

# Análise

## Relatório especial

Atualizado em 11.01.2022

# CSHG RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS **HGCR11**



## PONTOS POSITIVOS

- Gestão de grande qualidade
- Boa capacidade de originação de oportunidades
- Expectativa de bons rendimentos com lucros não recorrentes



## PONTOS NEGATIVOS

- Indicador de LTV poderia melhorar
- Rating dos CRIs deixa a desejar
- Carteira concentrada em alguns quesitos importantes



## COMO TUDO COMEÇOU

2009

O fundo iniciou suas atividades em dezembro deste ano. Sua 1.<sup>a</sup> emissão captou R\$30 milhões e foi realizada com o preço de cota de R\$1.000,00.

2010

A 2.<sup>a</sup> emissão foi encerrada com o montante de R\$104,7 milhões. O fundo encerrou o ano com 99% do patrimônio alocado em CRIs. Todas as dívidas eram classificadas com nota A- ou superior e indexadas ao IGP-M.

2012

Houve a rescisão do contrato com a empresa responsável pela consultoria imobiliária do fundo, a *Brazilian Capital*.

2016

André Freitas deixou o comando da equipe de gestão do fundo.

2017

O fundo passou por um desdobramento de suas cotas na proporção de 1 para 10.

2018

Foi realizada a 3.<sup>a</sup> emissão de cotas do fundo, com captação de R\$163,8 milhões. O fundo já apresentava uma estratégia mais clara de investimento, destinando uma pequena parte do patrimônio para outros FIIs e a maior parte para CRIs corporativos. O IGP-M perdeu seu protagonismo e passou a representar apenas 20,6% da carteira, enquanto o IPCA representava 49,9%, o CDI 23,9% e o IGP-DI 5,5%.

2019

Este ano marcou a aceleração do crescimento do fundo, pois foram realizadas mais 3 emissões. Ao todo, a 4.<sup>a</sup>, a 5.<sup>a</sup> e a 6.<sup>a</sup> emissões captaram R\$654,8 milhões. A euforia sobre o fundo era grande, a ponto de em dezembro deste ano o HGCR ser negociado a um P/VP de 1,24 e apresentar, aproximada-

mente, 7 vezes mais cotistas que o mesmo período de 2018. Ainda foi possível anunciar o início da 7.<sup>a</sup> emissão de cotas. O HGCR terminou o ano com uma concentração mais parecida com a vista atualmente, os quais IPCA e CDI ocupam cerca de metade da carteira cada.

2020

A pandemia foi um cenário desafiador para o fundo, pois vários devedores buscaram renegociações e muitos optaram pelo pré-pagamento de suas obrigações. Entretanto, o HGCR conseguiu usufruir de pontos positivos nesse cenário, pois sua 7.<sup>a</sup> emissão de cotas, com captação de R\$400 milhões, foi encerrada em janeiro, o que permitiu o aproveitamento de inúmeras oportunidades geradas na crise. O portfólio iniciou o ano com 54,6% de exposição ao CDI e encerrou com 48,6%. Este alto percentual de dívidas indexadas ao CDI prejudicou o dividendo do fundo.

2021

O ano de 2021 foi um ano de recuperação para o fundo. As renegociações do pior momento de pandemia haviam sido resolvidas; o aumento da inflação, a subida dos juros e os ganhos não recorrentes gerados pela gestão impulsionaram os rendimentos do fundo. De janeiro de 2021 para novembro de 2021, houve um aumento de 53% na distribuição por cota. Ainda nesse ano, foi iniciada a 8.<sup>a</sup> emissão de cotas, mas as condições de mercado provocaram o cancelamento da oferta.

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

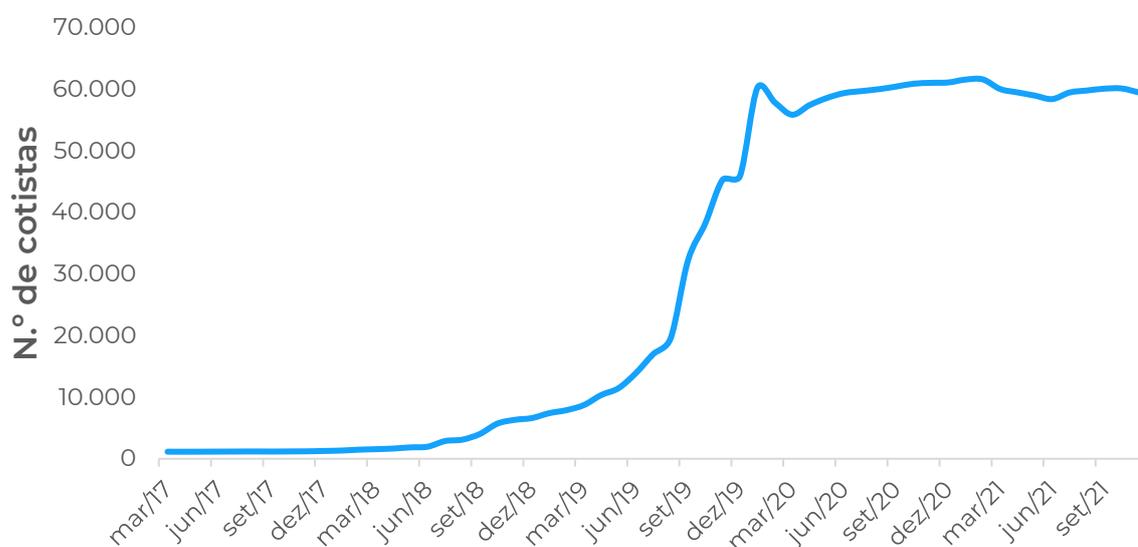


Figura 1 – Evolução do número de cotistas.  
Fonte: Autor.

Já na Figura 2 percebemos a evolução patrimonial do fundo.

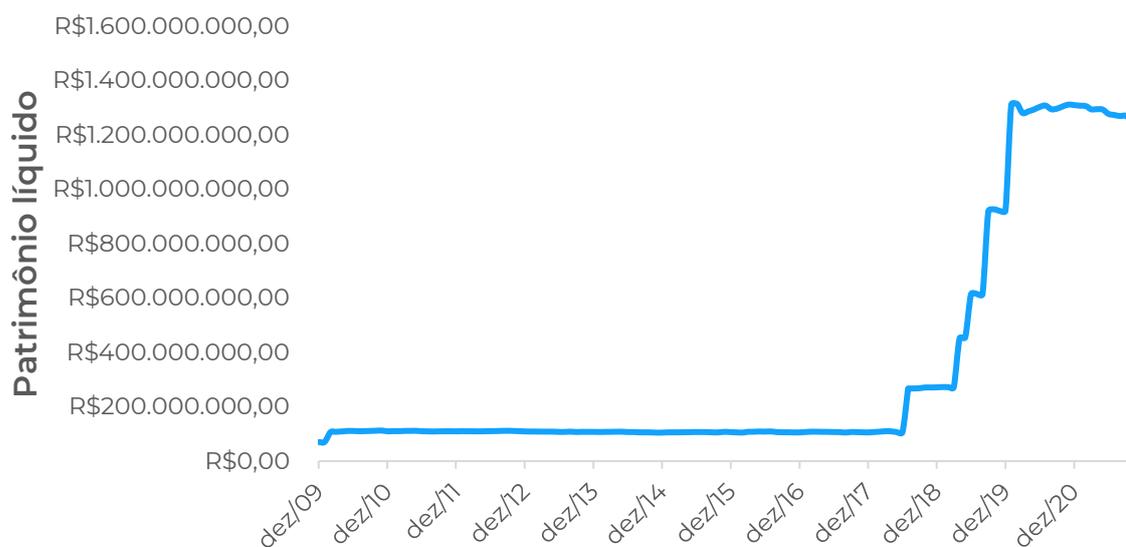


Figura 2 – Evolução patrimonial.  
Fonte: Autor.



