

# Carteira Valorização FII

> Fevereiro/2022

# CASO MAXI RENDA FII (MXRF11)

## Regime de Caixa vs. Regime da Competência

No dia 25/01, o MXRF11 (FII de CRIs da XP) emitiu um Fato Relevante informando a decisão do colegiado da CVM que deu provimento parcial (ou seja, não foi uma decisão por unanimidade, nem que alterou qualquer instrução atual) a um novo entendimento sobre a Lei 8.668, que fala sobre a obrigatoriedade de FIIs distribuírem em forma de dividendos, no mínimo 95% dos lucros apurados em regime de caixa.

Essa interpretação diz que deveria ser vedada a distribuição de dividendos em situações em que o lucro caixa fosse superior ao resultado contábil. De forma mais clara: Caso um FII gerasse lucro caixa, mas não tivesse resultado contábil, a distribuição deveria ser vista como uma amortização, e não como dividendos.

É importante deixar claro, que isso não foi uma decisão formal em relação a toda indústria de FIIs, porém incita uma discussão relevante para todo esse mercado, e traz uma interpretação completamente distinta da Lei atual.

Na nossa opinião, o impacto seria para os FIIs de todos os segmentos:

- FoFs: Para FoFs que tem prejuízo em suas posições, porém recebem mensalmente dividendos dos FIIs investidos, esses não poderiam distribuir esse resultado através de dividendos.

- Tijolo: Para Fundos de Tijolo, as reavaliações anuais de seus imóveis, através de laudos de avaliação de terceiros, poderiam impossibilitar distribuições dos rendimentos mensais advindos de alugueis, diante de uma remarcação negativa.

- CRIs: Qualquer marcação a mercado negativa diante de uma abertura da curva de juros, poderia resultar em impactos no resultado contábil, apesar das operações seguirem pagando seus juros periódicos.

Assim como vimos em junho/21, no caso da Reforma Tributária, diversos participantes dessa indústria se juntaram, buscando entender tal decisão e esclarecer os eventuais impactos dessa interpretação junto ao órgão regulador. Novamente, estamos vendo essa situação muito mais como um tumulto para o mercado, do que uma decisão sensata a ser tomada.

Por fim, vale relembrar que a indústria de FIIs fomenta diretamente o mercado imobiliário brasileiro, e por mais que tenha vivenciado um crescimento exponencial nos últimos anos, segue ainda pequeno quando comparado a mercados globais, como por exemplo o de REITs americanos, quase 50 vezes maior que o nosso. Por isso, qualquer desentendimento e barulho pautado em uma falta de segurança jurídica, afeta diretamente o crescimento da economia como um todo.

### ATUALIZAÇÕES

Após uma semana do comunicado em que o MXRF11 informou a decisão da CVM, a Autarquia liberou a ata da Reunião Extraordinária do colegiado que tratou do pedido suspensivo dessa decisão. Em suma, o documento informa que foi concedido o pedido de suspensão. No contexto de um processo administrativo, deveria ter sido solicitada a reconsideração da decisão, porém, tendo em vista o prazo mais extenso para esse trâmite, a própria CVM entendeu que caberia seguir com a suspensão diante do perigo da aplicação da decisão.

Diante disso, por ora está suspensa a decisão tomada pela CVM e devem seguir nos bastidores o processo para reconsideração. Isso está em linha com o que já havíamos indicado na semana passada, por se tratar de uma interpretação da Lei que afetaria não só o MXRF, como toda indústria de FIIs que é fundamentada na tese de investimento para renda, principalmente. Acreditamos que discussões sobre esse tema devem seguir, pois o mercado demanda uma padronização e entendimento comum sobre as regras para distribuição de dividendos. Entretanto, a decisão que havia sido tomada da CVM ia contra qualquer interpretação do mercado, e trazia dificuldades e riscos adicionais para o funcionamento do produto.

