

Análise

RBR CRÉDITO ESTRUTURADO
RBRY11

EDIÇÃO 73

produzido por SIMPLA CLUB
análise por Carlos Humberto Junior



PONTOS POSITIVOS

- Gestora com boa capacidade de originar operações;
- Gestão muito transparente;
- Boa expectativa de dividendos.



PONTOS NEGATIVOS

- Dívidas muito concentradas em um segmento;
- Concentração em um devedor supera 10% do patrimônio;
- Exposição a CRIs com risco de obra.



COMO TUDO COMEÇOU

2018

O início do fundo é um pouco diferente do usual. Em seu primeiro ano de existência, seu código era FRBR11 e seu nome RBR Private Crédito imobiliário. O fundo nasceu com um prazo determinado de 10 anos e apenas disponível para investidores qualificados.

2019

O fundo encerrou sua 1.^a emissão de cotas, a qual havia sido iniciada em 2018, com uma captação de R\$128,5 milhões. O grande destaque deste ano foi a alteração do regulamento do fundo que permitiu a entrada de investidores não qualificados, alterando ainda o seu prazo para indeterminado e seu nome para RBR Crédito Imobiliário High Yield (RBRY11).

2020

Neste ano ocorreu a 2.^a emissão de cotas do fundo que captou R\$53,9 milhões. O RBRY11 já deixava clara sua estratégia de diversificação de indexadores, de investimento em dívidas ancoradas pela RBR e de concentração de garantias em SP. O fundo encerrou o ano com 56% de suas dívidas indexadas ao CDI e 44% a índices de inflação.

2021

A equipe de gestão seguiu seu objetivo de aumento da diversificação do fundo. Por ter um patrimônio, o RBRY11 carregava um elevado risco de concentração. A 3.^a emissão do fundo foi encerrada com uma captação de R\$150 milhões aumentando em 75% o patrimônio do fundo. O RBRY11 aumentou seu rendimento em relação ao ano anterior, ganhou cerca de 10.000 novos cotistas e reduziu a concentração de sua carteira, este foi um ano bastante positivo para o fundo. Vale destacar que houve uma nova alteração no nome do fundo que passou a ser chamado de RBR Crédito Imobiliário Estruturado.

2022

A gestão seguiu com sua expectativa de alto crescimento do fundo, porém neste ano ocorreram alguns empecilhos. A 4.^a emissão captou apenas R\$54,6 milhões de R\$240 milhões desejados. A 5.^a emissão foi divulgada com um preço que precisou ser alterado, porém após a mudança, ela foi realizada abaixo da cota patrimonial. Mesmo sendo uma emissão abaixo do VP, foi possível captar mais R\$165,8 milhões.

Na Figura 1 temos a evolução no número de cotistas no fundo.

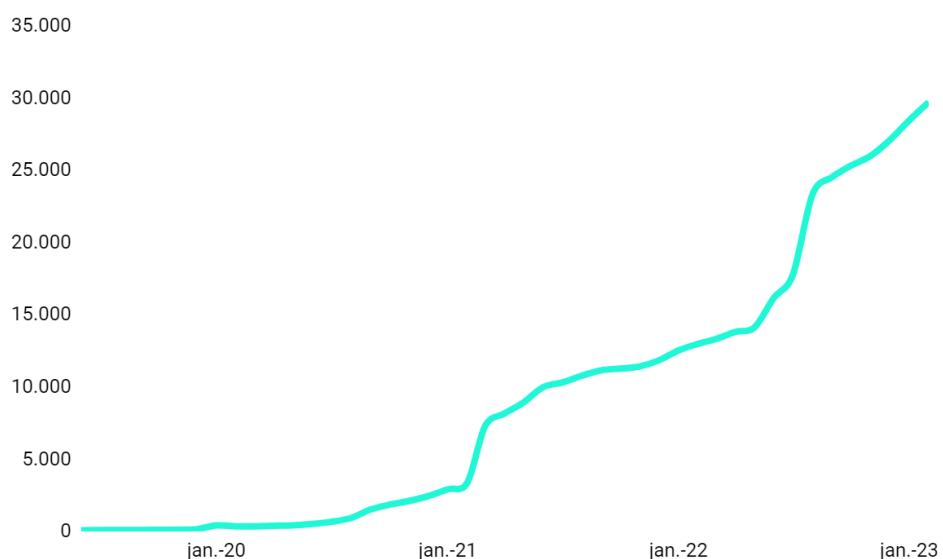


Figura 1 – Evolução do número de cotistas.
Fonte: Autor.

Já na Figura 2 percebemos a evolução patrimonial do fundo.

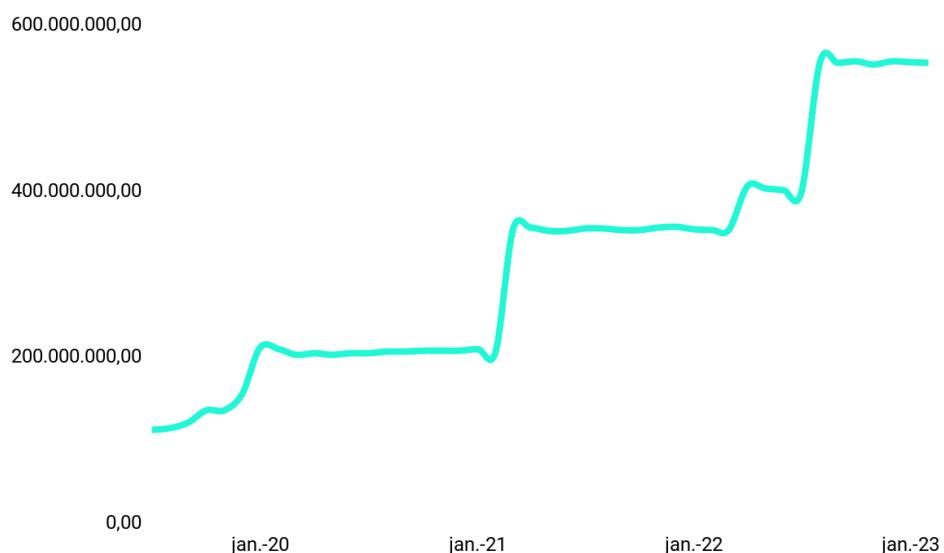


Figura 2 – Evolução patrimonial.

