

### Solid ground, look ahead and grow

Nos últimos meses, o mercado de fundos imobiliários passou por uma boa valorização, trazendo o índice de fundos imobiliários (IFIX) para o topo desde a criação, em ~2.400 pontos. Apesar de indicar a maior pontuação, o ciclo econômico em que estamos, mostra que o mercado imobiliário ainda passará por uma recuperação antes da expansão, com grande volume de lançamentos e nova oferta.

Além disso, a taxa de juros permanece baixa e a ata do próximo Copom deve sinalizar os próximos passos para o decorrer do ano, mas a nossa expectativa é que seja mantida em patamares baixos ao longo de 2019. Acreditamos que os ativos ainda vão se valorizar dado os possíveis reajustes de preço de aluguel, aumento no consumo, redução da taxa de desemprego e flexibilidade na disponibilização de crédito. Na **Figura 1**, mostramos a variação do IFIX nos últimos 12 meses, com avanço de 5,5%. Entretanto, considerando o período após as incertezas da greve dos caminhoneiros, desde 19/06/18, o IFIX valorizou 15,6%.

Raul Grego Lemos  
Analista, CNPI

Raul Castelo Branco  
Assistente de Análise

Contato  
fii@elevenfinancial.com

Figura 1 – IFIX nos últimos 12 meses



Fonte: Economática. Elaborado por Eleven Financial

Ainda nos últimos 12 meses, destacamos os 15 fundos que mais valorizaram em relação a cota ajustada pelos dividendos e os que mais desvalorizaram. Em nossa visão, alguns fundos que recomendamos que estão entre as maiores altas ainda tem potencial de valorização, como o FVBI11, RBRD11 e SHPH11. Entretanto, outros fundos que não recomendamos, mas acompanhamos em nosso radar, como ONEF11, RBBV11 e FLMA11, por exemplo, são fundos que tem bons fundamentos, com ativos bem localizados e possivelmente com potencial de valorização com crescimento de dividendos no longo prazo.

Na ponta oposta, das maiores baixas, em nossa visão, ainda há fundos imobiliários que poderão recuperar no longo prazo, como é o caso de FIGS11, JRDM11 e RNGO11, por exemplo. Estes são fundos imobiliário que tem potencial de melhorar os rendimentos no mais longo prazo. FIGS11, tem dois ativos que podem melhorar a inadimplência, com uma possível redução da vacância e aumento das vendas, que pode ser impulsionada por uma melhora no adensamento da região de Guarulhos. Apesar do administrador e gestor renunciarem os respectivos cargos recentemente, mantemos nossa posição como um fundo para longo prazo. RNGO11, ativos em Barueri devem recuperar em um segundo movimento do mercado imobiliário, possivelmente nos próximos 2 a 3 anos, sendo um ativo classificado Triple A. Em paralelo, outros fundos imobiliários que tiveram as maiores depreciações nos últimos 12 meses poderiam ser considerados como oportunidades, como ALMI11, EURO11 e NSLU.

Figura 2 - Maiores altas dos últimos 12 meses

	Fundo	Ticker	Variação
1º	The One	ONEF11	30,4%
2º	CGHG Recebíveis Imobiliários	HGCR11	29,4%
3º	Maxi Renda	MXRF11	27,5%
4º	VBI FL 4440	FVBI11	27,3%
5º	Shopping Pátio Higienópolis	SHPH11	26,4%
6º	TRX Realty Logística Renda I	TRXL11	26,0%
7º	JHSF Rio Bravo Fazenda Boa Vista Capital Protegido	RBBV11	25,8%
8º	SDI Logística Rio	SDIL11	24,1%
9º	Fator Verita	VRTA11	23,3%
10º	Continental Square Faria Lima	FLMA11	23,0%
11º	Hotel Maxinvest	HTMX11	22,6%
12º	CSHG JHSF Prime Offices	HGJH11	22,2%
13º	RB Capital Renda II	RBRD11	20,0%
14º	Kinea II Real Estate Equity	KNRE11	19,1%
15º	CGHG Logística	HGLG11	19,0%

Figura 3 - Maiores baixas dos últimos 12 meses

	Fundo	Ticker	Variação
1º	Edifício Almirante Barroso	FAMB11B	-50,3%
2º	TRX Edifícios Corporativos	XTED11	-32,6%
3º	General Shopping Ativo e Renda	FIGS11	-28,4%
4º	Mérito Desenvolvimento Imobiliário	MFII11	-20,5%
5º	CENESP	CNES11	-19,8%
6º	Torre Almirante	ALMI11	-18,6%
7º	EUROPAR	EURO11	-15,0%
8º	CSHG GR Louveira	GRLV11	-13,3%
9º	Presidente Vargas	PRSV11	-12,6%
10º	BB Progressivo	BBFI11B	-9,2%
11º	Shopping Jardim Sul	JRDM11	-8,7%
12º	Hospital Nossa Sra. de Lourdes	NSLU11	-7,8%
13º	BB Votorantim Cidade Jardim Continental Tower	BBVJ11	-6,0%
14º	Fator IFIX	FIXX11	-5,5%
15º	Rio Negro	RNGO11	-5,3%

Acreditamos que o mercado de fundos imobiliários está em desenvolvimento e novas propostas devem surgir de novos gestores. Como exemplo, fundos imobiliários de renda de imóveis residenciais e fundos imobiliários com viés agrícola. No primeiro caso, alguns fundos imobiliários podem surgir a partir de construtoras para rentabilizar seus estoques ou mesmo vender empreendimentos inteiros para fundos imobiliários que estão com uma iniciativa chamada de *multi family*. No caso do agrícola, a Quasar Asset pretende lançar no mercado de capitais um fundo para o financiamento de silos, para que o produtor possa se dedicar a produção, já que as linhas de financiamento do BNDES secaram.

Estamos com viés positivo para as novas emissões de ODI geral, mas lembrando que é necessário analisar o que cada gestor busca, ativos relacionados e segmento do mercado em que atua.

## Segmentos de FIIs

### FIIs Shoppings

Nos últimos dois anos, com a recessão, a disponibilidade de crédito e o consumo familiar reduzidos fizeram com que muitos lojistas ficassem inadimplentes e até mesmo deixassem suas lojas devido à falta de movimento. A melhora do índice de confiança do consumidor, maior concessão de crédito para pessoas físicas e IPCA em baixa proporcionaram crescimento da renda real, beneficiam o varejo e, conseqüentemente, o mercado de shopping centers. O momento de início de recuperação do setor pode ser sentido através do crescimento nas vendas no varejo e perspectivas positivas para o mercado.

O avanço do segmento e da migração das vendas de rua para os shopping centers, devido a maior conveniência e segurança, proporcionam uma perspectiva positiva para os empreendimentos que tenham boa localização, gestão eficiente de lojistas e atratividade. A combinação desses fatores cria conveniência, lazer e um ambiente de compras seguro para a população que frequenta a região.

A receita deste tipo de empreendimento é composta por aluguéis (fixo e variável – de acordo com a receita do lojista) e o estacionamento. Com o maior movimento das datas festivas, crescem as receitas de estacionamento e o aluguel variável (com o crescimento de vendas das lojas). Assim, os principais riscos envolvem o consumo e a saúde financeira do lojista, variáveis diretamente ligadas à situação econômica.

Quanto a sazonalidade, há 6 datas principais no varejo, que movimentam os shoppings e o setor de modo significativo, alterando seus resultados. São elas: Dia das Mães (maio), Dia dos Namorados (junho), Dia dos Pais (agosto), Dia das Crianças (outubro), BlackFriday (novembro) e Natal (dezembro).

Devido a possibilidade de aumento da receita com aluguéis, com melhora do volume de vendas que influenciam principalmente a parte variável da receita, acreditamos haverem boas oportunidades para os fundos do setor que possuam, em seu portfólio, imóveis bem localizados e com estrutura robusta de diversificação de mix de lojas. Esperamos que em 2019, uma melhora do cenário econômico brasileiro, com taxa de juros se mantendo em nível baixo, taxa de desemprego em queda e aumento do poder de consumo das famílias, os números do varejo nacional sejam impulsionados, favorecendo os FIIs de shopping centers.

