

Análise

Relatório especial

Atualizado em 21.10.2022

FII GUARDIAN MULTI-ESTRATÉGIA GAME11



PONTOS POSITIVOS

- Carteira formada por bons ativos;
- Gestora com boa capacidade de estruturação de novas operações;
- *Yield* atrativo.



PONTOS NEGATIVOS

- Pouco tempo de existência;
- Concentração em alguns devedores;
- Gestora precisa melhorar em alguns pontos essenciais;
- Pouca liquidez.



COMO TUDO COMEÇOU

2021

O fundo iniciou suas atividades após uma captação de R\$206 milhões. Vale destacar que o GAME11 nasceu exclusivo para investidores profissionais. A estratégia base do fundo é investir em diferentes classes de ativos buscando características semelhantes à de uma renda fixa.

2022

O fundo passou a ser negociado em ambiente de bolsa, mas com uma liquidez muito reduzida. Visando a melhoria deste cenário, foi aprovado o desdobramento de cotas na proporção de 1 para 10, fazendo o fundo ser negociado na casa dos R\$10. Além disso, a gestora realizou um movimento inovador, ao doar cotas de fundo, de sua posse, a investidores que atendessem determinados critérios. A combinação destas estratégias melhorou a liquidez do fundo e fez o número de cotistas crescer 170 vezes.

Na Figura 1 temos a evolução do número de cotistas do fundo.

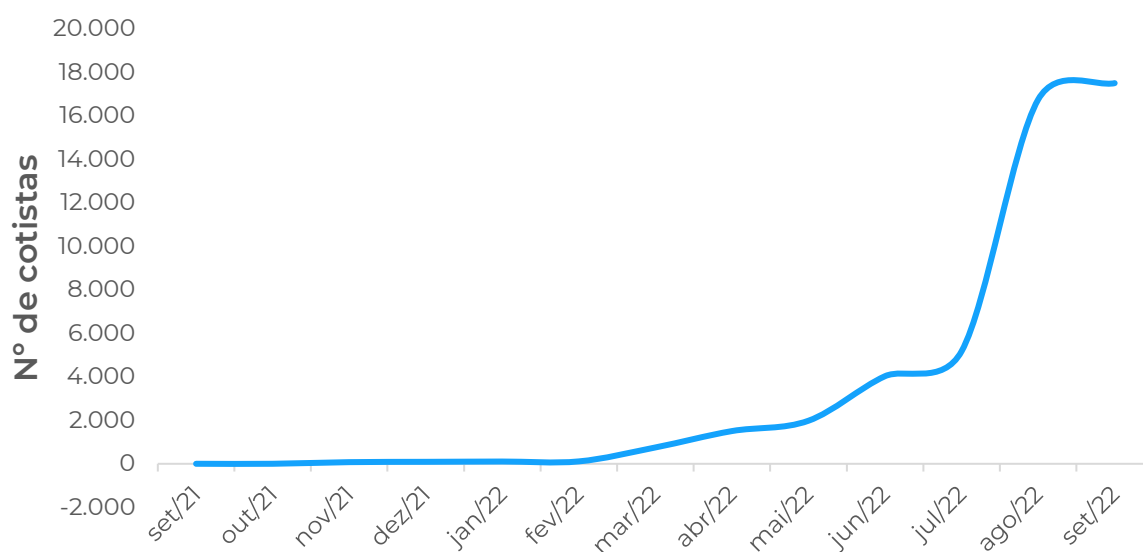


Figura 1 – Evolução do número de cotistas.

Fonte: Autor.

Já na Figura 2 percebemos a evolução patrimonial do fundo.

