforço o convite para o assinante participar do nosso curso completo sobre fundos imobiliários, que vai do básico ao avançado, explicando, por aulas gravadas e aulas ao vivo os temas mais complexos que envolvem os fundos imobiliários. Tenho certeza de que a visão e análise dos FIs, após o curso, ficará diferente, muito melhor e com uma visão futura maior.

Assim, aproveite a última semana de desconto para adquirir o seu curso. O desconto vai até o próximo domingo.

Dados Econômicos

Esta semana foi divulgado o IPCA de janeiro, o qual fechou em 0,54%, a maior alta para o mês desde 2016, acelerando a alta do índice acumulado em 12 meses de 10,06% para 10,38%.

Esta semana também foi divulgada a primeira prévia do IGPM de fevereiro, o qual registrou uma inflação de 1,38%, marcado especialmente pela alta das commodities.

Após esses dados, o Presidente do Banco Central, em evento, afirmou que o pico da inflação deverá ocorrer entre abril e maio deste ano, confirmando aquela minha expectativa que o ano de 2022, infelizmente, deverá ser um ano em que vamos conviver com inflação e juros mais elevados, o que vai seguir beneficiando os FIs de recebíveis, como dito no primeiro relatório do ano.

Importante destacar que os FIs de recebíveis vão ser destaque na distribuição de rendimentos neste cenário; no entanto, em um cenário de continua deterioração da economia, marcado pelo alto índice inflacionário, é possível que surjam outros CRIs que possam a ter dificuldades de pagamento, motivo pelo qual é importante o investidor ficar

atento para a diversificação e cuidar ao ter os chamados FIs de recebíveis HY em carteira, pelo menos em peso elevado.

Neste cenário inflacionário mais elevado, possivelmente teremos um juro alto, 12% ou um pouco mais, o que seguiria pressionando os ativos de maior risco. Mas é importante destacar que este é apenas um dos dados que nos permite analisar os FIs, no caso dos FIs de tijolo, siga com a expectativa de um melhor repassa da inflação para os reajustes dos contratos e até uma melhora dos valores reais dos aluguéis, especialmente no setor logístico.

Assim, os dados inflacionários demonstram preocupação, mas podem também gerar oportunidades, pois a precificação dos ativos apenas com base na visão dos juros e sem considerar o ciclo imobiliário, pode seguir abrindo a janela de oportunidade do investidor.

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 FI 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.



CURSO DESMISTIFICANDO FI EDUCACIONAL



INSCRIÇÕES ABERTAS

Prezados assinantes, é com prazer que anunciamos as inscrições para a segunda turma do nosso **curso definitivo de fundos de investimentos imobiliários** e para **o curso de fundos de recebíveis**.

Curso Definitivo Completo

O curso definitivo tem 80 horas de aula, entre aulas gravadas e aulas ao vivo. Serão 6 aulas ao vivo ao longo de 6 meses, para sanar dúvidas, além de 5 aulas ao vivo com as recomendações para os setores analisados nas aulas gravadas.

O curso é chamado de definitivo pois vamos te levar do básico dos fundos imobiliários até o nível avançado. São conteúdos desde “o que são os fundos imobiliários”, tema que pode surpreender até os investidores mais antigos, até “como avaliar a qualidade e o preço de um fundo imobiliário”.

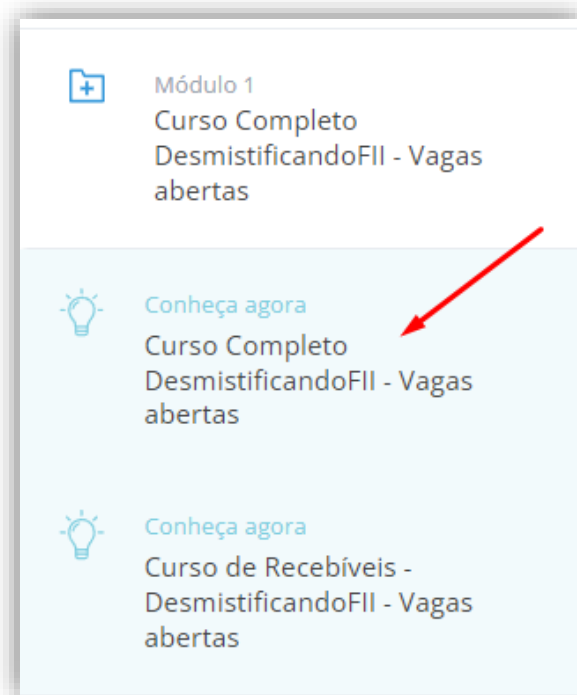
O curso é recomendável para todos os investidores, desde aqueles que ainda não iniciaram neste universo até os investidores mais avançados.

Você terá 12 meses para assistir ao curso, sendo que durante 6 meses haverá as aulas ao vivo para tirar dúvidas além dos fóruns de dúvidas abaixo de cada aula.

Além disso, o curso conta com diversos bônus que já valeriam mais que o curso. Para conhecer mais detalhes do curso, acesse o site <https://cursodesmistificandofii.com> e leia os comentários de alguns de nossos primeiros alunos.

O valor do curso é de R\$ 1.390,00, sendo que os primeiros 250 alunos pagarão apenas **R\$ 1.090,00**. Os assinantes DesmistificandoFII possuem um desconto extra e o valor do curso é de **R\$ 990,00** até o dia 20/02/2022, após, os preços serão os anteriores.

A aquisição do curso pelos assinantes do DesmistificandoFII possui um **LINK** próprio, diretamente na área do assinante. Basta fazer o seu login e realizar a compra do curso localizado no "módulo 1" conforme a imagem abaixo:



Então, aproveite agora mesmo e faça a sua inscrição. Esperamos vocês na primeira aula ao vivo.

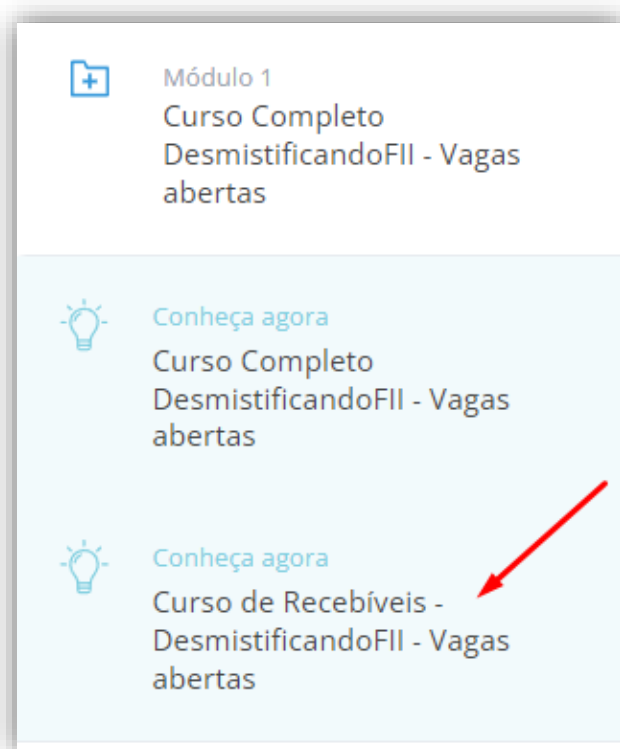
Curso de fundos de recebíveis

Além do curso completo, onde abordamos todos os temas desde o zero, temos o curso de fundos imobiliários de recebíveis, que é para aqueles investidores que querem se aprofundar apenas nesta classe de ativos, o setor que mais cresceu nos fundos imobiliários nos últimos 2 (dois) anos. O curso tem 20 aulas, as quais totalizam 15h de curso. Além dessas aulas gravadas, o curso terá 3 (três) aulas ao vivo com duração média de 1h30min cada uma.

Neste curso serão abordados todos os assuntos necessários para o investidor entender definitivamente a dinâmica dos fundos de recebíveis e alavancagem, tais como: Os ciclos dos fundos de papel, classificação dos CRIs, termos de securitização, notas de crédito, garantias, PCLD, PMT, razões de saldo devedor, duration, regimes de apuração de lucro caixa x contábil e muito mais. Para mais informações sobre o curso, acesse nosso site <https://cursodesmistificandofii.com/recebiveis>

O valor do curso é de R\$ 590,00 e para os primeiros 200 compradores, o preço será promocional de **R\$ 450,00**, também até o dia 20/02/2022, após, os preços serão os anteriores.

A aquisição do curso de recebíveis segue o mesmo caminho do curso completo, basta clicar no campo abaixo do curso completo, onde você será encaminhado para a compra somente do curso de recebíveis, conforme imagem abaixo:



Então, aproveite agora mesmo e faça a sua inscrição no curso que mais for interessante para você. Será uma jornada incrível, pois além de lhe proporcionar muito conhecimento, debateremos juntos todos os detalhes do mercado de fundos imobiliários, sempre atualizado com o momento em que estamos passando, sempre com recomendações do que fazer. Além disso, temos um grupo fechado no Telegram somente para os alunos, onde diariamente discutimos sobre vários temas.

Se você é assinante e/ou se já fez parte da primeira turma e gosta da qualidade entregue pelos relatórios e pelo curso, peço encarecidamente que divulgue para os seus amigos que ainda não conhecem o DesmistificandoFII, pois será uma oportunidade incrível para eles também.

Para facilitar o acesso aos links, segue abaixo todos os links dos cursos:

- Curso Completo para não assinantes - [LINK](#)
- Curso Recebíveis para não assinantes - [LINK](#)
- Curso Completo e de Recebíveis para assinantes - [LINK](#)

Esperamos você lá!



O fundo divulgou fato relevante que alterou a sua emissão de cotas e que gerou bastante discussão entre os investidores. Segundo o fato relevante, o custo da oferta de R\$ 4,19/cota equivalente a 4,13% da emissão (uma taxa bem elevada), não será mais cobrado no valor da emissão, mas o fundo pagará esses custos.

Observe, o fato relevante não citou em redução de custos, mas apenas que agora quem vai arcar com esses custos será o fundo e não mais o cotista que subscrever a nova cota, o custo segue mantido.

O valor de emissão segue o mesmo, de R\$ 101,57, um pouco acima do valor patrimonial.

E qual o motivo de tanto “barulho” entre os investidores?

