

Análise

BTG PACTUAL LOGÍSTICA FII **BTLG11**



PONTOS POSITIVOS

- Concentração em imóveis de qualidade;
- Imóveis em localização privilegiada;
- Muito valor a ser destravado em seu portfólio.



PONTOS NEGATIVOS

- Gestão com transparência muito ruim;
- Ganho de capital como parte relevante da renda;
- Concentração da receita igual ou superior a 10% em 3 imóveis.



COMO TUDO COMEÇOU

2010+

Em 2010 nasceu o TRXL11, fundo destinado ao investimento em imóveis logísticos, varejo e industriais. O fundo teve um histórico muito conturbado com imóveis defeituosos, alta vacância e troca de administradores e gestores. Em outubro de 2019 o BTG assumiu a gestão do fundo, com cerca de R\$180 milhões de patrimônio, e desde então, vem mudando a história deste ativo. No decorrer do relatório iremos trazer detalhes do péssimo trabalho feito no fundo até a chegada do BTG.

2019

É importante entender que a troca da gestão ocorreu por solicitação dos cotistas, via assembleia geral. Na época, o fundo contava com menos de 20 mil cotistas. O BTG assumiu o fundo com a responsabilidade de reciclar o portfólio, por isso, a partir daqui veremos um ritmo acelerado de emissões. Ainda em 2019 foi realizada a 6.^a emissão, com captação de R\$17 milhões.

2020

O ritmo agressivo de crescimento pode ser notado pelo volume das novas emissões frente ao patrimônio do fundo. O BTG assumiu o fundo com aproximadamente R\$180 milhões de patrimônio e, em fevereiro de 2020, encerrou a 7.^a emissão de cotas, com captação de R\$137 milhões. Em julho, o fundo realizou sua 8.^a emissão de cotas, e captou R\$360 milhões, dobrando o patrimônio líquido que chegou aos R\$700 milhões. Em novembro, foi encerrada a 9.^a emissão, com captação de R\$600 milhões.

É importante dizer que no momento que o BTG assumiu o fundo, os principais problemas estavam controlados. Dessa forma, o fundo

2020

conseguiu gerar resultados estáveis nos seus primeiros meses com a nova gestão. O BTLG iniciou 2020 com 6 imóveis e 78,7 mil m² de Área Bruta Locável (ABL) e encerrou o ano com 12 imóveis e 368 mil m² de ABL. Foram adquiridos: galpão Jundiaí (SP), Continental Castello Branco (SP), BRF Fortaleza (CE), Natura (SP), WestRock Araçatuba (SP) e SBC (SP).

2021

O ano começou com uma grande aquisição do fundo, foram 3 imóveis conceito *Triple A* (AAA) adquiridos por R\$195 milhões. Os galpões Embu (SP), Guarulhos (SP) e Hortolândia (SP) possuem juntos 86,8 mil m² de área. Além disso, foram vendidos 4 imóveis que estavam no portfólio desde a época do TRXL11. Os imóveis alienados foram: Magno Vinhedo (SP), Itambé (SP), *Supermarket* (RJ) e Ceratti Vinhedo (SP).

2021

Ainda em 2021, no mês de junho, foi encerrada a 10.^a emissão de cotas do fundo com captação final de R\$240 milhões. Já no dia seguinte ao anúncio de encerramento, foi anunciada a aquisição, por R\$169 milhões, de um imóvel em Ribeirão Preto (SP). Seguindo seu ritmo acelerado de crescimento, o fundo anunciou sua 11.^a emissão de cotas. Antes do encerramento deste ano, o fundo anunciou a aquisição de um ativo em Mauá (SP). Esta última adição ao portfólio contou com o mecanismo de RMG e também de alavancagem.

2022

O ano começou com uma polêmica envolvendo o fundo, pois houve uma repactuação das condições da venda dos 4 ativos realizada no ano anterior. A grande questão é que as novas condições não trouxeram grandes benefícios para o fundo e sim foram uma necessidade dado o perfil financeiro do comprador. A negociação ganhou um novo episódio quando o ativo Dutra (RJ) foi retirado da operação, dessa forma o BTLG11 vendeu apenas 3 imóveis. A 11.^a emissão do fundo foi adiada para este ano e foi encerrada com uma captação de R\$150 milhões. As movimentações do BTLG11 não pararam por aqui, neste ano o fundo

2023

ainda anunciou a aquisição de mais 3 imóveis em SP e a incorporação de dois FIIs: VVPR11 e BLCP11.

As incorporações realizadas no ano anterior trouxeram para o fundo alguns imóveis sem aderência à estratégia. Dessa forma, as vendas têm sido algo comum neste ano, tendo sido anunciados 3 acordos que no total podem gerar lucros de cerca de R\$2,04/cota. Além disso, o BTLG11 realizou sua 12.^a emissão de cotas que obteve uma captação de R\$749 milhões.