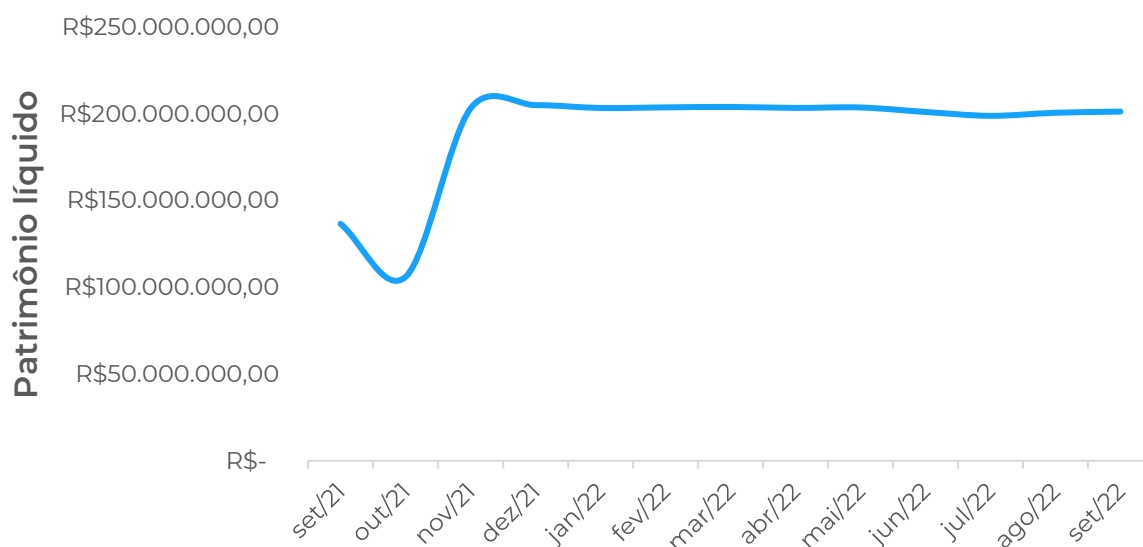


Figura 2 – Evolução patrimonial.

Fonte: Autor.



CLASSIFICAÇÃO DO FUNDO

O fundo é do tipo papel, com foco em recebíveis imobiliários. A estratégia do fundo será descrita a seguir.

- **Recebíveis imobiliários:** o GAME11 poderia muito bem ser entendido como um FII híbrido, tanto pelo seu regulamento quanto pelo seu nome, “multiestratégia”. Porém, a gestão já deixou claro o seu foco nos recebíveis imobiliários.

A tese de investimento do fundo está definida no trecho abaixo:

“O FII Guardian Multiestratégia Imobiliária I (GAME11) é um fundo destinado a investidores em geral, com essência em crédito imobiliário predominantemente de RISCO COMEDIDO através de investimentos em sua maioria em títulos e valores mobiliários (TVM).”

Dentro desse trecho podemos pegar uma palavra que define bem as operações que farão parte do portfólio do GAME11, estamos falando da palavra “essência”. A gestão tem como foco investir em ativos que sejam ou funcionem como crédito imobiliário.

O GAME11 é um fundo que irá manter a maior parte do seu patrimônio alocado em CRIs, mas com liberdade para investir em outros ativos, desde que eles possuam um comportamento análogo ao de uma renda fixa.

O melhor exemplo disso é o FII, IDFI11, que faz parte da carteira do fundo, pois tem prazo determinado, amortizações programadas e retorno estimado.

Atualmente, 97% do ativo do GAME11 é formado por CRIs e 3% por FII.

A gestão divide a estratégia de investimento do fundo em dois pilares, Beta e Alpha. A Figura 3 mostra o que cada uma representa.

BETA β	α ALPHA
ALOCÇÃO 60% - 90% dos Ativos PERFIL CRI CRI Corporativo - Sênior e Única CRI Pulverizado - Sênior e Única PERFIL FII Listado, Liquidez ou Prazo Determinado e Risco Comedido CONDICIONANTES ENQUARAMENTO - MÍNIMO 2 ABAIXO Risco de Crédito de Contraparte Comedido Liquidez das Garantias vinculadas Razão de Garantia superior a 130% Senioridade nos recebimentos Alienação Fiduciária de Garantia Real OPERAÇÕES SEMPRE COM ESSÊNCIA DE CRÉDITO	10% - 40% dos Ativos ALOCÇÃO PERFIL CRI CRI Corporativo - Sub e Única CRI Pulverizado - Sub e Única PERFIL FII Não listados, Prazo Indeterminado e sem Liquidez PERFIL OUTROS ATIVOS Cota de FIDCs e FIPs Imobiliários Debêntures Securitizáveis de lastro Imobiliário Imóveis (SLB e Permutas Físicas) Cota de SPEs imobiliárias OPERAÇÕES SEMPRE COM ESSÊNCIA DE CRÉDITO

*Figura 3 – Pilares de investimento do GAME11.
Fonte: Relatório gerencial.*

Historicamente, o fundo manteve 94% de seu patrimônio alocado em ativos Beta e 6% em ativos Alpha.

A divisão vista acima busca atender o que a gestão definiu na tese de investimento como busca por operações de “risco comedido”.

É possível notar que as características que definem um ativo como Beta são mais ligadas a segurança, como por exemplo: CRIs de série Sênior, FIIs listados e mínimo de duas garantias no crédito.