A situação ocorre pelo fato de se partir do pressuposto que o custo de emissão será uma despesa do fundo e isso vai impactar o seu lucro líquido, logo, o seu rendimento. E como o fundo havia realizado uma operação de ganho de capital em dezembro, no total de R\$ 4,86/cota, sendo que parte desse ganho será obtido apenas agora em 2022, o investidor ficou com a sensação de que aquele lucro extra e não recorrente é que vai pagar os custos da emissão para os novos cotistas. Ou seja, o investidor passou a acreditar que aquele seu rendimento não recorrente deixará de existir, pois será usado para pagar a emissão de cotas.

Ocorre que não é dessa forma que o custo de emissão será contabilizado e a explicação que passo a escrever impacta RZTR11 e diversos outros fundos, entre eles os citados na sequência. Esse texto também demonstra a importância de o investidor ter uma Analista totalmente independente e de confiança, que possa olhar para esses detalhes e auxiliar o investidor a compreender tudo que ocorre no universo dos FII's, possibilitando selecionar melhor os seus investimentos.

O custo da emissão não gera uma despesa que impactará o resultado do fundo, sendo contabilizado como uma “conta redutora de patrimônio líquido”, uma rubrica que vai reduzir o patrimônio líquido. Um exemplo para ficar mais claro. Um fundo tem um PL de R\$ 100MM e faz uma emissão a ser paga pelo fundo, com custo de 4%, e capta R\$ 100MM, neste caso o investidor acredita que o novo PL do fundo passaria a ser de R\$ 200MM e não teria diluição do valor patrimonial por cota, mas o que ocorre é que dentro do patrimônio líquido é lançado esta conta redutora, que no caso será de R\$ 4 MM e o patrimônio líquido passa a ser de R\$ 196MM.

Com isso, a emissão até é um pouco acima do valor patrimonial, mas o fato de os custos da emissão serem pagos pelo fundo e não serem acrescidos no valor da oferta, fazem que esta emissão reduza o valor patrimonial do fundo. No caso, haveria uma possível redução

do VP de R\$ 100,88 para R\$ 100,14, bastante marginal, mas que foge da visualização de que a emissão seria acima do VP.

Assim, não será usado aquele lucro não recorrente de dezembro para pagar a emissão. No caso, a emissão até pode ser no valor patrimonial, como muitos cotistas pediram, mas o efeito prático é como se ela fosse abaixo do valor patrimonial, pois ela terá o efeito de reduzir este. Tal situação ocorrerá em todos os fundos em que o custo da emissão ou parte do custo da emissão for pago pelo fundo, o cotista observa a emissão no valor patrimonial, fica feliz, mas no final a emissão tem o poder de reduzir o valor patrimonial do fundo, o que é negativo.

Importante destacar que haverá um caso que esses custos de emissão realmente vão se tornar despesas do fundo, o caso que a emissão é cancelada, então as despesas já incorridas realmente impactam o lucro do fundo e não são lançados da conta redutora de patrimônio líquido.

Isso significa que o cotista antigo ficará com o seu rendimento extra, do negócio fechado em dezembro?

Mais ou menos. A verdade é que a entrada de novas cotas, sejam dos atuais cotistas que exerceram direito de preferência, sejam de novos cotistas, aquele lucro deverá ser dividido em um número maior de cotas, reduzindo o rendimento extra por cotas.

A única forma de evitar tal situação seria o fundo fazer uma distribuição de todo o lucro, sem fazer retenção, antes da emissão, o que não foi feito e haverá mais cotas para distribuir este lucro.

Assim, esse rendimento do ganho não recorrente terá uma redução, mas pelo aumento no número de cotas e não pelo fato de que o custo da emissão será pago pelo fundo, como explicado.

Pois bem, dito tudo isso, o que fazer com RZTR11?

Esse modelo de emissão, o qual parece ser no valor patrimonial, mas no final acaba gerando redução do valor patrimonial e que usa rendimentos de cotistas antigos para serem distribuído para cotistas novo não é exclusividade do fundo. Essa parte de o custo ser pago pelo fundo, neste formato, começou a ficar um pouco mais comum, no objetivo de atender um anseio dos investidores, mas atender apenas de forma visual, pois na prática não é o que ele desejava, o que não agrada este Analista, pois não é uma informação adequadamente explicada e penso que os investidores não deveriam aceitar este modelo.

Já o uso dos rendimentos de operações passadas foi muito usado no último ano, com o objetivo de equilibrar os rendimentos dos FII's, visto que quando da emissão o dinheiro ficaria um período no caixa e pressionaria o rendimento, o que atualmente já não deve ocorrer.

Dito isso, apesar de achar péssimo o modelo de não dar clareza sobre o impacto da emissão com custos pago pelo fundo, entendo que não seja possível desqualificar o fundo só por causa desse ponto, sendo necessário olharmos para o prospecto e verificarmos o que temos por trás desta emissão, o que faremos adiante, antes preciso continuar em uma reflexão importante e necessária para o amadurecimento do mercado e só com o conhecimento é que os investidores vão poder auxiliar nessa reflexão.

Dito isso, vamos aproveitar para iniciar uma reflexão que tenho feito e pode ser importante para começar a mudar o paradigma do mercado quanto aos custos de emissões.

Prezado assinante, quanto vale uma empresa que gera uma receita líquida de R\$ 3.750.000,00 por ano?

Só pela receita por vezes é difícil de precificar, mas vamos supor que essa receita te gere um lucro líquido de R\$ 1.875.000,00?

Perfeito, é difícil de dizer sem outros parâmetros, mas vamos supor que esta empresa seja negociada de forma conservadora com um P/L de 5, teríamos um valor de R\$ 9.375.000,00.

Qual o motivo dessa conta? A emissão do RZTR, caso captado R\$ 300MM, acrescentaria só em taxa de administração/gestão uma receita de R\$ 3.750.000,00 ao ano, o que podemos dizer que de forma conservadora, levaria a um acréscimo de precificação da Gestora próximo de R\$ 9 MM.

Ocorre que as Gestoras, em geral, não pagam nada por este acréscimo de valor, o custo para gerar este valor na empresa é totalmente arcado pelo cotista, que neste caso vai desembolsar mais de R\$ 12MM.

Pensando dessa forma, não seria correto que a Gestora pagasse uma parte dessa conta?

É importante lembrarmos que FII é um fundo fechado e o fundo fechado é o melhor dos mundos para uma Gestora, pois, diferentemente do fundo aberto, não é permitido saque, ou seja, depois que o dinheiro entra no fundo, ele dificilmente irá sair e a receita/lucro criado por uma emissão passa a ser gerada de forma praticamente eterna.

Observando por essa ótica, parece que seria justo as Gestoras contribuírem para os custos da emissão também, não pagando integralmente, mas algo próximo de 1/3 da emissão. Claro, desde que o custo da emissão não seja 1/3 mais caro, tornando-se como vimos na emissão que é no valor patrimonial, atendendo os anseios visuais do investidor, mas que reduz o seu valor patrimonial.

Sim, a conta não é simples como eu mostrei, a Gestora pode ser trocada ou uma série de outras coisas podem influenciar este preço. O objetivo desta conta é apenas mostrar que a Gestora também se beneficia deste processo de emissão, ou seja, nós temos três beneficiados, o cotista atual, o cotista entrante e a Gestora, então por qual motivo só um deles paga a conta? Parece que o justo seriam os três pagar essa conta.

Assim, defender uma taxa de emissão baixa é importante, mas o Gestor que quer mostrar se importar com o cotista deveria começar a pagar uma parte deste custo, pois esta emissão reverte em valor para a sua empresa também. Espero estar lançando uma sementinha de reflexão na cabeça dos investidores e dos Gestores e quem sabe possamos, dentre logo, ver alguma emissão usando este modelo, um modelo em que a emissão é boa para todos, cotistas e Gestor, então todos deveriam pagar um pouco da emissão.

Por fim, para fazer justiça com alguns fundos, preciso destacar que em alguns casos observamos não haver o pagamento dos custos da emissão, mas há uma isenção da taxa de gestão ou da taxa de consultoria por um determinado período, que teria um efeito semelhante e parece até que seria mais justo com a Gestora, pois o seu ganho só ocorre se ela ficar durante um período gerindo o fundo, que é a maioria dos casos. Ou seja, ao invés de pagar o custo da emissão, o fundo fica um tempo sem receber pelo seu trabalho, compensando um pelo o outro. Mas para que o efeito seja este, a isenção precisa existir de forma integral e não atrelada ao resultado, ou seja, precisa ser uma isenção igual a que observamos em JFLL11, no qual não há a cobrança da taxa do consultor por um período de 2 (dois) anos, que é de 0,85% a.a..

Qual seria o melhor? Neste momento é difícil de dizer, penso que os Gestores vão poder criar um modelo adequado, o objetivo agora é apenas lançar uma semente de que todos os beneficiados pela emissão paguem por ela e não apenas um deles, como em geral temos visto, pois esta conta não é justa com aquele que acredita no fundo desde o seu início.

O prospecto de emissão de RZTR11

Dito tudo isso, vamos olhar para o prospecto de emissão de RZTR11.

O objetivo desta emissão é adquirir terras agrícolas na estratégia de “Land Equity”, na qual o fundo compra a terra e arrenda, mas não concede a opção de compra, ou seja, o fundo consegue captar a valorização da terra. Ao todo, no prospecto constam 4 fazendas a serem adquiridas neste modelo e isso alteraria consideravelmente o perfil do fundo, que hoje é quase que totalmente baseado em um modelo de compra com concessão de opção de compra, praticamente deixando o fundo em uma situação semelhante a um fundo de crédito, pois não participaria da valorização das terras.

Se o fundo conseguir dar a destinação prevista no prospecto, a situação muda e o fundo passaria a ter um potencial maior de realmente ter terras agrícolas e conseguir participar da valorização da terra.

Segundo essa estratégia de “Land Equity”, as terras seriam vendidas no intervalo de 1 a 5 anos após a aquisição, ganhando neste processo de venda; no entanto, os cotistas vão precisar pressionar mais o Gestor para que esse lucro não seja toda vez diluído pela entrada de novos cotistas, senão será mais vantajoso não entrar agora no fundo, mas apenas no futuro, quando estiver mais consolidado.

Segundo o estudo de viabilidade, caso o fundo faça a captação do montante previsto, a expectativa de rendimento para o ano 1 é de R\$ 14,07 por cota, o que daria aproximadamente 14% de retorno com base no atual valor da cota, um excelente rendimento. Claro que, provavelmente, neste ano 1 há os ganhos já obtidos em 2021, os quais o mais adequado é que fossem daqueles cotistas que confiaram seus recursos ao fundo nesta fase inicial. Depois, nos cinco anos seguintes o rendimento teria pequenas quedas até chegar em R\$ 12,95 no ano 5; no entanto, o estudo de viabilidade não considerou, segundo as premissas apontadas, vendas de terras neste período, ou seja, o fundo ainda teria o potencial de ganho com a valorização das terras.