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

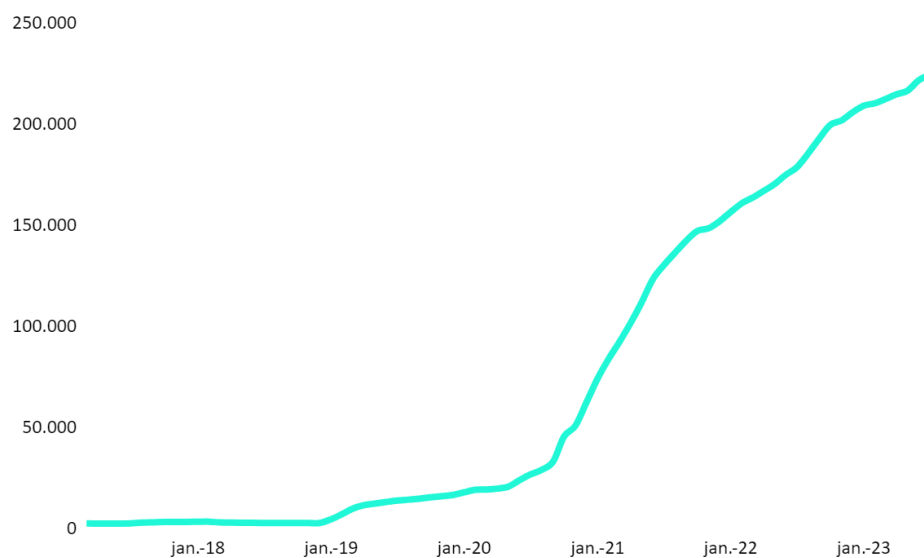


Figura 1 – Evolução no número de cotistas.
Fonte: Autor.

Já na Figura 2 percebemos a evolução patrimonial do fundo.

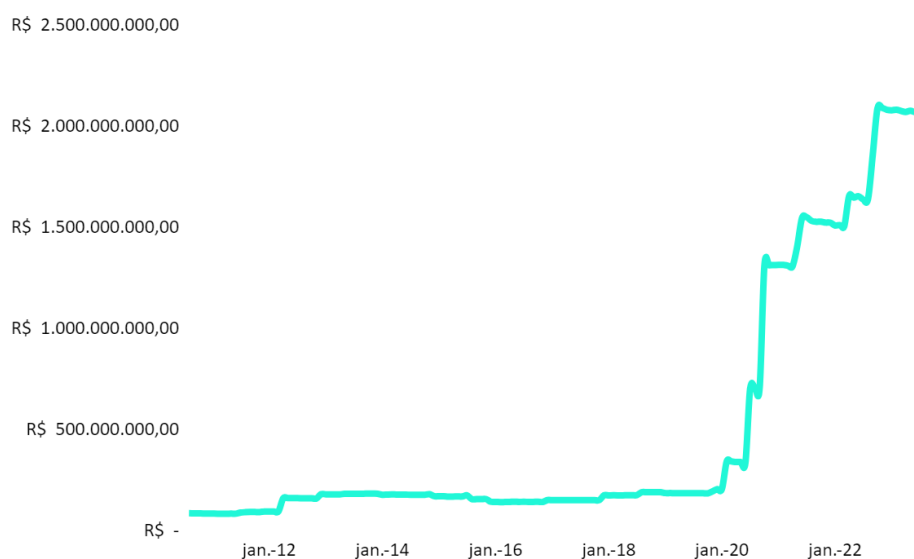


Figura 2 – Evolução patrimonial.
Fonte: Autor.



CLASSIFICAÇÃO DO FUNDO

O fundo é do tipo tijolo e atua no segmento de galpões logísticos. Sua estratégia de investimento está descrita abaixo.

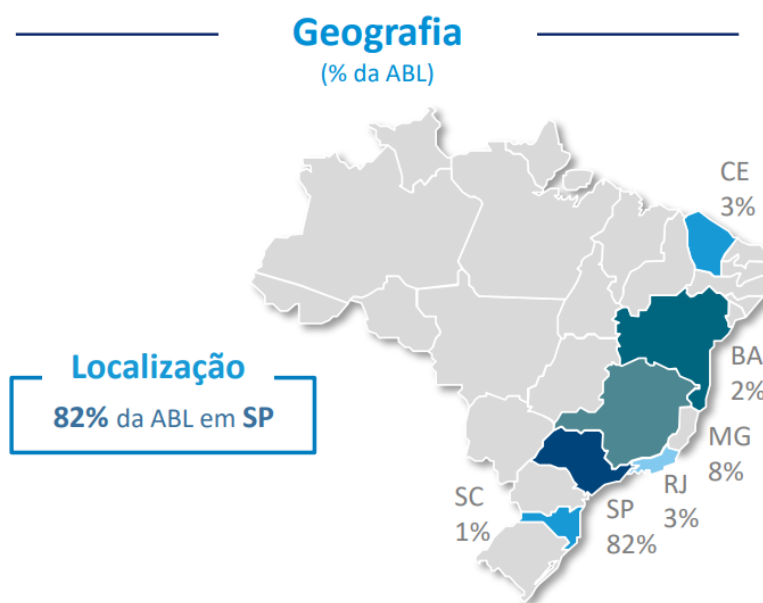
Galpões logísticos: o objetivo do fundo é investir diretamente ou indiretamente em galpões logísticos, com foco principal em imóveis já construídos.

O processo de reciclagem do portfólio do fundo tem se apoiado em 3 pilares: aumento da concentração no estado de São Paulo, exposição a imóveis de melhor padrão construtivo e inquilinos com baixo risco de crédito.

Quando observamos o portfólio do BTLG11 temos que os imóveis mais representativos para a área do fundo, ou seja, aqueles que possuem mais de 30.000m² de ABL são classificados como A+. As exceções são os ativos Ribeirão Preto, Extrema e Cabreúva com classificação A. Apenas o ativo Natura em São Paulo pode ser considerado relevante para o fundo, mas não possui uma boa nota de qualidade construtiva.

Ao todo, 57% da ABL do BTLG11 é formada por ativos com nota mínima A. As classificações utilizadas foram feitas pela empresa Siila.

Além do bom padrão construtivo, fica claro ao se estudar o portfólio do BTLG11 o objetivo de manter uma alta concentração de ativos no estado de São Paulo. A Figura 3 mostra que 82% da ABL do fundo está localizada nesta região.