### **FIIs Edifícios Comerciais**

O momento de baixa do mercado imobiliário de edifícios comerciais, caracterizada por ciclos de 4 a 5 anos, vivido nos últimos dois anos foi intensificado pela retração econômica e oferta de novos empreendimentos. Em São Paulo, resultou em elevação da taxa de vacância média de 3,6% em 2010 para 19,2% até o setembro de 2017 e diminuição do valor do aluguel por m<sup>2</sup>. Já no Rio de Janeiro, a situação é agravada pela circunstância econômica do estado, os problemas na cidade e a queda do preço do barril do petróleo em 2014, que inviabilizaram muitos projetos e, como consequência, o principal driver da economia local, reduzindo a ocupação de alguns edifícios no curto prazo. Além disso, houve aumento na oferta de imóveis comerciais de alto padrão, com o Projeto Porto Maravilha, o que deixa ainda mais cautelosa uma projeção de redução de vacância no estado.

Em São Paulo, o aumento da vacância e diminuição dos valores nos últimos anos teve diferenças entre as categorias de qualidade dos edifícios comerciais. Nos imóveis de maior qualidade, os AAA e AA, houve aumento considerável na oferta desde 2011, intensificando o aumento da área disponível e a queda dos preços, com a disputa por localização e locatários. Essa contração de valores de aluguel dos empreendimentos de alto padrão impulsionou a migração de empresas em imóveis de menor qualidade para os de melhor infraestrutura, tendência observada no aumento da área ocupada em edifícios corporativos de alto padrão e na diminuição em imóveis de padrão inferior, conhecida também como *flight to quality*, movimento induzido pelos proprietários com as baixas constantes nos preços dos aluguéis.

Além disso, segundo estudo divulgado pelo NRE (Núcleo de *Real Estate*) da Escola Politécnica da USP, desde o início de 2014 até o meio deste ano, o IFIX apresentou evolução descasada de aumento dos aluguéis de empreendimentos AA e AAA (São Paulo, SP). De acordo com o estudo, devido a uma rotina de precificação equivocada, foi gerada uma bolha especulativa no preço das cotas de FIIs nos últimos anos. Com isso, o investidor foi impelido a adquirir cotas em valores acima da capacidade de geração de renda do fundo, sendo necessários ciclos longos para que essa supervalorização seja compensada.

Em contrapartida, um estudo recente da Cushman & Wakefield nos traz indícios de melhoras nesse cenário, no qual o mercado de edifícios comerciais ensaia uma recuperação de maneira geral, destacando que os empreendimentos bem localizados em São Paulo podem apresentar recuperação real no preço dos aluguéis, já nos próximos 2 anos. Enquanto, o movimento do Rio de Janeiro, pode ter iniciado um período de transição, com uma acomodação de oferta e demanda aproveitando oportunidades de *flight to quality*.

Dessa forma, apesar da retomada do crescimento econômico em ritmo lento, com crescimento a taxas modestas (expectativa Eleven de 1,6% de expansão no PIB em 2018), acreditamos que, com os sinais dados até o momento pelo novo governo, há potencial para avanço na área fiscal e consequente manutenção da taxa de juros e a inflação em patamares baixos. Neste cenário, vemos melhora da confiança, tanto do investidor, quanto do consumidor, alavancando a recuperação nos preços dos aluguéis, contribuindo para a tendência de manutenção da valorização das cotas FIIs de edifícios comerciais.

### **FII's Galpões Logísticos e Industriais**

Diferentemente do segmento de edifícios comerciais, o de galpões logísticos e industriais geralmente apresenta imóveis com apenas um locatário, construídos sob medida para suas necessidades (*built-to-suit*), com assinatura de contratos atípicos de longa duração (maiores do que 5 anos) e exigência de garantia. Com isso, fundos compostos por estes imóveis apresentam maior segurança no pagamento de dividendos devido à baixa rotatividade de locatários.

Em 2017, com menor volatilidade pela estabilidade dos rendimentos dos fundos, houve no segundo semestre um crescimento significativo de emissões para aumentar a carteira desta classe imobiliária. Com a maior demanda por rendimentos consistentes e acima da taxa básica de juros, FIIs que pagam maior prêmio deverão continuar valorizando suas cotas ao longo de 2019, com os ajustes anuais de contrato, uma vez que a Selic se mantenha entre 6% e 7% e o juros real se estabilize entre 2,5% e 3,5%.

### **FII's Educacionais**

Por precisarem atender necessidades específicas, os imóveis educacionais também costumam ser construídos na mesma modalidade que os de galpões logísticos e industriais, com assinatura de contratos atípicos. Através desse tipo de acordo é possível, por exemplo, modificar a multa a ser aplicada em caso de rescisão. Em contratos típicos, implica pagamento de 3 a 4 valores mensais, podendo ser alterada. Já no atípico implica no pagamento integral dos valores devidos até o vencimento, oferecendo segurança no pagamento de dividendos para os investidores em caso de rescisão. Em 2018, também tiveram performance consistente e esperamos sua manutenção em 2019. Entendemos que a segurança nesse tipo de imóvel é o que o investidor deve levar em consideração.

### **FII's de Banco**

Apesar do bom desempenho dos FII's de agência bancária na baixa do ciclo, acreditamos que o segmento não apresenta boas oportunidades. A vacância zero e a rigidez dos contratos de locação contribuem para os resultados no curto prazo. No entanto, essas condições dificilmente se manterão após a renovação dos contratos, em sua maioria previstas para o período entre 2022 e 2024, próximo o suficiente para impactar o valor desses papéis. Outro fator que pode reduzir o desempenho é a tendência de adoção de serviços digitais pelos bancos, que buscam melhor atender aos clientes e diminuir custos com infraestrutura física de muitas agências bancárias.

Apesar do elevado *dividend yield* no curto prazo (média 8,0% em 2018), esperamos uma queda de 25% no valor médio do aluguel na renovação dos contratos, o que reduz materialmente o retorno no longo prazo e o preço-alvo desses papéis.

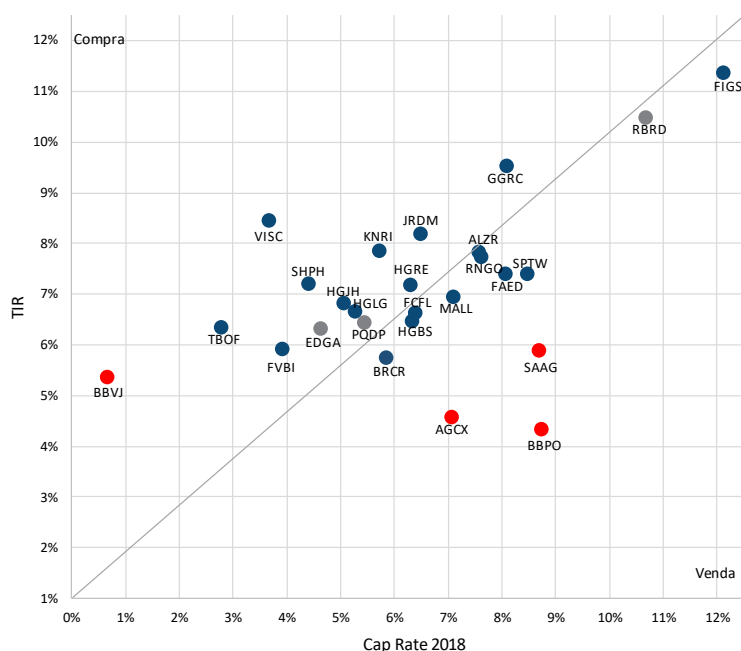
**Confira, abaixo, nossas recomendações e as atualizações das teses de investimentos.**