As premissas também não consideram efeitos inflacionários, mas devem considerar o exercício das opções, que possuem prêmios definidos de forma a gerar essa compensação da inflação, ou seja, em princípio, o único ganho inflacionário que ocorreria nesse período seria da valorização dos terrenos que foram comprados na estratégia de “Land Equity”.

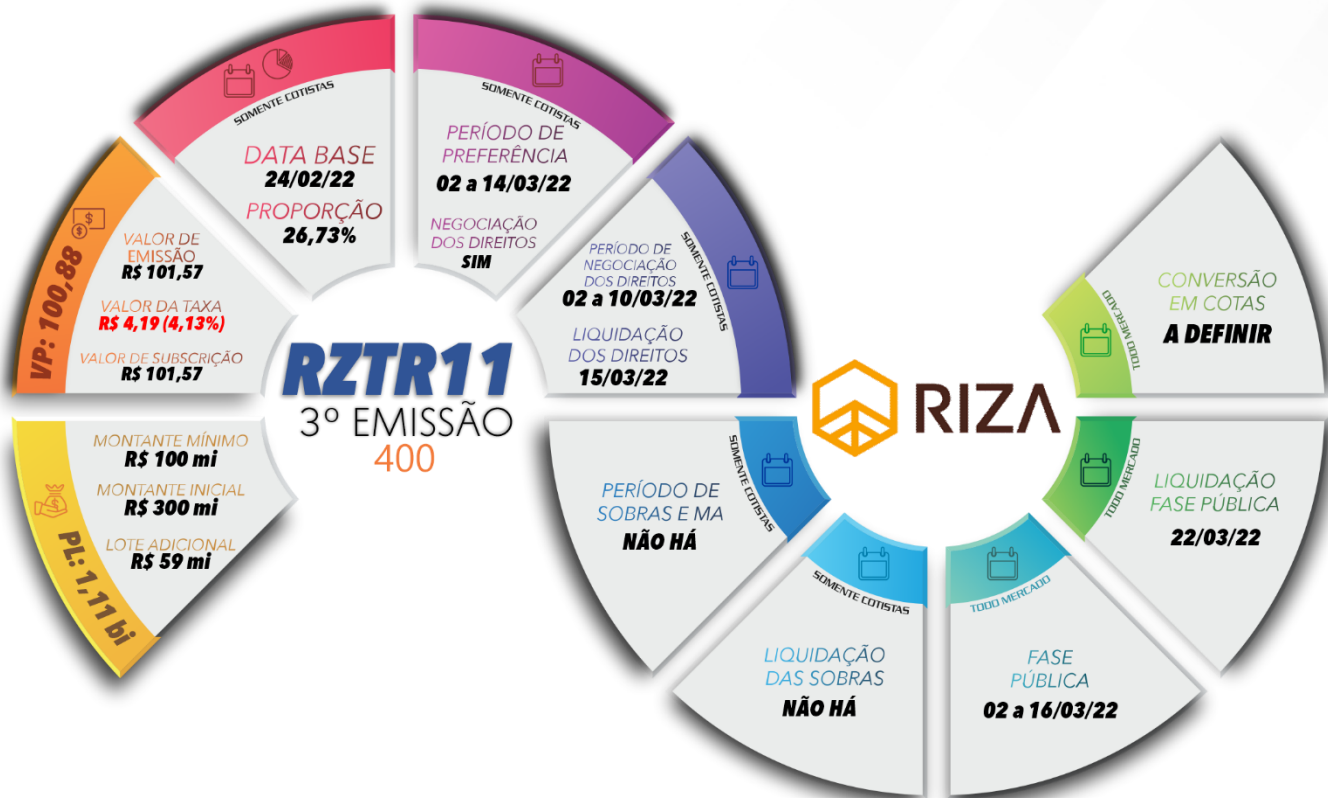
O resultado projetado do fundo é muito bom, ficando em patamares de FII de recebíveis que já distribuem a inflação imediata no rendimento, mas que, com esta emissão, passará a contar com a propriedade de terras para valorização no médio prazo, podendo gerar alguns retornos extras.

Em conclusão, tenho críticas duras sobre o modelo de emissão feita, de uma forma que poucos investidores conseguem perceber que no final a emissão gera redução do valor patrimonial e que os novos cotistas participam de um resultado que foi daquele período em que os primeiros cotistas confiaram seus recursos ao Gestor. Sempre penso que devemos prestigiar aqueles que primeiro nos apoiaram, pois sem eles não poderíamos existir. Tenho críticas também ao elevado custo da emissão, seria interessante ver Gestores pagando parte dessa conta, já que suas empresas passam a valer muito mais depois dessas emissões. Superada essas críticas, que se faça justiça, não devem ser feitas apenas ao RZTR11, vejo a emissão do ponto de vista operacional como muito boa. Aumentar a participação nesta tese que pode gerar ganhos futuros é uma das melhores opções que o fundo pode fazer, mas, evidentemente, precisaremos acompanhar como será a execução da estratégia.

Participar da emissão ou comprar o fundo no mercado secundário, neste momento, não faz diferença do ponto de vista financeiro e a minha recomendação seria para quem quiser ter o fundo, que o faça no mercado secundário, pois participar da emissão seria mais uma ideia de apoiar o crescimento do fundo, mas está no momento de os Gestores começarem a ajudar também neste ponto e não só os cotistas, além de terem mais cuidado com lucros de operações de períodos anteriores e a distribuição para os cotistas que vão entrar.

A tese de RZTR e BTRA são boas, vão distribuir bons rendimentos ao longo do tempo e podem ser bons pontos de equilíbrio em uma carteira de longo prazo e não descarto em algum intervalo de tempo retirarmos algum FII de CRI para colocar um dos fundos, mas neste momento seguimos com os fundos de recebíveis.

Segue calendário da oferta:



O fundo de recebíveis da Valora com alta exposição ao CDI divulgou aprovação da sua 5ª emissão, do tipo 400 (oferta pública), com o preço de emissão fixado no valor patrimonial do fundo referente a 31/12/21 (R\$ 97,90), e com preço de subscrição de R\$ 99,20, sendo cobrada uma taxa de distribuição primária de R\$ 1,30 (1,33%), a qual parece ser o custo da oferta, mas não é. Quando se lê rapidamente, parece que o custo da oferta é bem abaixo do que temos visto atualmente no mercado; no entanto, há um detalhe importante que precisamos observar e vou transcrever do item “taxa de distribuição primária”:

(ii) eventuais custos e despesas da Oferta não arcados pela Taxa de Distribuição Primária, incluindo a comissão de distribuição devida às Instituições Participantes da Oferta, serão de responsabilidade do Fundo (“Taxa de Distribuição Primária”); fonte: <https://fnet.bmfbovespa.com.br/fnet/publico/exibirDocumento?id=263375>

Não há uma divulgação exata do custo de emissão, mas somente a cobrança da taxa de distribuição. Observe que no item destacado o fundo fala de “comissão de distribuição”, que normalmente é o custo mais elevado de uma emissão, passando algumas vezes até de 2%. E, havendo essas despesas extras, que não temos o dado de quanto será, o custo é pago pelo fundo, igual no modelo que citei para RZTR11.

Com isso o fundo faz uma emissão no valor patrimonial, mas que é capaz de diluir o valor patrimonial do fundo pelos custos que não são de fácil visualização.

Esse modelo de emissão, que não deixa o custo tão aparente e que apesar de ser no valor patrimonial, tem o poder de reduzir o valor patrimonial do fundo não tem me agradado, parece que se quer entregar aos olhos do cotista o que ele pediu: “emissão no VP”, mas com alguns detalhes que só estando atento para avaliar.

A proporção da oferta é de 56,67%, o fundo ainda não divulgou o calendário da emissão.

O valor da emissão atualmente está um pouco abaixo do valor de mercado, bem próximo do rendimento de um mês fundo, considerando o não recebimento de um rendimento para quem participar da oferta, matematicamente não faz muita diferença adquirir via emissão ou pelo valor de mercado.

Apesar de gostar da carteira do fundo, exposta parte da sua carteira ao CDI, tendo o fundo atualmente 83% de alocação neste indicador, sendo muito bem diversificado em vários CRIs e securitizadoras, sendo praticamente voltado para CRIs do segmento residencial, não me agrado deste formato de emissão.



O fundo da Rio Bravo de CRI divulgou que foi aprovada a 3ª emissão de cotas. A emissão terá o preço unitário de R\$ 97,35, no valor patrimonial do fundo, e uma taxa de distribuição de R\$ 2,52, que, segundo o fato relevante, caso não cubram o total da oferta, esta será paga pelo fundo.

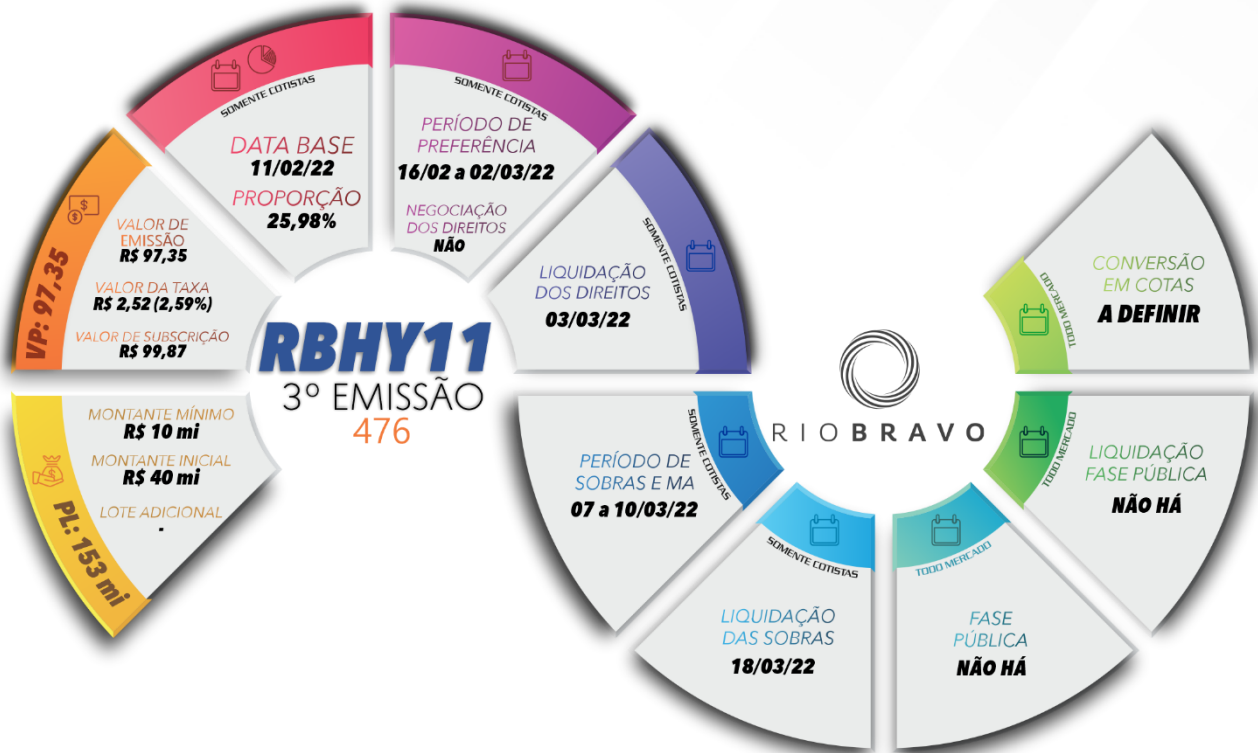
Como é uma emissão do tipo 476, espera-se que a taxa de distribuição seja suficiente para arcar com os custos e não gerar redução do valor patrimonial.