# PERFORMANCE DOS FUNDOS IMOBILIÁRIOS

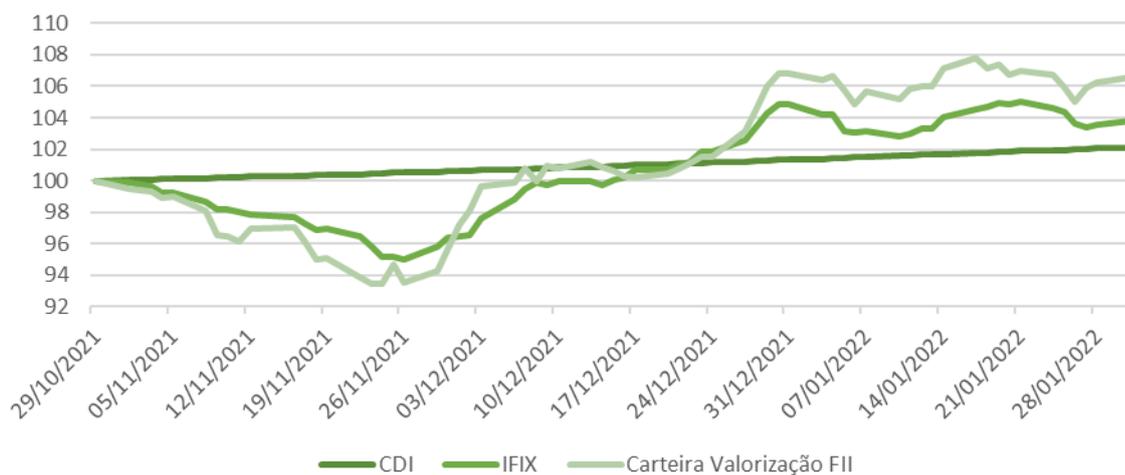
## Janeiro de 2022

Conforme já vínhamos indicando, 2022 vai ser um ano de alta volatilidade, principalmente ao considerar as eleições que ocorrem no 2º semestre. Logo em janeiro já vimos uma forte pressão nos juros futuros, diante de discussões quanto a aumento de salários de funcionários federais, além da inflação que veio mais alta do que o mercado estava prevendo. Já no início de fevereiro o Copom se reunirá para decisão de eventual novo aumento da taxa Selic. A expectativa é que a taxa básica de juros seja elevada para 10,75%, voltando para 2 dígitos depois de mais de 4 anos.

Em relação aos mercados de renda variável, vimos o IBOV subindo 7,22%, com uma entrada forte de investidores estrangeiros. Já para o mercado de FIIs, depois de um mês de retomada em dezembro, janeiro iniciou com retornos mais fracos. Porém o destaque foi para a interpretação da CVM quanto a distribuição de dividendos do fundo MXRF11 no dia 25/01 ([detalhes na página 1 deste relatório](#)). O resultado foi uma queda do IFIX de -0,99% no mês. A Carteira Valorização FII teve uma performance levemente negativa de -0,19%. No acumulado desde o início (nov/21), a carteira segue superando seu benchmark e apresenta um retorno total de +6,58% vs. IFIX +3,78%.

### Desempenho da Carteira Valorização FII

#### Carteira Valorização FII x IFIX x CDI



Rentabilidade	nov/21	dez/21	jan/22	Desde o início (nov/21)
Carteira Valorização FII	-4,37%	11,66%	-0,19%	6,58%
IFIX	-3,64%	8,78%	-0,99%	3,78%
CDI	0,59%	0,73%	0,73%	2,06%

# CARTEIRA VALORIZAÇÃO FII

## Recomendação para Fevereiro 2022

### Movimentações na Carteira:

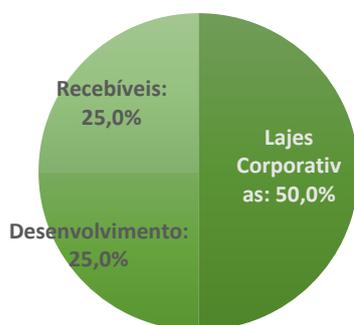
Não ocorreram alterações em nossa recomendação para fevereiro/2022.

→ Para Carteira Valorização FII selecionamos FIIs com potenciais mais elevados de valorização de preço, assim como carteiras com yields acima da média, que consequentemente possuem operações com perfil de risco mais arrojado.