Tabela 01 - Raio X dos FIIs

01/02/2019

	Recomendação	Preço Alvo	Preço	Upside / Downside	Vacância Física	Dividend Yield 12m	TIR	Cap Rate 2018	Cap Rate 2019
<b>Agências Bancárias</b>									
AGCX	VENDA	R\$ 928,00	R\$ 1.182,65	-21,5%	0,0%	7,3%	4,6%	7,1%	7,4%
BBPO	VENDA	R\$ 102,00	R\$ 139,00	-26,6%	0,0%	8,8%	4,3%	8,8%	9,0%
SAAG	VENDA	R\$ 119,00	R\$ 124,20	-4,2%	0,0%	8,5%	5,9%	8,7%	8,6%
<b>Escritórios Comerciais</b>									
BBVJ	VENDA	R\$ 45,00	R\$ 55,83	-19,4%	66,7%	1,5%	5,3%	0,7%	1,8%
BRCR	COMPRA	R\$ 114,00	R\$ 103,48	10,2%	33,2%	17,7%	5,7%	5,9%	4,4%
EDGA	VENDA	R\$ 46,00	R\$ 48,50	-5,2%	19,5%	4,8%	6,3%	4,6%	4,0%
FVBI	COMPRA	R\$ 150,00	R\$ 126,15	18,9%	20,9%	4,2%	5,9%	3,9%	4,6%
HGJH	NEUTRO	R\$ 176,00	R\$ 176,00	0,0%	1,7%	5,5%	6,8%	5,1%	5,8%
HGRE	COMPRA	R\$ 163,00	R\$ 145,46	12,1%	19,6%	7,0%	7,2%	6,3%	9,0%
KNRI	COMPRA	R\$ 174,00	R\$ 148,65	17,1%	8,2%	6,3%	7,8%	5,7%	6,5%
RNGO	COMPRA	R\$ 100,00	R\$ 83,00	20,5%	19,0%	6,9%	7,7%	7,6%	7,3%
SPTW	COMPRA	R\$ 95,00	R\$ 81,80	16,1%	0,0%	8,2%	7,4%	8,5%	8,5%
TBOF	COMPRA	R\$ 90,00	R\$ 83,38	7,9%	28,2%	4,3%	6,3%	2,8%	4,7%
<b>Instituições Educacionais</b>									
FAED	COMPRA	R\$ 260,00	R\$ 223,95	16,1%	0,0%	7,9%	7,4%	8,1%	8,3%
FCFL	NEUTRO	R\$ 2.139,00	R\$ 2.045,00	4,6%	0,0%	6,9%	6,6%	6,4%	7,0%
<b>Logístico, Industrial e Varejo</b>									
ALZR	COMPRA	R\$ 118,00	R\$ 98,50	19,8%	0,0%	8,2%	7,8%	7,6%	8,3%
GGRC	COMPRA	R\$ 162,00	R\$ 131,64	23,1%	0,0%	9,7%	9,5%	8,1%	9,8%
HGLG	NEUTRO	R\$ 153,00	R\$ 146,10	4,7%	4,7%	6,8%	6,7%	5,3%	9,9%
RBRD	COMPRA	R\$ 109,00	R\$ 89,98	21,1%	0,0%	11,6%	10,5%	10,7%	11,9%
XPLG	COMPRA	R\$ 115,00	R\$ 100,61	14,3%	0,0%	6,6%	5,4%	9,5%	9,2%
<b>Shoppings</b>									
FIGS	COMPRA	R\$ 90,00	R\$ 59,23	52,0%	11,6%	12,4%	11,4%	12,1%	10,4%
HGBS	NEUTRO	R\$ 239,00	R\$ 237,10	0,8%	7,0%	6,4%	6,5%	6,3%	6,6%
JRDM	COMPRA	R\$ 91,00	R\$ 71,80	26,7%	1,1%	9,0%	8,2%	6,5%	9,5%
MALL	COMPRA	R\$ 128,00	R\$ 105,80	21,0%	0,1%	7,7%	6,9%	7,1%	8,2%
PQDP	NEUTRO	R\$ 3.081,00	R\$ 3.068,98	0,4%	2,1%	6,0%	6,4%	5,4%	6,0%
SHPH	COMPRA	R\$ 1.063,00	R\$ 965,00	10,2%	1,8%	4,6%	7,2%	4,4%	5,0%
VISC	COMPRA	R\$ 120,00	R\$ 107,00	12,1%	4,8%	6,3%	8,5%	3,6%	6,4%

Figura 2 - TIR x Cap Rate 2018



Estimamos uma TIR<sup>1</sup> média de 6,7% (*upside* médio de 7,8%) para os FIIs de escritório, subsidiando nossa visão positiva para o segmento. Na modelagem, consideramos redução da vacância à medida que nos aproximamos do meio do ciclo (2019 e 2020). Conservadoramente, não incorporamos nenhuma apreciação real dos aluguéis, apesar de acharmos esse cenário cada vez mais provável à medida que a vacância se reduza.

Para os FIIs de agências bancárias (BBPO, SAAG e AGCX), mantivemos a ocupação em 100%, mas admitimos uma redução de 30% no valor do aluguel nos meses de renovação (programadas para 2022-2024). Apesar de parecerem fora do horizonte de investimento, já estão próximas o suficiente para impactar materialmente o valor, sendo apenas uma questão de tempo para o mercado incorporar essa incerteza ao preço. Estimamos TIR média de 4,9% para esses fundos (-17,4% *downside* médio), justificando nossa recomendação de venda para os fundos que operam nesse segmento.

No segmento de fundos logísticos, industriais e varejo temos quatro coberturas com TIR média de 8,6% (16,6% de *upside* médio). Nas projeções consideramos 100% de ocupação mesmo após o vencimento dos contratos de locação para o GGRC e o RBRD. Para o HGLG, projetamos redução da vacância, mantendo em 5% a partir de Jul/19, por não se tratarem apenas de contratos atípicos. Acreditamos que, no setor e em imóveis construídos e locados na modalidade *buit-to-suit*, há grande probabilidade de renovação e continuação do uso pelo mesmo locatário. Os fundos educacionais que cobrimos tem TIR média de 7,0% (10,3% de *upside* médio). Assim como para o segmento de imóveis logísticos, industriais e de varejo, consideramos, na projeção, 100% de ocupação após o vencimento do contrato de locação. A semelhança das circunstâncias, tanto na construção dos empreendimentos e das condições dos contratos, confere baixo risco de desocupação. Para os fundos de shoppings temos TIR média de 7,9% (17,6% de *upside* médio), considerando retomada gradual do crescimento econômico, bem como manutenção da taxa de vacância dos imóveis.

Uma ressalva importante em relação aos nossos ratings, as recomendações são relativas e o *valuation* dos FIIs é sensível à redução de taxas de juros reais. Nosso caso base assume uma NTN-B de 5,2% e um prêmio de risco de 2% (custo de capital próprio real de 7,2%).

<sup>1</sup> TIR: Taxa Interna de Retorno, como é chamado o retorno financeiro esperado sobre o capital investido.

## Atualização de case

**EDGA11 (Edifício Galeria, VENDA, downside 5,2%):** Fundo monoativo proprietário do Edifício Galeria, localizado no Centro da cidade do Rio de Janeiro. O mau momento da cidade vem penalizando a demanda por edifícios comerciais do mercado, afetando a vacância na região. Em seu último relatório gerencial, a administradora divulgou vacância física (Out/18) de 19,5% da ABL do imóvel. Além da dificuldade de locação dos espaços vazios no curto prazo, o aumento da oferta de imóveis comerciais no longo prazo (Projeto Porto Maravilha) impacta a vacância do Edifício Galeria, mantendo-a elevada.

O fundo comunicou ao mercado, na terça-feira (07/Jan), por meio de fato relevante que, a Secretaria de Estado de Cultura, locatária do conjunto 801 do Edifício Galeria, pagou cerca de R\$ 260 mil ao fundo, relativos a parte dos pagamentos de aluguéis e de demais encargos locatícios em atraso. Com esse recebimento, a distribuição de rendimentos do fundo será impactada positivamente em mais de 20%, e deverá ocorrer ao longo do primeiro semestre de 2019. Em nossa visão, o fundo continua com vacância alta (~20%) e sem expectativas de melhora significativa no curto prazo.