Fonte: Autor.



CLASSIFICAÇÃO DO FUNDO

O fundo é do tipo papel e atua no segmento de recebíveis imobiliários. Sua estratégia de investimento está descrita abaixo:

- **Recebíveis imobiliários:** assim como todos os FIIs geridos pela RBR, o RBRY11 divide sua estratégia em 3 pilares: Core, Tático e Liquidez.

O pilar Core é o mais importante dentro do fundo. Ele consiste no investimento em CRIs com rating mínimo de BBB, segundo classificação da RBR, que sejam operações “fora do mercado” com acesso restrito a

investidores profissionais e que sejam, preferencialmente, originadas pela gestora.

O pilar Tático refere-se ao investimento em CRIIs com objetivo de auferir ganho de capital no curto/médio prazo, em FIIIs de CRI para maior diversificação da carteira e visando ganho de capital.

Em Liquidez, a gestão busca por ativos de renda fixa e FII com baixo risco, buscando ter recursos em momentos de oportunidade. O objetivo é ter até 5% do patrimônio alocado neste pilar.

A Figura 3 mostra a referência utilizada pela gestão para cada pilar.

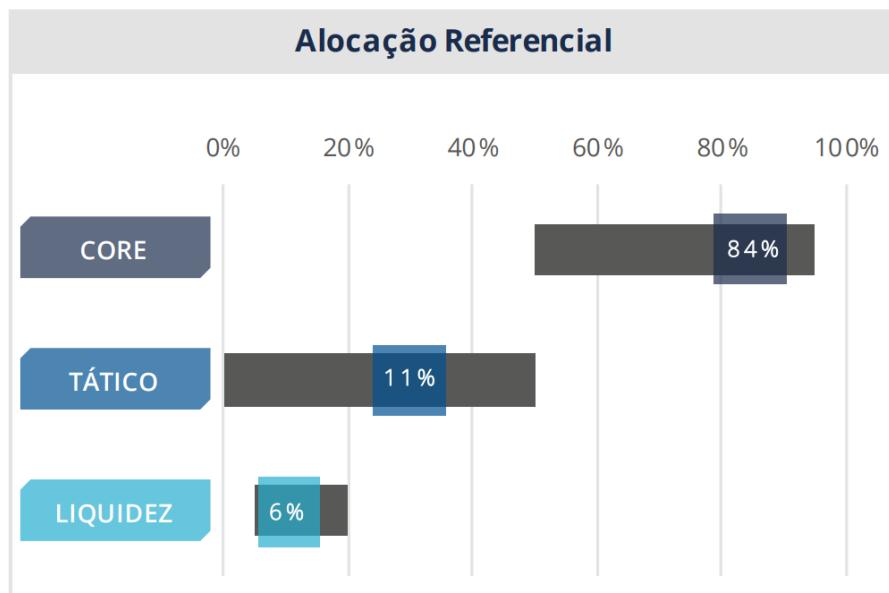


Figura 3 – Alocação referencial por pilar.
Fonte: Relatório gerencial.

Por ser a parte mais importante da estratégia do RBRYII, iremos focar no pilar Core, o que significa dizer que devemos analisar as características dos CRIIs que compõem a sua carteira.

Em primeiro lugar é preciso dizer que a gestão do RBRY11 não gosta de encaixar o fundo nas definições que conhecemos, que são *high grade, middle risk* e *high yield*.

Como está no nome do fundo, a RBR o classifica como crédito estruturado. A gestora tem a seguinte definição para este tipo de crédito:

“Operações com risco intermediário, normalmente com uma estrutura de garantias mais complexa e desenhada para mitigação desse risco.”

O fundo já recebeu o nome de *high yield*, porém sua carteira sempre possuiu um risco menor do que os ativos mais comuns desta categoria. Por isso a mudança de nome foi vista como positiva, já que causa menor confusão entre os investidores.

Atualmente, observando a taxa média de aquisição dos CRIIs do RBRY11, de IPCA + 9,1% e de CDI + 4,5%, além de observar outras características, desde diversificação a tipos de riscos, podemos classificar o fundo como um *middle risk*. Se traçarmos uma graduação, o fundo está mais próximo dos ativos mais arriscados do que dos ativos mais seguros.

Como o assunto diversificação foi citado, é preciso destacar que faz parte da estratégia a concentração das suas garantias no estado de SP, principalmente na capital, e de concentração no segmento residencial.

A Figura 4 mostra onde estão localizadas as garantias das dívidas presentes na carteira do fundo.

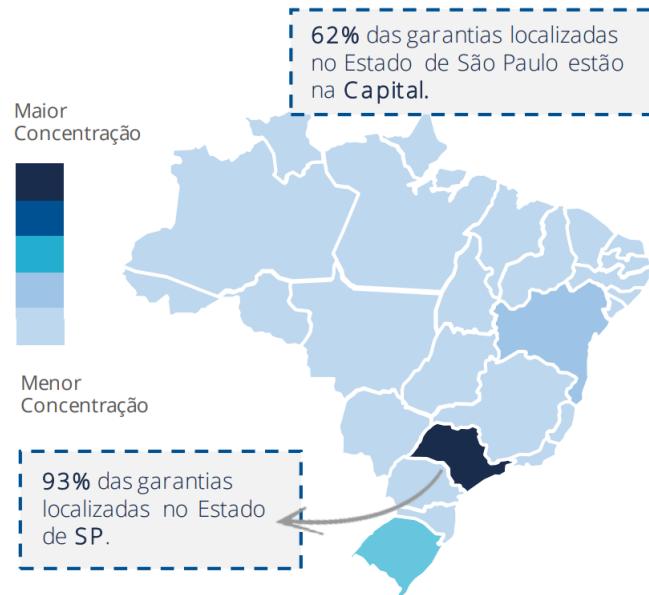


Figura 4 – Concentração das garantias.
Fonte: Relatório gerencial.