O valor de subscrição final será de R\$ 99,87, praticamente o valor de mercado do fundo, fazendo com que seja indiferente comprar na emissão ou no mercado. Neste ponto, importante lembrar que com o CDI elevado, participar da emissão gera rendimentos mais elevados que no passado, não ficando tão inferior que os pagos pelo fundo.

Segundo o último relatório do fundo, o pipeline para esta emissão são de CRIs de IPCA + 8,50% a 9,75%, sendo que atualmente a carteira do fundo tem 53% atrelada a IPCA + 9,40%, 28% atrelada a CDI + 6,40% e 5% atrelada a IGPM + 9,80%.

Assim, a emissão vai manter o atual perfil de remuneração e possivelmente atual perfil de crédito, com uma maior concentração no setor de loteamento, tradicionalmente um pouco mais arriscado.

Segue calendário da emissão:



Em termos de FII de CRI HY, o fundo oferece uma boa rentabilidade média e manterá, mas ainda siga com a preferência pelo fundo da carteira, CACRI11.



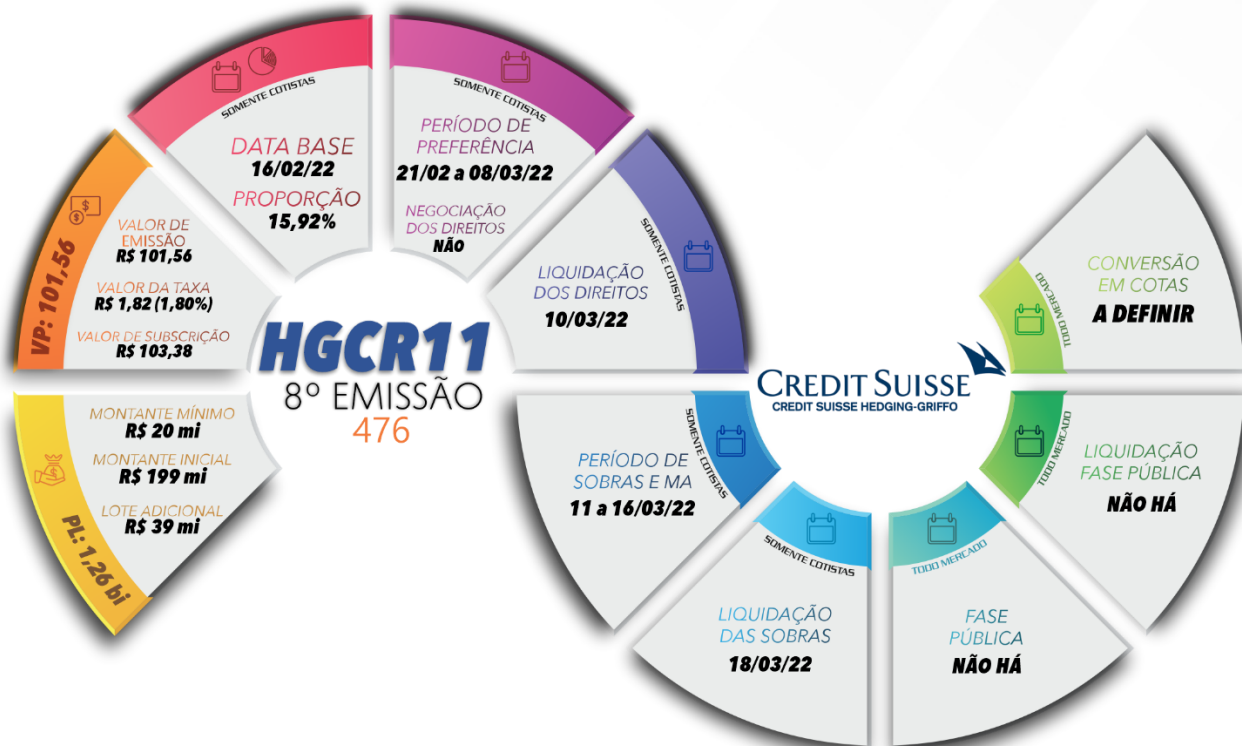
Neste cenário de emissões, o fundo de recebíveis da CSHG divulgou que foi aprovada a 8ª emissão de cotas. A emissão será no valor de R\$ 101,56, que segundo o documento é o atual valor patrimonial do fundo, e o valor será acrescido do custo de emissão de 1,80%, ou R\$ 1,82, perfazendo um total de subscrição de R\$ 103,38.

A diferença está no caso de o valor arrecadado para os custos não ser suficiente para pagar os custos da oferta, que é explicado da seguinte forma:

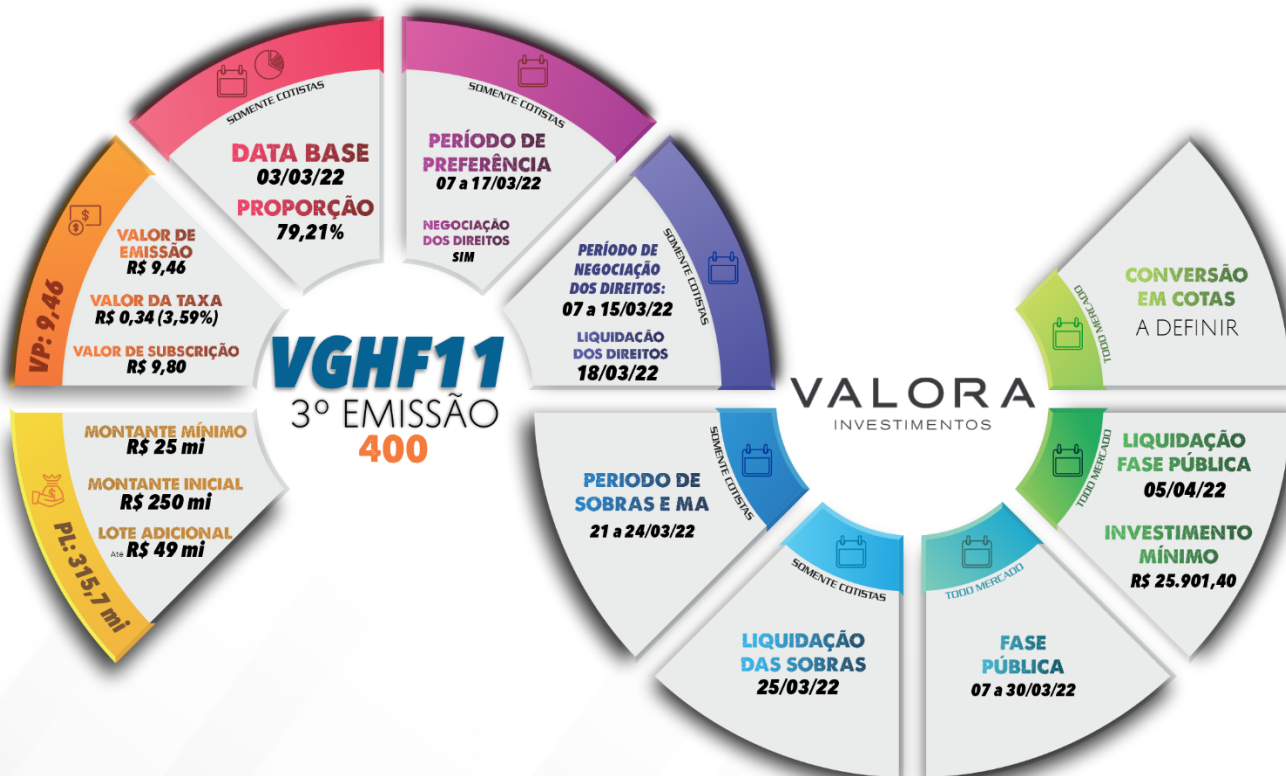
é (1) insuficiente para cobrir os gastos da distribuição primária das Cotas da 8ª Emissão, a Administradora deverá arcar com o valor remanescente; ou (2) superior ao montante necessário para cobrir os gastos da distribuição primária das Cotas da 8ª Emissão, o saldo remanescente arrecadado será destinado para o Fundo.

Fonte: <https://fnet.bmfbovespa.com.br/fnet/publico/exibirDocumento?id=265805>

Ou seja, não sendo suficiente, a administradora pagará e não o fundo, como vimos nos anteriores. E, no excesso arrecadado, este é destinado para o fundo. Segue calendário da emissão:



O fundo divulgou ratificação seu último fato relevante e alterou as datas de sua 3ª emissão, segue novo calendário:



**GGRC11**
GGR COVEPIZAGROS
CAPITAL

O fundo divulgou fato relevante sobre o incêndio que afetou o galpão industrial locado para a COVOLAN na noite de sábado (05/02) e na madrugada do dia seguinte. O incêndio afetou uma área aproximada de 5000 m² de um total de 38.131,93 m² conforme imagem enviada pelo fundo (abaixo). O fundo destaca que o imóvel conta com seguro e que será acionado os procedimentos para acioná-lo.

