

RELATÓRIO MENSAL

MAIO/JUNHO 2023



Introdução:

Todos os meses eu rodo o Método Fayh para atualizar a seleção de FIIs do “Onde Investir”.

Como eu faço a seleção dos melhores FIIs utilizando o Método Fayh? Está tudo explicado num vídeo curto lá na seção “Comece Aqui”. Se você ainda não assistiu, volte lá e depois continue a leitura aqui. É muito importante que você veja o vídeo para compreender como cheguei às conclusões que divulgarei neste documento.

Só para recapitular, o **Método Fayh faz a seleção dos melhores FIIs por eliminação**. **Primeiro uma eliminação por critérios bem objetivos, depois por uma análise qualitativa** que é carregada de subjetividades e opinião do analista. Os que sobram depois desse crivo todo são os melhores Fundos Imobiliários do mercado. Simples assim.

O objetivo dessa publicação é comentar porque fundos, que passaram nos critérios objetivos, foram excluídos durante a análise qualitativa.

Se você ficar com alguma dúvida, mande para o “Plantão de Dúvidas” que é realizado ao vivo toda semana aqui no canal.

Spoiler do Relatório:

Como você sabe, eu valorizo o seu tempo, por isso eu criei essa seção.

Aqui eu antecipo aquilo que quem não quer gastar tempo lendo muita coisa precisa saber: Houve a entrada do RBRY11 – RBR Crédito Estruturado na nossa lista do “Onde Investir”. As outras alterações foram variações pontuais nos valores máximos a se pagar pelos FIIs que lá estão recomendados.

Comentário sobre o RBRY11 está no final deste relatório.

A Escolha dos FIIs no “Onde Investir”

Dessa última vez que rodei o método, **52** FIIs passaram pelos critérios objetivos. Desses, **15** eu eliminei na análise qualitativa/comparativa.

Para fazer essa análise e comparação eu dividi os FIIs por tipos e segmentos. Assim eu tenho pequenos grupos e fica fácil colocá-los lado a lado para eliminar alguns e ficar só com os melhores de cada segmento.

Você verá que alguns serão eliminados por pequenos detalhes só para que não tenhamos uma quantidade grande demais de fundos num mesmo segmento. Essa lista

RELATÓRIO MENSAL

MAIO/JUNHO 2023



precisa ser sucinta para ser útil para você. Quando a disputa afunila no final, um pequeno detalhe é a diferença entre entrar ou não na nossa seleção.

Fundos de Recebíveis

Vamos começar falando dos Fundos de Recebíveis, categoria na qual mais passaram FIIs nos critérios objetivos do Método Fayh.

Num primeiro nível, divido eles conforme seu risco de crédito, sendo **High Grade** (baixo risco e retorno mais modesto), **High Yield** (alto risco e alto retorno) e **Médio** (quando não dá para definir claramente qual deles é dominante na carteira).

Num segundo nível, classifico os fundos entre sendo de **Inflação** (mais de 70% dos CRIs atrelados a índice de inflação), **CDI** (mais de 70% dos CRIs atrelados ao CDI) e **Misto** (tudo que não se encaixa nas duas anteriores).

Sendo assim, temos até nove subgrupos onde alocamos os FIIs que passaram nos critérios objetivos.

Os fundos citados abaixo foram excluídos na fase de análise qualitativa / comparativa.

High Yield

Vale uma introdução sobre os fundos *High Yields*, pois a situação atual requer atenção especial.

O cenário atual de juros elevados, inflação elevada (já foi mais, mas continua alta) e atividade econômica derrapando é muito perigoso para os fundos de recebíveis de uma forma geral. Como os *High Yields* atuam na parte mais arriscada desse mercado, devemos nos questionar se realmente vale a pena se expor a esse risco todo.

