

Análise

Relatório especial

Atualizado em 25.01.2022

BRESCO LOGÍSTICA FII **BRC011**



PONTOS POSITIVOS

- Imóveis de excelente padrão construtivo
- Boa exposição ao raio 15km de SP
- Boa carteira de inquilinos



PONTOS NEGATIVOS

- Transparência da gestão pode melhorar
- Risco de conflito de interesses
- Vencimento próximo de alguns contratos
- Receita com concentração em um inquilino



COMO TUDO COMEÇOU

2019

O fundo iniciou sua história na Bolsa de Valores em dezembro deste ano, porém sua constituição aconteceu em 2014. A 1.^a emissão do BRCO11 tinha grandes particularidades, como: o fundo já existia, já tinha um portfólio formado, parte da emissão foi secundária e os recursos captados seriam destinados ao pagamento de dívidas. Ao todo, foram captados R\$500 milhões, mas apenas R\$300 milhões foram acrescentados ao patrimônio do fundo, o volume restante foi de saída dos sócios existentes. Os recursos captados foram suficientes para o pagamento das obrigações e para a formação de um pequeno caixa. O BRCO ainda passou por um desdobramento e agrupamento de cotas, a fim de transformá-lo em um FII “base 100”.

2020

A pandemia trouxe enormes desafios para o mercado imobiliário. O setor de galpões conviveu com dois lados da pandemia: um positivo, com o aumento da demanda por operações de *e-commerce* e um negativo, com o aumento das renegociações contratuais por parte dos inquilinos. O BRCO viveu estes dois cenários ao ver sua vacância sair do zero por conta de algumas rescisões contratuais, mas também por ter conseguido celebrar bons acordos de expansão de ativos com alguns inquilinos. O fundo ainda conseguiu realizar sua 4.^a emissão de cotas, a 2.^a aberta ao público, e captou mais R\$500 milhões. Novamente, é preciso destacar que metade da captação foi secundária, ou seja, representou a saída dos sócios antigos e não elevou o patrimônio do fundo.

2021

A pandemia se estendeu e os dois cenários vistos em 2020 se repetiram. O fundo enfrentou a sua maior vacância histórica, mas conseguiu firmar bons acordos para expansões, principalmente com a Magazine Luiza e o Mercado Livre. Em março, o fundo pagou a última parcela do imóvel Bresco Bahia, ativo colocado como alvo dos recursos da 4.ª emissão de cotas. Ao longo do ano foram feitas novas negociações com inquilinos que tornaram zero a vacância do BRCO11. Vale destacar que foi aprovada uma mudança no regulamento para permitir a alavancagem via CRI.

2022

Já no 1.º mês de 2022, o fundo anunciou uma nova expansão no Bresco Bahia. Os recursos necessários para a obra foram levantados com a emissão de um CRI.

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

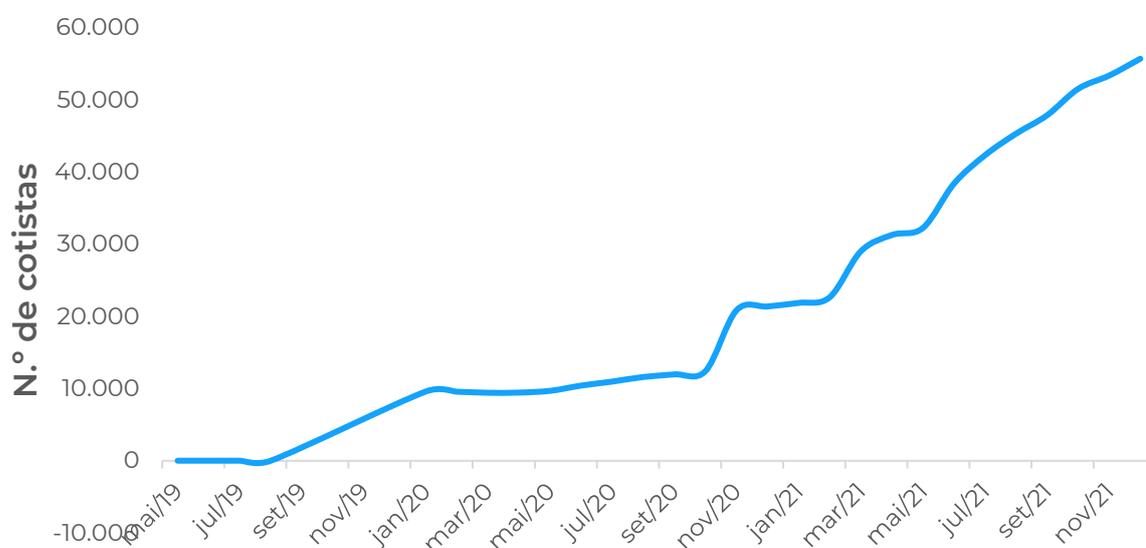


Figura 1 – Evolução no número de cotistas.
Fonte: Autor.

Já na Figura 2 percebemos a evolução patrimonial do fundo.