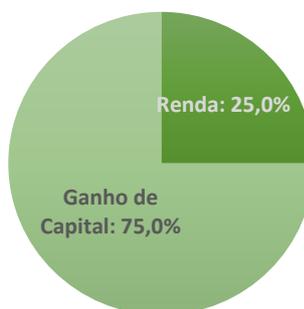
Ticker	Fundo	Segmento	Peso	DY (12m)	Preço Alvo	Upside	Indicação
JSRE11	JS Real Estate	Lajes Corporativas	25%	7,92%	R\$ 100,80	25,53%	Compra
HGRE11	CSHG Real Estate	Lajes Corporativas	25%	8,28%	R\$ 158,37	19,71%	Compra
DEVA11	Devant Recebíveis	Recebíveis	25%	16,17%	R\$ 117,72	14,95%	Compra
TGAR11	TG Ativo Real	Desenvolvimento	25%	11,49%	R\$ 141,00	14,73%	Compra
Média	-	-	100%	10,96%	-	-	-

data-base: 31/01/2022 - Fonte: Quantum Axis  
\* Fundos com menos de 12 meses de existência.

### Alocação por Segmento:



### Alocação por Estratégia:



# LAJES CORPORATIVAS

## JS REAL ESTATE - JSRE11

O JSRE possui um portfólio de alto padrão construtivo e ótima localização, com 99% das receitas expostas à cidade de São Paulo e vacância financeira de 11,5%. Importante destacar que o time de gestão vem realizando um trabalho comercial bastante ativo, de forma a reduzir a vacância da carteira e alongar os prazos de vencimento dos contratos vigentes.

Adicionalmente, o JSRE se aproveitou do cenário atual de desconto de diversos FIIs no mercado secundário, para realizar uma alocação tática em determinados ativos, sendo eles do segmento corporativo e com carteiras de CRIs indexados ao CDI, de forma a se beneficiar da abertura da curva de juros. Segundo Gestor, já foi possível realizar ganhos interessantes para os resultados do fundo.

O time de gestão fez um trabalho intenso junto aos atuais inquilinos, tendo em vista que parte dos contratos venceriam no ano de 2021. Diante disso, após diversas renovações de contratos, atualmente apenas 1% vence este ano. Outro ponto importante é a alta exposição do portfólio a contratos indexados ao IGP-M (57%), o que é positivo para reajustes de contratos mais próximos. Apesar de estarmos observando no mercado, negociações no que se trata ao repasse de 100% do IGP-M nos contratos, entendemos que o proprietário acaba se beneficiando com eventuais contrapartidas como alongamento de prazo ou aumento de multa rescisória. Nos últimos meses, o gestor vem anunciando negociações bastante interessantes para o fundo, principalmente no que se trata da extensão de contratos, conforme já mencionado.

### Pontos Positivos

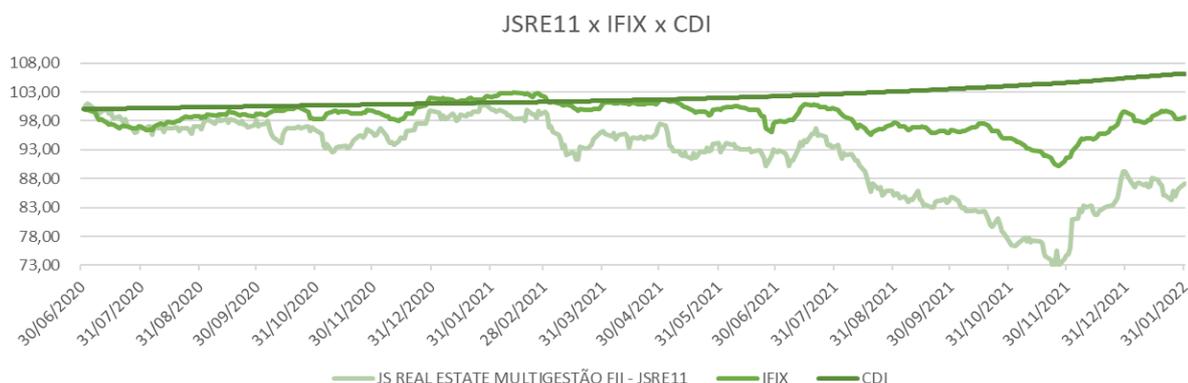
- Portfólio de excelente padrão construtivo;
- Maior concentração em São Paulo;
- Boa localização;
- Inquilinos de grande porte;
- Receitas pulverizadas;
- Desconto sobre o Valor Patrimonial.