A inflação elevada, ao mesmo tempo que aumenta o rendimento distribuído pelo fundo, prejudica muito a capacidade de pagamento do devedor lá na origem do CRI. Pense que com a inflação elevada, todo o orçamento desse devedor fica mais apertado, afinal tudo subiu de preço e talvez a receita dele não tenha acompanhado essa elevação. Ao mesmo tempo, a dívida dele fica maior já que é corrigida pela inflação. Então ele está com um orçamento menor para pagar uma dívida cada vez maior. Esse descompasso é claramente perigoso para quem emprestou dinheiro a essa pessoa ou empresa.

Os juros mais elevados tornam a alternativa que esse indivíduo ou empresa teria de rolar sua dívida bem mais complicada. Antes de ele simplesmente deixar de pagar, já que a dívida não cabe mais no seu orçamento, ele tentará renegociar. Uma das formas é pegar um novo empréstimo que seja mais longo e tenha uma parcela menor, quitar o antigo e seguir devendo, mas agora para outro credor. Com os juros elevados como estão, ele terá dificuldade de conseguir uma nova dívida que atinja o seu objetivo de ser mais longa e fique com parcela menor. Então a alternativa que ele teria para usar antes de dar o calote está cada vez mais distante.

RELATÓRIO MENSAL

MAIO/JUNHO 2023



Tanto pelo lado dos juros elevados, quanto pelo lado da inflação, a vida desse devedor está bem mais difícil. Se a vida dele está mais difícil, o risco para quem emprestou dinheiro para ele aumentou bastante.

Do lado da remuneração do investidor que “empresta o dinheiro”, ela é pouco atrativa. Um fundo *High Grade*, que tem nível de risco muito menor, está remunerando muito próximo do que um fundo *High Yield* o faz. Então quando colocamos na mesma balança tanto o risco que se corre quanto o quanto se espera ganhar com isso, os *High Grades* apresentam relação muito mais atrativa do que os *High Yields*.

Esse racional me leva a ter zero pressa e muito pouco incentivo em adicionar qualquer *High Yield* na seleção por ora.

● Inflação

Nesse grupo, cinco fundos passam nos critérios objetivos, são eles: HCTR11, DEVA11, URPR11 e HABT11.

URPR11: Minha maior ressalva quanto a esse fundo sempre foi a presença grande de operações subordinadas e sua baixa diversificação. Esses dois pontos vêm melhorando com o tempo e hoje representam cerca de 15% da carteira do fundo. Mesmo os *high yields* sendo fundos de onde se espera mais risco, o URPR11 vai além do que entendo ser razoável para fazer parte da nossa lista de recomendações. Recentemente os primeiros problemas da carteira do URPR11 começaram a aparecer. Eu gosto de ver eles surgirem, ver como a gestão lida com eles. Isso pode me dar conforto para, no futuro, admitir correr esse tipo de risco se eu chegar na conclusão que a gestão sabe lidar bem com eles e os resolve rápido de forma satisfatória.

HCTR11 e DEVA11: Sobre esses dois fundos eu já escrevi uma análise completa explicando por que eu prefiro ficar bem longe deles. O link para essa análise [está aqui](#). Se não quiser ir lá ler, o resumo da ópera é: não confio na gestão desses fundos. Há muita coisa suspeita acontecendo com eles e eu não vou pagar para ver. Existe um mesmo controlador por trás dessas duas gestoras e os negócios realizados por eles são permeados de conflitos de interesses e obscuridades. Está cheio de fundos de recebíveis bons no mercado, não há motivo para ter esses dois na carteira.

Médio

● Inflação

RELATÓRIO MENSAL

MAIO/JUNHO 2023



Esse grupo é grande, são cinco FIIs no total (VRTA11, VGIP11, RECR11, CVBI11 e VCJR11) que passam nos critérios objetivos e todos bons fundos. Alguns serão eliminados aqui por detalhes no comparativo entre eles, pois ter fundos demais no grupo mais atrapalha do que ajuda na hora de investir.

VCJR11: dos que passam nos critérios VCJR11 sai por eliminação, com objetivo de não deixar esse grupo superpovoado. É um dos mais recentes dentre os que fazem parte e o que tem menor liquidez. Nada que desabone o fundo, mas num grupo com tantos outros fundos bons ele fica de fora.