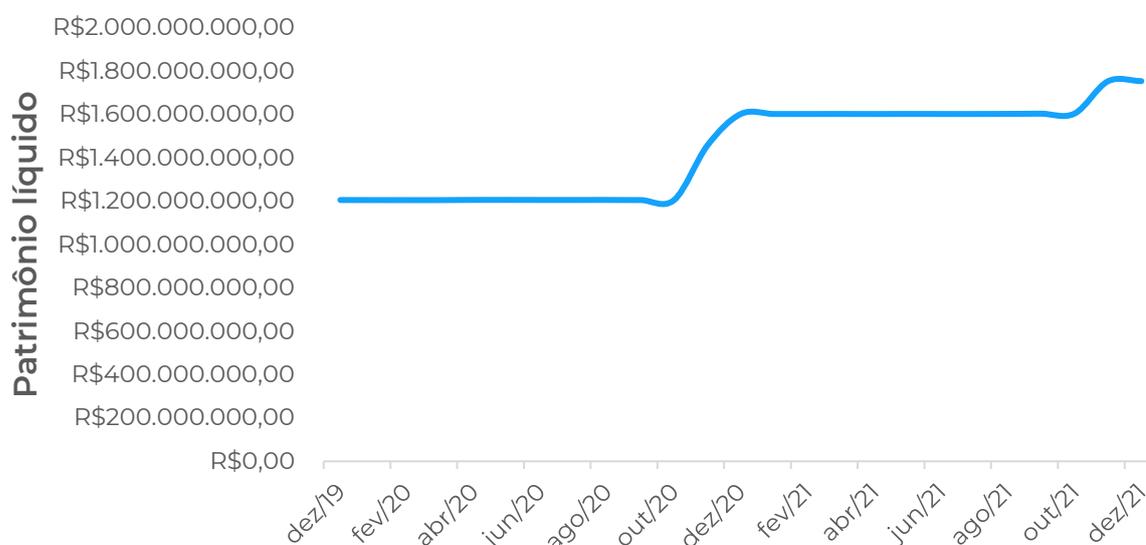


Figura 2 – Evolução patrimonial.
Fonte: Autor.



CLASSIFICAÇÃO DO FUNDO

O fundo é do tipo tijolo e atua no setor logístico. Sua estratégia de investimento está descrita a seguir.

- Logístico e industrial:** O BRCO é um fundo que busca a obtenção de renda via locação de empreendimentos do segmento logístico ou industrial. Apesar de seu regulamento deixar aberto o investimento em ativos industriais, a gestão informa que o foco é o setor logístico.

O BRCO faz parte de uma dupla de fundos geridos pela Bresco e com foco no segmento logístico. Apesar da semelhança no setor de exposição, os dois fundos têm uma abordagem completamente diferente, sendo um de desenvolvimento e o outro focado em renda.

A separação das estratégias é algo crucial para a gestora, pois, segundo a mesma, é uma forma de facilitar o entendimento dos produtos por parte do investidor.

A Figura 3 mostra como funcionam os dois fundos.



Figura 3 – FIIs da Bresco.

Fonte: Material publicitário da 4.ª emissão.

O fundo Bresco *Growth* é focado no desenvolvimento de ativos logísticos, ativos estes que poderão ser adquiridos pelo Bresco Logística (BRCO11). Isso quer dizer que um fundo alimenta o outro.

A relação entre os dois fundos levanta algumas questões importantes. A primeira é o claro conflito de interesses que pode ocorrer nas operações, e esse tema será mais explorado durante o relatório.

A segunda questão é a indicação clara de que o BRCO não incluirá desenvolvimento em sua carteira. O BRCO é um FII de logística totalmente voltado para renda.

Entretanto, é comum no BRCO o investimento em expansões dos ativos, o que é uma forma de desenvolvimento. Expansões envolvem menos riscos e o histórico do BRCO é muito positivo até aqui, pois o fundo vem atrelando retornos interessantes aos acordos firmados. Atualmente, existe a possibilidade de expandir em 6% a Área Bruta Locável (ABL) do BRCO.

Entendida a separação de mandatos dos fundos logísticos da Bresco, podemos focar nos pilares de investimento do BRCO. São 3 os principais critérios de escolha de um ativo: qualidade construtiva do imóvel, qualidade do inquilino e localização.

A qualidade construtiva é bastante respeitada pelo fundo, de forma que a grande maioria dos imóveis recebem as melhores notas das companhias especializadas em avaliação.

A Figura 4 mostra a classificação dos ativos por parte da *Siila* e a Figura 5 por parte da *Buildings*.

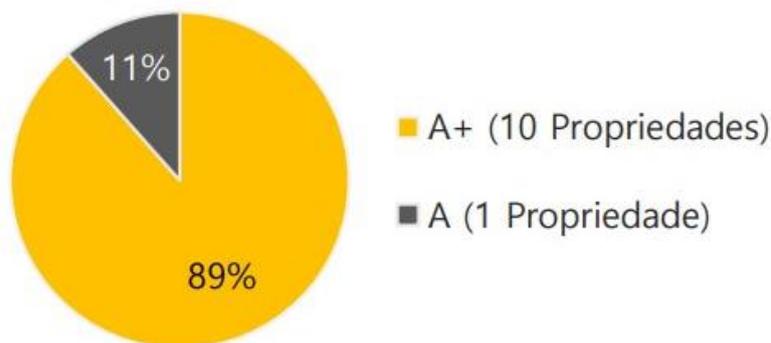


Figura 4 – Classificação dos imóveis pela Siila.
 Fonte: Relatório gerencial de dezembro de 2021.

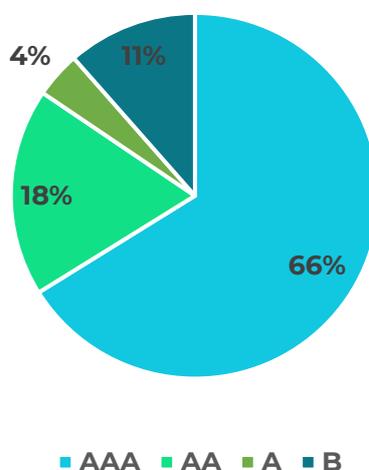


Figura 5 – Classificação dos imóveis pela Buildings.
 Fonte: Autor.

O segundo pilar refere-se à qualidade da carteira de inquilinos. O BRCO11, como mencionado, é um fundo focado na renda, inclusive foi possível retirar de seu regulamento um trecho interessante:

“Quaisquer direitos reais sobre bens imóveis, no território nacional, relacionados a empreendimentos logísticos e/ou industriais e que estejam “estabilizados”, assim definidos como aqueles com uma taxa de ocupação igual ou superior a 85%

(oitenta e cinco por cento) quando da aquisição do respectivo Ativo Imobiliário.”

O trecho explica os tipos de ativos que podem ser adquiridos pelo fundo, e a busca por imóveis “estabilizados” reforça seu caráter de renda. A manutenção da renda também envolve a qualidade de crédito do inquilino, por isso o fundo opta por fechar acordos com empresas de renome no mercado.

A Figura 6 mostra quais são os principais inquilinos do portfólio e a Figura 7 traz o percentual da receita atrelada às notas de crédito destes inquilinos.



Figura 6 – Inquilinos do BRCO11.
Fonte: Relatório gerencial de dezembro de 2021.