Na Figura 5 temos a concentração do fundo por segmento dos seus devedores.

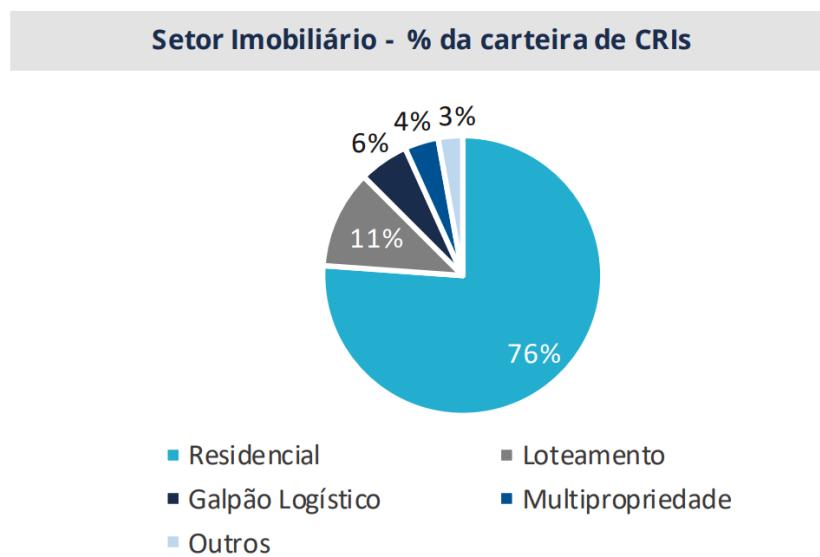


Figura 5 – Concentração setorial.
Fonte: Relatório gerencial.

Essas concentrações são justificadas pela gestão por conta da expertise de sua equipe no segmento residencial paulista. A maior parte

das garantias estarem em SP é sempre considerado um ponto positivo pela maior liquidez dos imóveis, porém o caso do RBRY11 extrapola o que consideramos saudável, pois é muito importante também ter acesso a outros locais do país.

O mesmo desconforto existe na concentração no segmento residencial, mesmo com a justificativa de grande conhecimento da gestão na área.

Outro destaque importante da estratégia do RBRY11 é o foco em ativos que foram originados ou estruturados pela RBR. Sempre citamos a capacidade de originação como um dos pontos mais atrativos de uma gestora de FII de CRI, pois por meio deste trabalho é possível incluir CRIs com melhores taxas em carteira.

Atualmente, 91% da carteira de CRIs possui ancoragem da RBR, ou seja, são operações que foram estruturadas pela gestora ou que a gestora possui mais de 50% de participação. No decorrer do relatório, iremos dar um exemplo claro de benefício gerado por esta parte da estratégia.

Dentro das características marcantes da carteira de CRIs do RBRY11, ainda é preciso citar a visão que a gestão tem quanto à exposição aos indexadores. No mercado vemos a maioria dos fundos de papel buscando a concentração em dívidas atreladas ao IPCA, enquanto alguns poucos concentram sua carteira no CDI. O RBRY11 optou pela diversificação entre estes índices.

Segundo a gestão, é possível criar uma maior estabilidade de rendimentos, pois o fundo está posicionado para diferentes cenários econômicos. A Figura 6 mostra o histórico de indexadores da carteira do fundo.

Indexação Histórica por % da Carteira de CRIs

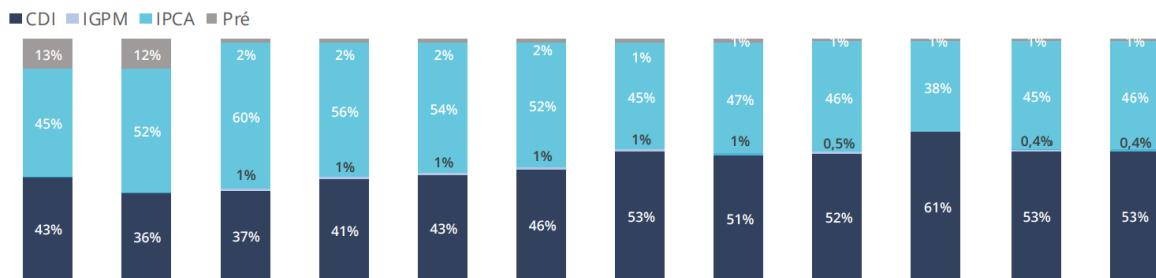


Figura 6 – Alocação por indexador.

Fonte: Relatório gerencial.

Historicamente, fundos com mescla de indexadores apresentaram boa rentabilidade histórica, muitos vencendo os principais indicadores de mercado, CDI e IPCA. Por isso, vemos com bons olhos esta parte da estratégia do fundo.

Por fim, é preciso dizer que o objetivo de rentabilidade almejado pelo fundo é de NTN-B + 2% a 4%. A NTN-B é o título IPCA + do tesouro direto, dessa forma vemos que apesar da alta exposição ao CDI, o fundo mira bater o resultado da inflação no longo prazo.



ADMINISTRAÇÃO E GESTÃO

O RBRY11 é administrado pelo BTG Pactual, uma das maiores administradoras do mercado de FIIs. A escolha deste administrador interfere, especialmente, no modelo de apuração dos resultados do fundo, tema que será explorado no decorrer deste relatório.

A gestão é realizada pela RBR, instituição com foco no mercado imobiliário e de infraestrutura que conta com mais de R\$7,5 bilhões de recursos sob sua responsabilidade.

A gestora é bastante conhecida no mercado de FIIs, os ativos mais famosos sob sua gestão são: RBRP11, RBRF11, RBRR11, RBRY11 e RBRL11. Somados, esses fundos possuem mais de R\$4,5 bilhões de patrimônio e mais de 360.000 cotistas.