### EDGA11 - Edifício Galeria

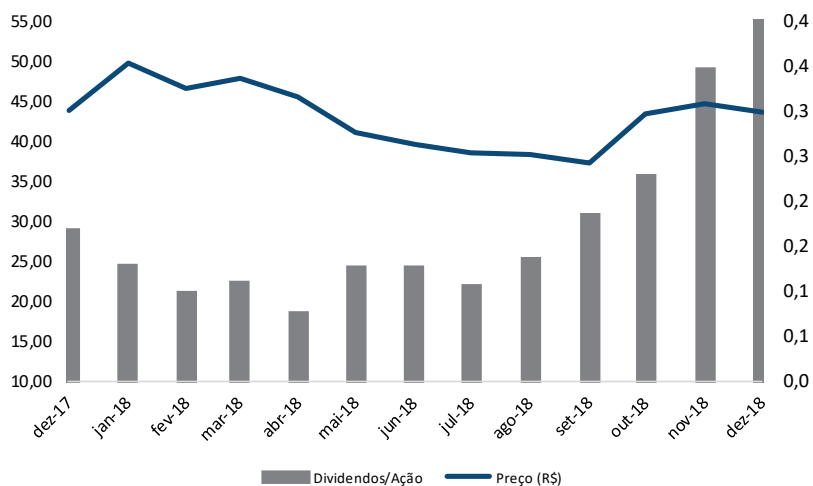
O Fundo é proprietário de 100% do Edifício Galeria, localizado na Rua da Quitanda, nº 86, Centro, Rio de Janeiro/RJ. O imóvel abriga 8 pavimentos de lajes corporativas, 5 lojas, 2 restaurantes com área de conveniência, além de um Mall localizado no térreo e subsolo.

- Data de Início: Set/2012
- Gestora do Fundo: BTG Pactual
- Auditor Independente: PWC
- Taxa de Administração: 0.2% sobre o total de ativos
- Rendimento Distribuído: 10º dia útil do mês subsequente
- Índice de Reajuste: IGP-M

#### Tabela 01 - Panorama do FII

Avaliação Imóvel (NAV) (R\$ milhares)	317.500
Valor de Mercado (R\$ milhares)	184.885
# Cotas (milhares)	3.812
Valor de mercado/m2 (R\$)	7.442
Preço (R\$)	48,5
<b>Preço Alvo 2019 (R\$)</b>	<b>46,0</b>
Upside	-5,2%
Div. Yield 12m fwd	4,8%
TIR (Real)	6,3%
Cap Rate 2018	4,6%
Cap Rate 2019	4,0%
Área Bruta Locável (mil m²)	25
Vacância Física	19,5%

#### Gráfico 01 - Valor da Cota x Dividendos distribuídos (R\$)



**KNRI (Kinea Renda Imobiliária, COMPRA, upside 17,1%):** O fundo possui 7 edifícios comerciais e 8 centros logísticos (15 imóveis) alugados para mais de 45 empresas de diversos tamanhos e setores, tais como Lojas Renner, F/Nazca, Banco do Brasil, American Airlines, Foxconn, Kimberly Clark, Dafiti, etc. Os imóveis adquiridos pelo Fundo normalmente já se encontram prontos e locados. Imóveis comerciais estão localizados em regiões com alto padrão como Região da Paulista, Vila Olímpia e Itaim em SP e no Centro do Rio de Janeiro, os “empreendimentos comerciais alvo” do Fundo deverão ter lajes com tamanho médio mínimo de 200m<sup>2</sup>. Enquanto no segmento logístico, os imóveis estão bem localizados, próximos a regiões metropolitanas que circundam São Paulo e o interior de SP, que em sua maioria apresentam saída para as principais rodovias.

No início do mês de janeiro, foi publicado o prospecto definitivo, juntamente com o anúncio de início da distribuição pública das cotas da 6ª emissão do fundo, que ocorrerá em acordo com a IN 400 da CVM (oferta pública). A oferta tem como objetivo a captação de até R\$ 994,7 milhões, distribuídos em 6,9 milhões de novas cotas, em 3 séries, ao valor unitário de R\$ 146,04 (R\$ 1,87 referente aos custos de distribuição).

O fundo híbrido (lajes corporativas e galpões logísticos) iniciou suas atividades em agosto de 2010 e em novembro do mesmo ano, realizou seu IPO, onde foram captados cerca de R\$ 260 milhões, através da emissão de aproximadamente 2,6 milhões de cotas. Desde então o fundo realizou outras 4 emissões, onde foram captados quase R\$ 2 bilhões. Nesse período o fundo apresentou rentabilidade (PL + Dividendos) de ~ 131%, equivalente a 110% do CDI e 97% do índice IFIX (**figura 3**).

O fundo teve seus rendimentos bastante prejudicados com o período de recessão que se instalou no mercado brasileiro nos últimos anos, principalmente em decorrência do impacto no mercado imobiliário, onde o valor dos aluguéis sofreu forte impacto. Cenário que vem mostrando sinais de reversão, já que, apesar da retomada do crescimento econômico em ritmo lento, com crescimento a taxas modestas, acreditamos que, com os sinais dados até o momento pelo novo governo, há potencial para avanço na área fiscal e consequente manutenção da taxa de juros e a inflação em patamares baixos. Assim, vemos melhora da confiança, tanto do investidor, quanto do consumidor, impulsionando a recuperação nos preços dos aluguéis e contribuindo para um crescimento no setor imobiliário, sobretudo para FIs com lajes corporativas bem localizadas e empreendimentos logísticos estrategicamente posicionados, como é o caso do KNRI.

**Figura 3 – Tabela de rentabilidade KNRI**

KNRI	PL/Cota + Dividendos	CDI	IFIX	% CDI
dez-11	18,05%	11,60%	16,51%	<b>156%</b>
dez-12	20,55%	8,40%	35,01%	<b>245%</b>
dez-13	29,02%	8,06%	-12,65%	<b>360%</b>
dez-14	8,83%	10,81%	-2,77%	<b>82%</b>
dez-15	5,42%	13,24%	5,46%	<b>41%</b>
dez-16	-0,21%	14,00%	32,29%	<b>-1%</b>
dez-17	4,32%	9,93%	19,45%	<b>44%</b>
dez-18	5,17%	6,42%	5,62%	<b>81%</b>
<b>Total</b>	<b>130,66%</b>	<b>118,76%</b>	<b>135,16%</b>	<b>110%</b>

Fonte: Econômica. Elaborado por Eleven Financial



Atualmente, o FII é o terceiro maior do mercado, com cerca de R\$ 2,2 bilhões de patrimônio líquido, atrás apenas dos gigantes KNCR e BRCR. O volume médio de negociação diária é de aproximadamente R\$ 2,4 milhões (*LTM*), 100% de presença nos pregões, além de apresentar a segunda maior participação no índice de mercado IFIX (~6,2%), fatores que denotam liquidez diária para o ativo.

**Dessa forma, ponderando os potenciais retornos e eventuais riscos inerentes, recomendamos a ENTRADA na emissão e, continuamos com recomendação de compra para os papéis KNRI11 com preço alvo de R\$ 174,00.**

**KNRI11 - Kinea Renda Imobiliária**

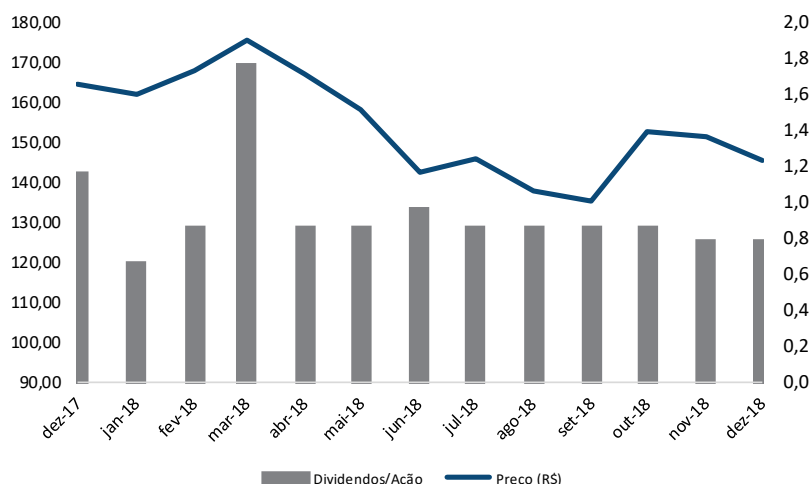
O fundo possui 7 edifícios comerciais e 8 centros logísticos (15 imóveis) alugados para mais de 45 empresas de diversos tamanhos e setores, tais como Lojas Renner, F/Nazca, Banco do Brasil, American Airlines, Foxconn, Kimberly Clark, Dafiti, etc. Os imóveis adquiridos pelo Fundo normalmente já se encontram prontos e locados. Imóveis comerciais estão localizados em regiões com alto padrão como Região da Paulista, Vila Olímpia e Itaim em SP e no Centro do Rio de Janeiro, os “empreendimentos comerciais alvo” do Fundo deverão ter lajes com tamanho médio mínimo de 200m<sup>2</sup>. Enquanto no segmento logístico, os imóveis estão bem localizados, próximos a regiões metropolitanas que circundam São Paulo e o interior de SP, que em sua maioria apresentam saída para as principais rodovias.