### Pontos de atenção

- Retomada da ocupação é diretamente impactada pelo andamento da vacinação no país e reabertura da economia.

JS Real Estate	
Gestão	Safra Asset Management
Ticker	JSRE11
Data de Início	jun/11
Patrimônio	R\$ 2.364.109.157,37
DY 12m	7,92%
Preço/Valor Patrimonial	0,71
Liquidez 12m (média diária)	R\$ 2.662.207,98
Preço Alvo	R\$ 100,80
Preço Mercado	R\$ 80,30
Oportunidade	25,53%

data-base: 31/01/2022 - Fonte: Quantum Axis



# LAJES CORPORATIVAS

## CSHG REAL ESTATE FII - HGRE11

Gerido pelo Credit Suisse, seu portfólio conta com 19 imóveis, com maior exposição em São Paulo. Apesar de bastante pulverizada, a vacância financeira do portfólio não é baixa, atualmente em 26,7%. Durante os meses mais críticos da pandemia, assim como feito pela maioria dos proprietários, a fim de evitar o aumento na vacância, foram negociados descontos e diferimentos nos contratos de locação junto a alguns inquilinos. Atualmente os recebimentos por parte do fundo já foram normalizados. Quanto às atividades comerciais, o fundo está bastante ativo na busca por novos locatários para ocupar as áreas vagas, e já vem anunciando novas locações. Segundo informado pelo gestor, nos últimos meses com o andamento da vacinação, a demanda por escritórios tem crescido bastante, assim como às visitas aos imóveis do fundo.

O HGRE está passando por um período de renovação do portfólio, buscando o aumento da participação em determinados ativos e a alienação de imóveis fora de São Paulo, de participação minoritária e/ou monousuários. Essa estratégia vem gerando ganhos de capitais adicionais, e reforça o foco na gestão de imóveis de maior qualidade. Importante destacar que o gestor busca sempre dar bastante transparência ao mercado em relação às distribuições futuras e transações que vêm sendo realizadas pelo fundo. Diante disso, normalmente observamos uma linearização de dividendos intra-semester, com a entrega de resultados adicionais ao fechamento de cada semestre. Para a distribuição referente a dezembro (a ser paga em janeiro), o gestor indicou que deve ficar entre R\$ 2,50-R\$ 3,00/cota.

### Pontos Positivos

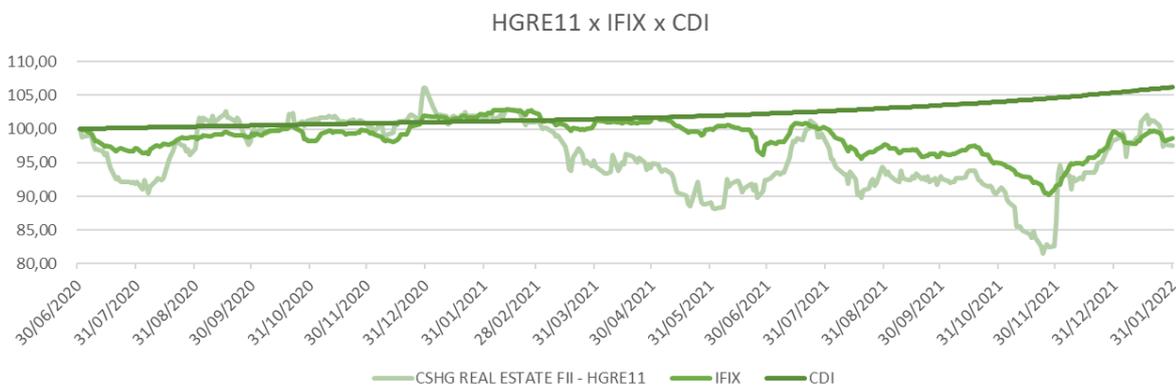
- Portfólio de excelente padrão construtivo;
- Maior concentração em São Paulo;
- Localização privilegiada;
- Pulverização de locatários;
- Vencimento médio dos contratos de mais de 5 anos;
- Desconto sobre o Valor Patrimonial.