A RBR é bastante destacada pelos investidores por sua ótima transparência. O padrão de qualidade foi mantido dentro do RBRY11, já que o fundo possui um bom relatório gerencial, uma planilha de fundamentos e um relatório de riscos bem completo. Este último é um documento bastante desejado pelo mercado, principalmente, em FIIs *high yield* ou de crédito estruturado por conta da complexidade de suas operações. Até aqui, poucos fundos vêm divulgando este documento, o que reforça bastante o compromisso da gestora com o seu cotista.

Outra característica importante, principalmente na gestão de um FII de recebíveis, é a boa capacidade de originação e estruturação de ativos. Como já mencionado anteriormente, por meio desta atividade é possível incluir na carteira CRIs com taxas mais atrativas e ter retornos via economia de custos. Um bom exemplo dos benefícios da originação é visto no seguinte trecho:

“Além da recorrência dos CRIs, recebemos um resultado adicional de R\$120 mil (equivalente a R\$0,02/cota), referente ao fee de estruturação do CRI Tabas, investido em setembro. Reforçamos que, nos casos em que a RBR origina e estrutura o CRI, 100% de quaisquer fees gerados nas operações são convertidos em resultado para o Fundo investidor.”

Voltando nosso foco para os defeitos apresentados pela RBR até aqui, os fundos sob sua gestão costumam chamar a atenção dos investidores devido aos seus custos elevados. No caso do RBRY11 temos a

cobrança de 1,1% de taxa de gestão, 0,18% de taxa de administração e uma taxa de performance de 20% sobre a rentabilidade que exceder o IPCA + Yield do IMA-B 5. No RBRY11, todos estes custos ainda não representaram um nível de despesa injusto para os cotistas, mas esta deve ser uma preocupação ao investir num FII da RBR.

Outra grande crítica que recai sobre a RBR é sobre seu trabalho no RBRP11. A gestora vinha aplicando uma boa estratégia no fundo, porém sem grandes motivos resolveu mudar seu foco de atuação. Esta alteração não se provou acertada até aqui, já que o fundo piorou bastante seu resultado. Para efeito de comparação, do início de 2023 até 19/04/2023, o RBRP11 caiu 33% enquanto o IFIX valorizou 0,24%.

Nos FIIs de crédito, com destaque para o RBRR11, a RBR continua mostrando um bom trabalho. Entretanto, este histórico em outros ativos influencia numa avaliação menos positiva do trabalho da instituição.

Por fim, é preciso mencionar que o RBRY11 já fez uma emissão abaixo do seu valor patrimonial. A 5.^a foi realizada nestes moldes, algo que é bastante prejudicial para um FII de papel.

A segurança de investir em um FII de uma gestora que não emite abaixo do VP é muito importante para o investidor. A RBR precisará de tempo para reconquistar a confiança do mercado.



OS RISCOS DO NEGÓCIO

O risco de crédito está presente no fundo, pois é inerente aos fundos de recebíveis. Os CRIs são instrumentos de renda fixa, e um dos principais riscos desta classe de investimento é o risco de crédito, também conhecido como risco de calote. Por estarmos tratando de uma dívida, é muito importante o monitoramento da saúde da operação para evitar perdas. O RBRY11 não possui nenhum histórico de inadimplência, algo que depõe positivamente sobre a análise de crédito da gestão.

O risco de estratégia está presente no fundo, pois o pilar tático envolve o giro de carteira, algo que é capaz de trazer prejuízos para o FII. A falta de recorrência dos resultados desta estratégia também é um problema.

No caso do RBRY11 este é um risco que ainda não se manifestou, pois desde o início do fundo menos de 10% das receitas foram geradas por receitas não recorrentes e nos últimos 12 meses pouco mais de 5%.

Outro risco presente no fundo é o de desempenho de projetos. O RBRY11 possui em sua carteira CRIs que financiam obras. Por isso, alguns problemas do desenvolvimento são incorporados, principalmente o de desempenho das vendas do empreendimento e o de execução da obra.

O RBRY11 ainda é um FII de CRI com patrimônio pequeno, pouco mais de R\$500 milhões, algo negativo para um FII de papel. Nesta classe de ativos prezamos pelo investimento em fundos maiores por conta do acesso de mais opções de CRIs, além do ganho de diversificação.

A concentração em um ativo não é um problema do RBRY11, mas a concentração em um devedor é. O fundo possui 3 dívidas vinculadas a MRV que somadas superam 10% do patrimônio líquido. A exposição a MRV já foi maior, o que mostra o entendimento da gestão sobre o maior risco atrelado a baixa diversificação.



RESULTADOS ANTERIORES...

A análise dos resultados anteriores do fundo passa pela visualização dos seus dividendos históricos, e pela comparação do retorno obtido frente aos índices de mercado.

Desde dezembro de 2018, o RBRY11 entregou um total de R\$44,55/cota de dividendos, com 0,84% de yield médio mensal. A Figura 7 mostra o histórico de distribuição do fundo.

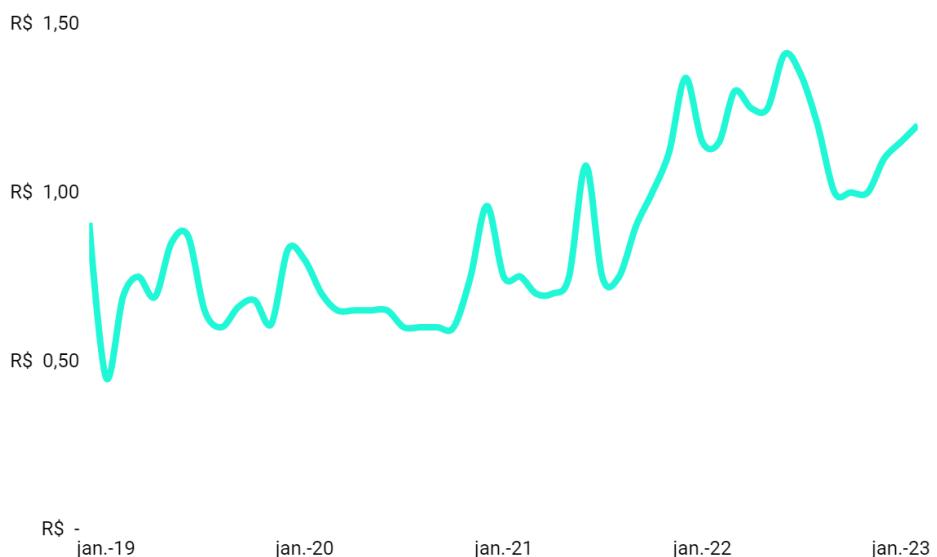


Figura 7 – Histórico de dividendo por cota.