*Figura 3 – Concentração da ABL em SP.
Fonte: Relatório gerencial.*

Esta estratégia é vista com bons olhos, dado que São Paulo é o estado com maior representatividade no PIB do Brasil e possui grande desenvolvimento logístico.

Vale ressaltar que no mercado logístico a diversificação geográfica não é vista com maus olhos. Entretanto, é preciso destacar os melhores números de São Paulo frente às outras regiões.

Por fim, temos o pilar de exposição a inquilinos com baixo risco de crédito. Na aquisição do galpão Ribeirão Preto, a presença de inquilinos como Ambev, B2W e Mercado Livre foi destaque na divulgação da tese de investimento. A Figura 4 mostra este pilar.

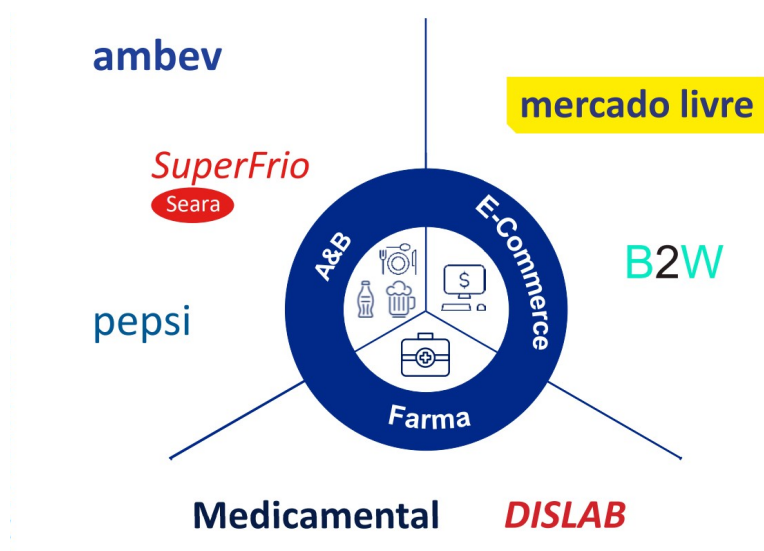


Figura 4 – Inquilinos do galpão Ribeirão Preto.
Fonte: Tese de investimento do galpão Ribeirão Preto.

É importante citar a exposição do fundo ao desenvolvimento imobiliário, tanto no caso de uma construção do zero como no caso de expansões.

A expansão e retrofit de galpões é uma estratégia excelente, pois permite a extração de mais valor de um mesmo ativo. Os melhores FIIs de galpões logísticos executam este passo com maestria e o BTLC11 está incluso neste grupo.

No caso da construção do zero, também enxergamos um grande potencial de retorno, porém aqui os riscos são mais elevados. A Figura 5 mostra a atual exposição do fundo a esta atividade.

Perfil dos Ativos

(% área bruta locável ABL)

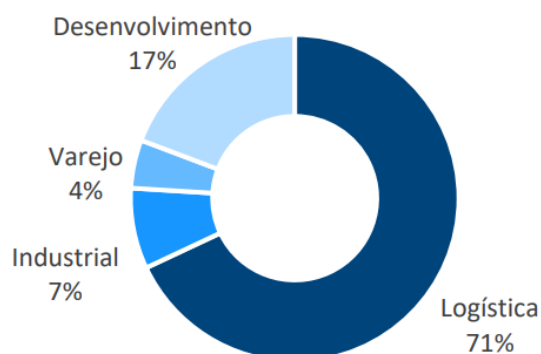


Figura 5 – Percentual da ABL por atividade.
Fonte: Relatório gerencial.

O ativo SBC é o grande caso de desenvolvimento presente no BTLG11.

O terreno adquirido era ocupado por uma fábrica da *Ford* que anunciou seu fechamento em 2019. A partir daí foi realizado um processo competitivo para venda do terreno de, aproximadamente, 1 milhão de m². O BTLG participou do consórcio vencedor e o objetivo é criar um dos maiores parques logísticos da América Latina. A expectativa após reformas e desenvolvimento é de uma área construída de 460 mil m².

A localização do terreno é muito privilegiada, pois está junto à Rodovia Anchieta, a 5 Km da Rodovia Imigrantes, no raio 15 Km do centro de São Paulo e a 36 Km do aeroporto de Guarulhos. Na Figura 6 vemos a localização do imóvel.



Por fim, a Figura 7 resume o processo de tomada de decisão do BTG na gestão do fundo.



Figura 7 – Processo de investimento BTLG.
Fonte: Prospecto definitivo da 9.ª emissão.



ADMINISTRAÇÃO E GESTÃO

O BTLG é gerido e administrado pelo BTG Pactual. Como administrador são mais de 70 FIIs que juntos somam, aproximadamente, R\$50 bilhões.

A área de gestão é responsável por mais de 20 FIIs, que juntos somam cerca de R\$16 bilhões de reais. Estes números nos ajudam a entender o tamanho do BTG na indústria de fundos imobiliários.

Apesar de ser gigante no mercado, a área de gestão de FIIs divide opiniões entre os investidores. Em fóruns e debates é possível ver diversas reclamações sobre a comunicação com os cotistas, alguns possíveis conflitos de interesse em fundos geridos e a dificuldade de gerar resultado satisfatório. Dois grandes FIIs geridos pelo BTG são o

BCFF11 e o BRCR11, ambos mostraram muita dificuldade de bater o IFIX, ficando abaixo da média.