Esse já é o segundo incêndio ocorrido dentro do fundo, sendo o primeiro em setembro/2019, que afetou a unidade da Copobrás.

Vamos aproveitar este tema para discutir um ponto, o motivo pelo qual um ativo AAA é mais caro que um ativo de padrão inferior, é que, entre vários fatores, a sua estrutura é diferente e mais cara de ser montada. Numa classificação máxima para um galpão, no sistema de combate à incêndios é exigido o uso de sprinklers, um sistema que tem se mostrado um dos meios mais eficientes, que podem diminuir os prejuízos ao imóvel por funcionarem sem a necessidade da ação humana imediata. No caso deste galpão, podemos ver no relatório do imóvel locado para a Covolan que o sistema utilizado é de hidrantes e extintores apenas.



 LIMITE TERRENO GGR
 GALPÃO ATINGIDO PELO SINISTRO

**Sistema de Combate a Incêndio** Hidrantes e Extintores

É difícil afirmar neste caso que se houvesse o sistema de sprinklers, os danos seriam menores, porém é bem provável que sim, visto que a atuação do sistema tende a ser mais rápida quando comparada ao acionamento do corpo de bombeiros, até que eles cheguem ao local e iniciem o combate ao incêndio. Quem vai alugar pode dar preferência por ter um galpão de melhor qualidade, com este sistema, mas terá de estar disposto a pagar um aluguel mais elevado, pois é mais caro construir. Portanto podemos dizer que vimos um exemplo prático da importância do investidor se atentar à qualidade dos imóveis na hora de escolher um fundo. Naturalmente este não é o único fator a se observar, até porque existem bons fundos, como o FIIB11, com imóveis não tão modernos, mas sua localização privilegiada e seu histórico de baixa vacância faz com que o fundo ainda sim seja atrativo para compra. O importante para o investidor é analisar todo o conjunto, mas o fator *qualidade do imóvel* sempre será um dos pontos mais relevantes na hora da sua análise.

O investidor deve estar se perguntando se este evento afetará o rendimento do fundo. Afetar de forma negativa não, pois a receita proveniente da Covolan já não sendo computada na distribuição total do fundo desde novembro/2021. Contudo, este evento

pode afetar o fundo no sentido de atrasar o possível aumento do rendimento, visto que no final de janeiro/22 foi determinado pela justiça a intimação do fundo para pagamento pagar integral do aluguel faltante.

Com isso, se antes do incêndio o caminho já poderia ser longo para se receber os aluguéis em atraso, agora pode parecer mais distante ainda (a depender do que o seguro cubra neste contrato), uma vez que a empresa pode alegar maiores dificuldades para o pagamento.



O fundo divulgou seu relatório gerencial onde informa que no mês de janeiro gerou o maior resultado recorrente desde o seu início, sendo R\$ 1,00/cota, sendo a sua distribuição de R\$ 0,68/cota. Gerando assim um resultado acumulado e ainda não distribuído de R\$ 0,53/cota para linearização dos seus próximos rendimentos. O fundo também dá uma estimativa de rendimento para o ano de 2022 de R\$ 0,65 e R\$ 0,70/cota.

Com relação as vendas, em dezembro foram atingidos R\$ 1.703,8/m², aumento de 21% quando comparado 2021 e uma queda de 8,3% quando comparado a 2019.

Com isso, como venho dizendo nos meus relatórios, podemos ver que aos poucos os shoppings estão retornando com os seus resultados e esperamos que no segundo semestre deste os resultados sejam ainda mais positivos.



O fundo comunicou em seu relatório gerencial que adquiriu 27,72% das cotas do Fundo Via Parque (FVPQ11), que detém 100% de participação do Via Parque Shopping, localizado na Barra da Tijuca/RJ.



O fundo informa ter adquirido 776.398 cotas pelo valor de R\$ 125.000.078,00, pagando assim o valor de R\$ 161,00 por cota, abaixo do seu valor patrimonial. Alguns investidores

questionaram que poderia ter sido comprado as cotas pelo mercado secundário, visto seu desconto ainda maior, porém devido à baixa liquidez seria praticamente impossível. O fundo negocia uma média diária de R\$97.767,22 (dados de dezembro/21), portanto demoraria 1.278 pregões para adquirir todo o valor, sem contar que estou considerando que todas essas cotas seriam vendidas somente para um comprador, o que sabemos que não acontece. Fora o fato de que o mercado perceberia um forte comprador e tentaria se antecipar à compra dele, ou seja, provavelmente a compra demoraria muito mais.

Portanto, a compra neste modelo faz todo sentido, pois o XPML11 não é um FoF que vai participar de todos os pregões, todos os dias, de FVPQ11. Evidentemente que ao fazer isso, o fundo faz uma aquisição que imediatamente gera uma redução do seu valor patrimonial, pois ele gasta aproximadamente R\$ 125MM na aquisição e o seu valor de mercado já passa imediatamente para R\$ 97MM; no entanto, não vejo maiores problemas dessa situação, desde que o shopping gere bons resultados.

Assim, a compra pagando acima do valor de mercado, apesar de reclamada por muitos cotistas, é o modelo que realmente faria sentido para a operação, não havendo sentido em se comparar com uma compra no mercado. O ponto de avaliação neste momento é verificar se a compra faz sentido para o fundo. Claro que não posso deixar de destacar que o HGBS11 em outras oportunidades comprou cotas de FIs de shopping que pretendia adquirir e de forma paciente, mas depois de um tempo, para ter o controle total do shopping, pagou o valor patrimonial, como em HMOC11, mas até lá fez muitas compras no valor de mercado, aproveitando o desconto que o mercado lhe dava.

Para pagar essa compra o fundo utilizou uma alavancagem com um custo de 6,87%+IPCA e outra de 2,75% + CDI. Essa dívida tem carência de juros por 18 meses e de amortização por 24 meses, ou seja, em um primeiro momento a aquisição melhora a rentabilidade do fundo, mas gera o efeito de reduzir o seu patrimônio líquido na medida que o seu passivo aumenta mês após mês.

Não gosto desse modelo de carência de juros nos fundos imobiliários, pois no final o custo da dívida não gera impacto no fluxo de caixa do fundo e este acaba fazendo a distribuição dos rendimentos que o novo ativo passou a gerar, reduzindo o valor patrimonial e aumentando o risco de reduções de rendimentos no futuro, que só não ocorrerão se os ativos passarem a performarem melhor ou se o mercado melhorar a tal ponto que a emissão possa ser feita de forma muito favorável para pagar essa dívida.

Importante destacar, no entanto, que a decisão no caso do MXRF11 geraria impacto neste modelo, pois esses juros em carência não geram efeitos no caixa, mas geram redução do lucro pelo regime de competência e esses fundos teria seus resultados impactados. Pouca atenção tem se dado a este ponto, mas quando houver o pagamento desses juros, especialmente se for com a emissão de novas cotas, qual será o tratamento dado na DRE do fundo? Se fizer o pagamento integral desses juros, teria de haver um impacto enorme nos resultados, por sua vez, se apenas fizer o pagamento parcelado, o impacto é menor, mas maior do que se estivesse pagando os juros desde o início.

Alavancagens em FIIs podem ser uma alternativa interessante para melhorar o retorno, no entanto, essas carências de juros, cada vez mais comum, começam a me deixar preocupado, especialmente se alguma interpretação contábil disser que se os juros forem pagos com a emissão não são considerados despesas. O caso do MXRF11 nos faz refletir sobre este ponto também e importante aumentarmos a atenção nesses casos.

Nesse ponto o investidor pode se questionar, era realmente uma oportunidade imperdível de aquisição a ponto de se usar esse custo de dívida?

Se o fundo voltar para uma rentabilidade semelhante à de 2019, o *cap rate* de aquisição seria de aproximadamente 8%, ou seja, a dívida seria positiva, o risco está no fundo não conseguir retornar logo para esses patamares, pois neste período a dívida segue correndo.

O FVPQ11 é um shopping que se mostrou bastante resiliente ao longo da pandemia, não teve fortes reduções de ocupação, mas teve um aumento expressivo de sua inadimplência. Ocorre que o resultado do quarto trimestre da Multiplan demonstrou que o seu shopping de Jacarepaguá, concorrente do Via Parque, está evoluindo de forma rápida e pode ser um desafio para o FVPQ11, criando uma maior concorrência. Apesar disso, o Via Parque é consolidado dentro do seu público nas proximidades e com a ideia de um shopping de lazer para crianças. Depois, a construção da Decathlon no terreno anexo pode melhorar o fluxo de pessoas no shopping Via Parque.

O investimento em FVPQ11 mostra-se uma boa opção, mas assumir uma dívida neste custo para adquirir a participação no fundo, por um fundo igual o XPML11, já bem consolidado e com boas propriedades, parece o tipo de operação que não era necessária e tem pouco a agregar no fundo em termos de diversificação. O FVPQ11 tem bastante desafio para se adquirir ele com dívida, a qual conta com carência de juros, por um shopping que tem propriedades, em geral, de altíssimo padrão.

Assim, não gostei da operação, parece o tipo de risco desnecessário para o fundo consolidado que o XPML11 já é, mas isso não é suficiente para descaracterizar ou reduzir a qualidade do fundo da XP, visto que a operação representa apenas um pouco mais de 5% do patrimônio líquido do fundo, ou seja, tendo pouco impacto; no entanto, é uma operação que nos acende um alerta de acompanhamento para novas operações que venham a ocorrer e começar a alterar o perfil de risco do fundo.

Ainda sobre o XPML11, foi aprovado pelos cotistas em assembleia a substituição do administrador do fundo pela própria XP INVESTIMENTOS.



Com a aquisição do XPML11, feita da ALSO3 (Aliansce Sonae), praticamente elimina o risco futuro do fundo igual a situação enfrentada por ABCP11 com a Receita Federal e que ainda esperamos algum desfecho por parte da Receita Federal quanto o PQDP11.

Isso melhora consideravelmente o risco retorno de FVPQ11, que ainda segue sendo negociado bem abaixo do valor pago por XPML11.

Se o investidor considerar que a aquisição do XPML11 foi boa, adquirir as cotas de FVPQ11 nos atuais valor de mercado será melhor ainda.

O Via Parque tem alguns desafios de curto prazo para resolver, especialmente a concorrência, mas o fundo segue com uma excelente ocupação e potencial de gerar bons rendimentos, mas que dado o alto nível de inadimplência, ainda é difícil prever que o fundo vá conseguir retornar ao seu rendimento mensal de um pouco acima de R\$ 1,00 neste ano de 2022, mas para os anos seguintes há uma maior probabilidade, o que geraria um excelente *yield*, fazendo com que neste preço haja um bom risco x retorno.