Fonte: Autor.

O fundo apresentou uma grande melhoria de seus rendimentos tanto pela alta da Selic, que favoreceu a parte da carteira atrelada ao CDI, quanto pela manutenção do IPCA em patamares elevados.

Durante a deflação, o RBRY11 sofreu com a queda de distribuição, porém o impacto foi menor do que o de outros FIIs por três grandes motivos: exposição ao CDI, uso de reserva acumulada e distribuição por regime de caixa.

O primeiro ponto já foi explorado por nós. O segundo faz parte da estratégia da gestão para a estabilização dos rendimentos. Em momentos de renda maior a reserva acumulada é reforçada, enquanto em meses de resultado reduzido ela é utilizada para manutenção dos rendimentos.

Por fim, a distribuição via regime de caixa é a característica do fundo oriunda da administração do BTG, já que esta é uma exigência da instituição.

Neste regime de apuração, o fundo apenas reconhece com receita distribuível, valores que realmente transitam pelo caixa. Dessa forma, a inflação incidente nas dívidas vai sendo acumulada até que se transforme em resultado via amortização ou venda dos CRIIs. Antes do período de deflação vivenciado em 2022, a inflação acumulada no fundo era de R\$0,56/cota.

Atualmente, o RBRY11 possui 0,42/cota de reserva acumulada e R\$0,10/cota de inflação acruada.

Por fim, é preciso destacar o resultado histórico do fundo. Desde sua criação, considerando o reinvestimento dos dividendos, o RBRY11 entregou 43,88% de retorno, contra 27,19% do IPCA e 29,45% do CDI.



...ATUALMENTE

Toda análise de um FII de papel deve partir do estudo de sua diversificação. No caso do RBRY11, ao longo do estudo de sua estratégia já foi possível identificar vários pontos deste quesito.

A começar pela diversificação patrimonial, vimos que o fundo possui mais de 10% de concentração em um devedor, a MRV. Esta concentração já foi mais elevada, de forma que conseguimos ver na gestora a intenção de melhorar a diversificação em CRIs do fundo.

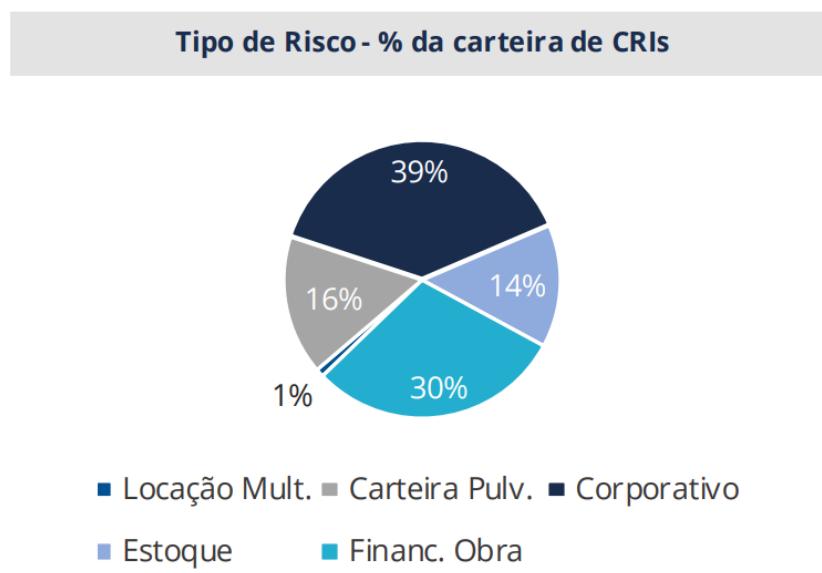
A diversificação geográfica das garantias do fundo é algo que não é foco da gestão. Faz parte da estratégia do RBRY11 ter o máximo de garantias possíveis localizadas em SP e de preferência na capital. A gestora entende que possui bastante conhecimento no mercado paulista e que existe uma tendência de maior facilidade na recuperação do crédito.

Por mais que concordemos com as justificativas apresentadas, ter cerca de 90% de concentração geográfica gera um incômodo.

Por fim, na diversificação setorial das dívidas, o RBRY11 também apresenta um resultado aquém do esperado. Um dos pilares do fundo é a concentração no segmento residencial, que atualmente equivale a 76% do patrimônio alocado em CRIs.

A falta de diversificação é um fator que eleva bastante o seu risco. O ganho de segurança obtido pela estruturação dos créditos é bastante enfraquecido com esta situação.

O melhor critério de diversificação do RBRY11 é o por tipo de risco de suas dívidas. A Figura 8 mostra como está distribuída sua carteira.



*Figura 8 – Alocação por tipo de risco.
Fonte: Relatório gerencial.*

Seguindo a ordem de concentração do fundo, é preciso explicar cada um dos riscos.

Começando pelo corporativo, este se refere a um CRI cujo fluxo está atrelado a um único devedor ou a um devedor com mais de 50% de responsabilidade sobre ele. Neste caso é preciso realizar uma cuidadosa análise do balanço destas empresas, além de estabelecer fortes garantias.

Em financiamento de obra temos o fundo investindo em CRIs que fornecem recursos para o desenvolvimento imobiliário. Parte do

pagamento do CRI vem da venda dos projetos, o que adiciona ao fundo o risco de desempenho dos empreendimentos.

Para a definição do risco de carteira pulverizada preferimos utilizar as palavras da gestão:

“Crédito para antecipação de carteira de recebíveis pulverizada. O lastro são fluxos de pagamento provenientes de contratos de financiamento a aquisição de ativos imobiliários e financiamento no modelo home equity. São carteiras pulverizadas com elevado grau de diversificação e, na maior parte, com devedores pessoa física.”