### Pontos de atenção

- Retomada da ocupação e implementação da estratégia da carteira (renovação do portfólio) pode demorar mais por conta da pandemia.

CSHG Real Estate	
Gestão	Credit Suisse Hedging-Griffo
Ticker	HGRE11
Data de Início	mai/08
Patrimônio	R\$ 1.949.751.010,85
DY 12m	8,28%
Preço/Valor Patrimonial	0,80
Liquidez 12m (média diária)	R\$ 2.649.375,56
Preço Alvo	R\$ 158,37
Preço Mercado	R\$ 132,30
Oportunidade	19,71%

data-base: 31/01/2022 - Fonte: Quantum Axis



# RECEBÍVEIS

## DEVANT RECEBÍVEIS FII - DEVA11

A Devant é uma gestora independente com foco em ativos de crédito privado, principalmente crédito estruturado (CRIs). Atua por meio de uma equipe com vasta experiência no mercado de crédito, com mais de R\$ R\$ 1 bilhão em CRIs analisados e investidos desde 2015, e nenhum evento de default (calote da dívida).

O DEVA11 tem a proposta de ser um fundo de renda, com foco em investimentos de renda fixa, priorizando CRIs de lastro pulverizado em busca de retornos elevados por trás de uma estrutura robusta de garantias. A carteira é bastante diversificada por segmentos, alocando 29% em multipropriedade, 19% em loteamento, 31% corporativo, 5% shoppings, 11% incorporação vertical, 3% energia e 1% time sharing. A metodologia de gestão se baseia em uma série de travas de alocação de forma a mitigar risco de concentração de seu portfólio. Além disso, o time de gestão faz um acompanhamento próximo a todas as operações. Atualmente a carteira do DEVA está diversificada em mais de 50 operações, com mais de 95% de exposição à inflação (IGP-M e IPCA) e um LTV médio de 42%, com uma taxa média de carregamento de inflação +10,37% a.a.

A gestão da Devant se diferencia devido a capacidade de originação e estruturação de operações, o que permite a rápida alocação dos recursos captados em emissões. Em dezembro/21 ocorreu a 6ª emissão de cotas do fundo, que tinha como principal objetivo a pulverização da carteira de CRIs, de forma a mitigar riscos e melhorar a relação risco x retorno.

### Pontos Positivos

- Exposição à inflação;
- Diversificação geográfica;
- Experiência do time de gestão em originar e estruturar operações;
- Capacidade de rápida alocação dos recursos captados;
- Retorno médio: inflação +10,34% a.a.;
- LTV médio de 42%.

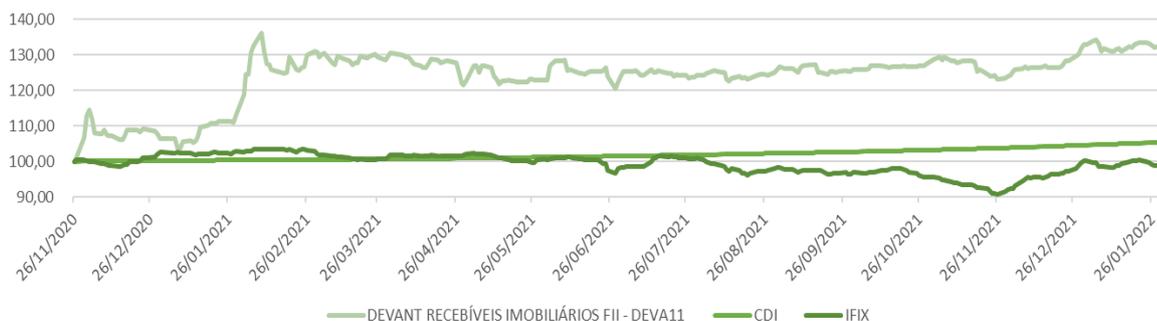
### Pontos de atenção

- Prêmio sobre o Valor Patrimonial.