Destacando o ponto da comunicação, existem relatos de que é inútil a tentativa de tirar dúvidas sobre o BTLG11. Também não é comum a presença da gestão em *lives* para sanar possíveis dúvidas de seus cotistas.

Entretanto, podemos notar melhorias recentes, principalmente no BTLG11. O fundo teve seu relatório remodelado e foi criado um *site* para compilar todas as informações do fundo. Na Figura 8 temos uma foto do site do fundo.



Figura 8 – Qualidade do site do BTLG.
Fonte: Site BTLG11.

Apesar da melhoria dos documentos, o nível apresentado ainda está bem aquém do esperado para um FII com mais de R\$2 bilhões de patrimônio e mais de 200.000 cotistas. Desde nossa última análise do BTLG11, a indústria de FIIs apresentou uma grande evolução no quesito transparência, mas os fundos com gestão BTG não acompanharam.

No caso do BTLG11 existe um agravante, pois o demonstrativo de resultados do fundo é muito mal feito, dessa forma não temos de maneira clara uma boa comunicação da sua receita. Ao produzir esta atualização, a falta de transparência da gestora nos gerou um grande incômodo, algo que será refletido numa nota mais baixa do BTLG11 em nossa avaliação.

Pelo lado positivo, desde que assumiu o fundo, a gestão tem conseguido gerar valor. De outubro de 2019 até aqui, o BTLG11 apresentou uma boa evolução dos seus dividendos. A gestora assumiu o fundo com uma distribuição de R\$0,40/cota e, atualmente, ele entrega R\$0,76/cota. A média de todo o período BTG é de R\$0,66/cota.

O acelerado número de emissões e incorporações fez o patrimônio do fundo saltar de R\$183 milhões, no início da gestão BTG, para R\$2 bilhões. Ainda sem considerar o volume captado na 12.^a emissão de cotas.

Em termos de cotistas, a evolução foi de 15.000 em outubro de 2019 para cerca de 220.000.



OS RISCOS DO NEGÓCIO

Os principais fatores de risco são:

O risco da Concentração de Receitas está presente no fundo, pois 36% da receita está concentrada em 3 imóveis. Este cenário já foi pior, o

que mostra uma evolução do fundo, porém os números de hoje ainda merecem atenção.

Um ponto positivo do fundo é a existência de inquilinos com baixo risco de crédito, que ajudam na redução do risco de vacância e inadimplência do portfólio. Além disso, por conta do fundo ter ativos com perfis de multiusuário, mesmo com a concentração das receitas em alguns imóveis, não existe grande dependência de um inquilino. Atualmente, o inquilino com maior representatividade no resultado do fundo é a Ambev, contribuindo com 9% das receitas.

No BTLG11 também temos o risco das RMGs, pois no histórico da gestão BTG foram várias aquisições utilizando este mecanismo. As mais marcantes foram as aquisições dos ativos Jundiaí e SBC, enquanto a mais recente foi na compra do ativo Mauá.

O grande perigo da Renda Mínima Garantida é a falsa sensação de estabilidade. Durante o período de renda é preciso acompanhar a situação de locação do imóvel. O empreendimento Jundiaí, por exemplo, estava com 36% de vacância física em janeiro de 2021, mas 0% de vacância financeira por conta da RMG. Este cenário, se repetido ao final do período de renda garantida, irá gerar um impacto na receita do fundo e, conseqüentemente, nos dividendos, podendo pegar desprevenidos alguns cotistas que não estavam atentos à situação.

Outro risco que merece ser citado é o de gestão. Esta menção serve para mostrar o nosso descontentamento, dentro do Simpla, com a péssima transparência da gestora.

Em um fundo que em termos de tamanho e qualidade do portfólio se apresenta como um dos principais da indústria, o nível do relatório gerencial é decepcionante.

Um bom exemplo deste risco, é que sabemos que a renda que vem sendo distribuída pelo BTLG11 é composta por uma boa parcela de ganho de capital da reciclagem do portfólio. Entretanto, pela pobreza da DRE do fundo, é difícil estimar com precisão a real influência desta fonte de receita.

Por fim, é preciso citar o risco de alavancagem. Não enxergamos ele com grande força dentro do fundo, principalmente após a 12.^a emissão de cotas.

Entretanto, vale mencionar que parte da dívida do fundo envolve carência, o que foi responsável por parte da desvalorização patrimonial que acompanhamos no BTLG11 nos últimos anos.

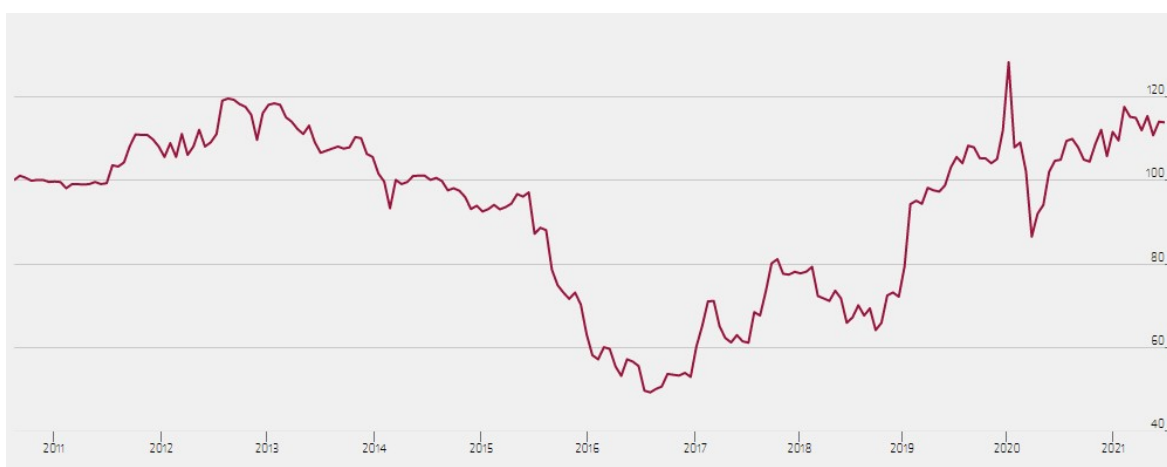


RESULTADOS ANTERIORES...