Figura 7 – Qualidade dos inquilinos do BRCO11.
Fonte: Relatório gerencial de dezembro de 2021.

Por fim, o último pilar do fundo trata da localização dos imóveis. O BRCO foca em ativos com perfil “*last mile*”, ou seja, imóveis com grande proximidade dos grandes centros e responsáveis pela última etapa de entrega. Este conceito será mais debatido no decorrer do relatório.

Por se tratar da região mais economicamente ativa do Brasil, o Estado de São Paulo é a localização preferida do BRCO11, seguido por Minas Gerais e Bahia. A Figura 8 mostra a diversificação geográfica do fundo.

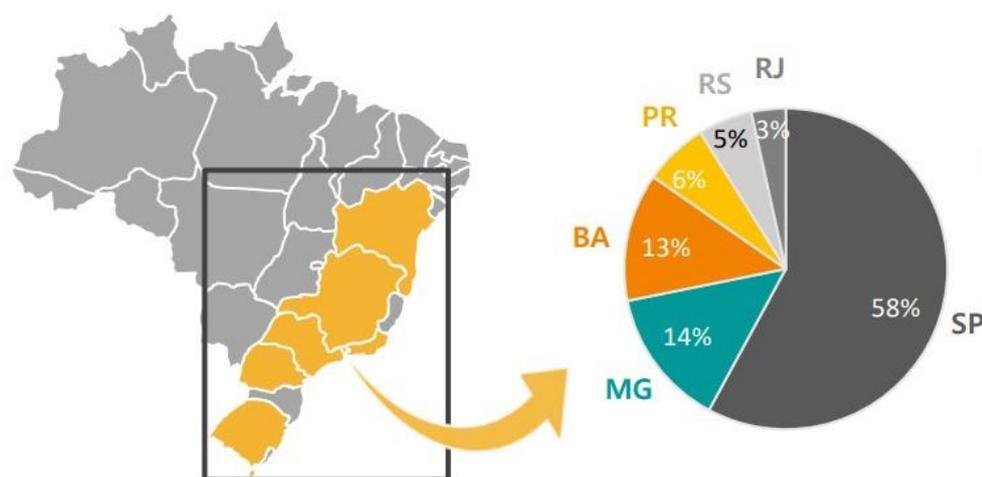


Figura 8 – Diversificação geográfica do BRCO11.
 Fonte: Relatório gerencial de dezembro de 2021.



ADMINISTRAÇÃO E GESTÃO

O fundo é administrado pela Oliveira Trust e gerido pela Bresco Gestão.

A Bresco é uma gestora focada no mercado imobiliário com mais de 70 ativos sob gestão, mais de R\$5 bilhões em tran-

sações e com sócios experientes, que atuam há mais de 30 anos no mercado imobiliário. Na figura 9 vemos como a Bresco está organizada estruturalmente.



Figura 9 – Estrutura organizacional da gestora.
Fonte: Site de relação com investidores do BRCO11.

A gestora tem grande expertise no mercado logístico e já mostrou capacidade de gerar resultados em diferentes ciclos de mercado. Em alguns documentos é possível encontrar um bom *track record* desde 2006.

Apesar deste histórico fora do ambiente de Bolsa, alguns são os questionamentos sobre a capacidade de geração de valor dentro do BRCO11, são eles: custos elevados, novas emissões, transparência e conflitos de interesse.

Além disso, o BRCO11 cobra taxa de administração, gestão, performance e comercialização. Quando comparamos sua despesa total com sua receita total, vemos custos mais elevados em relação aos principais pares do setor.

No quesito transparência, embora a gestão possa ser elogiada por sua presença em *lives*, por um bom *site* de relação com investidores e pela realização de *calls* trimestrais de resultado, as informações divulgadas via relatório gerencial e fatos relevantes deixam a desejar.

Na sessão “riscos” iremos tratar sobre as renovações contratuais do fundo, trazendo um episódio emblemático para mostrar como a gestão tem falhado na comunicação com o cotista.

No quesito novas emissões, o fundo vem mostrando competência na alocação dos recursos captados. Uma questão que deve permanecer na mente do cotista é a possibilidade de emissões abaixo do valor patrimonial, pois o gestor em algumas oportunidades se mostrou contra essa forma de captação, mas não eliminou a oportunidade de realizá-la.

O último e mais relevante ponto é a possibilidade de conflito de interesses existente na relação entre BRCO e Bresco *Growth*, fundo de desenvolvimento da casa.

É preciso destacar que toda aquisição envolvendo as partes irá passar por assembleia e precisará ser aprovada pelos cotistas. De qualquer forma, o risco não é eliminado, pois na aquisição do Bresco Bahia existem questionamentos sobre o preço pago no imóvel.

Por fim, um detalhe importante no Bresco Logística é seu histórico fora da Bolsa. A 1.^a emissão aberta do fundo já foi realizada com um portfólio montado e teve a característica

peculiar de ser parcialmente secundária, ou seja, representou a redução de participação de alguns sócios.

O BRCO11 divulga, em seu relatório gerencial, o perfil de seus investidores. A presença dos investidores originais pode ser vista como um alinhamento de interesses com o investidor pessoa física. A Figura 10 mostra a atual composição dos cotistas do fundo.



Figura 10 – Perfil dos cotistas.

Fonte: Relatório gerencial de dezembro de 2021.



OS RISCOS DO NEGÓCIO

Os principais fatores de risco são:

O Risco de conflito de interesses está presente pela relação próxima do fundo com o Bresco *Growth*, outro produto gerido pela Bresco.

Não existe exclusividade do BRCO com o fundo em desenvolvimento em questão, mas até aqui todas as aquisições

envolveram os dois veículos. Algumas delas, inclusive a mais recente, levantam alguns pontos de questionamento.

Outro risco que merece ser destacado é o Risco de estratégia. A busca por imóveis de grande qualidade construtiva e bem localizados não é fácil. Quando a busca envolve as regiões mais próximas da cidade de São Paulo, achar o ativo é trabalhoso e pagar um bom valor é ainda mais complicado.

A gestão do BRCO já se mostra disposta a crescer em outras regiões por dificuldade de replicar a estratégia em São Paulo. Os imóveis foco ainda terão bom padrão construtivo, localização próxima aos centros comerciais e bons inquilinos.