- **Misto**

Esse grupo é grande, são seis FIIs no total (MXRF11, IRDM11, KNSC11, RZAK11, XPCI11 e RBRY11), e alguns são eliminados aqui também por detalhes. Ter fundos demais no grupo mais atrapalha do que ajuda na hora de investir, então apenas três deles permanecem após análise qualitativa / comparativa.

RZAK11: dos que passam nos critérios, ele é o mais novo de todos, com pouco mais de dois anos de vida. Nesses fundos, longo histórico é fundamental para avaliar a competência da gestão em conceder crédito, já que os problemas demoram um pouco a aparecer. Os três fundos que foram selecionados nesse grupo, possuem de 11 a 4 anos de existência (quando não o fundo, a estratégia da gestora em crédito é executada desde esse tempo, como é o caso do KNSC11 que mistura estratégias do KNCR, KNIP e KNHY, alguns dos quais estão entre os mais antigos do mercado).

XPCI11: dessa gestora, já há o MXRF11 no grupo. Sai por eliminação até porque justamente por serem da mesma gestora, eles têm certa sobreposição de ativos e estratégias.

High Grade

- **Misto**

BTCI11: Esse fundo é resultado da união dos dois fundos de recebíveis do BTG Pactual (FEXC11 + BTCR11). A união desses dois fundos traz sinergias interessantes para o BTCI11, ele tem bom histórico (basta olhar para os dois originários) e a gestão é competente. Como o evento de união dos dois fundos é recente, prefiro esperar um pouco para ver em que patamar de liquidez o fundo deve firmar. Se firmar acima da nossa régua de R\$ 1 milhão por dia, poderá entrar na seleção. Nos últimos meses, ele passou num, não passou outros dois e voltou a passar nesse. Essa "quarentena" até

RELATÓRIO MENSAL

MAIO/JUNHO 2023



ver onde ele vai se firmar é importante para não ficarmos colocando e tirando ativos de nossa lista toda hora. Então, por ora, sem pressa de pensar em incluí-lo.

Fundos de Tijolo, FoF's e outros

Os seguintes fundos foram eliminados:

HSML11

Nesse segmento de shoppings, um total de cinco fundos passam nos critérios objetivos. O HSML11 sai por eliminação em detalhes, para que não tenhamos um segmento “superpovoado”. Dos FIIs de shoppings que passam no primeiro filtro ele é o com menor diversificação de portfólio e uma das menores NOI/m². Esse indicador NOI/m² pode ser entendido como o lucro líquido por metro quadrado que dá uma boa noção de eficiência da gestão dos seus empreendimentos. Não é um fundo do qual você deveria sair correndo de perto, mas há outros melhores e ficaremos com eles.

RZTR11

O Riza Terrax é um fundo dito de imóveis, mas que realiza operações imobiliárias com característica mais de crédito do que qualquer outra coisa. As operações que ele realiza dão a opção de recompra do imóvel para o inquilino por um preço pré-definido, o que tira do fundo a possibilidade de ter valorização patrimonial com as terras que ele adquiriu. Ademais, as operações originais que o fundo fez na época de seu IPO, diga-se de passagem recente, são operações que geram 12% ao ano de receita para o fundo. Quando o fundo fez seu IPO a Selic estava nas mínimas históricas e agora está acima de 13%. Quero ver como o fundo vai se comportar num ambiente de juros elevados, uma vez que o próprio gestor falou lá no início do fundo que ele “tinha essa ideia de operação há muito tempo já, mas ela era inviável com os juros mais altos”, por isso ele esperou para lançar o fundo. Agora estamos numa mesma situação em que ele não enxergava viabilidade para sua operação de crédito travestida de operação imobiliária. Mais uma vez: se for olhar sob a ótica de crédito, melhor ir para um fundo de recebíveis. Se olhar pela ótica imobiliária, tem coisa melhor entre os que entraram na seleção.