Nesta seção iremos estudar o fundo antes e depois da chegada do BTG. Aqui conseguimos ver o complemento do motivo pelo qual a gestora pode ser considerada como estando na média, principalmente pelo seu trabalho no BTLG, já que, se o histórico não a favorece, o trabalho neste fundo vem sendo bem realizado.

O primeiro ponto analisado será o histórico de vacância. Ao analisar os dados, vemos que a vacância física média de portfólio de julho de 2016 a outubro de 2019 foi de 46%, enquanto de outubro de 2019 até hoje a média é inferior a 5%.

Além da vacância, os impactos da antiga gestão do fundo também foram sentidos na cotação do ativo. Aqui vale destacar que no período analisado tivemos uma grande crise imobiliária que impactou todos os FIs. Na Figura 9 temos o gráfico de cotação histórica do fundo.

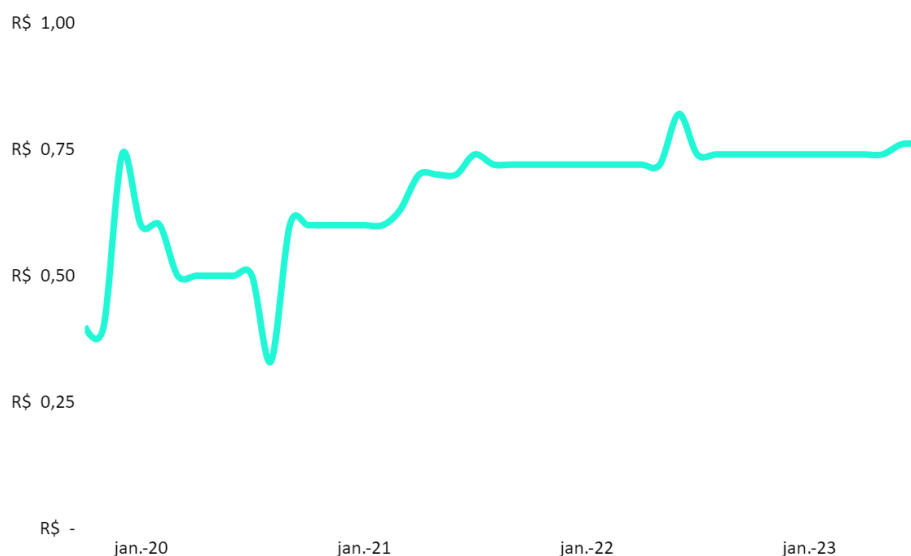


*Figura 9 – Histórico de cotações do fundo.
Fonte: Clube FII.*

Já mencionamos que sob a gestão da TRX o fundo já vinha melhorando, somando-se à recuperação do país a partir de 2017. Logo, o BTG recebeu um fundo muito mais arrumado. Porém, isto não tira o mérito do BTG na recuperação do FII.

Os dois últimos dados já são suficientes para traçar uma divisão na história do fundo, como um “antes e depois do BTG”. Por isso, para análise de seus dividendos, vamos considerar apenas a nova fase do fundo. Entendemos que o BTLG11 já tem histórico suficiente para deixarmos em segundo plano o que era o TRXL11.

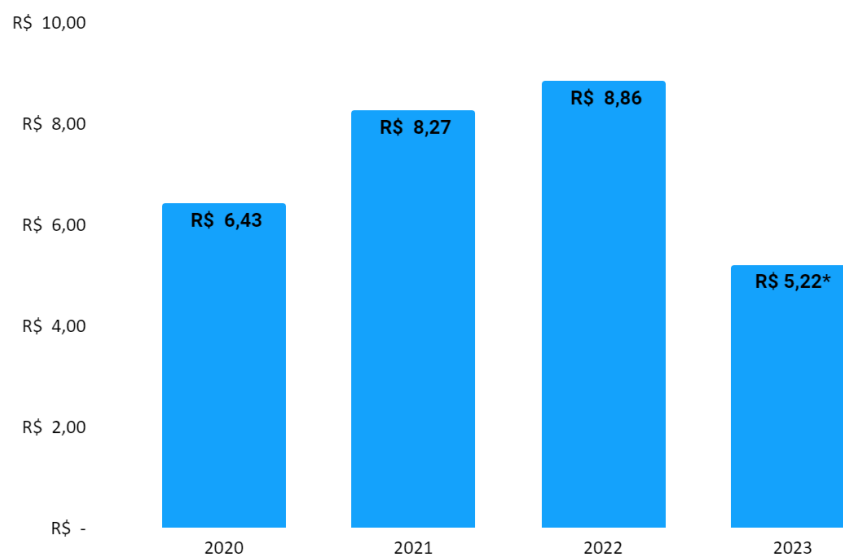
A Figura 10 mostra o histórico de dividendos do fundo, desde a entrada do BTG na gestão.



*Figura 10 – Histórico de dividendos do fundo.
Fonte: Autor.*

Além da evolução de 96% do rendimento mensal de outubro de 2019 para julho de 2023, existe um grande ganho de estabilidade nos últimos 2 anos.