- Data de Início: Ago/2010
- Gestora do Fundo: Kinea Investimentos
- Auditor Independente: Price Waterhouse Coopers Auditores Independentes
- Taxa de Administração: 1.25% sobre valor de mercado
- Rendimento Distribuído: 10º dia útil do mês subsequente
- Índice de Reajuste: IGP-M e IPCA

**Tabela 01 - Panorama do FII**

Avaliação Imóvel (NAV) (R\$ milhares)	2.297.150
Valor de Mercado (R\$ milhares)	2.307.673
# Cotas (milhares)	15.524
Valor de mercado/m2 (R\$)	4.355.744
Preço (R\$)	148,7
<b>Preço Alvo 2019 (R\$)</b>	<b>174,0</b>
Upside	17,1%
Div. Yield 12m fwd	6,3%
TIR (Real)	7,8%
Cap Rate 2018	5,7%
Cap Rate 2019	6,5%
Área Bruta Locável (mil m <sup>2</sup> )	530
Vacância Física	8,2%

**Gráfico 01 - Valor da Cota x Dividendos distribuídos (R\$)**



**GGRC11 (GGR Covepi Renda, COMPRA, upside 23,1%):** O fundo iniciado em Abr/2017, possui portfólio totalmente composto por imóveis logísticos e industriais, com contratos atípicos de no mínimo 8 anos de duração, rating mínimo obrigatório de A- para os locatários e garantias adicionais para cada acordo de locação, além de *cap. rate* médio de entrada dos ativos em portfólio de 11,9%.

O fundo divulgou, no último dia 23/Jan, o anúncio de início de distribuição de cotas da 3ª emissão do FII (IN 400 CVM, oferta pública), cujo montante total será de aproximadamente R\$ 250 milhões, distribuídos em até 2.214.000 novas cotas, ao preço unitário de R\$ 116,70, dos quais, R\$ 3,78 são referentes aos custos de distribuição da oferta. Na última semana, disponibilizamos um relatório de análise completo acerca da emissão, **onde recomendamos a entrada na oferta e, para àqueles investidores com posição no fundo, exercer a totalidade do seu direito de preferência**, que tem fator de proporção de ~ 0,57 novas cotas, para cada uma detida em 23/Jan. O período para o exercício do direito iniciou em 31/Jan e se estende até 19/Fev.

**GGRC11 - Covepi Renda Fundo de Investimento Imobiliário**

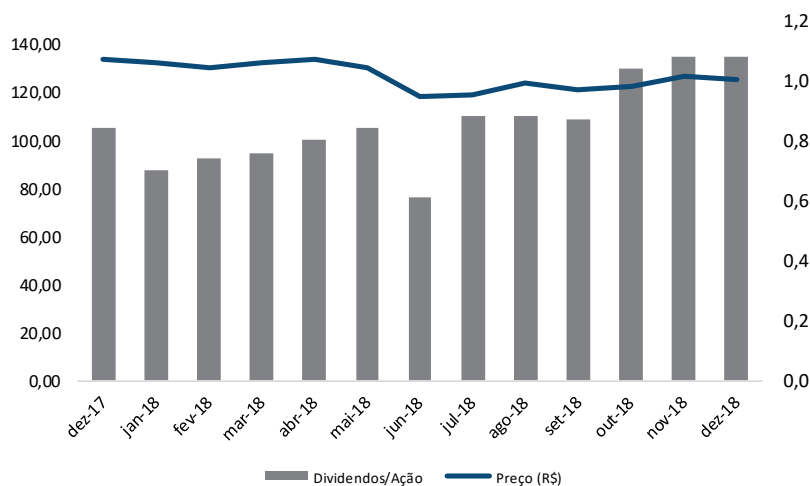
O GGR Covepi Renda FII tem como objetivo a realização de investimentos em imóveis comerciais, predominantemente no segmento industrial e logístico. No momento, o Fundo tem participação em 13 empreendimentos, totalizando 207 mil m² de área construída e locados a 10 empresas diferentes, distribuídos em 8 estados, com maior concentração na região sul do país.

- Data de Início: 04/2017
- Administradora do Fundo: CM Capital Markets DTVM Ltda.
- Gestora do Fundo: GGR Gestão de Recursos Ltda.
- Taxa de Administração: 1,10% a.a.
- Rendimento Distribuído: 6º dia útil do mês subsequente
- Índice de Reajuste: IPCA

**Tabela 01 - Panorama do FII**

Avaliação Imóvel (NAV) (R\$ milhares)	456.705
Valor de Mercado (R\$ milhares)	506.317
# Cotas (milhares)	3.846
Valor de mercado/m2 (R\$)	2.537
Preço (R\$)	131,6
<b>Preço Alvo 2019 (R\$)</b>	<b>162,0</b>
Upside	23,1%
Div. Yield 12m fwd	9,7%
TIR (Real)	9,5%
Cap Rate 2018	8,1%
Cap Rate 2019	9,8%
Área Bruta Locável (mil m²)	200
Vacância Física	0,0%

**Gráfico 01 - Valor da Cota x Dividendos distribuídos (R\$)**



**HGLG (CSHG Logística Fundo de Investimento Imobiliário, COMPRA, upside, 4,7%):** Fundo de galpões logístico-industriais que atualmente conta com participação em 12 imóveis localizados nos estados de São Paulo, Rio de Janeiro, Santa Catarina e, Minas Gerais. Sua receita imobiliária apresenta equilíbrio entre as regiões, dada a participação de cada uma no portfólio do fundo. Em dezembro de 2018, os empreendimentos em São Paulo foram responsáveis por 45% da renda imobiliária, enquanto que o em Minas Gerais por 26% e os do Rio de Janeiro (Campo Grande) e Santa Catarina representam os 29% restantes.

Em complemento aos Fatos Relevantes publicados nos dias 11/Set e 17/Out de 2018, a respeito do Imóvel localizado na Avenida CTR Empresarial, no Loteamento Fechado denominado CTR Centro Empresarial, localizado no Km 1,480, BR-497, s/n - Jardim Europa, Uberlândia – MG, atualmente locado para a companhia Lojas Americanas S.A., que o locatário do Imóvel não exerceu sua opção de adquirir até 25% do Imóvel, de forma que o Fundo permanecerá com a propriedade de 100% do Imóvel.

**HGLG11 - CSHG Logística Fundo de Investimento Imobiliário**

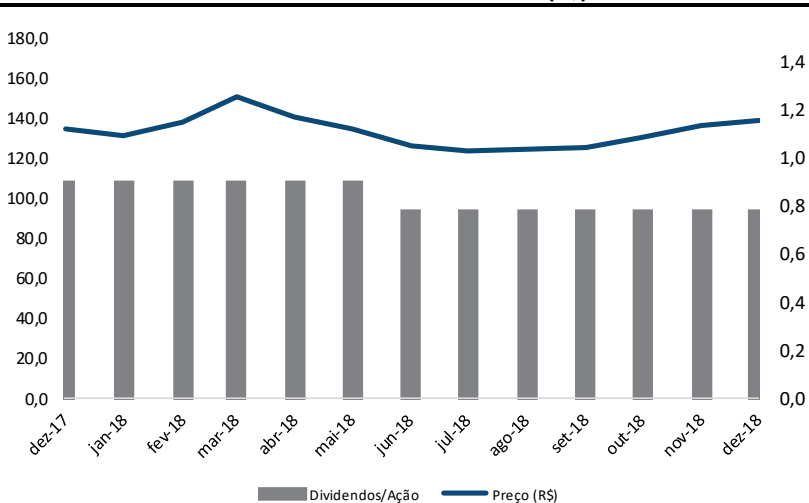
O CSHG Logística FII tem como objetivo auferir ganhos pela aquisição, para exploração comercial, de imóveis com potencial geração de renda, predominantemente galpões logísticos e industriais. O Fundo encerrou o mês de Nov/18 com 72 locatários em 12 empreendimentos, totalizando 286 mil m<sup>2</sup> de área privada.