## CLASSIFICAÇÃO DO FUNDO

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

- Recebíveis imobiliários:** Por meio de seu regulamento, o HGCR se compromete a manter no mínimo 51% do patrimônio alocado em CRIs.

Embora o fundo seja classificado como FII de recebíveis, ao longo de sua história é possível notar a alocação de capital em outros fundos imobiliários. A Figura 3 mostra o percentual da receita fruto de cada uma das estratégias do fundo.

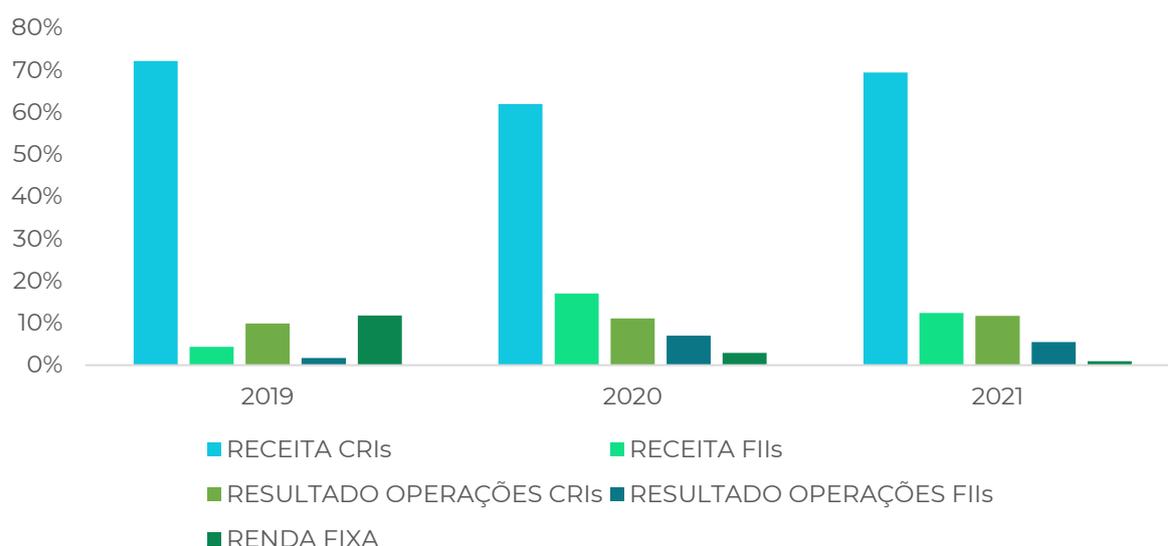


Figura 3 – Histórico de alocação dos ativos (em %).  
Fonte: Autor.

---

Desde 2019, a receita recorrente de CRIs representa, em média, 68% do resultado total, enquanto a receita recorrente de FIs representa, em média, 11%.

No HGCR é importante distinguir a receita recorrente da não recorrente, pois a gestão tem se mostrado ativa na geração de resultados extraordinários. O seguinte trecho foi retirado do relatório gerencial de dezembro de 2020:

*“Continuaremos bastante ativos no mercado secundário, tanto de CRIs como de FIs, de modo a aproveitar eventuais oscilações momentâneas de mercado, tal estratégia tem trazido excelentes ganhos para o portfólio.”*

Pela Figura 3 apresentada anteriormente temos, em média, 11% da receita fruto de receitas não recorrentes com CRIs, e 5% da receita fruto de receitas não recorrentes com FIs. Os 5% restantes são atribuídos ao caixa do fundo.

Como a maior parte da receita é gerada por CRIs, é preciso aprofundar nosso estudo sobre as características destes ativos dentro do HGCR.

O primeiro ponto que chama atenção é a exposição tanto às dívidas corporativas quanto às dívidas pulverizadas. Os CRIs corporativos têm com garantidor do fluxo uma empresa, enquanto CRIs pulverizados apresentam várias pessoas como responsáveis pelo fluxo. Por isso, a segurança do CRI corporativo, normalmente, é maior.

Em seu regulamento, existem critérios bem definidos para aquisição de cada tipo de CRI. Os principais critérios para

---

os CRIs corporativos são: LTV máximo de 85%, prazo máximo de 20 anos, ter garantia real do imóvel, *rating* mínimo inicial de BBB-.

A última exigência, referente ao *rating*, pode ser desrespeitada, mas o regulamento prevê uma série de outros requisitos para tal.

Para aquisição de CRIs pulverizados, os critérios são: LTV máximo de 80%, prazo máximo de 15 anos, garantia real dos imóveis, *rating* mínimo de A-, dentre outros requisitos.

Fica claro que os critérios para inclusão de dívidas pulverizadas são mais rígidos quando comparados aos das dívidas corporativas.

O HGCR opta por exposição maior às dívidas corporativas. Atualmente, apenas 10,21% do patrimônio está exposto à CRIs pulverizados.

Outra característica importante do HGCR é sua estratégia de exposição aos indexadores CDI e IPCA. O gestor tem liberdade para transitar entre os índices de acordo com sua leitura macroeconômica.

A Figura 4 é um exemplo de como a composição da carteira do HGCR pode ser alterada.

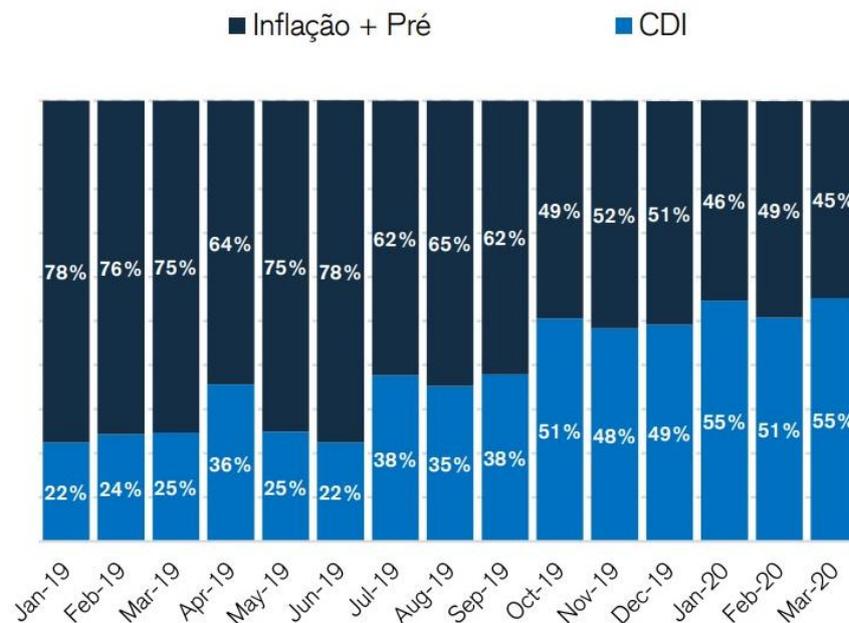


Figura 4 – Histórico de alocação por indexador.  
 Fonte: Relatório gerencial de dezembro de 2020.