O resultado desta busca pelo risco comedido, fez o GAME11 ter uma carteira de CRIs mais próxima do que chamamos de *high grade*. Por definição, o fundo deve ser classificado como risco médio, pois mescla operações seguras com arriscadas, porém estas últimas são minoria no portfólio.

Além da classificação dos ativos em Beta e Alpha, a gestão também gosta de rotulá-los como core e tático. Essa nova classificação diz respeito a intenção de manter ou não o determinado ativo em carteira.

Uma operação classificada como tática, não tende a permanecer muito tempo em carteira, seu objetivo é facilitar uma reciclagem de portfólio e uma obtenção de ganho de capital. Já os ativos core, são aqueles que a gestão tem o interesse de manter em carteira.

Historicamente, 53% do patrimônio esteve alocado em ativos core e 47% em ativos táticos. Como podemos ver, o fundo mantém um grande percentual do seu capital alocado em ativos com objetivo de giro de carteira.

A gestão extremamente ativa é outro pilar de investimento do GAME11. O giro de carteira é visto com bons olhos pela gestora e irá ocorrer com frequência no fundo.



ADMINISTRAÇÃO E GESTÃO

O fundo é administrado pelo Banco Daycoval e gerido pela Guardian Gestora.

A Guardian é uma instituição com foco no setor de crédito e imobiliário. Ao todo, são mais de R\$1 bilhão de recursos sob sua gestão.

Um ponto muito importante que merece destaque no trabalho da gestora é seu alto poder de estruturação de novas operações de crédito.

Em nossos relatórios sempre destacamos as gestoras com esta capacidade, pois com ela é possível construir um portfólio de CRIs com risco e retorno mais atrativo. Apenas nos últimos 12 meses, mais de R\$350 milhões em recebíveis imobiliários foram estruturados pela Guardian.

No mercado de fundos imobiliários, a Guardian ainda está iniciando os seus trabalhos, tendo apenas dois fundos sob sua gestão, GALG11 e GAME11.

Em nossa análise do GALG11 destacamos dois pontos negativos no trabalho da gestora: transparência razoável e realização de emissão abaixo do valor patrimonial.

No GAME11, a transparência dos documentos é boa, embora ainda precise melhorar em alguns pontos específicos.

A realização de emissões com preço atrativo ainda não foi testada, pois o GAME11 fez apenas uma captação de recursos. Entretanto, quando questionada, a equipe de gestão não deu uma resposta contundente sobre a não realização de emissões abaixo do valor patrimonial.

Por fim, gostaríamos de destacar a taxa de performance bem interessante do fundo. O GAME11 tem como seu *benchmark* IMAB-5 + IPCA, um retorno bem atrativo e desafiador.

Uma amostra da qualidade deste *benchmark* é o histórico de custos do fundo. Sua relação despesas *versus* receita histórica é de 7%, valor muito competitivo dentro do mercado de FIIs.

Em resumo, enxergamos qualidade na equipe de gestão da Guardian, mas entendemos que existem vários pontos que necessitam de aprimoramento. Ao final, a gestora pode ser classificada como na média.



OS RISCOS DO NEGÓCIO

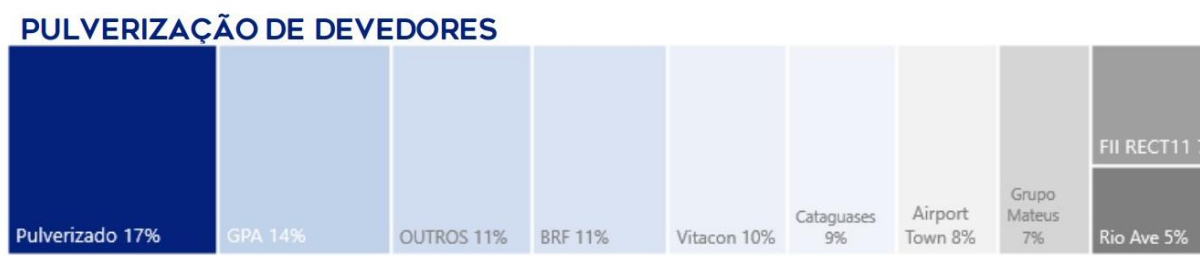
Os principais fatores de risco são:

Apesar de ter o termo “multiestratégia” em seu nome e possuir um regulamento que o deixa livre para investir em

diversas classes de ativos, o GAME11 é em sua essência um FII de recebíveis. Por isso, o seu principal risco é o de crédito.