- Data de Início: Jun/2010
- Administrador do Fundo: CSHG
- Auditor Independente: KPMG
- Taxa de Administração: 0.6% a.a. sobre valor de mercado
- Rendimento Distribuído: 10º dia útil do mês subsequente
- Índice de Reajuste: IPCA e IGP-M

**Tabela 01 - Panorama do FII**

Avaliação Imóvel (NAV) (R\$ milhares)	748.800
Valor de Mercado (R\$ milhares)	1.151.464
Cotas (milhares)	7.881
Valor de mercado/m2 (R\$)	4.033
Preço (R\$)	146,1
<b>Preço Alvo 2019 (R\$)</b>	<b>153,0</b>
Upside	4,7%
Div. Yield 12m fwd	6,8%
TIR (Real)	6,7%
Cap Rate 2018	5,3%
Cap Rate 2019	9,9%
Área Bruta Locável (mil m <sup>2</sup> )*	285
Vacância Financeira	4,7%

**Gráfico 01 - Valor da Cota x Dividendos distribuídos (R\$)**



**HGBS11 (Hedge Brasil Shopping, NEUTRO, upside, 0,8%):** Fundo de investimento multi-ativo, sob gestão ativa da Hedge Investments DTVM, com foco em shopping centers. Segundo o relatório gerencial de Dez/18, ~95% de sua carteira está alocada em ativos alvo e o restante em FII, CRI, LCI e outros ativos de renda fixa. O fundo possui 8 shopping centers em sua carteira, constituindo um portfólio diversificado por estarem distribuídos em 4 estados e serem administrados por 6 operadores diferentes.

O fundo publicou, no dia 11/Jan, a ata da AGE, ocorrida no mesmo dia, na cidade de São Paulo. A assembleia teve como ordem do dia a discussão a respeito da 7ª emissão de cotas do fundo, de acordo com a IN 476 da CVM (oferta restrita). Por unanimidade, a emissão foi aprovada. Na segunda-feira seguinte (14/Jan), o fundo publicou um comunicado, informando ao mercado sobre a oferta e suas características, sendo essas: montante máximo de até ~R\$ 300 milhões, distribuídos em 1.343.730 novas cotas, ao preço unitário de R\$ 227,69 (R\$ 223,78 + R\$ 3,91). Ainda no documento, é disponibilizado o cronograma estimativo da oferta, onde é apontado que o período para o exercício do direito de preferência vai de 18/Jan a 08/Fev (no escriturador, até 11/Fev).

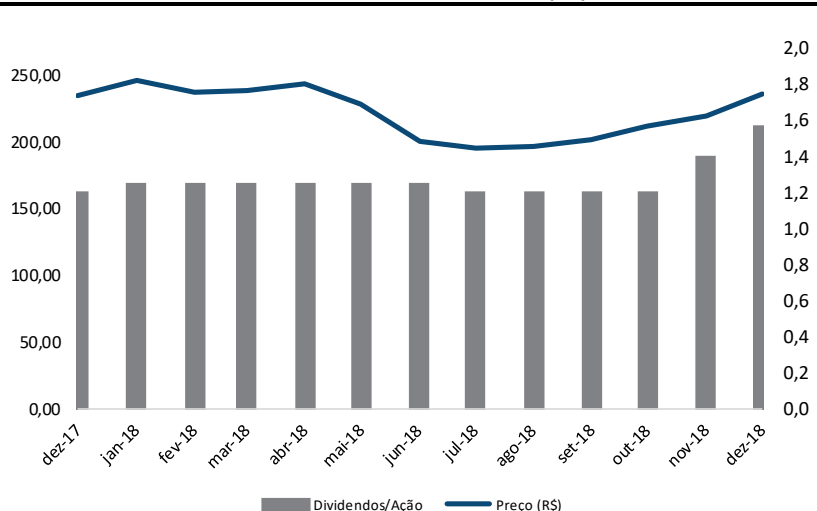
**HGBS11 - Hedge Brasil Shopping FII**

O Fundo tem como ativos alvo Shopping Centers construídos e em operação com pelo menos 15.000m² de ABL, localizados em regiões com área de influência de no mínimo 500 mil habitantes e administrados por empresas especializadas de primeira linha. O fundo encerrou o mês de outubro de 2017 com investimentos em 8 Shopping Centers distribuídos em 7 cidades e 4 estados.	-Data de Início: Dez/2006 -Gestora do Fundo: Hedge -Auditor Independente: KPMG -Taxa de Administração: 0.6% sobre o valor de mercado total das cotas -Rendimento Distribuído: 10º dia útil do mês subsequente -Índice de Reajuste: IPCA e IGP-DI
---	---

**Tabela 01 - Panorama do FII**

Avaliação Imóvel (NAV) (R\$ milhares)	705.276
Valor de Mercado (R\$ milhares)	1.274.394
# Cotas (milhares)	5.375
Valor de mercado/m2 (R\$)	11.561
Preço (R\$)	237,1
<b>Preço Alvo 2019 (R\$)</b>	<b>239,0</b>
Upside	0,8%
Div. Yield 12m fwd	6,4%
TIR (Real)	6,5%
Cap Rate 2018	6,3%
Cap Rate 2019	6,6%
Área Bruta Locável (mil m²)	110
Vacância Física	7,0%

**Gráfico 01 - Valor da Cota x Dividendos distribuídos (R\$)**



**JRDM11 (FII Shopping Jardim Sul, COMPRA, upside 26,7%):** Fundo monoativo com 40% de participação no Shopping Center Jardim Sul, localizado no bairro do Morumbi, em São Paulo. Imóvel do Fundo é maduro, com mais de 25 anos de funcionamento e apresenta taxa de vacância baixa, segundo o último relatório gerencial cerca de 3% da ABL.

O fundo publicou, no dia 15/Jan, o resumo das deliberações tomadas na AGE ocorrida no dia anterior, na cidade de São Paulo. A reunião teve como objetivo a deliberação dos seguintes pontos: a aprovação da 2ª emissão de cotas do fundo (oferta restrita – IN 476 CVM); e, a contratação do BTG Pactual DTVM como coordenador líder da oferta. Por unanimidade, todos os pontos constantes na ordem do dia foram aprovados. Ainda na mesma semana, o fundo publicou um fato relevante comunicando a respeito das características gerais da oferta, como podemos ver na **figura 4**, abaixo:

**Figura 4 - Características e prazos da 2ª emissão JRDM11**

**Recomendação: Entrar na emissão/ Exercer o direito de preferência**

Preço da Emissão	R\$ 66,30 (R\$ 65,00 + R\$ 1,30)
Início do Período de Exercício do Direito de Preferência	23/01/2019
Encerramento do Período de Exercício do Direito de Preferência	06/02/2019
Proporção do Direito de Preferência	0,13
Montante Total Líquido	R\$ 19,5 Milhões

Fonte: JRDM11. Elaborado por Eleven Financial

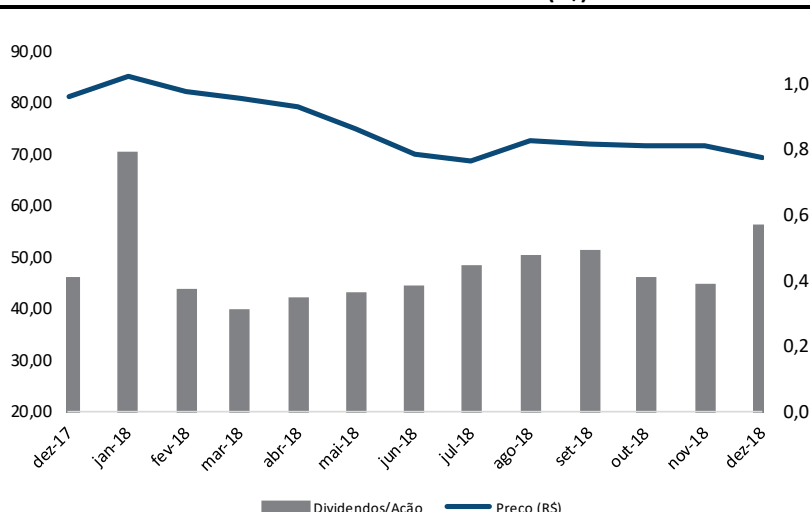
**JRDM11 - FII Shopping Jardim Sul**

O Fundo detém 40% do Shopping Center Jardim Sul situado na cidade de São Paulo, na Avenida Giovanni Gronchi, 5819, Morumbi. O shopping é administrado pela BR Malls e possui lojas referências e as lojas âncora C&A, Renner, Pão de Açúcar e Americanas. Conta também com área de entretenimento com salas de cinema e uma unidade do Fleury Medicina e Saúde.	-Data de Início: Ago/2012 -Gestora do Fundo: BTG -Auditor Independente: PWC -Taxa de Administração: 0.2% a.a. sobre o total dos ativos -Rendimento Distribuído: 10º dia útil do mês subsequente -Índice de Reajuste: IGP-M
---	---