Atualmente, o fundo encontra-se com uma exposição bem equilibrada entre IPCA e CDI. A Figura 5 mostra a mais recente composição de carteira divulgada.

#### Alocação Histórica em Ativos Alvo<sup>1</sup> (% do PL<sup>1</sup>)

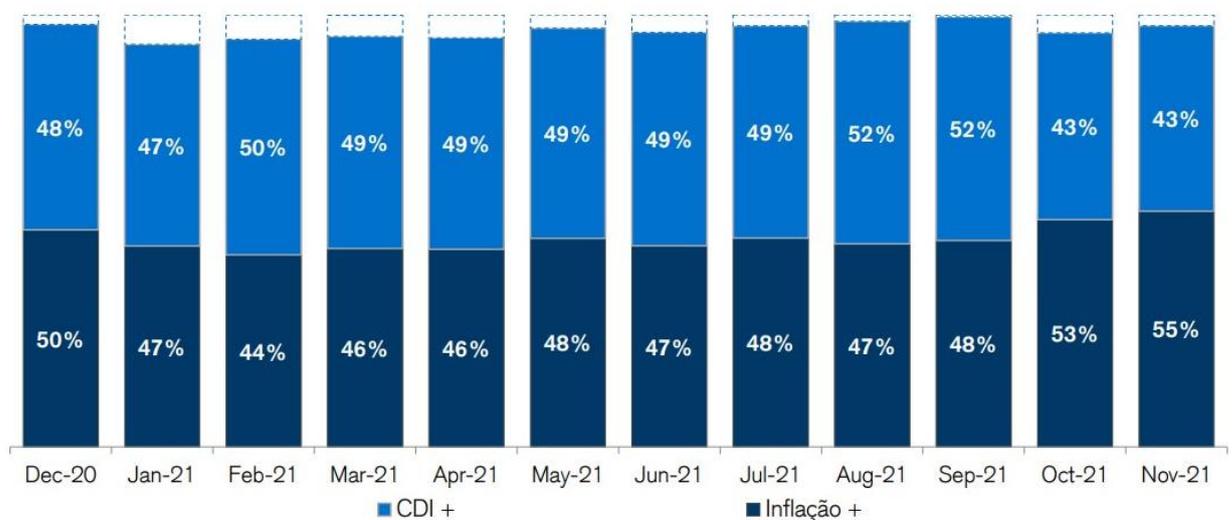


Figura 5 – Histórico de alocação por indexador.  
 Fonte: Relatório gerencial de novembro de 2021.

Na sessão “atualmente” iremos discutir como essa diversificação de indexadores tende a beneficiar o HGCR em 2022.

Seguindo a explicação sobre os CRIs em carteira, é muito importante conhecer a taxa média de aquisição destas dívidas. Essa informação nos permite identificar o nível de risco que estamos correndo.

A Figura 6 mostra o histórico de taxa média até 2020 e a Figura 7 mostra o cenário atual de taxas médias.

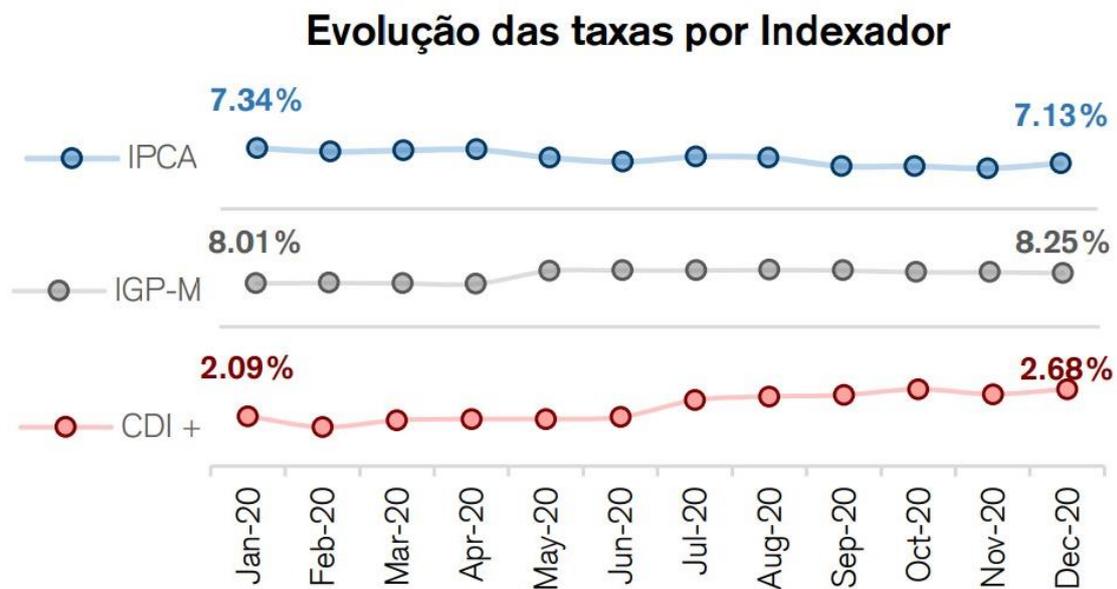


Figura 6 – Taxa média dos CRIs até 2020.  
 Fonte: Relatório gerencial de dezembro de 2020.



Figura 7 – Taxa média dos CRIs.

Fonte: Relatório gerencial de novembro de 2021.

Pelas taxas médias podemos concluir que o HGCR tem um perfil mais próximo do *High Grade*, com alguma exposição às dívidas *Middle Risk*.

Por fim, podemos destacar o detalhado trabalho da *Credit Suisse Hedging Griffo* (CSHG) para inclusão de novos ativos na carteira. São levados em consideração aspectos imobiliários, jurídicos, de fluxo de pagamentos, etc.

A Figura 8 mostra o processo de investimento da CSHG. Os leitores mais curiosos podem encontrar o detalhamento de cada uma destas etapas no prospecto da 8.ª emissão de cotas do fundo, a partir da página 155.