O risco de calote é inerente ao investimento em CRIs, porém ele pode ser encontrado em níveis diferentes. O GAME11 tem como foco a exposição a dívidas com risco comedido, de forma que a maior parte de sua carteira será alocada em CRIs com perfil mais *high grade*.

Aliado ao risco de calote, encontramos dentro do fundo o risco de concentração. Por ser um FII de patrimônio pequeno, não foi possível realizar uma grande diversificação de portfólio. A Figura 4 mostra a concentração do fundo por devedor.



*Figura 4 – Diversificação de devedores.
Fonte: Relatório gerencial.*

Tanto GPA quanto BRF superam 10% de representatividade dos créditos do fundo. Por mais que estas empresas sejam listadas e possuam balanços bem estruturados, a concentração é algo desagradável.

Outro risco presente no GAME11 é o de movimentação de carteira. Como mencionado anteriormente, faz parte da estratégia do fundo, girar com frequência o seu portfólio.

A gestão ativa pode gerar ganhos extraordinários, porém ela vem atrelada ao risco de prejuízos. Atualmente, 51% do portfólio do fundo é classificado como tático, ou seja, a gestão tem o interesse de movimentá-lo no curto prazo. É preciso acompanhar de perto da capacidade da gestora de fazer estes movimentos.

Por fim, é preciso citar o risco de pouco tempo de existência do fundo. A avaliação da qualidade de um FII passa pela análise de seu histórico.

O GAME11 tem pouco mais de 1 ano de existência, de forma que não temos dados suficientes para analisar profundamente sua estratégia, a qualidade de sua gestão, seu comportamento em diferentes ciclos de mercado, etc.



RESULTADOS ANTERIORES...

Analisar os resultados anteriores do fundo é um bom termômetro para medir a qualidade da gestão.

Em primeiro lugar, temos o histórico de dividendos do fundo. Desde novembro de 2021, foram distribuídos R\$1,36 por cota em forma de dividendos, já considerando o desdobramento. O *yield* médio mensal foi de 1,21% ao mês. Na Figura 5 temos o histórico de dividendo por cota do fundo.

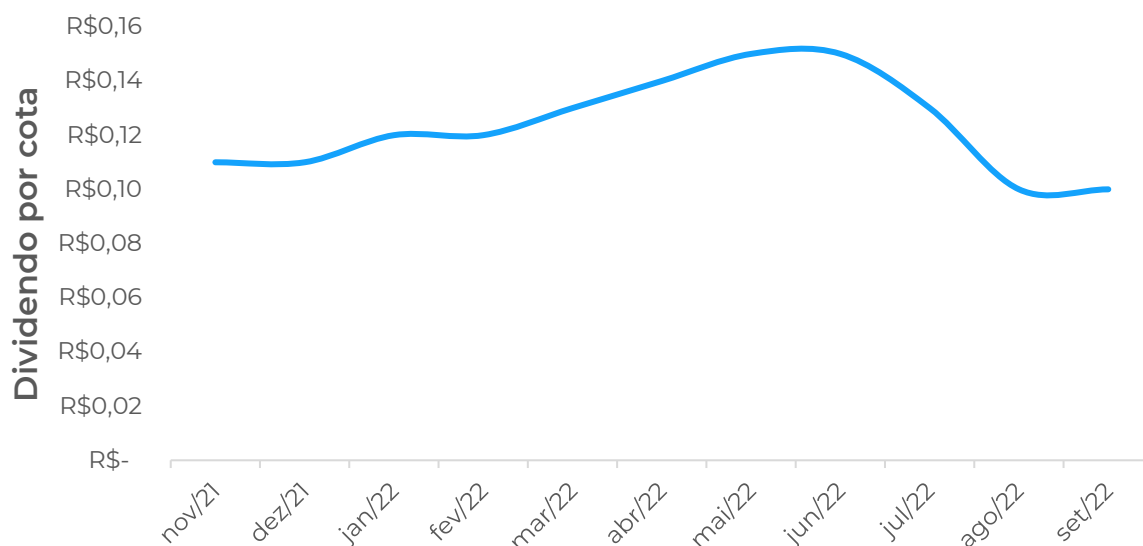


Figura 5 – Histórico de dividendo por cota.

Fonte: Autor.

A Guardian preza por entregar um resultado com boa estabilidade e previsibilidade para os seus cotistas. Para atingir este objetivo, a gestora utiliza de reserva acumulada. A Figura 6 mostra o histórico de resultado acumulado pelo fundo.