Com relevância para o RBRY11 próxima ao risco mencionado acima, temos os CRIs de estoque. Neste caso, o pagamento da dívida é fruto da venda de imóveis já performados.

Por fim, o risco de locação multidevedor surge de CRIs cujo pagamento tem como fonte o aluguel de vários inquilinos diferentes.

A busca por uma boa diversificação de carteira é a melhor forma que o investidor tem de avaliar o risco de um FII de CRI. Em segundo lugar vem a análise da segurança das dívidas e das garantias presentes na carteira.

Para a análise da segurança das dívidas costumamos utilizar o *rating* atribuído a elas. Na Figura 9 temos a distribuição do RBRY11 por nota de seus CRIs.

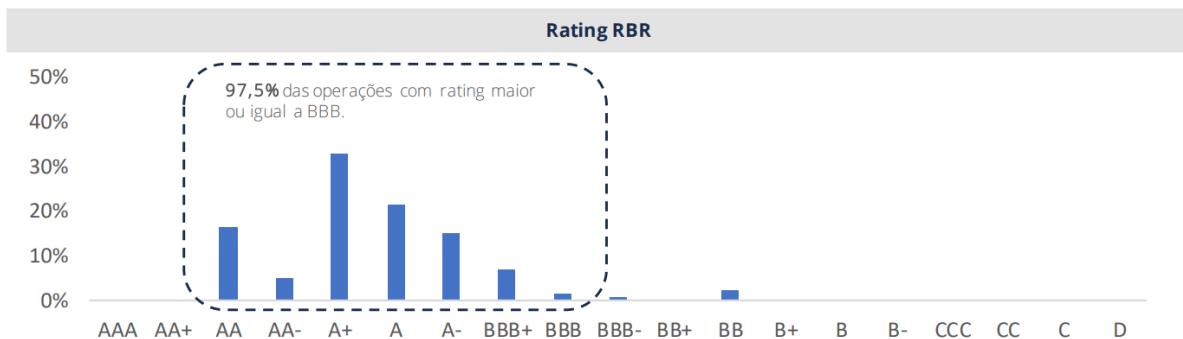


Figura 9 – Alocação por rating.
Fonte: Relatório gerencial.

A observação deste indicador depõe a favor da capacidade da gestora de originar e estruturar operações. O fundo possui dívidas com rentabilidade atrativa frente ao risco existente.

A análise das garantias do fundo é melhor resumida pelo estudo do LTV, *Loan to value*. Este indicador mede a relação entre valor da dívida e o da garantia, de forma que quanto menor, melhor ele será.

A Figura 10 mostra a alocação do RBRY11 por valor de LTV.

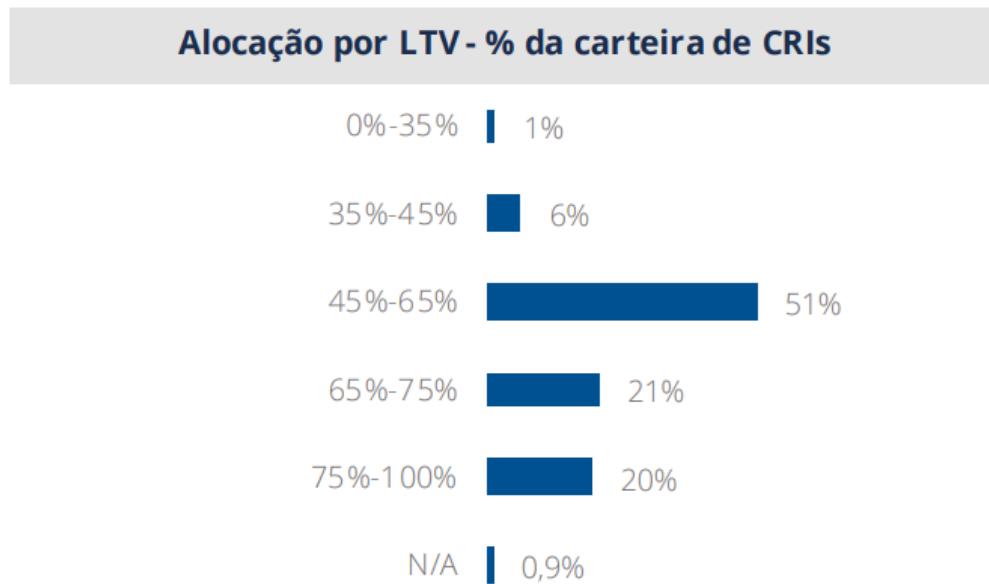


Figura 10 – Alocação por LTV.
Fonte: Relatório gerencial.

A distribuição do RBRY11 por LTV é razoável. Em uma análise mais detalhada das dívidas do fundo, encontramos que apenas 21% dos CRIs possuem um LTV igual ou inferior a 50%.

Com base em tudo que vimos, reforçamos nossa visão de que o fundo possui um perfil de risco médio mais próximo de ativos mais arriscados do que dos mais conservadores. Tendo isto em mente é preciso exigir do RBRY11 uma rentabilidade acima da média.

A Figura 11 mostra uma comparação do yield gerado pelo fundo nos últimos 12 meses frente a vários FIIs de papel.