O Risco de vencimento de contratos também está presente, pois em maio deste ano se encerra o contrato do GPA CD06. O ativo representa 15% da receita do BRCO11.

Existe um otimismo tanto na renovação quanto na capacidade de recolocação do imóvel, por se tratar de um ativo AAA no raio 15Km de São Paulo, ou seja, com localização excelente e difícil replicação. Entretanto, é difícil estimar os valores que serão trabalhados no novo acordo e apenas esta questão já é capaz de incomodar o cotista do fundo, pois estamos tratando do imóvel mais representativo para a receita.

Em conjunto ao risco citado anteriormente, podemos destacar o Risco de concentração de receitas. De acordo com o último relatório gerencial do fundo, 25% dos resultados são frutos do Grupo Pão de Açúcar. A Figura 11 mostra a divisão das receitas do fundo.



Figura 11 – Diversificação de receita do BRCO11.

Fonte: Relatório gerencial de dezembro de 2021.

Por fim, um risco pouco relevante, mas que pode crescer é o de alavancagem. Em 2021, o fundo passou por uma mudança de regulamento para permitir a alavancagem via CRI, e em janeiro deste ano já foi realizada uma operação para sustentar expansões do portfólio. O patamar atual apresenta baixo risco, mas é preciso observar como o gestor irá tratar esta questão.



RESULTADOS ANTERIORES...

Analisar os resultados históricos de um fundo é de grande importância. Os dados nos permitem tirar conclusões sobre a capacidade da gestão de gerar valor aos seus cotistas.

O fundo pagou, ao longo de sua história, um total de R\$13,40 em forma de rendimentos. O *yield* médio gerado foi de 0,50% ao mês, sendo a distribuição média na casa dos R\$0,56 mensal.

A Figura 12 mostra o histórico de distribuições do fundo.

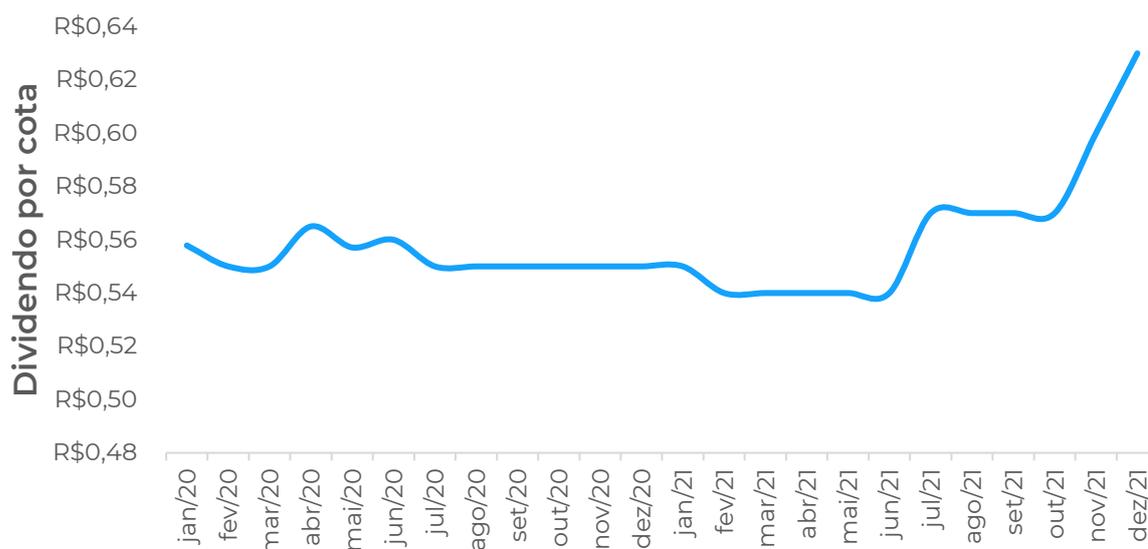


Figura 12 – Histórico de dividendo mensal por cota.
Fonte: Autor.

As expansões do portfólio e os reajustes contratuais têm aumentado a receita do fundo e, conseqüentemente, seu dividendo. Para 2022 a gestão acredita em rendimentos entre R\$0,60 e R\$0,64 por cota por mês. Vale destacar que janeiro e fevereiro são meses com muitos reajustes contratuais.

A análise do BRCO11 é mais bem realizada quando comparada com os principais fundos de logística. A qualidade do portfólio do fundo é muitas vezes usada como um motivo para justificar um rendimento menor, pois quanto menos risco, menos retorno esperado. Por isso, iremos comparar o indicador de vacância dos fundos logísticos como uma forma de análise de risco e o indicador de *yield* mensal como uma forma de análise de retorno.

A Figura 13 mostra o comparativo de vacância entre os principais FIIs do segmento logístico.

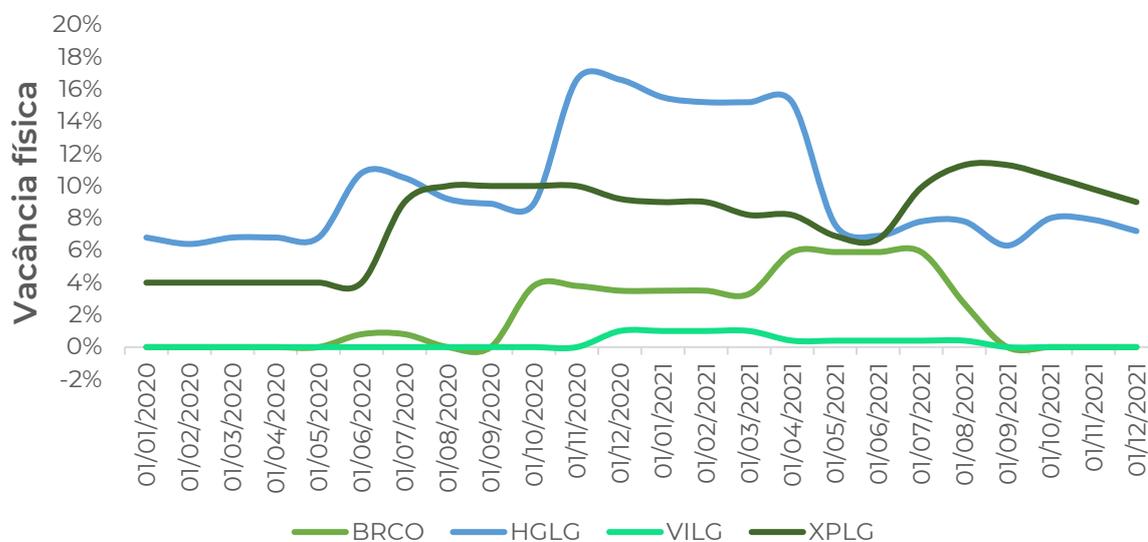


Figura 13 – Histórico de vacância física.