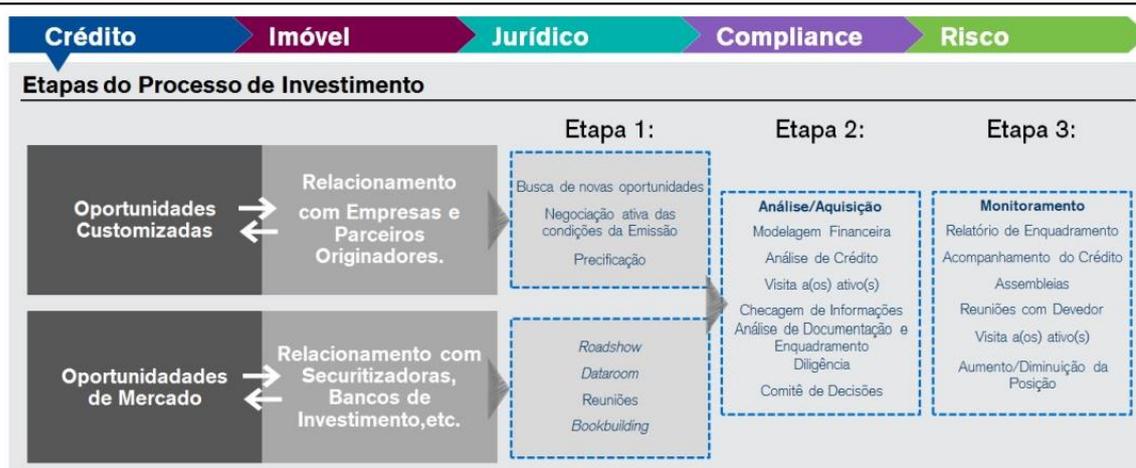
**Processo de Investimento**


Figura 8 – Processo de investimento.  
 Fonte: Prospecto da 8.ª emissão de cotas.



## ADMINISTRAÇÃO E GESTÃO

O HGCR é gerido e administrado pela CSHG, *Credit Suisse Hedging Griffo*.

A *Credit Suisse* foi fundada em 1856 em Zurique, e atua no Brasil desde 1959, sendo que sua atividade na área imobiliária começou em 2003. A instituição é responsável pela gestão de fundos famosos no mercado como HGRE, HGLG e HGRU, sendo considerada por muitos a melhor gestora de FIIs.

O grande sucesso da CSHG é sustentado por alguns fatos: bom histórico de geração de resultado, alocações eficientes, emissões favoráveis ao cotista e transparência.

No quesito transparência, podemos destacar o bom relatório gerencial do HGCR e sua melhora ao longo dos anos. Além disso, o *site* de relação com investidores é bem completo

---

e nele há a divulgação diária da cota patrimonial do fundo. Esse último ponto foi uma novidade trazida a partir de outubro de 2021, que melhora a capacidade de análise de preço do HGCR por parte do investidor.

No entanto, um ponto negativo que pode ser realçado quanto a transparência da gestão no HGCR, é a falta de *lives* do gestor dedicadas para o fundo.

A velocidade e eficiência na alocação são facilitadas pelo tamanho da CSHG. Na figura 8 é possível ver como a gestão destaca sua capacidade de originar “oportunidades customizadas”, que se dão pela relação existente entre gestora e outros *players* do mercado.

Como mencionado anteriormente, o investidor de HGCR precisa saber que a gestão atua ativamente na carteira do fundo, em busca de ganhos extraordinários. O trecho a seguir foi retirado do relatório gerencial de março de 2021:

*“Como referência da importância da gestão ativa para o resultado do Fundo, nos últimos 6 meses foram realizados aproximadamente R\$19,7 milhões (R\$1,60/cota) em lucros advindos da negociação/quitação de CRIs e FIs.”*

A gestão mais ativa do portfólio pode trazer ganhos extras para os cotistas, mas existe um risco maior. A CSHG pode ser questionada pelo momento em que decidiu aumentar o percentual da carteira indexada ao CDI (início de 2020), pois naquele momento a baixa taxa de juros prejudicou os rendimentos do fundo.

---

Por fim, para conhecer como a CSHG atua na gestão de seus fundos, é preciso conhecer sua política de distribuição de rendimentos. O trecho a seguir foi retirado do relatório gerencial de junho de 2021:

*“Costumamos adotar, para os nossos FIs, uma política de baixa variação nos rendimentos, com o objetivo de pagar a melhor renda recorrente prevista, com base nos meses de janeiro-maio e julho-novembro e, com isso, ajudar o investidor a ter maior previsibilidade dos seus rendimentos. Para os meses de junho e dezembro, quando existe algum resultado não recorrente, eventualmente existe um rendimento maior com o objetivo de atingir a distribuição mínima obrigatória, de 95% do lucro em regime de caixa.”*

É sabido que a CSHG buscará reduzir a volatilidade dos dividendos distribuídos. Como existem resultados não recorrentes durante os meses, a equipe opta por construir um resultado acumulado, manter um patamar de distribuição sustentável e corrigir a distribuição nos encerramentos de semestre.

A Figura 9 mostra o histórico de resultado acumulado do HGCR.

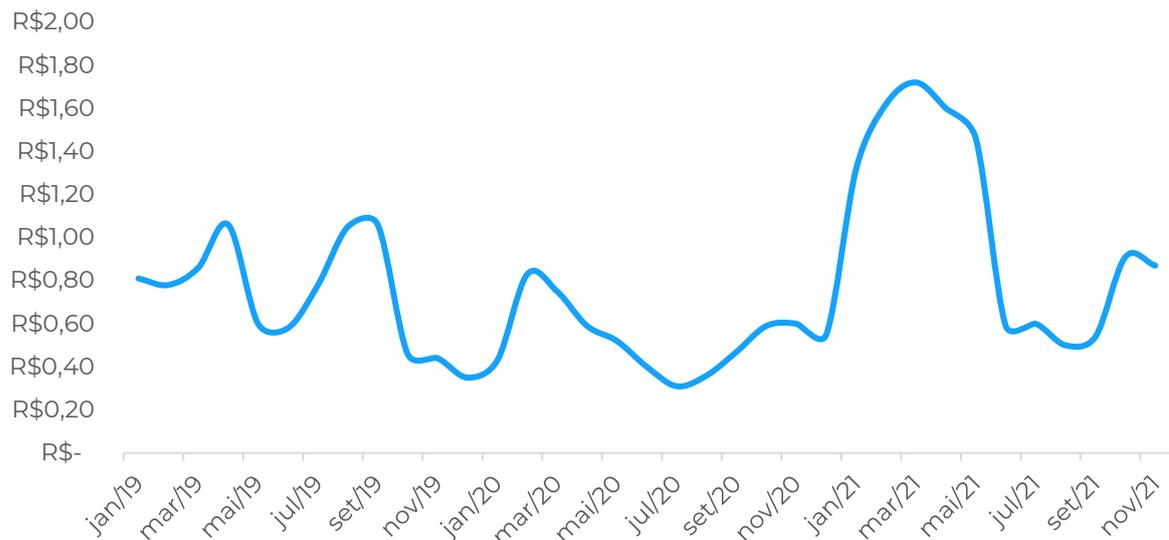


Figura 9 – Histórico de resultado acumulado.

Fonte: Autor.



## OS RISCOS DO NEGÓCIO

### Os principais fatores de risco são:

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.

No caso do HGCR, o fundo mescla dívidas de muita segurança com alguns papéis de risco médio.

Outro risco do fundo é o risco do setor de varejo, já que o HGCR engloba operações de *shoppings* e de varejo não essencial. Além disso, o risco destes CRIs cresceu durante a pandemia, pois em vários momentos essas atividades foram fechadas e tiveram suas receitas fortemente afetadas.