A média gerada no período BTG é de R\$0,66/cota e um yield mensal de 0,63%. A Figura 11 mostra a evolução da distribuição anual de rendimentos do fundo.



*Figura 11 – Histórico anual de dividendos.
Fonte: Autor.*

O valor de 2023 considerou a distribuição até julho. Se o fundo mantiver a média deste ano, serão entregues R\$8,95/cota de dividendos, ou seja, novamente veremos uma evolução em relação ao ano anterior.

O BTLG11 possui R\$0,32/cota de reserva acumulada, além disso tem vendas de ativos com lucro bem encaminhadas. Dessa forma, acreditamos que ele será capaz de manter sua distribuição em linha com o apresentado no ano.

Por fim, é preciso destacar o resultado total gerado pelo fundo aos seus investidores. Desde que o BTG assumiu a gestão, o fundo foi capaz de vencer os principais indicadores do mercado.

A rentabilidade acumulada, valorização mais reinvestimento dos dividendos, foi de 52,77% contra 33,11% do CDI, 28,16% do IMA-B, 27,99% do IPCA e 20,36% do IFIX.



...ATUALMENTE

Para começarmos a falar sobre o momento do fundo, é importante entender o que mudou desde nossa última análise. A Figura 12 resume as principais mudanças no fundo desde o último relatório do Simpla.

CRITÉRIOS	ULT RELATÓRIO	ATUALMENTE	EVOLUÇÃO
Nº DE IMÓVEIS	16	22	37,50%
ABL TOTAL	496,9 mil m ²	666,9 mil m ²	34,21%
RENDIMENTO POR COTA	R\$ 0,74	R\$ 0,76	2,70%
DIVIDEND YIELD (ULT. 12M)	8,09%	8,90%	0,81 p.p
VP POR COTA	R\$ 101,75	R\$ 98,21	-3,48%
COTISTAS	129.627	221.702	71,03%
EXP. RAO 30KM (% DA RECEITA)	37%	41%	4 p.p

Figura 12 – Evolução entre relatórios do Simpla.

Fonte: Autor.

Em primeiro lugar, vemos a grande evolução no número de imóveis. Ela é explicada tanto pelas aquisições realizadas pelo fundo, quanto pela incorporação do BLCP11 e do VVPR11.

As incorporações trouxeram para o BTLG11 alguns imóveis não aderentes à estratégia do fundo. Por isso, devemos esperar uma redução neste número de imóveis ainda este ano, já que a gestão tem sido bem ativa na venda de ativos. Recentemente, foram anunciadas alienações que ainda dependem da aprovação do CADE para sua conclusão.

Vale ressaltar que o lucro gerado nestas vendas é um prova do sucesso das incorporações e do processo de reciclagem de portfólio realizado desde a entrada do BTG no fundo. Outro ponto é que os lucros

das vendas são responsáveis por um patamar mais elevado de rendimentos do BTLG11.

No quadro de evolução também é possível notar a queda do valor patrimonial por cota do fundo. A explicação para isto foi a existência de carência na alavancagem, pois sem o pagamento do principal da dívida ou de seus juros, o passivo do fundo foi aumentando. Confirmamos esta observação ao vermos que nos últimos anos os imóveis do fundo foram reavaliados positivamente, ou seja, houve um aumento do ativo, mas mesmo assim uma queda do patrimônio.

Voltamos a ressaltar que a alavancagem do BTLG11 não preocupa o curto prazo do fundo, já que em caixa existe um montante suficiente para arcar com as despesas dos próximos 12 meses. Porém, a existência de carência é algo que nos desagrada pelo seu potencial impacto negativo no resultado de longo prazo do fundo.

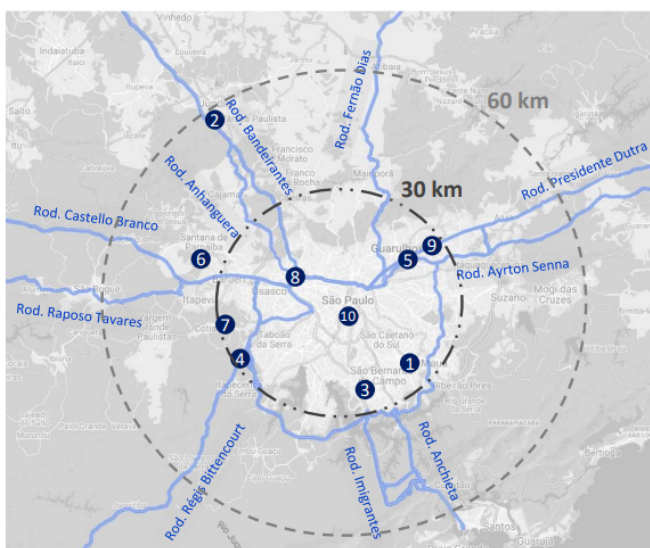
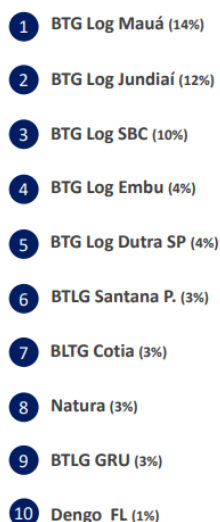
Seguindo nossa análise, vimos no BTLG11 um aumento expressivo do número de cotistas. Isto pode ser explicado tanto pelo desenvolvimento da indústria de fundos imobiliários, quanto pelos bons resultados entregues pelo fundo nos últimos anos.