**Tabela 01 - Panorama do FII**

Avaliação Imóvel (NAV) (R\$ milhares)	194
Valor de Mercado (R\$ milhares)	159.616
# Cotas (milhares)	2.223
Valor de mercado/m2 (R\$)	13.948
Preço (R\$)	71,8
<b>Preço Alvo 2019 (R\$)</b>	<b>91,0</b>
Upside	26,7%
Div. Yield 12m fwd	9,0%
TIR (Real)	8,2%
Cap Rate 2018	6,5%
Cap Rate 2019	9,5%
Área Bruta Locável (mil m²)	11
Vacância Física	1,1%

**Gráfico 01 - Valor da Cota x Dividendos distribuídos (R\$)**



**VISC11 (Vinci Shopping Centers, COMPRA, upside, 12,1%):** Fundo com um portfólio de 7 shopping centers, somando mais de 28 mil m<sup>2</sup> em ABL próprio, localizados em diferentes regiões do país que fez as duas primeiras captações via CRI. Quando decidiu fazer a 3ª captação (encerrada em novembro), emitiu cotas e listou o fundo imobiliário na B3, com uma captação R\$ 230 milhões.

O fundo comunicou ao mercado no dia 08/Jan, via fato relevante que, na mesma data foi adquirida pelo fundo a totalidade do imóvel logístico com mais de 26 mil m<sup>2</sup>, localizado no município de Extrema (Mg), construído na modalidade *build-ti-suit* e locado para a empresa Privalia, pelo valor de aproximadamente R\$ 77 milhões. Ainda no documento, é esclarecido que com a aquisição está finalizada a alocação dos recursos captados na quarta emissão de cotas do fundo, ocorrida em abril de 2018.

**VISC11 - Vinci Shopping Centers FII**

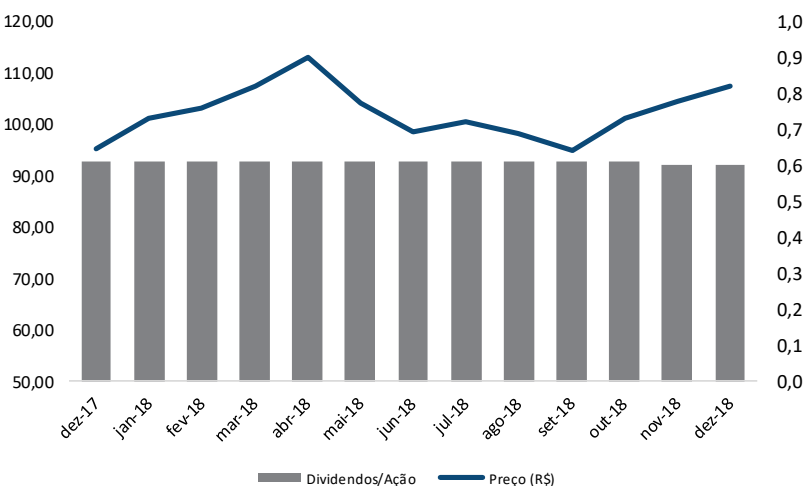
O Fundo é o primeiro de investimento imobiliário da Vinci Partners a ter suas cotas negociadas em bolsa. A carteira do fundo é composta preponderantemente por investimentos em shoppings centers, além de aplicações financeiras, obrigações financeiras alocadas em LCI, títulos públicos e fundos referenciados DI com liquidez imediata.

- Data de Início: Mar/2014
- Gestora do Fundo: Vinci Real Estate
- Auditor Independente: BDO RCS Auditores Independentes S.S.
- Taxa de Administração: 1.35% a.a. sobre o valor de mercado
- Rendimento Distribuído: 10º dia útil do mês subsequente
- Índice de Reajuste: IGP-M e IGP-DI

**Tabela 01 - Panorama do FII**

Avaliação Imóvel (NAV) (R\$ milhares)	231.118
Valor de Mercado (R\$ milhares)	873.182
# Cotas (milhares)	8.161
Valor de mercado/m2 (R\$)	17.651
Preço (R\$)	107,0
<b>Preço Alvo 2019 (R\$)</b>	<b>120,0</b>
Upside	12,1%
Div. Yield 12m fwd	6,3%
TIR (Real)	8,5%
Cap Rate 2018	3,6%
Cap Rate 2019	6,4%
Área Bruta Locável (m <sup>2</sup> )	49
Vacância Física	4,8%

**Gráfico 01 - Valor da Cota x Dividendos distribuídos (R\$)**



## Glossário

**Área Bruta Locável (ABL):** Área de um empreendimento imobiliário que está disponível para locação medida em m<sup>2</sup>.

**Administrador:** Instituição financeira responsável pelo funcionamento e manutenção do fundo, podendo executar as atividades de forma direta ou através da contratação de prestadores de serviço. Cabe a ele: selecionar os bens e direitos que irão compor o patrimônio do FII, providenciar e manter em ordem toda a documentação relacionada aos imóveis, controlar e supervisionar as atividades inerentes à gestão dos ativos do fundo, distribuir ou repassar os rendimentos devidos aos cotistas, receber valores em nome do FII e custear as despesas de publicidade, exceto as despesas de propaganda em período de distribuição de cotas.

**Assembleia Geral:** Órgão máximo de deliberação em um FII podendo ser convocada pelo administrador, cotistas que detenham no mínimo 5% das cotas emitidas ou pelo representante dos cotistas e no qual as decisões são tomadas de acordo com o voto da maioria dos cotistas presentes. Reunião realizada ao menos uma vez por ano com os cotistas do fundo na qual podem ser deliberadas alterações em sua política de investimentos, as demonstrações contábeis apresentadas pelo administrador, alterações no regulamento do fundo, substituição dos prestadores de serviço e modificações na política de cálculo das taxas de administração e de performance.

**Built to Suit (BTS):** Operação imobiliária na qual a construção de um determinado imóvel é feita sob medida para um futuro locatário que, por sua vez, se compromete a alugar o imóvel depois de pronto.

**Cap rate:** Percentual correspondente ao lucro líquido anual do portfólio de imóveis sobre o valor de mercado do fundo imobiliário.

**Contrato atípico:** Contrato de locação de longo prazo (maior que 5 anos), sem direito a revisional e com multas em caso de rescisão que preveem pagamento total dos valores de aluguel remanescentes.

**Cotas:** O patrimônio do fundo de investimento imobiliário é dividido em cotas correspondentes a frações ideais de seu patrimônio que conferem direitos e deveres iguais a todos os seus titulares. Os cotistas não podem exercer nenhum direito real sobre os imóveis e empreendimentos que fazem parte do patrimônio do fundo e não respondem pessoalmente por qualquer obrigação legal ou contratual do administrador ou relativa ao portfólio.

**Dividend yield:** Percentual que representa a rentabilidade relativa dos dividendos pagos aos cotistas. É calculado com base nos dividendos pagos por cota dividido pelo preço.

**Fundo de desenvolvimento:** Os fundos de desenvolvimento têm por objetivo investir em projetos imobiliários para obter lucro com a venda dos imóveis prontos ou com a venda de loteamentos.

**Fundo de fundos:** Fundos que possuem em sua carteira de investimentos, majoritariamente, cotas de outros fundos de investimento imobiliário.