Vale ressaltar que os *shoppings* sempre foram ativos de grande qualidade no Brasil, mas com a pandemia vimos o crescimento da vacância do setor e uma enorme queda nos resultados. A expectativa é que em 2022 os resultados sejam equivalentes a 2019 e que a crise seja superada. A melhora do setor é necessária para a adequação do risco e retorno das operações.

Ademais, é preciso mencionar o risco de reestruturação de dívidas, amplificado pela pandemia. A Figura 10 mostra como alguns papéis passaram por renegociações em 2020.

### Pleitos Recebidos, Negociados e Concretizados em 2020

#	Operação	Setor	Data Formal	Tipo	Período
1	CRI So Marcas	Varejo	Abril/2020	Carência de Amortização	3 Meses
2	CRI Estácio	Educacional	Maio/2020	Carência de Amortização	3 Meses
3	CRI Hilton	Hotel	Maio/2020	Carência de Juros e Amortização	6 Meses
4	CRI Shopping Raposo	Varejo	Junho/2020	Carência de Juros e Amortização	3 Meses de Juros e 4 de Amortização
5	CRI Rio Ave	Lajes Corporativas	Junho/2020	Alteração de Amortização obrigatória	-

*Figura 10 – Renegociações de 2020.  
Fonte: Apresentação anual de 2021.*

O cenário de reestruturações também foi visto em 2021, e a mais recente ocorreu em agosto do ano passado. Este tipo de acontecimento pode significar uma perda de qualidade do crédito, pois podemos concluir que o devedor precisa de novas condições de pagamento. Alguns gestores defendem que trata-se de um movimento natural na vida do CRI. De qualquer maneira, esse cenário merece a atenção do investidor.

Por fim, temos o risco do CRI Goiabeiras. Tal risco é irrelevante para o fundo, mas serve de lição para aprendermos a importância da diversificação em um FII de recebíveis.

Esta dívida encontra-se com problemas desde 2013, sendo que sua concentração no portfólio já foi superior a 5%, mas hoje está próxima de 0%. Muito provavelmente este será um crédito sem recuperação, mas o impacto no HGCR será mínimo, pois foi realizado um trabalho de diversificação da carteira ao longo dos anos.



## RESULTADOS ANTERIORES...

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

Em primeiro lugar, temos o histórico de dividendos do HGCR. Ao todo, foram distribuídos R\$124,08 por cota durante toda a existência do fundo, sendo que o *yield* médio da cota foi de 0,87% ao mês.

Na Figura 11 temos o histórico de dividendo por cota do fundo.

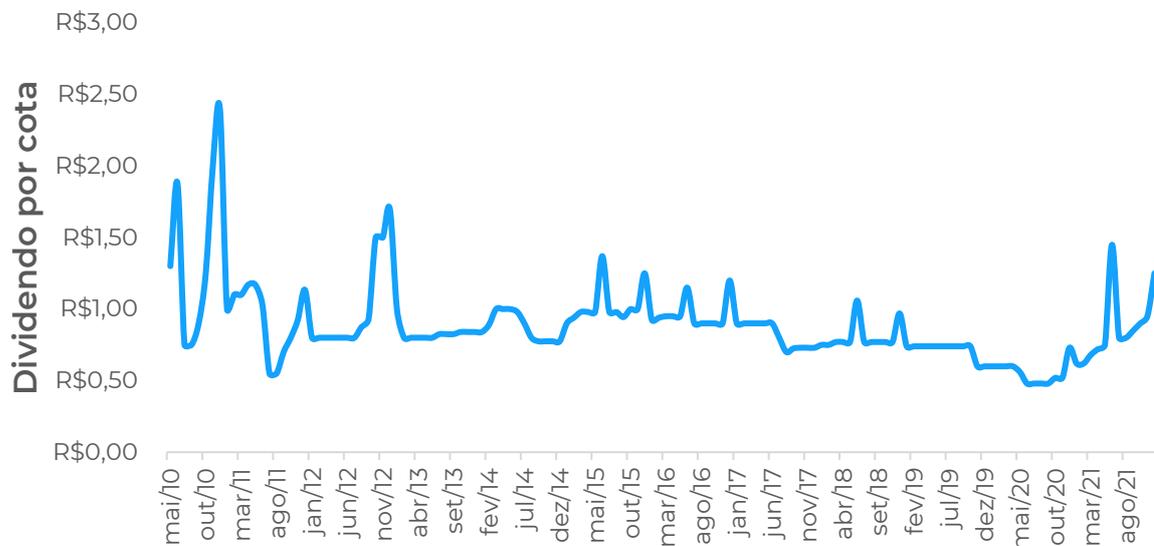


Figura 11 – Histórico de dividendo por cota.  
Fonte: Autor.

O fundo passou por uma redução de seus dividendos nos anos de 2019 e 2020, por conta da estratégia da gestão de aumento da concentração em CDI, variação vista na Figura 12.

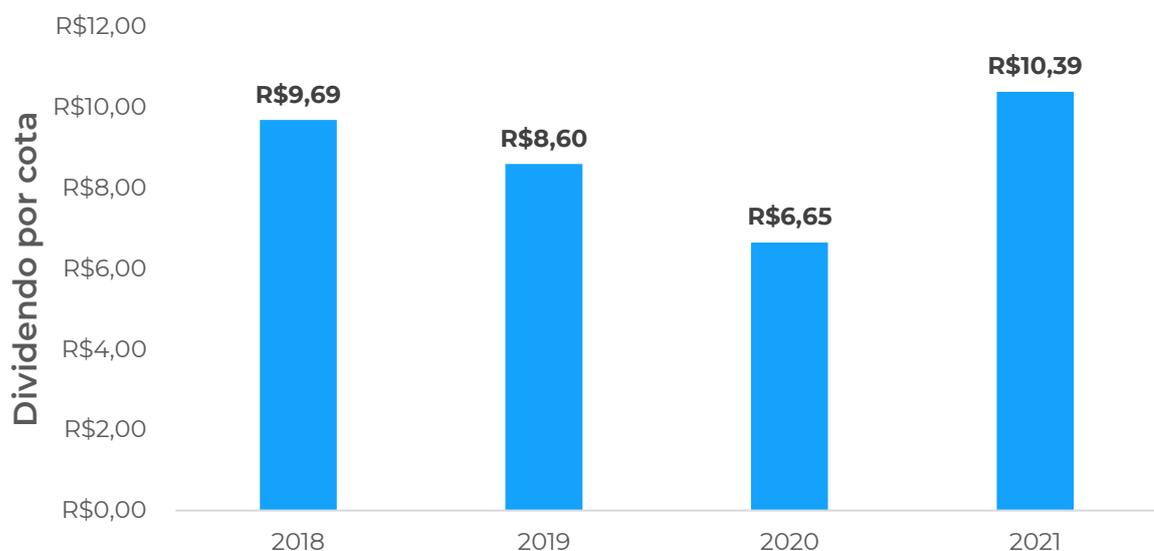


Figura 12 – Histórico de dividendos dos últimos 4 anos.  
Fonte: Autor.

A alta da Selic acompanhada de uma inflação com poucos sinais de arrefecimento provocaram o aumento da distribuição do fundo em 2021, principalmente a partir do segundo semestre.