Devant Recebíveis	
Gestão	Devant Asset
Ticker	DEVA11
Data de Início	ago/20
Patrimônio	R\$ 1.347.212.876,56
DY 12m	16,17%
Preço/Valor Patrimonial	1,07
Liquidez 12m (média diária)	R\$ 6.496.656,76
Preço Alvo	R\$ 117,72
Preço Mercado	R\$ 102,41
Oportunidade	14,95%

data-base: 31/01/2022 - Fonte: Quantum Axis

DEVA11 x IFIX x CDI



# DESENVOLVIMENTO

## TG ATIVO REAL FII - TGAR11

Fundo de gestão TG Core Asset, atua no mercado de desenvolvimento imobiliário, com foco na região do cinturão da soja (Goiânia, parte do Mato Grosso e Maranhão). A estratégia de investimento se divide em:

1) CRIs (9% do PL): financiamento a incorporadores, por meio da aquisição de uma carteira de recebíveis, com garantias reais e colchão de sobregantias. Atualmente a carteira tem uma taxa média de inflação +11,01%, duration de 2,9 anos, e conta com ampla gama de garantias, apresentando um LTV de 33% e uma razão do valor presente dos direitos creditórios pelo saldo devedor dos CRIs de cerca de 218%.

2) Participações Diretas (75% do PL): adquire participação direta no empreendimento (Loteamento, Incorporação, Shopping). Nessa estratégia o fundo se torna sócio do projeto, e conseqüentemente detentor de uma parcela dos lucros (prêmio de equity). Atualmente, o fundo possui participação em 171 empreendimentos em 102 municípios. Cabe destacar que o TGAR busca participações societárias majoritárias, permitindo implantar rígidas práticas de governança, gestão contábil e administrativa. Visto que o equity não dispõe do mesmo nível de garantias do CRI, é necessário um grau de acompanhamento muito mais detalhado. Para isso, a TG montou uma estrutura bastante robusta e montou um formato mais tecnológico no monitoramento dos empreendimentos.

Em junho/21 encerrou a 10ª emissão do TGAR, com a captação de R\$ 503 milhões. Em novembro foi finalizada a alocação dos recursos. Atualmente o fundo mantém cerca de 9% do PL em caixa, que se trata de uma posição estratégica para futuros aportes em projetos (landbank).

### Pontos Positivos

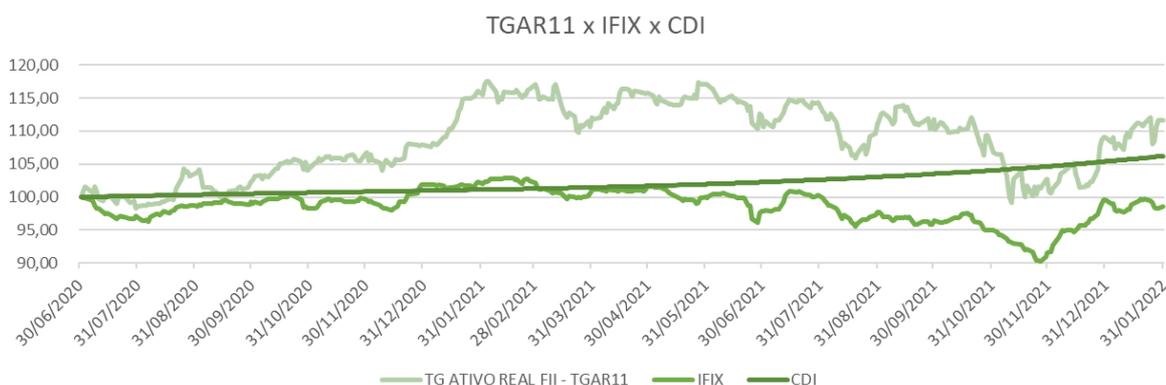
- Equipe robusta de monitoramento dos recebíveis;
- Adoção de práticas de governança e gestão na estratégia de equity;
- Rede extensa de relacionamento com incorporadores regionais;
- Atuação em um nicho de mercado pouco explorado.

### Pontos de atenção

- Mercado de atuação de maior risco (desenvolvimento - loteamento, incorporação vertical, horizontal e multipropriedade);
- Maior volatilidade nas distribuições.