O fundo em seu relatório gerencial divulgou seu resultado de janeiro/22, onde podemos ver que a distribuição foi abaixo do seu resultado líquido, sendo distribuído R\$ 0,34/cota de um resultado de R\$ 0,53/cota, tendo como resultado ainda não distribuído R\$ 0,71/cota.

O fundo também estima um nível de rendimento para o semestre entre R\$ 0,32 e R\$ 0,36/cota.

Com isso, parece que o fundo volta a contar apenas com os rendimentos recorrentes e encerra sua alta distribuição devido a resultados não recorrentes proveniente da multa de rescisão antecipada da Camicado e o ganho de capital da venda da Lojas Renner.

Lembrando que, com a aquisição da sede de Rede Globo, o fundo aumentou fortemente sua alavancagem, passando para aproximadamente 51% do patrimônio do fundo.



O fundo comunicou que repactuou a forma de pagamento do saldo remanescente da aquisição do empreendimento Castelo 57 Business Park, em São Roque/SP. O valor de 57,7MM que seria pago ao longo de 2022 agora será pago em 10 anos por meio de uma operação de securitização, com uma taxa de IPCA + 6,80%.

Uma das vantagens de uma operação de securitização é o cap rate do imóvel adquirido geralmente ser maior do que os juros da dívida securitizada, abrindo assim um spread e gerando momentaneamente um lucro sobre a operação. Este imóvel que está sendo construído conta com uma RMG de 8,5% de cap rate, que é superior ao spread de juros da dívida, ficando a conta atrelada à valorização do imóvel em linha com o IPCA, para que seja positiva para o fundo. O valor total do empreendimento a ser adquirido pelo fundo é de R\$ 130.016.865,88, sendo que R\$ 72,32MM já foram pagos e é somente sobre o saldo remanescente (R\$ 57,7MM) que será realizado a securitização.

A alavancagem do fundo é pequena e segue positiva, falta apenas o fundo divulgar melhor os dados dos seus CRIs, especialmente sobre eventuais carências.



O fundo de recebíveis da REC divulgou o seu relatório gerencial de janeiro, no qual podemos verificar que no acumulado de 12 meses o fundo distribuiu mais que as suas linhas “regime competência” e “regime caixa”, o que fez alguns investidores questionarem eventual problema semelhante ao do caso MXRF11.

Ocorre que só com esses dados não é possível chegar a esta conclusão, o fundo tem, da última demonstração financeira, um pouco mais de R\$ 4 MM de reserva de lucros, acima da diferença distribuída. O próprio fundo cita em seu relatório um resultado por regime de competência acumulado e não distribuído de R\$ 0,1259.

Neste cenário de dúvidas sobre o caso MXRF11 o investidor precisa ter o cuidado de não buscar um dado simples e acabar pensando que se está diante de um caso semelhante ao do fundo da XP. A questão é complexa, como já dito em outros relatórios, tem um impacto considerável sobre os FIIs de recebíveis, especialmente sobre as interpretações de o que seria o lucro pelo regime de caixa e quais rubricas devem/podem ser acrescidos e subtraídos para se encontrar o valor mínimo e máximo de distribuição.



O fundo divulgou em seu relatório mensal com os dados de dezembro/21 onde também podemos ver uma melhora nos resultados dos shoppings do fundo. A inadimplência líquida pela primeira e única vez no ano de 2021 se mostrou negativa (-5,7%), ou seja, a recuperação de aluguéis de períodos anteriores se sobrepôs ao montante inadimplido no período.

As vendas e aluguéis ficaram praticamente nos mesmos patamares de 2019, mostrando o bom sinal de recuperação. O fundo informa a perspectiva de um novo aumento no rendimento programada para o mês de março, onde passará a receber a receita de locação do Shopping Paralela.



O fundo da CSHG apresentou um resultado de R\$ 1,01/cota, bem superior ao resultado distribuído, de R\$ 0,69/cota. O resultado maior se deu devido ao recebimento da terceira parcela da venda do Verbo Divino no valor de R\$ 12,9MM.

Esse resultado acumulado não distribuído, juntamente com as receitas não recorrentes a receber neste ano proveniente da multa rescisória da ENEL e da venda do Ed. Verbo Divino será de extrema importância para o fundo equalizar sua distribuição ao longo de 2022, uma vez que o fundo está passando por alterações em seu portfólio onde impacta diretamente na sua geração de caixa, como vacância e novos aluguéis com carências, somado aos passivos do fundo, como o compromisso de investimentos no Ed. Martiniano, bem como o saldo do CRI Chucri Zaidan.

Houve a primeira locação no primeiro andar do Ed. Paulista Star, reduzindo um pouco a vacância do fundo. O fundo informa que estão em andamento grandes negociações para o Torre Martiniano e o Paulista Star.

O fundo também traz uma atualização importante do mercado de lajes de São Paulo, no quarto trimestre de 2021 foi registrado a primeira absorção líquida positiva (quando há mais locações do que entregas), podendo indicar um sinal de retomada do setor. Já que falamos sobre a qualidade do imóvel no tópico do GGRC11, vamos falar aqui da localização. Em um cenário de recuperação de um segmento, historicamente a vacância reduz primeiramente nas regiões mais nobres e onde há maior demanda de locação, naturalmente onde também há imóveis de maior qualidade. No caso de SP, as regiões da Faria Lima, Vila Olímpia e Pinheiros são as que mais se destacam, seguidas da Paulista, Berrini e Chucri, com as seguintes vacâncias: Faria Lima 7%, Vila Olímpia 16%, Pinheiros em 17%, Paulista 20%, Berrini 28% e Chucri Zaidan 32%.

Com isso o fundo espera reduzir sua vacância ao longo dos próximos trimestres, indo em linha com o que disse no relatório de 16/01/22:

"Se o fundo conseguir encerrar o ano resolvendo 50% da vacância, o seu rendimento teria potencial para superar R\$ 0,80 em 2023. "

O fundo ainda informa que realizou a medição da "área BOMA" em alguns dos seus ativos, e que nos próximos relatórios será atualizado a área locável deles sempre quando houver uma nova locação. A área BOMA basicamente considera o espaço locado como a soma da área privativa do inquilino com a divisão das áreas comuns que todos os locatários utilizam, com exceção de escadas, fosso do elevador e as áreas destinadas para equipamentos e serviços. Como a ABL normalmente considera somente a área privativa, a área BOMA costuma ser acima da ABL. Assim, veremos nos próximos relatórios do fundo sendo atualizada por uma área maior, como já anunciado pelo fundo no Ed. Paulista Star, onde a área do empreendimento foi atualizada de 10.592,91 m² para 13.702,07 m² (BOMA), já aumentando assim a ABL total do fundo em aproximadamente 3.109,16 m².



O fundo divulgou fato relevante que foi distratado o contrato referente à aquisição de cinco ativos educacionais, dois em MG, dois no RJ e um em GO, e que o valor pago de sinal no valor de 1,8MM será devolvido ao fundo em até 10 dias a contar da data da divulgado do fato relevante.

Considero o fato relevante positivo, até por ir em linha com o que escrevi quando da divulgação do objetivo de compra:

Como o fundo não tem caixa para fazer a aquisição, esta será feita com uma emissão de cotas, a qual precisará ser feita abaixo do valor patrimonial, visto que a cotação do fundo está praticamente 10% abaixo do valor patrimonial. Considerando o atual momento do mercado, possivelmente deveremos observar uma emissão até consideravelmente abaixo do patrimonial, para permitir a captação, algo em torno de 15%.

Realizar uma emissão nesse nível abaixo do valor patrimonial para adquirir imóvel com cap rate em linha do que o atual valor patrimonial já roda, não parece ser o ideal.



O fundo em janeiro/22 apurou um resultado total de R\$ 0,87/cota, sendo que distribuiu como rendimento R\$ 0,76/cota, O alto resultado se deu devido ao lucro obtido da venda da Loja Pernambucanas de Batatais (R\$ 0,05/cota) e o recebimento da segunda e última parcela do aluguel variável referente aos imóveis locados para a Casas Pernambucanas (R\$ 0,03/cota). Com isso, o fundo acumula um resultado ainda não distribuído de R\$ 0,52/cota, a ser distribuído ao longo dos próximos meses.

Um ponto importante para observarmos é o reajuste anual de 7% dos contratos no mês de fevereiro, atualizados pelo IGPM. Como o índice acumulou uma alta de 17,78% ao longo de 2021, poderemos ver um aumento da receita de locação do fundo nos próximos meses, mas eventual aumento de rendimento só seria observado no segundo semestre, caso possível.



O fundo divulgou seu excelente relatório gerencial, onde recomendo a leitura (basta clicar no card do fundo). O fundo apresentou um estudo de projeções de resultados para os próximos semestres, do primeiro semestre de 2022 até o segundo semestre de 2023, separando o rendimento recorrente e o não recorrente conforme tabela abaixo retirada do relatório:

(R\$ por cota)	S1 de 2022	S2 de 2022	S1 de 2023	S2 de 2023
Recorrente	0,93	0,94	0,96	1,00
Não recorrente	0,45	0,26	0,19	-
Resultado	1,38	1,20	1,15	1,00

Fonte: CSHG. Rentabilidade estimada não representa garantia ou promessa de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos.

Fonte: <https://fnet.bmfbovespa.com.br/fnet/publico/exibirDocumento?id=264038>

Conforme tabela, há uma projeção de aumento do rendimento recorrente a cada semestre, esse aumento se dá por vários fatores como a correção do aluguel dos principais contratos, aumento da taxa de juros, nova receita do HGLG Itupeva II que hoje ainda está em obras, dentre outras premissas. Já para as receitas não recorrentes, os principais fatores são a multa do HGLG Betim da saída do Walmart, o lucro da venda do ativo Lojas Americanas em Uberlândia, dos terrenos em Extrema e dos imóveis de Atibaia.

O fundo também divulgou um pequeno pipeline de novos negócios, já visando a emissão que está por vir, evidenciando os valores que estão em negociação e diligência.

Com isso, o fundo segue se destacando no mercado, dando uma excelente expectativa de crescimento dos rendimentos para 2022 e 2023 e já prospectando novas aquisições e aumentando ainda mais do seu patrimônio líquido, se consolidando como o maior fundo de logística do mercado atualmente, sendo o segundo maior fundo de tijolo, atrás somente de KNR11.