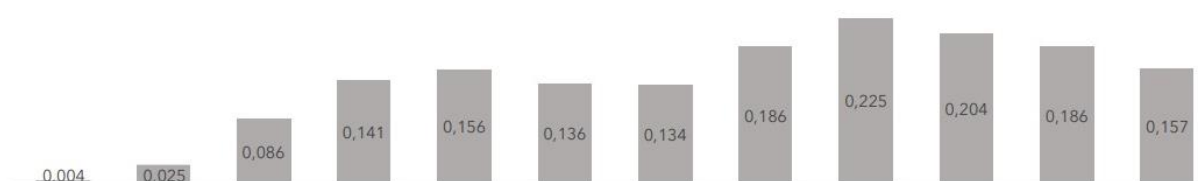


Figura 6 – Histórico de resultado acumulado.

Fonte: Relatório gerencial.

Por ter uma carteira de CRIs mais indexada ao IPCA, o fundo obteve resultados bem elevados no início de 2022, mas vem sofrendo com os últimos meses de deflação. Como podemos ver na imagem acima, nos últimos 3 meses a reserva foi consumida.

Seguindo seu objetivo de entregar uma renda previsível aos seus cotistas, a Guardian divulga um *guidance* do

resultado e do dividendo do fundo. A Figura 7 mostra esta estimativa feita pela gestora.



*Figura 7 – Guidance de resultado do GAME11.
Fonte: Autor.*

A linha tracejada em azul escuro representa a expectativa de resultado para os próximos 3 meses. Como podemos ver, a gestora ainda espera um impacto da deflação em seu resultado, porém com uma melhoria gradativa.

Também notamos que a distribuição estimada supera os resultados, isto acontece, pois a gestão pretende continuar consumindo a reserva acumulada. Ao final destes 3 meses, a reserva que hoje é de R\$0,157 está projetada para ser R\$0,08.

Antes de destacarmos o retorno histórico do fundo, é preciso comentar que o GAME11 faz sua distribuição pelo regime de competência. Neste modelo contábil, a inflação é quase toda distribuída no curto prazo, elevando os rendimentos.

É muito importante saber qual a forma de apuração de resultado dos FIIs de CRI para poder comparar aqueles que são semelhantes. Já que cada modelo irá trazer benefícios diferentes a depender do ciclo imobiliário. Atualmente, no cenário de deflação, os fundos que distribuem sob regime de competência estão sofrendo mais, por conta disso o GAME11

tem precisado consumir com mais velocidade a sua reserva acumulada.

Por fim, iremos analisar o resultado histórico do fundo. Vale mencionar que pelo pouco tempo de existência, não podemos tirar conclusões sobre o trabalho da gestão e sobre a qualidade da estratégia.

Considerando os rendimentos distribuídos e o retorno da cota a mercado, o GAME11 entregou 8,46% de retorno, *versus* 9,75% do CDI e 4,77% do IPCA.



...ATUALMENTE

Um ponto que não costumamos trazer para os relatórios do Simpla é a análise de liquidez de um FII. A grande maioria dos ativos até aqui analisados atendem ao volume mínimo de negociação que desejamos em um FII.

O GAME11 realizou um desdobramento e uma campanha de distribuição de cotas que conseguiram aumentar sua liquidez. Entretanto, ela ainda se encontra em um patamar reduzido, muitas vezes inferior a R\$300 mil por dia.

Com base nos dados analisados, entendemos que ainda não é seguro montar grandes posições no fundo pela sua baixa liquidez.

Feita esta observação, achamos interessante utilizar esta seção para estudar o atual portfólio do fundo.

O primeiro destaque que queremos fazer à estratégia do fundo é sobre sua constante movimentação de carteira. Vimos anteriormente que um pilar da tese do fundo é a presença de uma forte gestão ativa.

A Figura 8 nos mostra como este trabalho foi bem realizado no último ano.