Por fim, temos a Figura 13 que traz o retorno histórico do fundo perante os principais índices de mercado.

### Rentabilidade

Tabela de rentabilidade <sup>1</sup>	Mês	Ano	12 Meses	Início
Cota Mercado Ajustada	-2,6%	9,6%	12,1%	273,5%
Cota Patrimonial Ajustada	1,9%	5,5%	6,1%	221,1%
IFIX	-3,6%	-10,2%	-8,2%	*
CDI	0,6%	3,6%	3,8%	164,6%

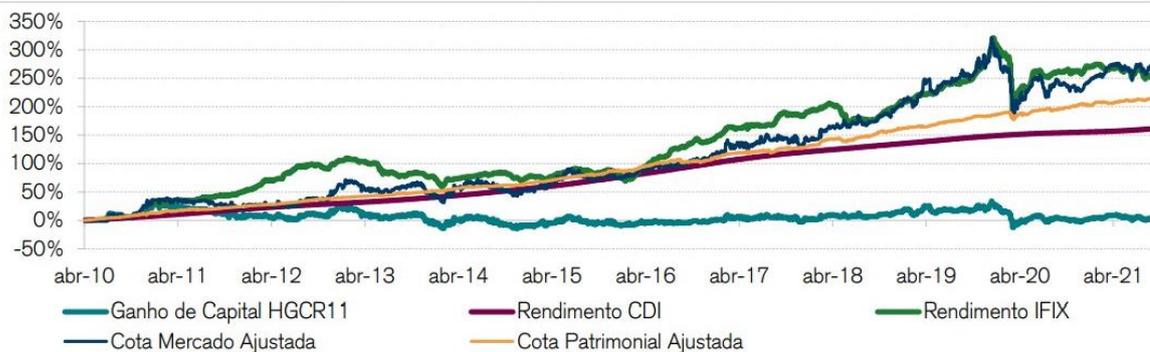


Figura 13 – Retorno histórico do fundo.  
Fonte: Relatório gerencial de novembro de 2021.



## ...ATUALMENTE

A primeira análise que deve ser feita em um fundo de recebíveis é a análise de diversificação da carteira. Quanto mais diversificado for o portfólio, melhor, sendo que buscamos esta característica em diversos aspectos, como quantidade de

CRIs, setores de exposição, securitizadoras e disposição geográfica.

O próprio HGCR é um ótimo exemplo da importância da diversificação, pois como vimos, o CRI Goiabeiras foi tendo reduzida sua representatividade na carteira, o que praticamente eliminou seu risco.

A primeira diversificação que olharemos é a de quantidade de CRIs e suas representatividades no portfólio. O HGCR possui 38 CRIs diferentes, sendo que nenhum representa mais do que 6% do portfólio. Este é um cenário considerado ideal, pois em caso de calote de uma dívida, a carteira seria pouco afetada.

Quanto à disposição geográfica dos CRIs, vemos por meio da Figura 14 que existe uma boa diversificação estadual das garantias.

### Garantias Reais CRIs – Distribuição Geográfica

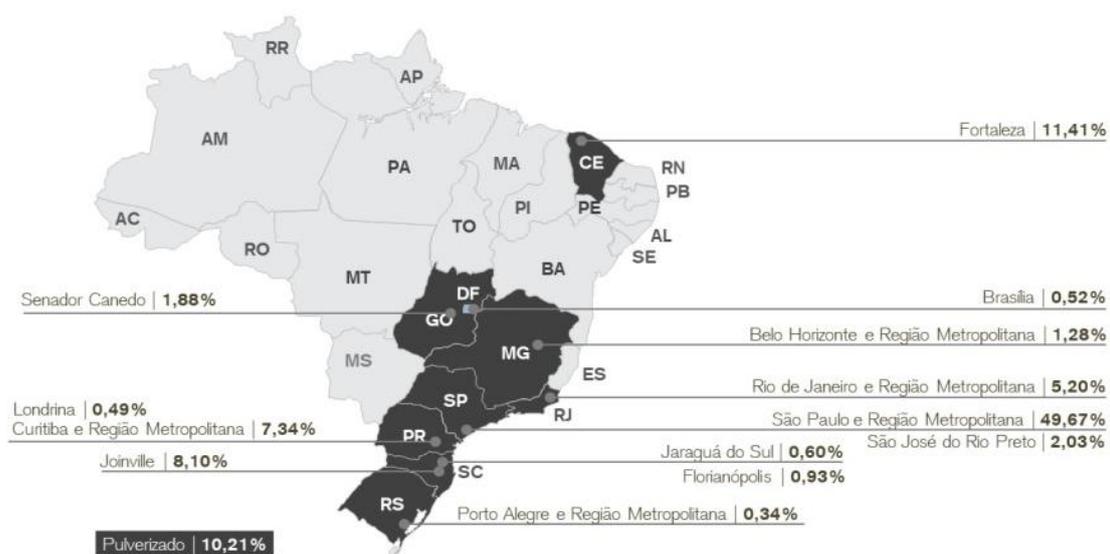


Figura 14 – Diversificação geográfica.  
 Fonte: Relatório gerencial de novembro de 2021.

O HGCR, segundo seu último relatório gerencial, tem exposição à seis setores diferentes. A Figura 15 apresenta a diversificação setorial do fundo.

**Exposição Setorial** (% de CRIs)



*Figura 15 – Diversificação setorial.*

*Fonte: Relatório gerencial de novembro de 2021.*

Como mencionado anteriormente, a concentração de 42% no setor de varejo, que inclui dívidas de *shopping centers* e lojas de varejo não essencial, eleva o risco do fundo. No geral, julgamos razoável esta diversificação do fundo.

Por fim, é importante ter CRIs de várias securitizadoras diferentes. Estas instituições são responsáveis pela emissão e pelo operacional do CRI, por isso quanto maior o número de securitizadoras, menor será o risco de execução das dívidas. A Figura 16 mostra a diversificação entre securitizadoras, na qual o fundo apresenta grande concentração em duas instituições.

**Diversificação por Securitizadoras** (% de CRIs)



*Figura 16 – Diversificação de securitizadoras.*

*Fonte: Relatório gerencial de novembro de 2021.*

Outra forma de redução do risco da carteira de CRIs é por meio da exposição às dívidas com boas garantias e com bons devedores.

Hoje, os principais CRIs do fundo apresentam alienação fiduciária do imóvel como garantia, isso quer dizer que em caso de calote, o imóvel será repassado para o FII.

Outro dado importante sobre a garantia dos CRIs é o LTV, *Loan to Value*. Este indicador mede a relação entre a dívida e o valor do ativo dado em garantia. Quanto menor for o LTV, mais segura é a dívida. Para exemplificar, imagine uma dívida de R\$50 milhões e um imóvel de R\$100 milhões dado em garantia, o LTV desta operação é de 50 dividido por 100, ou seja, 50%. Caso o imóvel fosse avaliado em R\$80 milhões, o LTV da operação seria de 62,5%.

Na sessão “classificação do fundo” vimos que para CRIs pulverizados a gestão considera LTVs de no máximo 80% e para CRIs corporativos de no máximo 85%. A Figura 17 mostra como estão divididos os CRIs em carteira por faixa de LTV.