GGRC11

Um fundo de galpões industriais e logísticos. Este fundo tem um passado conturbado, no qual sócios da gestora já foram até presos em operações policiais que investigavam crimes falimentares. Isso, sozinho, já é motivo para eu manter distância dele. Afinal, o

RELATÓRIO MENSAL

MAIO/JUNHO 2023



gestor é quem toma as decisões de investimentos e eu não quero esse tipo de desconfiança em quem eu mais deveria confiar. Outro problema estrutural do fundo é sua política de investimentos que é rígida demais a ponto de exigir a presença de determinadas cláusulas contratuais nos negócios realizados pelo fundo. Isso já deixou o fundo engessado a ponto de ele passar anos sem conseguir realizar negócios por causa dessas travas.

SARE11

Um fundo que investe parte em lajes corporativas e parte em galpões logísticos. Ele por si só, não é um fundo ruim. Porém, pensando no nosso objetivo de ter tranquilidade e montar posições para, dentro do possível, carregar a longo prazo, ele deixa muito a desejar na comparação com o seu par que seria o KNRI11. Nessa comparação, o KNRI11 ganha do SARE11 em todos os quesitos como: quantidade de imóveis, tamanho, histórico da gestão, tradição da gestora, entre outros. A diversificação do SARE11 é em apenas quatro imóveis e cotas de outros FIIs. Essas cotas de outros FIIs respondem por 37% da sua receita, um dos imóveis representa 45% dela e os outros três juntos 17%. Ou seja, há uma baixa quantidade de imóveis na carteira e uma concentração grande num só, quando desconsideramos a receita financeira (vinda dos FIIs e da renda fixa).

Nesse contexto, mesmo que tenha firmado acima da nossa régua de liquidez, ele continuará de fora de nossa lista de recomendações.

MCHF11

Esse é um Hedge Fund da Mauá, uma excelente gestora. Os Hedge Funds são uma estratégia nova dentro de FIIs que permite ao gestor fazer de tudo dentro deles. O objetivo é que o gestor tenha liberdade para atuar de acordo com o momento. O que joga contra ele aqui é que sua liquidez ainda fica ora acima ora abaixo do nosso corte em um milhão de reais por dia em média. Para evitar o "bota e tira" fundos da carteira, ele fica no banco mais um tempo. Nesse segmento, a alternativa é o VGHF11.

ALZR11

Na minha opinião esse é um fundo que possui excelentes contratos, bons inquilinos, mas imóveis não tão bons assim. Ele é super diversificado, possuindo vários tipos diferentes de imóveis, e isso é ver o copo meio cheio. Pelo lado do "meio vazio", vários desses imóveis são super específicos e de difícil recolocação no mercado. Isso é especialmente importante na medida em que o fundo possui contratos atípicos em todos eles. No curto prazo (e no médio, para não ser injusto com os contratos mais longos) isso até traz segurança. Só que esses contratos vencerão um dia e o que restará será o imóvel, que por sua vez não é lá essas coisas em muitos dos casos.

RELATÓRIO MENSAL

MAIO/JUNHO 2023



GGRC11

Um fundo de galpões industriais e logísticos. Este fundo tem um passado conturbado, no qual sócios da gestora já foram até presos em operações policiais que investigavam crimes falimentares. Isso, sozinho, já é motivo para eu manter distância dele. Afinal, o gestor é quem toma as decisões de investimentos e eu não quero esse tipo de desconfiança em quem eu mais deveria confiar. Outro problema estrutural do fundo é sua política de investimentos que é rígida demais a ponto de exigir a presença de determinadas cláusulas contratuais nos negócios realizados pelo fundo. Isso já deixou o fundo engessado a ponto de ele passar anos sem conseguir realizar negócios por causa dessas travas.