Por fim, é preciso destacar que mesmo com o aumento do portfólio, a gestão foi capaz de não só manter, como aumentar, a exposição da receita ao raio de 30 quilômetros do centro de São Paulo capital.

Já citamos que faz parte da estratégia do fundo a exposição ao estado de São Paulo, porém isto não é garantia de bons resultados. Historicamente, os imóveis mais próximos da capital paulista apresentam os maiores aluguéis e as menores taxas de vacância.

Anteriormente, 37% da receita do BTLG11 era fruto de ativos distanciados em até 30 km do centro de São Paulo. Atualmente, este patamar evoluiu para 41%.

Ter ativos muito próximos ao centro de São Paulo é uma das vantagens do BTLG11 em relação aos outros FIIIs do segmento. A Figura 13 mostra os ativos do fundo dentro do raio 60 Km.



*Figura 13 – Exposição dos ativos aos raios de SP.
Fonte: Relatório gerencial.*

Se somarmos a receita dos ativos no raio 60 Km, temos cerca de 57% do resultado do fundo.

Outra característica do portfólio do BTLG11 que nos agrada é sua diversificação contratual. O fundo apresenta uma boa mescla de contratos típicos e atípicos, como podemos ver na Figura 14.

— Tipologia dos Contratos⁽²⁾ —

(% da receita contratada)



Figura 14 – Diversificação contratual.
Fonte: Relatório gerencial.

Contratos atípicos conferem uma segurança e estabilidade maior para a receita, por possuírem prazos mais longos e multas mais fortes. Entretanto, eles não apresentam a cláusula de revisional que permite, em caso de mercado aquecido, um aumento do aluguel acima do reajuste da inflação. Esta cláusula costuma estar presente nos contratos típicos.

Como podemos ver pela imagem, o fundo tem boa parte da sua receita protegida por contratos atípicos. Mas, não deixa de se expor ao potencial de aumento de renda oriundo dos contratos típicos.

Por conta da recuperação que vimos se iniciar no mercado logístico em 2016 e da forte expansão a partir de 2019, ter contratos típicos tem feito muito bem.

Segundo dados da Colliers, o preço médio pedido para imóveis logísticos no Brasil cresceu 26% desde setembro de 2020. Para as regiões mais privilegiadas já são transacionados preços acima de R\$30/m², enquanto a média brasileira é de R\$23,80/m².

Os dados de vacância também reforçam o excelente momento vivido pelo segmento logístico. Os dados mais recentes mostram que a vacância média de galpões logísticos no Brasil é de 9%. Este é um patamar favorável aos proprietários, gerando uma pressão positiva para a manutenção ou aumento do aluguel transacionado.

Vale destacar que este cenário de aquecimento do mercado logístico é um grande impulsionador da atividade construtiva. Apenas para o 2.º semestre deste ano é esperada a entrega de mais 1,7 milhão de m² de novos galpões. Por conta do aparecimento de novos imóveis, a Colliers estima que a vacância média do mercado atinja 12% ao final do ano.

Mesmo com essa leve piora, ainda vemos um cenário positivo para o segmento no ano de 2024.

Interrompendo nossa exposição dos pontos positivos do fundo e do mercado de logística brasileiro, precisamos destacar, mais uma vez, o nosso descontentamento com a pouca transparência do BTG.

Para isso, a Figura 15 mostra o último demonstrativo de resultados divulgado pelo fundo.

Demonstração de Resultados ⁽¹⁾				
Valores em reais: R\$				
	Maio/23	Junho/23	2023	12 meses
Receita Contratada	15.044.565	16.419.197	95.355.713	176.617.352
Receita Imobiliária	18.080.554	20.448.302	114.324.536	220.304.389
Receita Financeira	472.177	463.095	3.290.001	8.608.759
Total Receitas	18.552.731	20.911.397	117.614.536	228.913.148
Despesa Fundo	-1.834.734	-2.607.035 ⁽⁴⁾	-11.343.277	-21.590.599
Despesa Ativos	-320.061	-500.792	-2.985.426	-7.113.680
Despesa Ativos – Comissão de Locação	-160.356	-352.368	-	-
Despesa Financeira	-1.343.318	-1.540.877	-8.372.111	-17.029.510
Total Despesas	-3.498.114	-4.648.704	-22.700.814	-45.733.789
Resultado Fundo	15.054.617	16.262.693	94.913.722	183.179.359

Figura 15 – Demonstração de resultados.

Fonte: Relatório gerencial.

Como podemos ver, a gestão discrimina a receita contratada da receita imobiliária. Isto acontece, pois a primeira não contabiliza resultados não recorrentes como o lucro com venda de imóveis.

A grande questão aqui é a falta de clareza do motivo de tanta volatilidade na receita contratada. Várias explicações plausíveis podem ser dadas, porém todas elas seriam melhores aceitas se viessem diretamente da gestora do fundo.

A solução dada pela gestora foi acrescentar em seu relatório uma linha de explicação sobre possíveis descasamentos entre a receita esperada e a receita realmente auferida. Porém, até esta explicação carece de detalhes e em nenhum momento existem comentários atualizados mensalmente sobre a operação do fundo.