Fonte: Autor.

Com base nos dados, temos que todos os FIIs de galpões analisados estão passando por um ótimo momento no quesito ocupação do portfólio. O BRCO11 teve em média 2% de vacância, o HGLG11 em média 10%, o VILG11 0% e o XPLG11 4%. Embora o portfólio do BRCO11 tenha uma qualidade maior, seus concorrentes vêm mostrando um desempenho muito parecido.

A Figura 14 mostra o histórico de *yield* mensal dos FIIs de galpões logísticos.

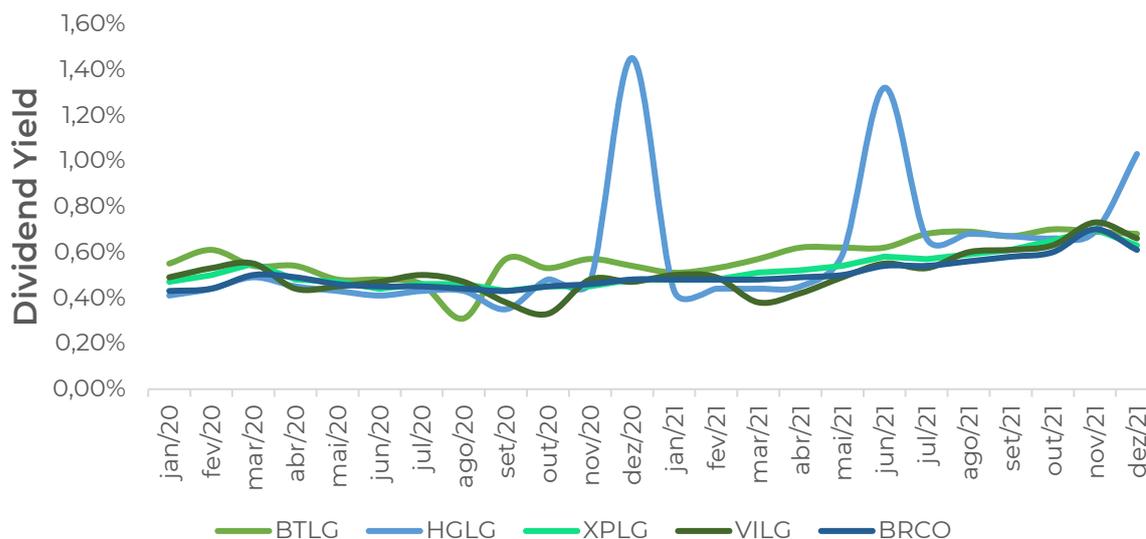


Figura 14 – Dividend Yield dos FIIs logísticos.
Fonte: Autor.

Com base nestes dados, vemos que os resultados gerados pelo BRCO11 não são tão discrepantes em relação aos apresentados pelos demais FIIs. Esta é uma análise importante, pois o Bresco logística é muitas vezes criticado pelo baixo retorno.

No período analisado, o HGLG11 obteve uma média de distribuição mensal de 0,60%, o BTLG11 de 0,57%, o XPLG11 de 0,52%, o VILG11 de 0,51% e o BRCO11 de 0,50%. Os dois destaques apresentam motivos específicos para o seu sucesso: o HGLG conseguiu distribuições maiores por conta de resultados não recorrentes e o BTLG vem obtendo sucesso em sua reciclagem de portfólio.

Antes de analisarmos o retorno histórico do fundo, é preciso destacar a boa valorização patrimonial apresentada. Do último relatório gerencial é possível retirar este trecho:

“No dia 10 de dezembro, o Fundo comunicou aos cotistas do Fundo e ao mercado que, em cumprimento ao disposto na

Instrução CVM n.º 516 de 29 de dezembro de 2011, o valor de mercado dos imóveis foi reavaliado a valor justo pela empresa CUSHMAN & WAKEFIELD SERVIÇOS GERAIS LTDA. por um valor 9,6% superior ao valor contábil atual do portfólio, resultando na variação positiva de 9,3% no valor patrimonial da cota do Fundo de 30 de novembro de 2021 em relação ao valor de fechamento de 30 de outubro de 2021.”

Do momento de criação do fundo até aqui temos uma valorização patrimonial de 23,7%, com o VP do fundo saindo de R\$95,94 para R\$118,71.

Por fim, iremos observar na Figura 15 o retorno histórico do BRCO11 frente aos principais índices de mercado.

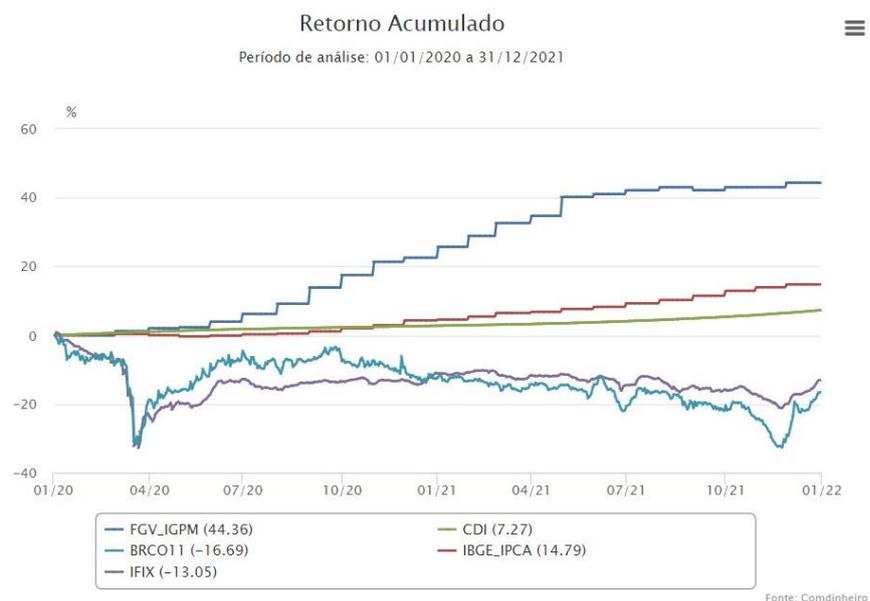


Figura 15 – Histórico de retorno do fundo.
 Fonte: Comdinheiro.