**Fundo de papel:** Fundos que investem predominantemente em recebíveis imobiliários, ou seja, investimentos em títulos de renda fixa voltados ao setor imobiliário, como CRI, LCI e LH.

**Fundo de tijolo:** Fundos que obtêm renda através da compra integral ou parcial de empreendimentos (prédio comercial, shopping center, centro logístico, hospital, instituição de ensino, hotel) com o objetivo de gerar rendimentos mensais a partir de aluguel.

**Gestor:** Instituição qualificada responsável pela tarefa de decisão de compra e venda dos ativos do fundo com o objetivo de conseguir mais rentabilidade, alinhada com os objetivos e política de investimentos estabelecida no regulamento.

**Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI):** Títulos lastreados em empreendimentos imobiliários que geram direito de crédito ao investidor. Ou seja, ele passa a ter direito a receber uma remuneração do emissor (periódica ou no vencimento) e ao valor principal no vencimento do título.

**IGP-M:** Índice Geral de Preços do Mercado - Medido pela Fundação Getúlio Vargas (FGV) mensalmente, registra a inflação de preços do mercado em geral e é referência para o reajuste de boa parte dos aluguéis dos fundos imobiliários em caráter anual.

**IPCA:** Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo - Índice oficial de inflação do país. Medido uma vez por mês pelo IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística), indica a variação dos preços de uma determinada cesta de produtos. É utilizado para reajustar parte dos aluguéis dos fundos imobiliários e como base para precificação de alguns títulos de crédito.

**Índice dos Fundos de Investimento Imobiliários (IFIX):** O IFIX é o índice utilizado como indicador do desempenho médio das cotações dos fundos imobiliários negociados e calculado a partir de uma carteira teórica elaborada de acordo com critérios estabelecidos nesta metodologia.

**Investidor qualificado:** Segundo a instrução CVM 554, são considerados investidores qualificados:

- (i) Investidores profissionais;
- (ii) Pessoas físicas ou jurídicas que tenham investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1 milhão e que atestem por escrito sua condição de investidor qualificado;
- (iii) Pessoas físicas que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios;
- (iv) Clubes de investimento cuja carteira seja gerida por um ou mais cotistas que sejam investidores qualificados.

**Letra de Crédito Imobiliário (LCI):** Título de renda fixa emitido por uma instituição financeira e lastreado por empréstimos imobiliários. Podem ter rentabilidade pré ou pós-fixada, não pode ser resgatada antes de seu vencimento, porém pode ser negociada no mercado secundário.

**Letra Hipotecária (LH):** Título de dívida garantido por créditos imobiliários de primeira hipoteca e emitido por instituições financeiras.

**Liquidez:** Facilidade com que um ativo pode ser transformado em dinheiro sem perdas significativas em seu valor. Ou seja, um ativo com alta liquidez pode ser facilmente vendido caso haja necessidade imediata de dinheiro. A liquidez das cotas de um FII depende da existência de outro investidor no mercado que deseje adquirir aquela cota, já que não é possível solicitar o resgate das cotas junto ao administrador.

**Mix de lojistas:** Expressão utilizada em fundos do segmento de shopping centers para designar a composição estratégica das lojas definida pelo administrador dos shoppings.

**Patrimônio Líquido:** É a soma do valor dos ativos do fundo e dos valores a receber deduzidas as exigibilidades.

**Preço Alvo (Target Price):** O preço alvo de um fundo imobiliário é calculado usando metodologia do dividendos descontados e é usado para definir o potencial de valorização, ou



desvalorização, do FII de acordo com o potencial de pagamento de rendimentos no longo prazo. Os dividendos são descontados a uma taxa justa calculada a partir da NTN-B de longo prazo somada a um spread de 2% para a relação de risco do FII.

**P/VPA:** Relação entre preço e valor patrimonial por ação. Indica quantas vezes o preço da cota está acima ou abaixo do valor patrimonial do fundo imobiliário e também pode ser utilizado como base comparativa entre os fundos imobiliários do mesmo segmento.

**Rendimentos (Dividendos):** Distribuições periódicas dos lucros auferidos pelo fundo, que devem somar obrigatoriamente pelo menos 95% do lucro semestral. Podem ter como origem o pagamento de aluguéis, negociações com os ativos do fundo, juros pagos pelos títulos em sua propriedade ou rendimentos de cotas de outros FII.

**Renda Mínima Garantida (RMG):** Valor pago por período determinado aos cotistas durante o período de maturação do empreendimento, de forma a complementar a receita imobiliária gerada pelo imóvel no início de seu funcionamento. Os valores podem ter origem em uma conta reserva ou serem pagos por outro participante do empreendimento.

**Sale and Leaseback:** Operação na qual o proprietário realiza a venda do imóvel e simultaneamente assina contrato de locação, geralmente de longo prazo, se tornando inquilino e permanecendo no mesmo local. O principal motivador para tal operação é a necessidade ou percepção de que a partir do aumento de disponibilidades, o inquilino do imóvel poderá ampliar a linha de investimentos em sua operação principal, potencializando retorno sobre o capital próprio.

**Taxa de administração:** Taxa paga pelo serviço prestado pela administradora do fundo dada por um valor percentual anual do valor patrimonial do fundo, passando a ser incidente sobre o valor de mercado caso o fundo faça parte do IFIX. Geralmente apresenta valor mínimo que pode ser encontrado no regulamento do fundo.

**Taxa Interna de Retorno (TIR):** Taxa interna de retorno é uma medida relativa que demonstra o quanto rende o investimento, considerando a periodicidade do fluxo de caixa ou rendimentos do investimento.

**Taxa de gestão:** Taxa paga ao gestor pela prestação de seus serviços, pode já estar embutida à taxa de administração a depender do fundo.

**Taxa de performance:** Taxa cobrada por alguns fundos, geralmente fundos de papéis e fundos de fundos, em caso de a performance superar determinado benchmark pré-definido (na maioria das vezes o IFIX).

**Vacância Física:** Espaço vago, ou seja, que se encontra desocupado, em um empreendimento imobiliário.

**Valor de Mercado:** É basicamente uma multiplicação entre o valor das cotas e o número de cotas emitidos.

**Vendas mesmas lojas (SSS):** Variação percentual nas vendas dos lojistas que foram operacionais nos últimos 12 meses. Valores calculados pela ponderação da ABL própria do portfólio.

**DISCLAIMER**

Este documento foi elaborado e distribuído pela Eleven Financial Research unicamente para uso do destinatário original, e tem como objetivo somente informar os investidores, não constituindo oferta de compra ou de venda de nenhum título ou valor mobiliário contido neste relatório. As decisões de investimentos e estratégias financeiras devem ser realizadas pelo próprio leitor.

Nossos analistas elaboraram o presente relatório de forma independente, e o conteúdo do mesmo não pode ser copiado, reproduzido ou distribuído, no todo ou em parte, a terceiros, sem prévia e expressa autorização.

Todas as informações utilizadas 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 aqui contidas não são incertas ou equívocas no momento de sua publicação, a Eleven Financial e os seus analistas não respondem pela veracidade das informações do conteúdo.

Conforme o artigo 20, parágrafo único da ICVM 598/2018, o analista **Raul Grego Lemos** declara-se inteiramente responsável pelas informações e afirmações contidas neste relatório de análise. De acordo com a exigência regulatória do artigo 21 previsto na ICVM 598, de 18 de abril de 2018, o analista de valores mobiliários, responsável principal por este relatório, declara:

(i) que as recomendações contidas neste relatório refletem única e exclusivamente sua opinião pessoal sobre a companhia analisada e seus valores mobiliários e foram elaborados de forma independente e autônoma.

(ii) que as informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas às mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança.

Para maiores informações, pode-se ler a Instrução CVM 598, de 2018, e também o Código de Conduta da Apimec para o Analista de Valores Mobiliários.

Este relatório é destinado exclusivamente ao assinante da Eleven que o contratou. A sua reprodução ou distribuição não autorizada, sob qualquer forma, no todo ou em parte, implicará em sanções cíveis e criminais cabíveis, incluindo a obrigação de reparação de todas as perdas e danos causados, nos termos da Lei nº 9.610/98 e de outras aplicáveis.