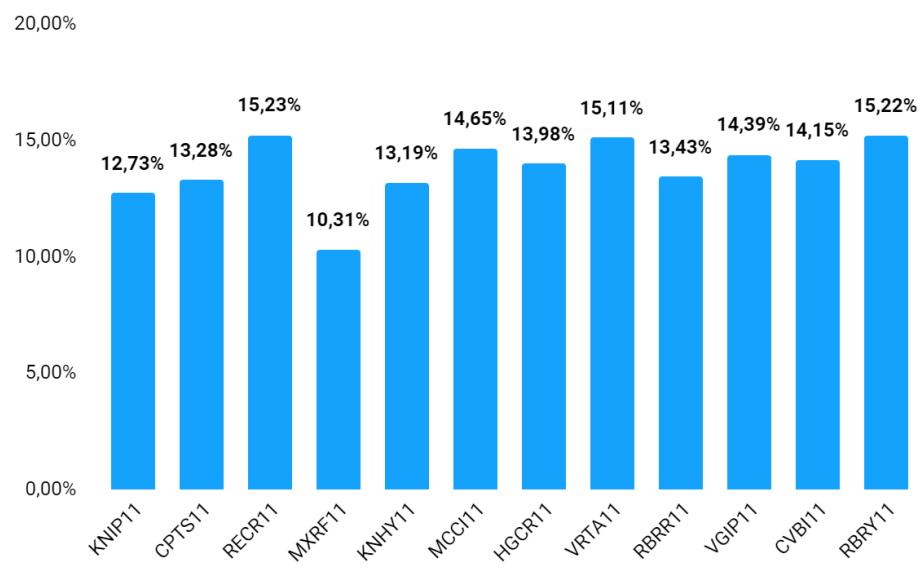


Figura 11 – Yield VS pares.

Fonte: Autor.

Entre os fundos escolhidos, o RBRY11 foi o segundo com melhor geração de rendimentos, atrás por 0,01% do primeiro colocado. Porém, vale ressaltar, que dentre os 3 primeiros o fundo é o que possui mais risco.

A média de distribuição foi de 13,81%, o que nos fez considerar que o resultado entregue pelo fundo foi bom.

Como o dividend yield é uma métrica de retorno passado, é preciso buscar formas de estimar o rendimento futuro do fundo, a fim de avaliar a atratividade do investimento. A gestão do fundo já anunciou que pretende manter o rendimento em R\$1,20 por cota até o final do 1º semestre de 2023.

Entretanto, por ser uma projeção muito curta, optamos por realizar um cálculo com base nas expectativas atuais para Selic e IPCA. A Figura 12 demonstra este cálculo.

	TAXA MÉDIA	INDEXADORES	TAXA TOTAL	DESPESAS	LÍQUIDO	ALOCAÇÃO	VP	DIV
IPCA	9,10%	6%	15,10%	1,30%	13,80%	38%	R\$ 99,91	R\$ 5,24
CDI	4,50%	13%	17,50%	1,30%	16,20%	44%	R\$ 99,91	R\$ 7,12
FII	14%	0%	14,00%	1,30%	12,70%	11%	R\$ 99,91	R\$ 1,40
CAIXA	10,40%	0%	10,40%	1,30%	9,10%	6%	R\$ 99,91	R\$ 0,55
							DIV ANUAL	R\$ 14,30
							DIV MENSAL	R\$ 1,19

Figura 12 – Estimativa de rendimento.

Fonte: Autor.

Com base numa expectativa de inflação em 6% e de um rendimento bruto do CDI de 13% nos próximos 12 meses, estimamos que o RBRY11 seja capaz de distribuir R\$1,19/cota mensalmente.

A cotação de fechamento do fundo no dia 20/04/2023 foi de R\$93,45, resultando num yield estimado mensal de 1,28% e num anual de 15,30%.

Por fim, destacamos como a RBR adotou um perfil mais ativo dentro do fundo. Dessa forma, mais risco está sendo incorporado à estratégia, assim como mais potencial de retorno.

Na comparação entre 2021 e 2022, o fundo foi capaz de aumentar em 34% seu dividendo médio mensal, o que resultou num aumento de 4 pontos percentuais de seu yield.

A Figura 13 mostra um resumo das operações do RBRY11 em 2022.

Carteira de CRIs	
<ul style="list-style-type: none">▪ R\$ 301 milhões investidos em CRI no mercado primário;▪ 15 novas operações;▪ 80% Ancoragem RBR (Operações originadas, estruturadas e/ou investidas em mais de 50% da emissão)	<ul style="list-style-type: none">▪ 100% da carteira em dia com as suas obrigações;▪ Gestão Ativa: Acompanhamento próximo no monitoramento dos CRIs e nas movimentações da carteira;▪ Sólidas Garantias: 63% de LTV, sendo 90% das garantias em São Paulo
Secundário de CRIs	
<ul style="list-style-type: none">▪ Nova Estratégia da gestão e divulgação de ativos elegíveis a negociação (link);▪ R\$ 6 milhões de compra;▪ R\$ 37 milhões de venda;▪ R\$ 400 mil (R\$0,09/cota) de resultado adicional;	<ul style="list-style-type: none">▪ R\$ 49 milhões de investimento em cotas de FIIs;▪ R\$ 70 milhões de venda em cotas de FIIs;▪ R\$ 1,5 milhões (R\$0,27/cota) de ganho de capital nas movimentações;

Figura 13 – Retrospectiva de 2022.
Fonte: Relatório gerencial.



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 bem precificados, de forma a trazer uma grande confiança ao resultado do VP. 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 14 temos o histórico de P/VP do fundo.

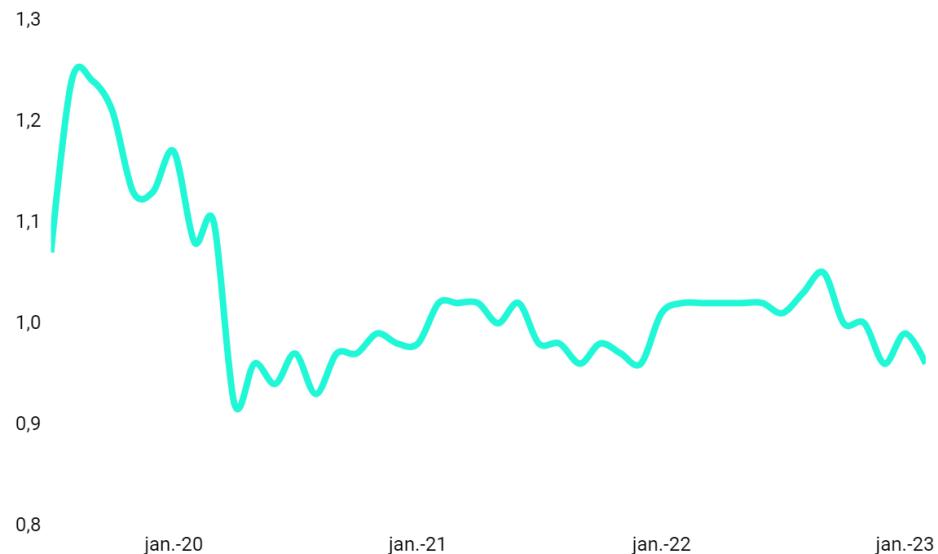


Figura 14 – Histórico de P/VP do CVB11.