Para o investidor que quer adquirir o fundo, um ótimo momento será a emissão que está por vir, seja participando da emissão ou comprando no mercado depois do ajuste das cotas, onde podemos ver uma queda no preço negociado.



O fundo em seu relatório gerencial divulgou mais 5 aquisições de CRI, com taxas desde IPCA + 5,70% até IPCA +8,50% e que com essas aquisições o fundo passou a ter uma alocação total de 103,27% do patrimônio líquido do fundo, valor acima de 100% devido ao instrumento de operações compromissadas, já bem explicado em relatórios anteriores. Uma provocação importante aqui, o fundo comprou CRI com taxa de IPCA + 5,70%, quando

o Tesouro Direto está remunerando a 5,65% + IPCA, será que a isenção do imposto de renda no instrumento é suficiente para compensar o risco? A vida do Gestor de FII de CRI neste momento não é das mais fáceis, encontrar bons devedores e que aceitem a pagar juros acima de 6%+IPCA, mas também é necessário se fazer esta reflexão, pois não dá para assumir risco e não ser remunerado por isso.

Assim, podemos ver dessa vez que o fundo já começou a alocar de forma célere os recursos captados da sua 8ª emissão.

Importante destacar a fala do gestor quanto aos desdobramentos do caso do MXRF11:

Temos acompanhado o andamento do recente caso do parecer divulgado pela CVM acerca da distribuição de rendimentos do fundo MXRF11, cuja última atualização foi o atendimento pelo Colegiado de efeito suspensivo solicitado pelo administrador do fundo BTG Pactual. Nosso entendimento é de que não há motivo para qualquer atitude drástica, visto que o regulador não tem interesse em prejudicar o produto ou a indústria e inclusive se mostrou aberto ao diálogo. Esta é uma discussão importante para o mercado e certamente terá uma solução positiva que trará mais transparência, padronização e uniformidade para o produto.



O fundo divulgou fato relevante de que a reavaliação anual de seus imóveis gerou uma redução do valor patrimonial na ordem de R\$ 3,09. Com isso o fundo terá uma redução do seu valor patrimonial e seguirá a sua redução de valor patrimonial mês após mês, enquanto os juros da sua alavancagem estiverem em carência, como já tratado em relatórios anteriores.

Assim o investidor precisa ficar atento para essa queda do valor patrimonial, pois em parte essa queda é a contrapartida para o rendimento melhor.



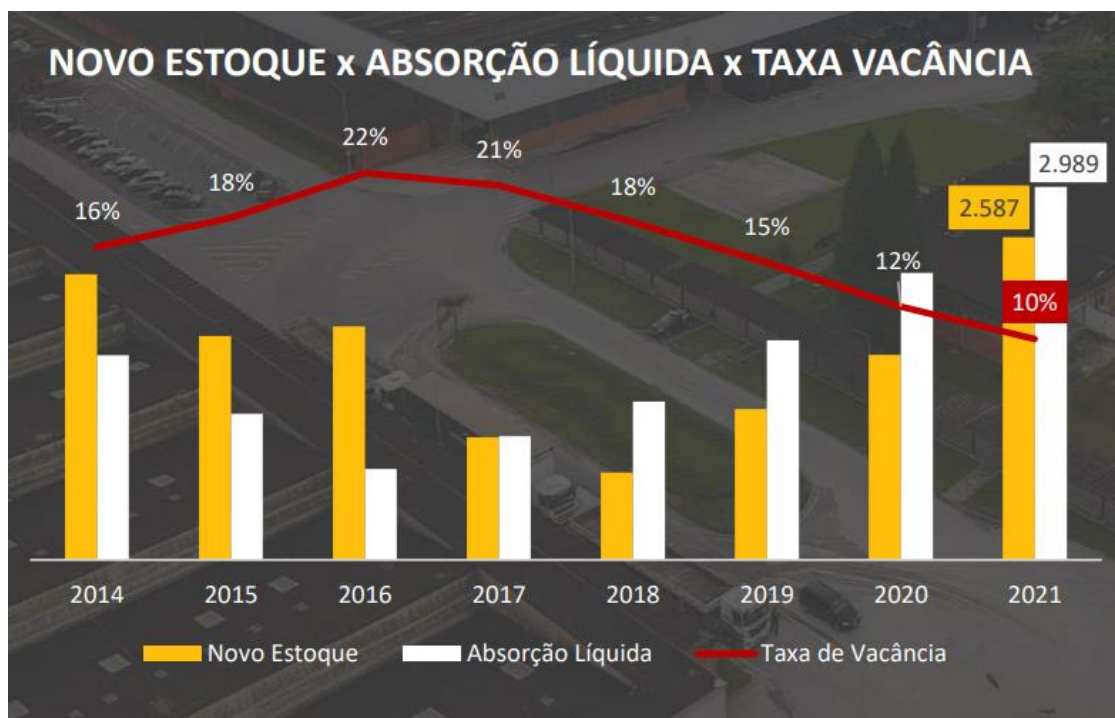
O FoF da Hedge divulgou seu relatório gerencial onde podemos observar que o lucro líquido por cota do fundo foi de R\$ 0,67, enquanto o rendimento distribuído foi de R\$ 0,60, tendo o fundo gerado um pequeno ganho de capital no mês de janeiro. O resultado foi impactado de forma positiva devido ao rendimento não recorrente de algumas posições da carteira do fundo decorrentes, principalmente por ajustes de final de ano de alguns FIIs para se enquadrarem no mínimo de 95% da distribuição no semestre. O fundo encerra o mês de janeiro com um resultado acumulado e ainda não distribuído de R\$ 0,57/cota.

Neste relatório gerencial a Hedge expressa sua opinião sobre os acontecimentos com o caso do MXRF11 e o colegiado da CVM, sendo interessante a leitura para que o assinante observe as várias opiniões de diferentes profissionais do mercado e perceba a complexidade do tema.



O fundo em seu relatório traz dados muito positivos para todo o mercado de galpões logísticos, onde recomendo a leitura.

Um dado importante é que, segundo a Buildings, foram entregues aproximadamente 2,6 milhões de m² novos em todo o país e esse volume foi o maior de toda a série histórica desde 2014 e, mesmo com esse enorme volume entregue, o que geralmente espera-se um aumento da vacância média no segmento devido às novas construções entregues, desta vez esse aumento não foi observado. O motivo foi a absorção líquida, que também registrou recorde desde 2014, com 2,99 milhões de m² absorvidos, conforme gráfico abaixo retirado do relatório do fundo:



Fonte: <https://fnet.bmfbovespa.com.br/fnet/publico/exibirDocumento?id=265028>

Esses dados corroboram com minha visão de que o segmento de logística continuará sendo um dos melhores para os próximos anos, reforçando a compra dos que entendo serem as melhores opções os presentes em nossa carteira recomendada.



O fundo comunicou a locação de 1.940,81m² do módulo B1, do “Syslog Galeão” em Duque de Caxias/RJ, para a empresa a “SOS Tecnologia e Gestão da Informação Ltda”, com um prazo de vigência de 60 meses.

O fundo estima que a receita bruta nos próximos 24 meses será de aproximadamente (R\$ 0,0193/cota, e a receita mensal de R\$ 0,0011/cota. Desta forma, a vacância do fundo foi reduzida de 9% para 8,8%.

O valor do m² desta locação é de aproximadamente R\$ 15,36, em linha com as outras locações realizadas no imóvel em 2020/2021; no entanto, um pouco abaixo da RMG de R\$ 18,00 o m². A locação não gerará efeitos de aumento do rendimento, justamente pelo fato de que o imóvel tem RMG, mas, como tal acaba agora em fevereiro de 2022, a locação tem um efeito importante de impedir uma redução do rendimento.



O fundo aprovou sua emissão com objetivo de captar 591MM para ampliar sua participação do Shopping Pátio Higienópolis, onde se confirmou a intenção de venda de um coproprietário do shopping.

O preço de emissão (R\$ 888,29) está muito acima do valor de mercado (R\$ 790,46), portanto a emissão deve ser ancorada por algum investidor institucional, não valendo a pena para o investidor comum participar.

O SHPH11 é um fundo tradicionalmente de investidores antigos, muitos dos quais com um poder aquisitivo bem acima da média dos investidores, então esses investidores também podem ancorar esta emissão, mesmo acima do valor de mercado e no valor patrimonial. Dito isso, um ponto chama muito a atenção nesta emissão, o seu custo. O custo da emissão é de apenas 1,75%, mostrando que dá para fazer uma emissão mais baixa; no entanto, não é isso que chama a atenção, mas o ponto de quem pagar eventuais custos além dessa taxa “a Instituição Administradora deverá arcar com o valor remanescente”. É certo que no RBHY11, que vimos uma situação diferente, o administrador é diverso, mas será que a Gestora, que é a administradora aqui, não poderia ter feito o mesmo formato lá?



O fundo divulgou seus resultados de janeiro/22 com um resultado muito acima do de dezembro/21, saindo de uma receita de 7,23MM para 13,68MM, com destaque para os

shoppings Penha e Mooca Plaza. Essa grande melhora é creditada, em parte, pelos chamados décimo terceiro aluguel que alguns lojistas pagam, bem como a melhora receita dos lojistas. Para termos uma ideia de melhoria, o importante seria comparar com o relatório de janeiro de 2020, mas ao observarmos isso, vamos verificar que houve um grande aumento da receita, ocorrida pelo aumento da ABL.

Assim, para observarmos uma melhoria do fundo, precisamos olhar o seu NOI/M² de dezembro de 2021 com dezembro de 2019 (dados do relatório de janeiro), neste caso, vamos verificar que em dezembro de 2019 tinha sido de R\$ 88,00 e agora está em R\$ 76,00. Esse dado, no entanto, também precisa de filtro, pois depende o valor das novas propriedades que entraram e eventos não recorrentes, assim, devemos observar que o Gestor informou ter o seu NOI apresentado, neste período, um aumento de 3%, o que é um dado muito positivo para o setor de shopping. Ainda sobre os efeitos da pandemia, o fundo já consegue apresentar resultados superiores que aquele de antes deste período, demonstrando uma boa recuperação, mesmo com uma vacância muito superior.

Com isso e os dados apresentados pelos demais shoppings, sigo confiante em uma recuperação do setor ao longo deste ano de 2022, possivelmente com alguns meses um pouco pior, mas uma possível recuperação ao longo do ano.

Passemos a observar mais um pouco dos dados do fundo, para avaliar esta melhoria.