...ATUALMENTE

O mercado imobiliário funciona em ciclos, principalmente movidos pela oferta e demanda por imóveis. A Figura 16 mostra como está o ciclo imobiliário atual segundo a *Colliers*.



Figura 16 – Ciclo imobiliário.
Fonte: Colliers.

Como vimos anteriormente, o ciclo é dividido em 4 etapas: superoferta, recessão, recuperação e expansão.

Na superoferta, o mercado está vindo de um momento de elevado nível de construção. Os *players* já não são capazes de absorver o novo estoque construído e, dessa forma, existe um aumento na vacância e uma pressão negativa nos aluguéis.

Na recessão, a taxa de vacância atinge o seu pico e a queda nos preços de aluguel continua. Como o mercado está em crise, o nível de construção é baixo.

A próxima etapa é a de recuperação, pois como o nível de construção é baixo, menos imóveis novos são entregues. O mercado já consegue absorver melhor a demanda e a taxa de vacância começa a reduzir, o que pressiona positivamente os aluguéis.

Por fim, temos a expansão, onde a taxa de vacância atinge suas mínimas e o preço de locação é pressionado positivamente. O sucesso do mercado atrai interessados na construção, o que, em algum momento, dará início ao novo período de crise, pelo excesso de oferta.

Atualmente, o mercado logístico está na fase de expansão. A Figura 17 mostra dados do último trimestre de 2021.

Comparativo Histórico:

	4T20	3T21	4T21
Inventário Total	16,7 mi m ²	18,7 mi m ²	19,8 mi m ²
Novo Inventário	265 mil m ²	486 mil m ²	837 mil m ²
Absorção Líquida	627 mil m ²	638 mil m ²	450 mil m ²
Taxa de Vacância	14%	9,8%	11,4%
Em Construção	3,2 mi m ²	3,7 mi m ²	3,3 mi m ²

Figura 17 – Dados do 4T21 do setor logístico.
Fonte: Colliers.

Do 4T20 para cá houve um aumento de 3,1 milhões de metros quadrados de galpões. Apenas no 4T21 foram entregues novos 837 mil m².

A absorção líquida, indicador que mede a diferença entre a quantidade de metros locados e devolvidos em determinado período, continua positiva.

A vacância, embora tenha apresentado uma piora entre o 3T21 e o 4T21, continua nos menores valores da série histórica. Para efeito de comparação, o ano de 2018 começou com uma vacância média do setor em 23,1%.

O conhecimento do ciclo imobiliário e dos dados mais recentes do mercado são muito importantes na tomada de decisão do investidor. Porém, precisamos nos aprofundar no tema para melhorar ainda mais a nossa análise.

Quando estudamos o mercado imobiliário, é preciso ter a noção que o cenário macroeconômico, embora importante, não dita todas as regras. A análise da região, ou seja, uma análise micro, é de grande importância para o entendimento do comportamento de um FII. Por isso, iremos estudar com mais detalhes o estado de São Paulo com foco em sua capital.

Todavia, antes é preciso entender algumas tendências que guiam o setor logístico. A primeira delas é o crescimento do *e-commerce*. A Figura 18 mostra o crescimento esperado para o setor.

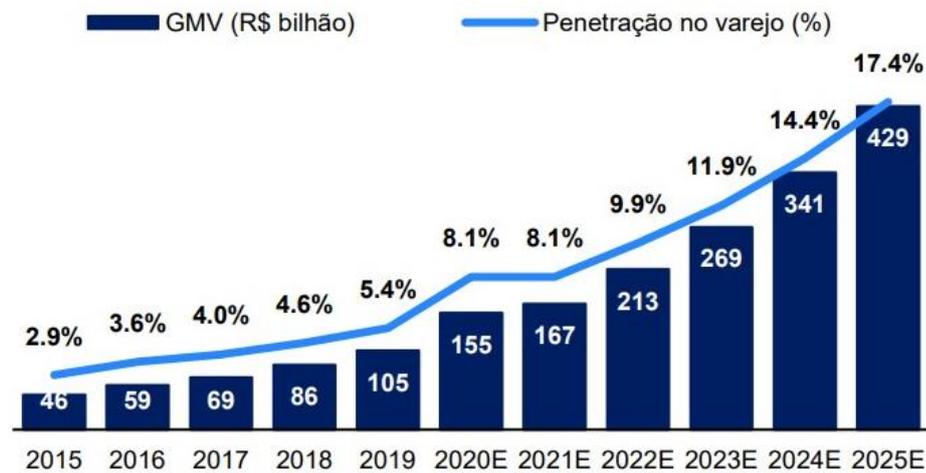


Figura 18 – Crescimento do e-commerce brasileiro.
 Fonte: Neotrust e BTG Pactual.

O crescimento das vendas *online* já era uma tendência mundial, e países mais desenvolvidos como os EUA, já apresentam 20% de penetração do e-commerce. No Brasil, este movimento era mais lento, mas foi acelerado pela pandemia.

Nas vendas *online* o consumidor analisa três características: velocidade na entrega, preço da entrega e qualidade do produto. Os dois primeiros critérios dependem diretamente do desenvolvimento logístico do país.

Da evolução do e-commerce e da constante busca do consumidor por fretes mais baratos e entregas mais rápidas, surge a demanda por ativos *Last Mile*.