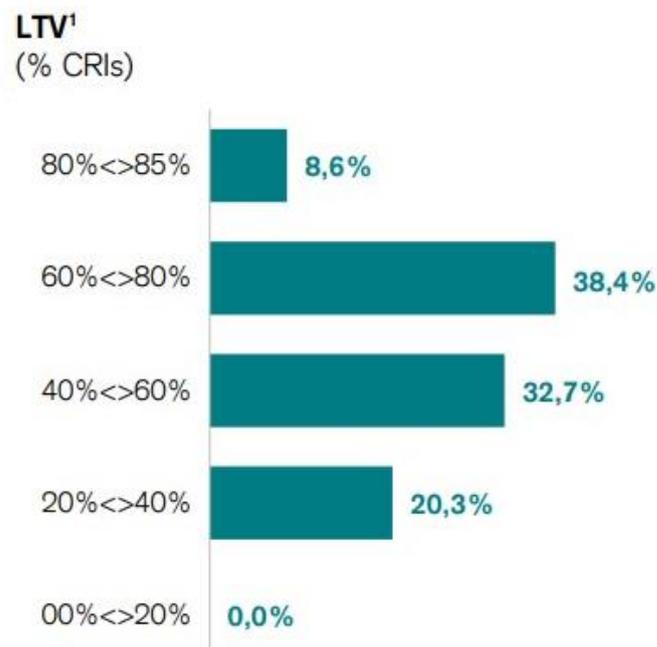


Figura 17 – Alocação por LTV.  
Fonte: Relatório gerencial de novembro de 2021.

O LTV médio da carteira do HGCR é um dado que desagrada, pois apesar de o fundo ter um perfil *high grade*, apresenta um indicador pior do que FIIs *middle risk*, como o CVBI.

Além das garantias, é preciso olhar os *ratings* dos CRIs em carteira. *Rating* é uma nota dada por uma empresa independente para avaliar o risco de crédito daquela operação. A nota AAA é a melhor classificação possível, e ela é usada em operações com baixíssimo risco de calote.

A Figura 18 mostra a divisão da carteira do HGCR quanto aos *ratings* de suas dívidas.

**Classificação de Risco – Rating** (% do PL)



*Figura 18 – Classificação dos CRIs.*

*Fonte: Relatório gerencial de novembro de 2021.*

A classificação dos CRIs em carteira é outro ponto desagradável do HGCR, pois novamente temos um indicador pior do que o de FIIs (teoricamente) mais arriscados, como o CVBI.

Encerraremos a análise do momento atual do HGCR projetando seus dividendos para os próximos 2 anos, mas antes é preciso comentar sobre o regime de distribuição adotado pelo fundo.

O HGCR opta pela distribuição pelo regime caixa, ou seja, apenas são distribuídos valores que realmente transitaram pelo caixa do fundo. Este regime é mais conservador e permite um aumento dos rendimentos ao longo do tempo.

---

O outro regime de distribuição conhecido é o regime de competência. Neste caso são distribuídos valores que não foram recebidos, mas que foram apurados. Esse regime aumenta a distribuição de curto prazo, pois a correção monetária é totalmente repassada nos rendimentos. A visualização do impacto desse regime nos rendimentos dos FII's, pode ser melhor entendida nos relatórios do HCTR11 e DEVA11.

Retornando para o regime de caixa, temos que a correção monetária não é integralmente distribuída, mas sim fica acumulada no CRI aumentando os rendimentos futuros. Outra forma de obter lucros é por meio da venda do CRI acumulado, neste caso a venda apresentaria grande lucro, pois toda a correção estaria inclusa.

Para o melhor entendimento do assunto, foram retirados trechos do relatório gerencial de outubro de 2021 e do relatório gerencial de novembro de 2021, respectivamente:

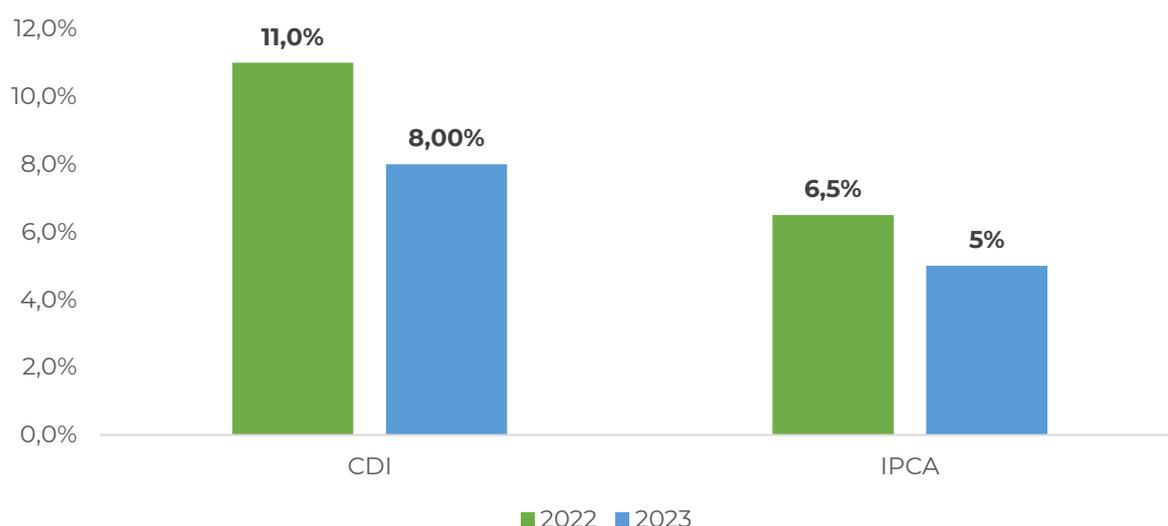
*“Além do resultado já apurado e não distribuído, o Fundo encerrou o mês de outubro com aproximadamente R\$11,3 milhões (R\$0,91/cota) de correção monetária, principalmente IPCA, acruada nos CRIs indexados à inflação, valor este que deverá virar resultado caixa nos próximos meses na medida em que este accrual seja pago pelos CRIs. O HGCR distribui resultado em regime de caixa, de forma que em momentos em que o accrual da inflação nos ativos supera o caixa por eles gerado, o Fundo reconhece um “estoque” de inflação a ser distribuído no futuro.”*

*“Durante o mês houve aumento do accrual de inflação nos CRIs da carteira para o valor de R\$12,9 milhões (R\$*

1,04/cota), valor este que deve encerrar dezembro mais próximo de R\$16,7 milhões (R\$1,35/cota). Este accrual, conforme comentado no relatório do mês anterior, se refere à diferença entre a correção monetária incidida nos CRIs e o efetivamente distribuído pelo Fundo à título de correção monetária.”

Seja durante o pagamento dos CRIs, seja após uma venda, este resultado acumulado será distribuído aos cotistas e melhorará os rendimentos do fundo. Por isso, as estimativas que serão realizadas a seguir tratam apenas dos resultados recorrentes do HGCR. Como sabemos, existem vários fatores não recorrentes que podem impactar positivamente a distribuição.

A Figura 19 mostra as estimativas macroeconômicas usadas para o cálculo dos dividendos do HGCR11.