Fonte: Autor.

Historicamente, o RBRY11 é negociado por um P/VP médio de 1,02. Isto nos mostra que na maior parte de sua história, o fundo foi negociado por um valor muito próximo ao seu valor justo.

Atualmente, o fundo está sendo negociado por um P/VP de 0,93, este é o menor valor da série histórica do fundo.

A queda da cotação do RBRY11 foi motivada por fatos externos ao fundo. O primeiro deles foi a deflação vivida em 2022 que reduziu os dividendos da grande maioria dos FIIs de papel, levando a uma queda nas cotações.

O segundo motivo é o possível início de uma crise de crédito no Brasil. O evento Americanas enfraqueceu a confiança dos investidores, reduzindo as emissões de crédito privado. Além disso, alguns FIIs de CRI estão enfrentando calotes em suas dívidas, até aqui mais de 11 fundos imobiliários já foram afetados por problemas em seus devedores.

O efeito destes eventos no setor de recebíveis fica muito nítido ao observarmos o P/VP médio do setor de 0,91. O desconto de quase 10% em relação ao valor patrimonial reflete uma grande aversão ao risco por parte dos investidores.

Com base nos dados levantados, podemos dizer que o RBRY11 negocia 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.

TIR

A metodologia da TIR busca encontrar o retorno implícito no ativo com base na sua expectativa de distribuição e em um preço arbitrado de venda. A TIR é uma metodologia de retorno total, por isso está inclusa a valorização do ativo e dos dividendos, os quais devem ser reinvestidos para obtenção do retorno calculado.

Não costumamos utilizar a TIR na análise de fundos de papel, pois nossa expectativa com este tipo de ativo não engloba o ganho de capital. Porém, o momento de grande valorização do setor, abriu a oportunidade para valorização.

Para o dividendo do RBRY11 utilizaremos o valor calculado em nossa simulação de R\$1,19/cota. Lembrando que para FIIs de papel a obtenção de um dividendo constante é muito complicada devido à rápida alteração das expectativas macroeconômicas.

Para determinação do nosso preço de saída utilizamos o histórico dos FIIs de papel, pois a cotação dos ativos deste segmento tende a convergir ao valor do VP. No caso do RBRY11, atualmente, o valor

patrimonial calculado é de R\$99,91. Se considerarmos que daqui a 2 anos o fundo será negociado com um P/VP de 0,98, teremos uma cotação de venda de R\$97,91.

Com base nestes dados, calculamos uma TIR de 19,07% ao ano para o fundo, considerando 2 anos de investimento. Este resultado é superior à taxa mínima de atratividade de 15% definida pela teoria.



OPINIÃO DO ANALISTA

O RBRY11 é um FII de papel com estratégia muito particular. Após várias mudanças em seu nome e em seu regulamento, a RBR chegou aos seguintes pilares para a montagem de carteira do fundo: foco na ancoragem dos CRIs, concentração das garantias em SP, concentração em operações do segmento residencial e diversificação de indexadores.

Além disso, a gestão sempre deixou clara sua intenção de ser mais ativa, girando a carteira do fundo sempre que possível. Tanto em 2022 quanto neste início de 2023, vemos muitas movimentações no portfólio do RBRY11.

Por conta de seus pilares de investimento, concentração e giro de carteira, o RBRY11 possui um perfil mais arriscado. Junta-se a isso o investimento em dívidas com risco de crédito mediano, resultando em um FII arrojado.

A situação só não é agravada por conta da estruturação das dívidas feitas pela RBR que acaba incluindo na carteira dívidas com rentabilidade bem atrativa, sem aumentar tanto o risco de crédito.

O poder de originação e estruturação merece destaque como uma das principais qualidades da gestora. A transparência também é um ponto bastante agradável em seu trabalho, sendo destaque no mercado de FIIs.

Os fatos que enfraquecem a confiança dos investidores na gestão é seu histórico negativo dentro do RBRP11 e a realização de uma emissão abaixo do VP no RBRY11. No geral, gostamos da gestora a ponto de a classificarmos como levemente acima da média.

Por ter um perfil de risco mais arrojado, já era esperada uma boa geração de rendimentos por parte do fundo. Esta expectativa se tornou ainda maior com a queda da cotação, motivada principalmente pela crise de crédito dentro de outros FIIs. Até 20/04/2023, o RBRY11 acumula uma queda de cerca de 10%.

Este cenário abriu uma oportunidade de ganho de capital aliada a estimativas plausíveis de rendimento superior a 1% ao mês.

Com base em tudo que vimos, acreditamos que o RBRY11 é uma opção de diversificação dentro do segmento de papel. O fundo pode fazer parte de uma carteira já diversificada com outros FIIs de CRI com perfil mais conservador. Não vemos o fundo como uma opção tão atrativa para ocupar grandes percentuais da carteira do investidor, mas sim servir como um potencializador de rendimentos.

Nossa recomendação é de compra para o RBRY11.



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](https://www.instagram.com/@carlos.cnpi)

Acompanhe o **SIMPLA CLUB** em todos os canais!



[Youtube
Simpla Club](https://www.youtube.com/c/SimplaClub)



[Instagram
@simpla.club](https://www.instagram.com/@simpla.club)



[Telegram
t.me/simplaclub](https://t.me/simplaclub)

Relatório Especial

Atualizado em 21.04.2023

Obs.: Os relatórios não são reescritos a cada evento que ocorre no mercado. Entretanto, nossa equipe de analistas está atenta a todas as movimentações relevantes, mantendo os *rankings* e seus respectivos fundamentos atualizados toda semana.



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 20/2021, 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.