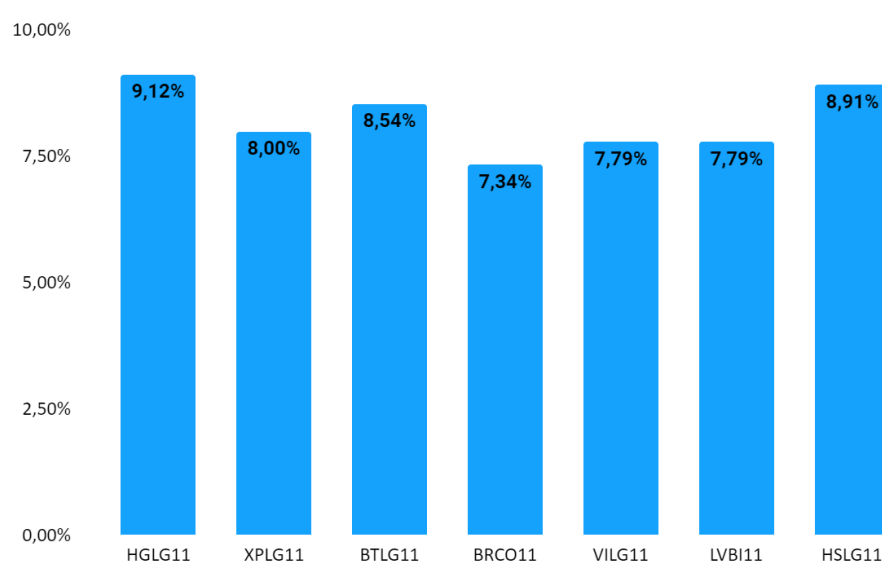
Reforçamos que dado o tamanho do fundo, de sua gestora e da grande quantidade de cotistas envolvidos, o nível de transparência está muito aquém do necessário.

Por fim, ainda aproveitando da última figura, vemos que boa parte do resultado do BTLG11 nos últimos 12 meses é fruto de receitas não recorrentes. A diferença entre a receita imobiliária e a receita contratada, nos últimos 12 meses, foi de R\$43,6 milhões. Isto é equivalente a R\$2,07 por cota ao longo do ano e R\$0,17 por cota mensalmente.

Uma gestão mais ativa é algo esperado dentro do BTLG11, pois este foi o compromisso assumido pelo BTG em 2019. Fazemos questão de destacar isto, pois o nível de risco do fundo aumenta. Ter cerca de 20% de suas receitas oriundas de resultados não recorrentes atestam a qualidade da gestora nas negociações, mas ligam um alerta sobre a manutenção dos rendimentos do fundo.

Para o ano de 2023 e o 1.º semestre de 2024 vemos um cenário confortável para a manutenção dos rendimentos, já que existem reservas acumuladas e lucros a serem recebidos.

Finalizando nossa análise sobre os dividendos do fundo, a Figura 16 mostra a comparação entre o dividend yield dos últimos 12 meses dos principais FIIs de logística do mercado.



*Figura 16 – Dividendo yield dos FIIs de logística.
Fonte: Autor.*

A média do setor, sem o BTLG11, foi de 8,16%. Com base nestes dados, vemos que o retorno entregue pelo fundo é muito satisfatório.



POSSÍVEIS CENÁRIOS

Modelo de Gordon

Para aplicação deste método é preciso buscar um dividendo constante para o fundo, saber quanto o título público mais longo está pagando acima da inflação e acrescentar um prêmio de risco.

As premissas do método se baseiam no fato de que a inflação será corrigida no valor da cota e, como estamos expostos a mais riscos na renda variável, é preciso somar um prêmio que justifique esse investimento.

O BTG divulga no relatório do fundo um guidance de dividendos com banda inferior de R\$0,72/cota e banda superior de R\$0,78/cota. Para sermos mais conservadores, vamos utilizar o menor valor divulgado.

Assim, temos o patamar de dividendos esperado de R\$0,72/cota e o tesouro IPCA+ 2055 pagando IPCA + 5,62%. Para o cálculo do prêmio de risco foi utilizada a cotação de fechamento do fundo no dia 12/09/2023.

Dessa forma, no preço atual, o mercado está precificando o BTLG11 com um prêmio de 2,65% sobre o tesouro mais longo.

Para efeito de comparação, a média dos maiores fundos de galpões logísticos é de 2,54%. Dessa forma, vemos que o BTLG11 está com um desconto levemente maior que seus pares.

Qualquer modelo de precificação não é estático. Dessa forma, é recomendável que os cotistas do fundo fiquem atentos aos eventos que

podem impactar fundamentos como: o aumento dos dividendos, uma nova aquisição ou a confirmação de um risco.



OPINIÃO DO ANALISTA

O BTLG11 é um fundo marcado por uma divisão na sua história, entre antes da gestão BTG e depois da gestão BTG. A gestão vem se apoiando em imóveis de qualidade A+ e buscando concentrar suas receitas em empreendimentos mais próximos da cidade de São Paulo.

Além desses pilares, a gestão ativa tem sido uma característica bastante destacada no fundo. O BTLG11 é um dos FIIs de logística que mais negociou imóveis nos últimos 2 anos.

As negociações, em geral, foram muito positivas, permitindo que o fundo aumentasse sua distribuição de rendimentos com os lucros obtidos. Obviamente, a existência de receitas não recorrentes eleva o risco do fundo, por isso o cotista deve se manter atento nesta situação.

Outro risco relevante que vemos no BTLG11 é o de gestão. Não podíamos deixar de mencionar na conclusão a nossa grande insatisfação com o nível de transparência dos documentos do fundo.

Com base em tudo que vimos, entendemos que o BTLG11 continua sendo uma boa opção dentro do segmento de logística. O seu portfólio ainda é um diferencial competitivo muito relevante frente aos pares.

Por isso, nossa recomendação é de compra para o BTLG11.



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



[Youtube](#)
[Simpla Club](#)



[Instagram](#)
[@simpla.club](#)



[Telegram](#)
[t.me/simplaclub](#)

Relatório Especial

Atualizado em 12.09.2023

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.