*Figura 19 – Expectativas de CDI e IPCA.  
Fonte: Autor.*

Com base nestas expectativas chegamos as conclusões vistas nas Figuras 20 e 21.

2022	TAXA MÉDIA	TOTAL	CUSTOS	LÍQUIDO	ALOCAÇÃO	VP	RENDIMENTO
CDI	2,80%	13,80%	1,50%	12,30%	35,20%	R\$ 101,69	R\$ 4,40
IPCA	7,00%	13,50%	1,50%	12,00%	43,92%	R\$ 101,69	R\$ 5,36
CDI	0,00%	11%	1,50%	9,50%	2,50%	R\$ 101,69	R\$ 0,24
						DIVIDENDO ANUAL	R\$ 10,00
						DIVIDENDO MENSAL	R\$ 0,83
						PREÇO	R\$ 105,76
						YIELD MENSAL	0,79%

Figura 20 – Estimativa de dividendo 2022.

Fonte: Autor.

2023	TAXA MÉDIA	TOTAL	CUSTOS	LÍQUIDO	ALOCAÇÃO	VP	RENDIMENTO
CDI	2,80%	10,80%	1,50%	9,30%	35,20%	R\$ 101,69	R\$ 3,33
IPCA	7,00%	12,00%	1,50%	10,50%	43,92%	R\$ 101,69	R\$ 4,69
CDI	0,00%	8,0%	1,50%	6,50%	2,50%	R\$ 101,69	R\$ 0,17
						DIVIDENDO ANUAL	R\$ 8,18
						DIVIDENDO MENSAL	R\$ 0,68
						PREÇO	R\$ 105,76
						YIELD MENSAL	0,64%

Figura 21 – Estimativa de dividendo 2023.

Fonte: Autor.

As estimativas calculadas são bem aderentes aos dividendos estimados pela gestão. Em outubro de 2021, foi divulgada uma distribuição estimada de R\$0,90/cota para os próximos meses.

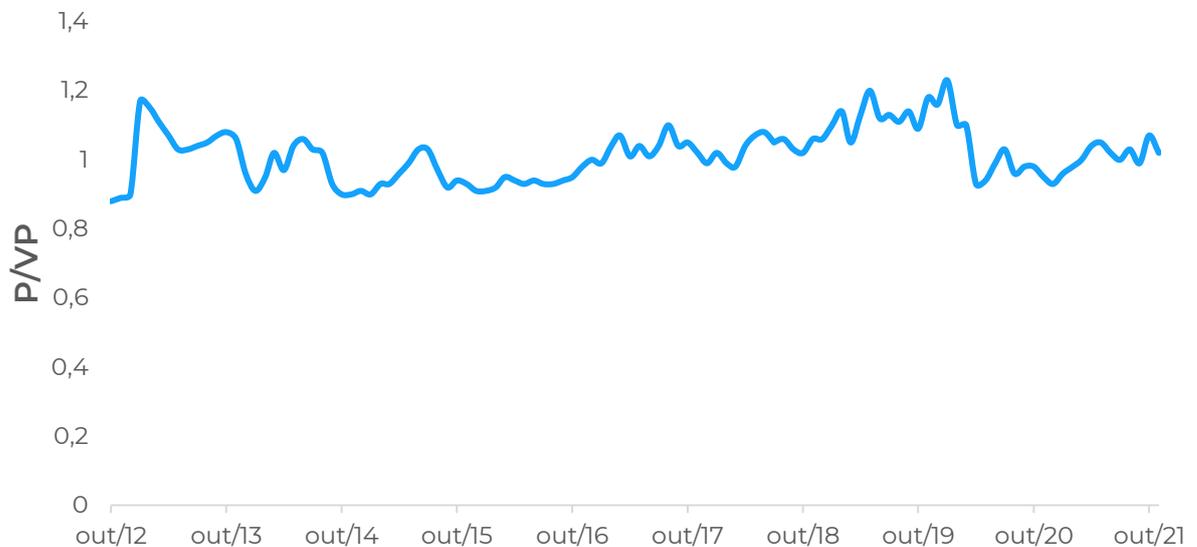


## POSSÍVEIS CENÁRIOS

### Análise de múltiplos

A análise de preço de um fundo de recebíveis é realizada por meio do uso do P/VP. Os ativos em carteira são melhor precificados que os imóveis presentes nos fundos de tijolo. 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 22 temos o histórico de preço sobre valor patrimonial por cota do fundo.



*Figura 22 – Histórico de preço sobre valor patrimonial por cota.  
Fonte: Autor.*

O fundo, historicamente, tem um P/VP médio de 1,01. Com base neste dado podemos dizer que o fundo costuma negociar no seu valor justo.

As simulações realizadas na sessão “atualmente” nos permitem ter uma ideia do dividendo esperado para o fundo. Com esta informação, é possível tomar uma decisão com mais respaldo sobre o investimento em HGCR.

Com base na cotação de fechamento do dia 11/01/2022 de R\$105,76 e no último VP informado de R\$101,69, temos um P/VP do HGCR de 1,04 vezes.

Para efeito de comparação, os maiores fundos de papel negociam a uma P/VP médio de 1,04 vezes. Com base nestes

---

dados podemos dizer que o HGCR está 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 HGCR é um FII de CRI com estratégia bastante fluída. O fundo procura investir tanto em CRIs pulverizados quanto em CRIs corporativos, costuma alterar sua concentração em indexadores com base no cenário macroeconômico e busca realizar ganhos extraordinários com o giro de carteira.

As características citadas anteriormente mostram como a gestão do HGCR atua ativamente no portfólio. Uma gestão mais ativa pode trazer mais retorno ao cotista, mas elevar o risco do fundo. Por isso, é imprescindível que o cotista acredite na capacidade da gestora de gerar valor.

O fundo é gerido pela CSHG, a melhor gestora de FIIs do mercado. Os relatórios gerenciais são bastante completos, o *site* de relação com investidores é de fácil uso, as alocações são realizadas com eficiência e a capacidade de geração de valor já foi comprovada. Portanto, podemos dizer que a maior qualidade do HGCR está em sua gestão.

---

Quanto a qualidade do portfólio, a carteira do HGCR não apresenta os melhores indicadores para sua proposta. O fundo que, teoricamente, está mais posicionado com *high grade*, apresenta alguns indicadores de segurança pouco competitivos quando comparados com fundos, teoricamente, mais arriscados.

O cenário atual para o fundo é de melhora nos rendimentos. Como vimos, a concentração em CDI puniu o fundo nos anos de 2020 e 2021, mas deve sustentar o aumento das distribuições em 2022. Além disso, o fundo tem uma grande parcela de resultado acumulado e uma parcela ainda maior de correção monetária acumulada em seus CRIs. Por isso, há expectativa de excelentes rendimentos neste ano.

Com base em tudo que vimos, podemos dizer que o HGCR é um fundo de baixo risco com expectativa de distribuição, em cenário bem conservador, de 9,5% de *yield* para 2022 e em um cenário um pouco mais otimista de 10,20%.

Por fim, pelo preço do HGCR estar em linha com a margem de segurança de compra de P/VP de até 1,05 vezes, a recomendação é de compra para o fundo.



## 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.*