TG Ativo Real	
Gestão	TG Core Asset
Ticker	TGAR11
Data de Início	dez/16
Patrimônio	R\$ 1.496.956.687,22
DY 12m	11,49%
Preço/Valor Patrimonial	0,93
Liquidez 12m (média diária)	R\$ 4.116.821,41
Preço Alvo	R\$ 141,00
Preço Mercado	R\$ 122,90
Oportunidade	14,73%

data-base: 31/01/2022 - Fonte: Quantum Axis



# DISCLAIMER

## AVISOS IMPORTANTES:

*"Este documento é distribuído pela ÓRAMA DTVM S.A. ("Órama"), estando em conformidade com a Resolução CVM 20/2021. O(s) analista(s) de valores mobiliários Gabriel Montenegro de Carvalho - CNPI EM 2236, é(são) o(s) signatário(s) da(s) análise(s) descrita(s) no presente documento e se declara(m) inteiramente responsável(is) pelas informações e afirmações contidas neste material. O(s) analista(s) envolvidos na elaboração deste documento declara(m) que as recomendações eventualmente contidas no relatório refletem única e exclusivamente sua opinião pessoal sobre o(s) ativo(s) analisado(s) e foi(ram) elaborado(s) de forma independente, inclusive em relação à Órama. A Órama mantém e/ou tem intenção de manter relações comerciais com um(a) ou mais companhias/fundos a que se refere este relatório. Parte da Remuneração do(s) analista(s) é proveniente dos lucros da Órama como um todo e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pela Órama. A Órama pode estar atuando e/ou ter atuado como instituição intermediária e/ou participante de oferta pública de valores mobiliários de emissão de uma ou mais [companhias/fundos] citadas neste relatório, inclusive nos últimos 12 meses. Todas as informações utilizadas na(s) análise(s) contida(s) neste documento foram redigidas com base em informações públicas de fontes consideradas fidedignas. Embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações contidas no presente documento não são incertas ou equívocas no momento de sua publicação, a Órama e o(s) seu(s) analista(s) não respondem por sua veracidade. As informações contidas no presente documento têm propósito meramente informativo, não se constituindo em uma oferta de compra ou de venda de qualquer ativo. As informações, opiniões, estimativas e projeções eventualmente contidas se referem à data de sua elaboração e/ou divulgação, bem como estão sujeitas a mudanças, não havendo obrigatoriedade de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão. Ainda, as opiniões a respeito de compra, venda ou manutenção dos ativos objeto ou a ponderação de tais ativos numa carteira teórica expressam o melhor julgamento do(s) analista(s) responsável(is) por sua elaboração, porém não devem ser entendidos por investidores como recomendação para uma efetiva tomada de decisão ou realização de negócios de qualquer natureza. Este material não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades pessoais de um investidor em específico, não possuindo qualquer vinculação com o perfil do investidor (suitability) e não devendo ser considerado para este fim. Antes de tomar qualquer decisão de investimento, a Órama aconselha que o investidor entre em contato com o seu assessor para orientação financeira com base em suas características e objetivos pessoais, bem como recomenda o preenchimento do seu perfil de investidor. Operações com o(s) ativo(s) objeto das análises podem não ser adequadas ao perfil do investidor. Rentabilidade prevista ou passada não é garantia de rentabilidade futura. As projeções eventualmente constantes neste documento poderão ter resultados significativamente diferentes do esperado. Recomenda-se a análise das características, prazos e riscos dos investimentos antes da decisão de compra ou venda. Investimentos nos mercados financeiros e de capitais estão sujeitos a riscos de perda superior ao valor total do capital investido, não podendo a Órama e/ou o(s) analista(s) envolvido(s) na elaboração deste material serem responsabilizados por qualquer perda direta ou indireta decorrente da utilização do seu conteúdo, cabendo a decisão de investimento exclusivamente ao investidor. As condições de mercado, o cenário macroeconômico, dentre outras condições, podem afetar o desempenho do(s) ativo(s) objeto da análise deste documento. Fica proibida a reprodução ou redistribuição deste material para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio e expresso consentimento da Órama."*

Data de Elaboração: 31/01/2022

# ÓRAMA

INVESTIMENTOS

Atendimento

0800 778 0800

Ouvidoria

0800 797 8000