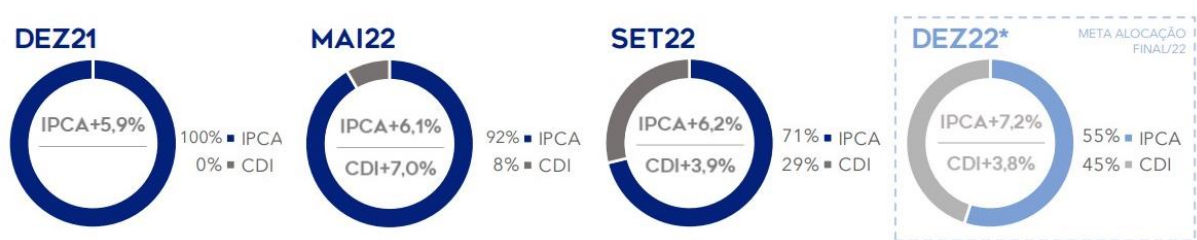


Figura 8 – Evolução de diversificação de indexadores.

Fonte: Relatório gerencial.

Como podemos ver, a Guardian foi capaz de aumentar o percentual da carteira do fundo indexada ao CDI. Além disso, houve uma leve melhoria da taxa média dos ativos. Se considerarmos o cenário meta, temos uma excelente atuação da equipe de gestão.

Observando o cenário atual, a exposição de 29% da carteira a CRIs indexados ao CDI é muito interessante para a proteção do resultado neste momento de deflação.

A possibilidade de exposição a diferentes indexadores é uma característica que nos agrada em um fundo de CRI, pois permite um desempenho mais estável em diferentes momentos do ciclo imobiliário.

Mesmo com a constante reciclagem de carteira, existe um tipo de CRI que é mais buscado pelo GAME11. A Figura 9 mostra a concentração por série dos CRIs.



*Figura 9 – Diversificação por série dos CRIs.
Fonte: Relatório gerencial.*

A gestão dividiu a estratégia do fundo em Beta e Alpha, sendo que a primeira deverá representar entre 60% e 90% da alocação. No pilar Beta está definido que os CRIs a serem investidos devem ser de série única ou sênior.

Essas são as duas séries que apresentam mais segurança, pois não respondem primeiro a eventuais calotes. A gestão já informou que pretende acrescentar CRIs subordinados, os mais arriscados, como parte da estratégia Alpha.

O cenário descrito acima reforça o perfil de risco comedido dos CRIs adquiridos pelo GAME11. Outro reforço deste perfil é a robustez das garantias presentes nestes recebíveis, como podemos ver na Figura 10.

TIPO GARANTIA

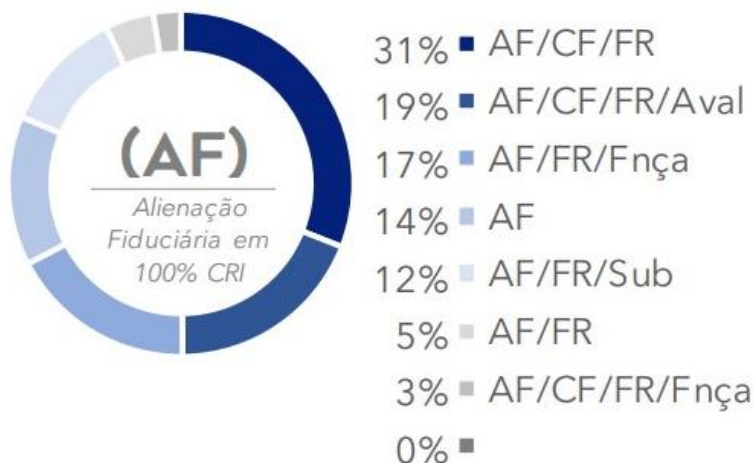


Figura 10 – Diversificação por tipo de garantia.
Fonte: Relatório gerencial.

A imagem acima mostra uma boa estrutura de garantias dentro do GAME11, principalmente pela existência de alienação fiduciária em 100% dos CRIs. Para o melhor entendimento desta garantia temos o trecho abaixo:

“A alienação fiduciária de imóvel é uma garantia atribuída pelo devedor (chamado aqui de fiduciante), que transfere a propriedade de seu imóvel ao credor (fiduciário) até o pagamento total da dívida.”