RZTR11

O Riza Terrax é um fundo dito de imóveis, mas que realiza operações imobiliárias com característica mais de crédito do que qualquer outra coisa. As operações que ele realiza dão a opção de recompra do imóvel para o inquilino por um preço pré-definido, o que tira do fundo a possibilidade de ter valorização patrimonial com as terras que ele adquiriu. Ademais, as operações originais que o fundo fez na época de seu IPO, diga-se de passagem recente, são operações que geram 12% ao ano de receita para o fundo. Quando o fundo fez seu IPO a Selic estava nas mínimas históricas e agora está acima de 13%. Quero ver como o fundo vai se comportar num ambiente de juros elevados, uma vez que o próprio gestor falou lá no início do fundo que ele “tinha essa ideia de operação há muito tempo já, mas ela era inviável com os juros mais altos”, por isso ele esperou para lançar o fundo. Agora estamos numa mesma situação em que ele não enxergava viabilidade para sua operação de crédito travestida de operação imobiliária. Mais uma vez: se for olhar sob a ótica de crédito, melhor ir para um fundo de recebíveis. Se olhar pela ótica imobiliária, tem coisa melhor entre os que entraram na seleção.

SDIL11

Este é um fundo de logística que possui uma estratégia diferenciada de comprar ativos que possuem potencial de melhorias de forma que a gestão consiga extrair mais valor da transação: Compra um imóvel “meia boca” melhora, expande ou retrofita e, depois de um tempo, vende com expectativa de valorização. Essa estratégia traz consigo alguns riscos a mais já que depende de a melhoria no imóvel de fato ocorrer. A estratégia é boa, mas mais arriscada do que as dos demais fundos. Ainda, o fundo passou muito tempo com liquidez baixa e somente nesse último mês superou nossa

RELATÓRIO MENSAL

MAIO/JUNHO 2023



régua. Fica no banco de reservas por ora, já que o segmento é repleto de ótimas alternativas em nossa lista.

KFOF11 e HGFF11

São dois FoFs que tem histórico de liquidez muito baixa, mas que no último mês, em função da forte alta do IFIX, deram salto de liquidez superando nossa barreira de R\$ 1 milhão negociados por dia em média. Já temos bons FoFs na nossa seleção e estes dois só serão cogitados se de fato firmarem nesse novo nível de liquidez. Até lá, aguardemos com o objetivo de não ficar colocando e tirando fundos da lista o tempo todo.

Novo Integrante da Lista

RBRY11 – RBR Crédito Imobiliário Estruturado

Este é um fundo de recebíveis da RBR Asset.

Se você é atento e leu os relatórios anteriores, deve ter me visto falar dele como um High Yield. Essa classificação de High Yield, High Grade ou Risco Misto é algo sobre a qual não há consenso. Cada analista, gestor ou investidor tem a sua percepção de risco e faz sua avaliação individual. Até pouco tempo atrás, eu considerava o RBRY11 um high yield, porém a própria gestora atualmente se considera um risco misto. Dá para entender, pois os fundos high yields “esticaram a corda” no risco e fica difícil justificar colocar o RBRY11 no mesmo patamar de HCTR11, URPR11, DEVA11 e HABT11. Estes sim são de risco realmente elevado. Então, eu o reclassifico como Misto (risco médio) e passo a incluir o fundo ao lado de KNSC11, IRDM11 e MXRF11.

O RBRY11 tem indicadores de LTV muito bons, uma *duration* baixa e bom equilíbrio entre CRIs atrelados a CDI e inflação no portfólio. Esses indicadores são importantes mas são apenas uma fotografia da carteira atual, o que está em constante mudança em fundos de recebíveis. Mesmo assim, olhando o histórico desses indicadores, eles costumam ficar em bons patamares, o que demonstra diligência da gestora. Há uma atenção especial da gestora para as garantias imobiliárias dos CRIs e quase todas estão no estado de São Paulo, sendo 64% delas na capital. Isso as torna mais líquidas e seguras.

RELATÓRIO MENSAL

MAIO/JUNHO 2023



A gestora é experiente e já tem minha confiança, uma vez que o fundo de recebíveis de perfil High Grade é uma recomendação aqui desde muito tempo.

Abraço e bons investimentos.

Marcelo Fayh.