O *Last Mile*, “última milha”, consiste no último momento da entrega de um produto. A proximidade do imóvel dos grandes centros de consumo é de grande importância para o seu desempenho. Quando falamos do Brasil, o Estado de maior destaque econômico é São Paulo, por isso a maioria dos FIs de logística buscam exposição a ele.

Entretanto, como dito anteriormente, a análise imobiliária é mais bem realizada por um olhar microeconômico do que por um olhar macroeconômico. Ao analisar dados de mercado, vemos que dentro de São Paulo as regiões se comportam de maneira distinta.

A Figura 19 mostra os dados vacância histórica para os diferentes raios de distância da capital paulista.

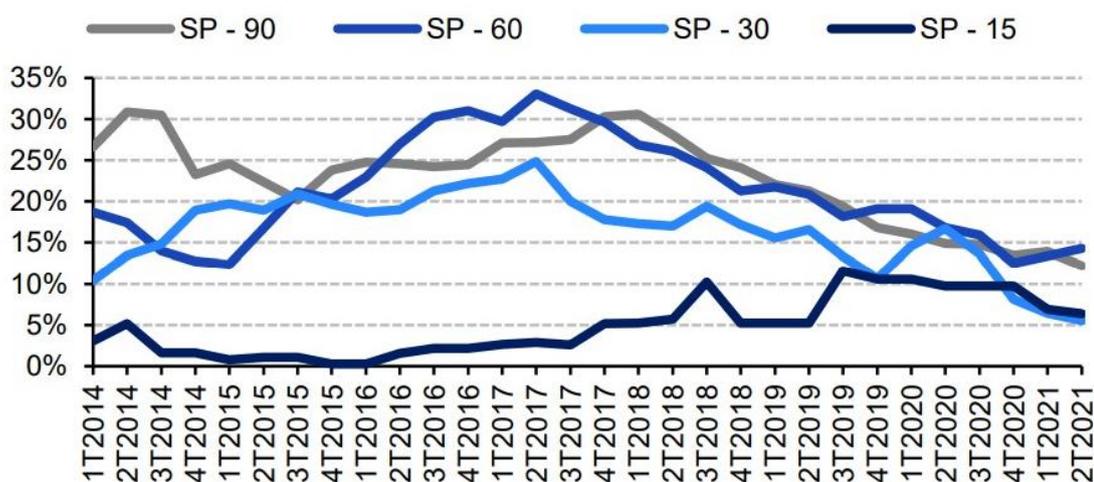


Figura 19 – Histórico de vacância por raio.

Fonte: Buildings e BTG Pactual.

Ativos em regiões mais próximas à cidade de São Paulo costumam enfrentar menores taxas de vacância. A figura anterior mostra o histórico de galpões de alto padrão localizados a até 90km da capital.

Os resultados melhores dos ativos presentes no raio 15km de SP também se repetem ao observarmos o preço/m² pedido. A Figura 20 mostra o histórico de preço de locação para cada raio.

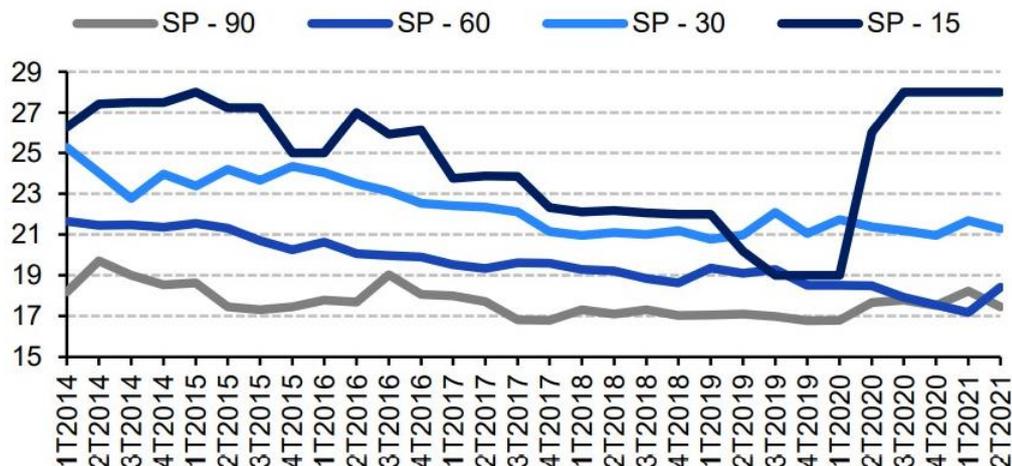


Figura 20 – Histórico de preço por raio em R\$/m².
Fonte: Buildings e BTG Pactual.

A localização é o fator mais importante na análise de um imóvel. Um imóvel com baixo padrão construtivo pode ser reformado e se tornar um ativo A+, mas não pode ser levado de uma localização ruim para uma excelente região. Por isso, é muito importante que o leitor deste relatório tenha entendido os dados apresentados acima.

Embora numa análise imobiliária a ênfase deva ser dada a localização, a qualidade construtiva também deve ser observada. Quando estamos dentro de uma mesma região, o imóvel de melhor padrão irá atrair mais inquilinos.

O movimento de *flight to quality* também acontece nos galpões. Cada vez mais os inquilinos estão em busca de ativos mais eficientes e preocupados com a sustentabilidade. Por isso, dentro das melhores regiões é preciso buscar ativos de grande qualidade.

Como sabemos, localização e qualidade construtiva são pilares de investimento do BRCO11. Todas as colocações anteriores foram feitas para podermos comparar o portfólio do BRCO11 com os demais FIIs do setor.

A Figura 21 mostra o comparativo de localizações entre os FIIs do segmento de galpões logísticos.

Percentual da ABL total do fundo (Área da região/ABL Total)

Localização	BRCO11	BTLG11	HGLG11	HSLG11	VILG11	XPLG11
SP – 15km	32,2%	30,2%	1,7%	8,9%	-	-
SP – 30km	1,7%	4,4%	2,2%	19,8%	10,5%	19,4%
SP – 60km	17,0%	32,3%	1,0%	32,6%	10,9%	11,8%
SP – 90km*	-	-	34,4%	-	22,2%	-
SP + 90km	-	25,9%	21,1%	-	-	12,6%
Minas Gerais	16,8%	-	18,6%	21,5%	7,3%	7,8%
Rio de Janeiro	5,9%	-	7,9%	-	13,7%	14,9%
Espírito Santo	-	-	-	-	16,8%	-
Sul	13,0%	2,1%	8,1%	17,3%	12,3%	9,2%
Nordeste	13,5%	5,0%	4,9%	-	6,3%	24,2%

*Alguns ativos localizados em Extrema (MG) ficam posicionados no raio de até 90 km da capital do estado de São Paulo.