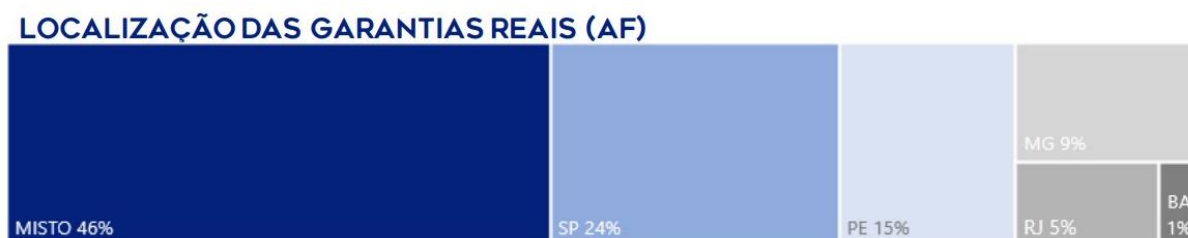
Quando falamos de alienação fiduciária é preciso tomar cuidado com dois pontos: localização e valor dos ativos. No mercado de FIIs temos exemplos de fundos de CRI que sofreram o calote, executaram a garantia, tomaram o imóvel, mas que não conseguiu vendê-los. Por isso, é muito importante observar se os ativos dados em garantia são bons.

O primeiro dado que iremos analisar para atestar a qualidade da garantia é o LTV. O *Loan to value* mede a relação

entre o valor da dívida e do imóvel dado em garantia. Quanto menor for o valor deste indicador, mais segura é a dívida.

A carteira do GAME11 apresenta um LTV médio de 52%, isso significa que os ativos dados em garantia valem cerca de o dobro da dívida. Este é um cenário muito bom, pois em caso de execução da garantia, o fundo pode reduzir bastante o preço de venda dos imóveis e mesmo assim recuperar o seu investimento.

Partindo para a observação da localização destes ativos, temos na Figura 11 a diversificação estadual das garantias.



*Figura 11 – Diversificação por localização das garantias.
Fonte: Relatório gerencial.*

O GAME11 possui poucas garantias localizadas em São Paulo, isto pode gerar um problema de liquidez nestes ativos. Garantias localizadas em SP tendem a ser mais facilmente vendidas.



POSSÍVEIS CENÁRIOS

Análise de múltiplos

A análise de preço de um fundo de recebíveis é melhor realizada por meio do uso do P/VP. Os ativos em carteira são melhor precificados que os imóveis presentes nos fundos de tijolo, por isso este indicador tem grande utilidade nestes fundos. Além disso, sempre reforçamos que o valor patrimonial de um fundo de papel não tem tendência de valorização no longo prazo, por isso, devemos evitar adquiri-los em valores de P/VP muito acima de 1. Na Figura 13 temos o histórico de preço sobre valor patrimonial por cota do fundo.

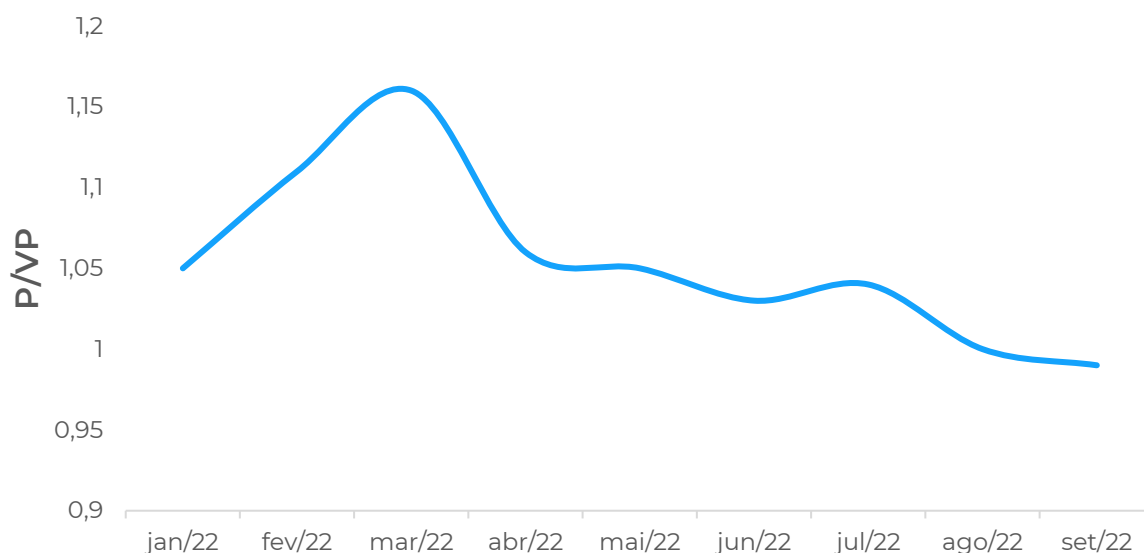


Figura 12 – Histórico de preço sobre valor patrimonial por cota.

Fonte: Autor.

O fundo, historicamente, tem um P/VP médio de 1,05. Com base neste dado podemos dizer que o mercado costuma negociar o fundo acima de seu valor justo.