Com relação as vacâncias de nov/21 para dez/21, a vacância média do fundo permanece nos patamares de 4,92%, com destaque positivo para o São Bernardo Plaza Shopping que reduziu de 4,2% para 2,6% e negativo para o Shopping Villa Lobos, que subiu de 2,5% para 3,6%.

A inadimplência líquida nov/21 para dez/21 tiveram uma melhora, saindo de 11,91% em nov/21 para 10,75% em dez/21 com destaque para o Mooca Plaza Shopping, saindo de 2,5% para 1,2%, e o I Fashion Outlet, saindo de 2,6% para 1,9%. O shopping goiabeiras ainda segue desafiador, com um alto índice de inadimplência (26,6%).

Analisando as vendas totais, o fundo saiu de 34,2MM em nov/21 para 53,5MM em dez/21, sendo destaques o Mooca Plaza Shopping aumentando em 76,8% suas vendas, seguido do Santana Parque Shopping, onde aumentou 74,6%.

Comparando os dados de dez/21 com dez/19, podemos ver a vacância média do fundo levemente acima, 4,30% em 2019 e 4,92% em 2021. A inadimplência líquida ainda segue alta com relação ao mesmo período, 1,54% em 2019 e 10,75% em 2021, porém as vendas totais superaram os patamares de 2019, com 52,46MM em 2019 e 53,55MM em 2021.

CARTEIRA RECOMENDADA

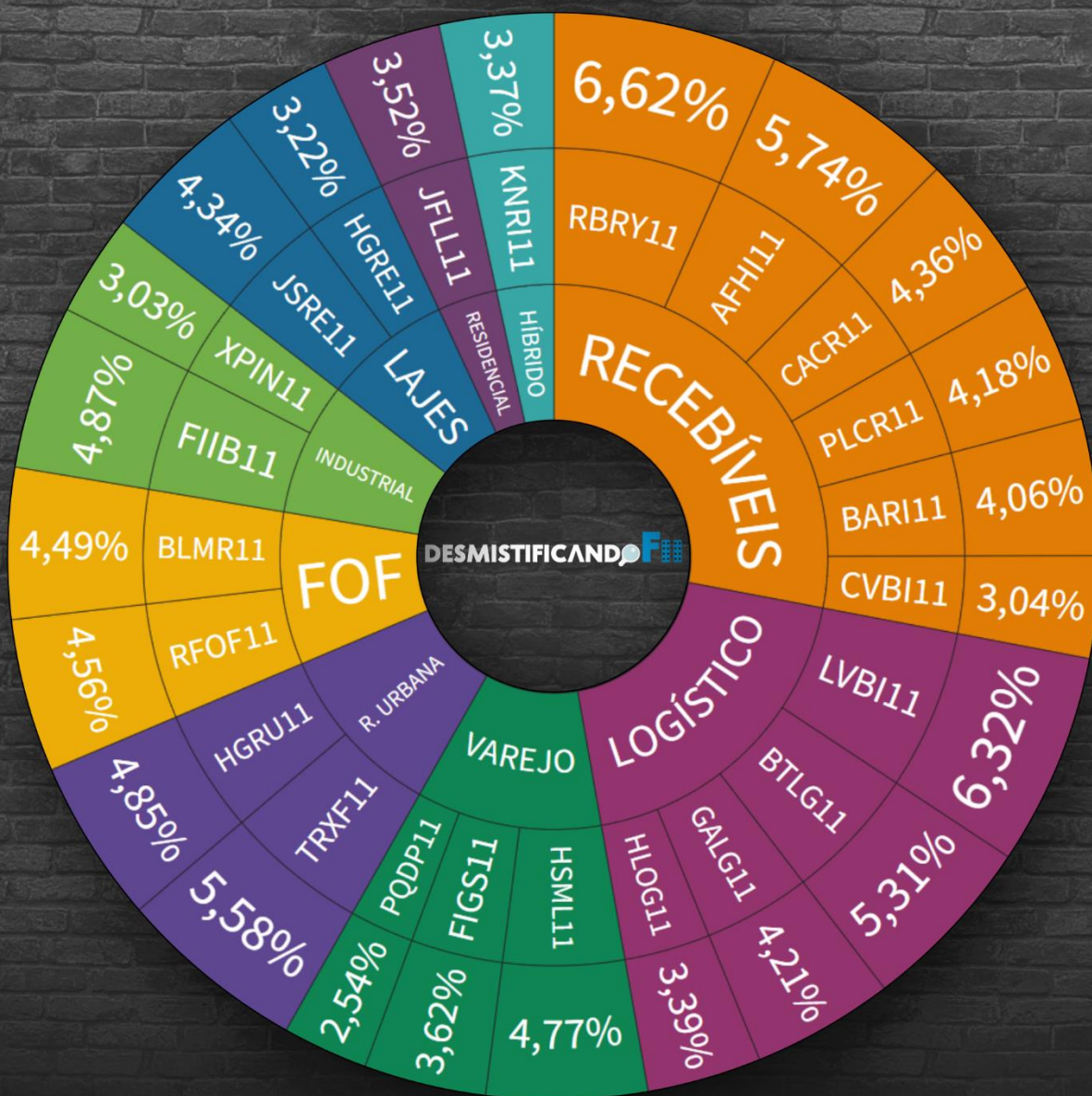
TABELA

Data da Entrada	Análise	FUNDO	Setor	Cotação	Cotas	Valor Médio	Valor Investido	Peso inicial	Valor Atual	Peso atual	Recomendação
18/10/20	LINK	HGRE11	Lajes	132,00	39	150,37	5.864,43	3,35%	5.148,00	3,22%	Compra
10/11/20	LINK	JSRE11	Lajes	77,00	90	87,68	7.891,20	4,51%	6.930,00	4,34%	Compra
22/08/21	LINK	BLMR11	FoF	7,97	900	7,52	6.768,00	3,87%	7.173,00	4,49%	Compra
16/08/20	LINK	RFOF11	FoF	70,00	104	72,83	7.574,32	4,33%	7.280,00	4,56%	Compra
19/01/20	LINK	FIIB11	Industrial	457,80	17	561,94	9.552,98	5,46%	7.782,60	4,87%	Compra
12/04/20	LINK	XPIN11	Industrial	84,84	57	101,02	5.758,14	3,29%	4.835,88	3,03%	Compra
23/08/20	LINK	BTLG11	Logístico	105,94	80	106,98	8.558,40	4,89%	8.475,20	5,31%	Compra
21/12/20	LINK	HLOG11	Logístico	93,28	58	117,89	6.837,62	3,91%	5.410,24	3,39%	Compra
08/08/21	LINK	LVBI11	Logístico	101,00	100	101,94	10.194,00	5,82%	10.100,00	6,32%	Compra
24/04/21	LINK	GALG11	Logístico	98,98	68	111,30	7.568,40	4,32%	6.730,64	4,21%	Compra
19/01/20	LINK	KNRI11	Híbrido	134,70	40	175,79	7.031,60	4,02%	5.388,00	3,37%	Compra
06/06/21	LINK	AFHI11	Recebíveis	101,94	90	92,94	8.364,60	4,78%	9.174,60	5,74%	Compra
19/01/20	LINK	BARI11	Recebíveis	102,93	63	107,62	6.780,06	3,87%	6.484,59	4,06%	Compra
19/01/20	LINK	CVBI11	Recebíveis	101,09	48	105,33	5.055,84	2,89%	4.852,32	3,04%	Compra
21/11/21	LINK	CACR11	Recebíveis	107,06	65	102,00	6.630,00	3,79%	6.958,90	4,36%	Compra
20/12/20	LINK	PLCR11	Recebíveis	87,85	76	87,31	6.635,56	3,79%	6.676,60	4,18%	Compra
19/01/20	LINK	RBRY11	Recebíveis	105,81	100	104,38	10.438,00	5,96%	10.581,00	6,62%	Compra
19/01/20	LINK	HGRU11	R. Urbana	114,00	68	129,39	8.798,52	5,02%	7.752,00	4,85%	Compra
05/07/20	LINK	TRXF11	R. Urbana	101,24	88	101,99	8.975,12	5,13%	8.909,12	5,58%	Compra
19/01/20	LINK	FIGS11	Varejo	53,10	109	84,83	9.246,47	5,28%	5.787,90	3,62%	Compra
24/10/21	LINK	HSML11	Varejo	76,21	100	77,83	7.783,00	4,44%	7.621,00	4,77%	Compra
12/12/21	LINK	JFLL11	Residencial	72,00	78	68,59	5.350,02	3,06%	5.616,00	3,52%	Compra
19/01/20	LINK	PQDP11	Varejo	2.030,05	2	3.721,00	7.442,00	4,25%	4.060,10	2,54%	Manutenção

23 FUNDOS

CARTEIRA RECOMENDADA

GRÁFICOS



RECEBÍVEIS	RBRY11	AFHI11	CACR11	PLCR11	BARI11	CVBI11	28
LOGÍSTICO	LVBI11	BTLG11	GALG11	HLOG11			19.23
VAREJO	HSML11	FIGS11	PQD...				10.93
R. URBANA	TRXF11	HGRU11					10.43
FOF	RFOF11	BLMR11					9.05
INDUSTRIAL	FIIB11	XPIN11					7.9
LAJES	JSRE11	HGRE11					7.56
RESIDENCIAL	JFLL11						3.52
HÍBRIDO	KNRI11						3.37

 **Números da carteira**

Caixa	Saldo histórico
LCI 85% CDI	R\$ 2.026,32

RENDIMENTOS DA CARTEIRA	
Janeiro	R\$ 1.489,13
Fevereiro	
Março	
Abril	
Maio	
Junho	
Julho	
Agosto	
Setembro	
Outubro	
Novembro	
Dezembro	

CÁLCULO DA TIR	
Janeiro	-R\$ 162.808,80
Fevereiro	
Março	
Abril	
Maio	
Junho	
Julho	
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



LEGENDA DE CADA SEGMENTO

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

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



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 PQDPI1, CACRI1, FLRP1, PVBI1, JFLL1, TRXF1, BRCR1, FIGS1, HGRE1, BARI1, XPIN1, HGRU1, CVBI1, BLCP1, FIIB1, KNRI1, BTLG1, JSRE1, HLOG1, BRCO1, GALG1, RBRL1, LVBI1 por sua vez, a Cônjuge do Analista possui cotas de HGRU1, HFOF1, JSRE1, XPIN1, TRXF1, BARI1, SARE1 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.