*Figura 21 – Histórico de preço por raio.
Fonte: BTG Pactual.*

Os dados nos mostram que BRCO11 e BTLG11 são os FIIs de galpão com maior exposição ao raio 15Km de SP, lembrando que esta é a região com melhores indicadores.

O resultado acima é uma das melhores características dos BRCO11 e pode ser considerado um grande diferencial do fundo.

Vale lembrar que este cenário deve ser monitorado com constância, pois já mencionamos o risco desta exposição cair ao longo do tempo pela dificuldade de encontrar boas oportunidades de aquisição na região.

Os 3 ativos do BRCO expostos ao raio 15Km são GPA CD06, GPA CD04 e Whirlpool. O primeiro é o grande responsável pelo risco de renovação do fundo, pois o contrato com seu inquilino vence em maio deste ano.

A gestão acredita que pelo excelente padrão construtivo do imóvel e sua excelente localização, será possível renovar o contrato. Em uma entrevista, o gestor divulgou estar otimista em conseguir um aumento na casa de 20% no preço de locação.

Embora exista um grande otimismo, o trabalho da gestão na divulgação de dados da região e de mais detalhes do contrato deixa a desejar. O ativo é sem dúvidas de extrema qualidade, mas ainda consideramos o risco de renovação algo relevante para o fundo.

Além da comparação por localização, podemos comparar o BRCO11 em termos de qualidade dos imóveis do portfólio. A Figura 22 mostra as notas dos imóveis em carteira dos principais FIIs do segmento de logística.

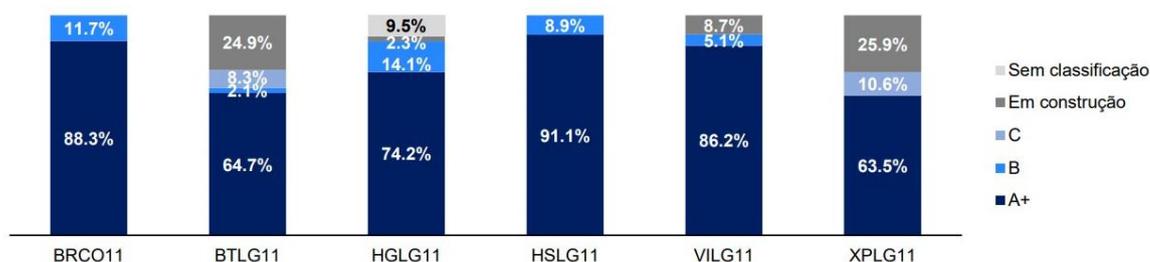


Figura 22 – Qualidade dos imóveis dos FIIs de logística.
Fonte: Buildings e BTG Pactual.

Novamente, o BRCO11 se destaca no segmento. Dessa forma, voltamos a enfatizar como os pilares de investimento tratam de diferenciar o fundo dos demais.



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.

Para o caso do BRCO11 iremos utilizar a distribuição de R\$0,62 por cota, por se tratar da faixa média do intervalo estimado para o fundo de R\$0,60 a R\$0,64.

Com base no preço de fechamento do dia 25/01/2021 de R\$97,09 e no cupom do tesouro IPCA+ de 5,64%, temos que o prêmio do fundo é de 2%.

Para efeito de comparação, os principais FIIs logísticos negociam a um prêmio de 1,7%. Dessa forma, entendemos que o mercado enxerga um pouco mais de risco no BRCO e o negocia com um prêmio levemente acima da média setorial.

Lembrando que qualquer modelo de precificação não é estático. Dessa forma, é recomendável que os cotistas do fundo fiquem atentos a eventos que possam impactar fundamentos,

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



OPINIÃO DO ANALISTA

O BRCO11 é um fundo de estratégia de fácil entendimento. Sua proposta é ser um fundo puro sangue de imóveis logísticos voltado para renda. Para isso, são estabelecidos os pilares de investir em imóveis de excelente padrão construtivo, em boas localizações e com bons inquilinos.

Embora o entendimento do ativo seja fácil, a dificuldade de replicação de sua estratégia e sua gestão geram algumas dúvidas sobre o produto.

A gestão que podia ser considerada uma força do fundo pelo seu histórico de atuação no mercado logístico, merece ser criticada pela falta de transparência nos documentos emitidos. Além disso, a presença de conflito de interesse nas novas aquisições do BRCO11 é um fantasma recorrente.

O risco do fundo ainda é elevado pela presença de concentração da receita no GPA e pela existência de contratos próximo ao vencimento. Este último caso conta com grande otimismo na renovação por parte da equipe de gestão, mas o trabalho de comunicação com os cotistas deixa a desejar.

O grande otimismo surge justamente das maiores vantagens competitivas do BRCO11: imóveis de excelente

padrão construtivo e muito bem localizados. O ativo que precisará passar por renovação contratual/nova locação encontra-se no raio 15Km de São Paulo, região com baixíssimo histórico de vacância.

Durante todo relatório foi possível explorar as semelhanças e diferenças do BRCO11 frente os principais fundos do segmento logístico.

No que se refere a preço, vimos um prêmio superior a média de mercado, mas em linha com alguns dos principais fundos. Dessa forma, temos que o mercado enxerga um pouco mais de risco no fundo, mas nada muito discrepante.

Com base em tudo que vimos, acreditamos que o BRCO11 é uma boa forma de exposição ao segmento logístico. O fundo ganha de alguns de seus concorrentes em qualidade de portfólio, mas perde em qualidade de gestão e segurança.

A recomendação é de compra para o BRCO11.



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](https://www.youtube.com/c/1milhaocom30)



[Instagram](#)

[@1milhaocom30](https://www.instagram.com/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.