O GAME11 atraiu muitos investidores por conta de suas distribuições de R\$0,14 e R\$0,15 por cota, que fizeram o fundo ser negociado a um P/VP de 1,1. Entretanto, com a deflação e a redução do dividendo para R\$0,10, a cota do fundo apresentou uma desvalorização, chegando a patamares de P/VP abaixo de 1.

Com base na cotação de fechamento do dia 21/10/2022 de R\$9,51 e no último VP informado de R\$9,78, temos um P/VP do GAME11 de 0,97.

Para efeito de comparação, os maiores fundos de papel negociam a um P/VP médio de 0,97. Com base nestes dados podemos dizer que o GAME11 está sendo negociado a múltiplos em linha com seus pares.

Reforçamos que os modelos de precificação devem ser acompanhados periodicamente, pois as variáveis existentes nos modelos estão em constante alteração.



OPINIÃO DO ANALISTA

O GAME11 veio a mercado com uma proposta interessante de ser um fundo multiestratégia dentro do mercado de crédito. Este é um ponto muito importante que deve ficar claro para o investidor, por mais que o fundo tenha

liberdade para alocar em várias classes de ativos, o foco são os recebíveis imobiliários.

Para sustentar esta estratégia, o fundo conta com a gestão da Guardian, instituição com boa expertise no mercado de crédito e com ótima capacidade de estruturação de novas operações.

Um destaque que chama atenção na tese do GAME11 é a sua intenção de ter uma gestão muito ativa, com a realização frequente de movimentos em sua carteira.

O fato acima deve ser considerado como um risco do fundo. Se por um lado ele permite um melhor aproveitamento dos diferentes momentos do ciclo imobiliário, por outro lado o fundo está mais exposto a eventuais prejuízos em suas movimentações.

Outros riscos relevantes dentro do fundo são o de concentração e de pouco histórico. Ainda não temos um período longo o suficiente para analisar a estratégia do fundo, além disso com o patrimônio atual, ainda vemos concentrações desagradáveis em alguns devedores.

A pouca idade do fundo também reflete numa liquidez reduzida. Em raros meses o volume de negociações do GAME11 supera a média de R\$300 mil/dia, algo que pode ser um problema para investidores com mais capital.

Em termos de retorno, o fundo vem entregando um dividendo compatível com sua carteira com CRIs de risco mais comedido. Os resultados do fundo têm sido afetados pelo

cenário de deflação, mas a gestão tomou a atitude de aumentar a exposição do portfólio ao CDI, o que deve estabilizar os rendimentos.

Com base em tudo que vimos, entendemos que ainda é muito cedo para acrescentar o GAME11 em carteira. Gostamos da proposta, mas acreditamos que é preciso, no mínimo, mais 1 ano de existência do fundo para que possamos tomar a decisão com mais segurança.

Por isso, nossa recomendação é ficar de fora do GAME11.



SIMPLA CLUB



Carlos é analista CNPI, certificado pela Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC). Graduado em Engenharia Civil pela Universidade Salvador – UNIFACS/BA.

Siga: @carlos.cnpi

Acompanhe a **1 MILHÃO COM 30** em todos os canais!



[Youtube](#)

[1milhaocom30](#)



[Instagram](#)

[@1milhaocom30](#)



[Telegram](#)

[t.me/o1milhaocom30](#)



DISCLAIMER

Todas as análises aqui apresentadas foram elaboradas pelo analista de valores mobiliários autônomo Carlos Humberto Rodrigues Nunes Junior (CNPI EM-2728), com objetivo de orientar e auxiliar o investidor em suas decisões de investimento; portanto, o material não se constitui em oferta de compra e venda de nenhum título ou valor imobiliário contido. O investidor será responsável, de forma exclusiva, pelas suas decisões de investimento e estratégias financeiras. O relatório contém informações que atendem a diversos perfis de investimento, sendo o investidor responsável por 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. Os analistas responsáveis pela elaboração deste relatório declaram, nos termos da Resolução CVM nº 20/21, que as recomendações do relatório de análise refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à pessoa jurídica à qual estão vinculados. Além disso, os analistas envolvidos não estão em situação que possam afetar a imparcialidade do relatório ou que possam configurar conflitos de interesse. A elaboração desse material se deu de maneira independente, e o conteúdo nele divulgado não pode ser copiado, reproduzido ou distribuído, no todo ou em parte, a terceiros, sem autorização prévia.