

Análise

RIZA TERRAX
RZTR11



PONTOS POSITIVOS

- Gestão com experiência no agronegócio;
- Exposição a terras de qualidade;
- Estratégia com baixo risco de crédito.



PONTOS NEGATIVOS

- Elevada presença do risco de mercado;
- Baixa exposição a valorização das terras;
- Gestão precisa melhorar os documentos divulgados.



COMO TUDO COMEÇOU

2020

O fundo realizou seu IPO em outubro desse ano. Sua 1.^a emissão tinha o objetivo de captar R\$750 milhões, mas a captação final foi de R\$489,7 milhões, ou seja, 65% do volume esperado. Em apenas 74 dias a gestão alcançou seu objetivo de alocação de recursos. O fundo encerrou o ano com a participação em oito ativos, sendo seis na modalidade *Sale and Leaseback* e dois *Buy to Lease*.

2021

Foi realizada a 2.^a emissão de cotas, com captação total de R\$599,6 milhões. O fundo utilizou os recursos para aumentar sua diversificação, atingindo a participação em 14 ativos. Esse ano marcou a entrada da estratégia *Land Equity* na carteira do fundo, sendo que a primeira operação deste tipo já apresentou um retorno muito acima das demais estratégias.

2022

Esse ano foi marcado pelo aumento dos rendimentos do fundo, fruto da venda de propriedades realizada ao final de 2021. O patamar de rendimentos ao longo desse ano foi de R\$1,25/cota, muito superior aos R\$0,89/cota, em média, distribuídos em 2021. A elevação dos rendimentos atraiu muitos investidores, fazendo o fundo ganhar mais de 34 mil novos cotistas. Foram duas tentativas de realização da 3.^a emissão de cotas, mas ambas foram canceladas devido às condições desfavoráveis de mercado.

2023

O fim da receita não recorrente fez o fundo reduzir seu patamar de distribuição para R\$0,85/cota. Essa queda dos rendimentos, embora já conhecida, pegou muitos investidores de surpresa, gerando um grande volume de vendas do RZTR11. Até o meio do mês de fevereiro, o fundo já apresentou uma desvalorização de 9,29%.

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

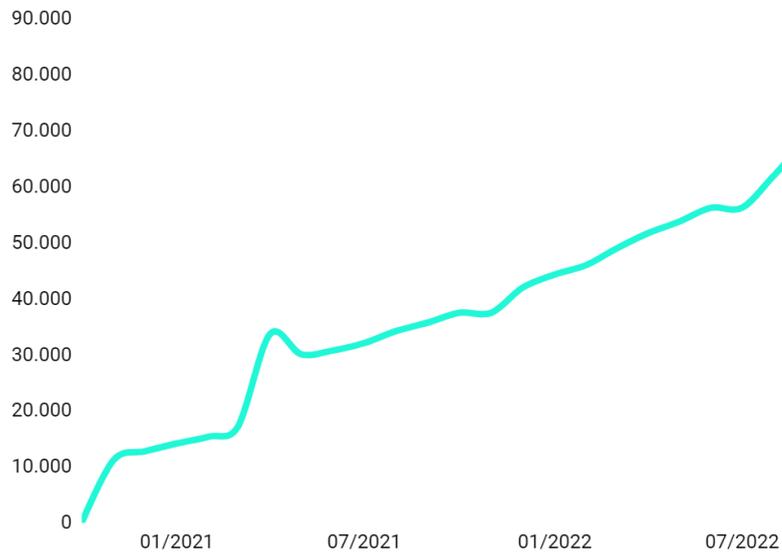


Figura 1 – Evolução do número de cotistas.
Fonte: Autor.

Já na Figura 2 observamos a evolução patrimonial do fundo.

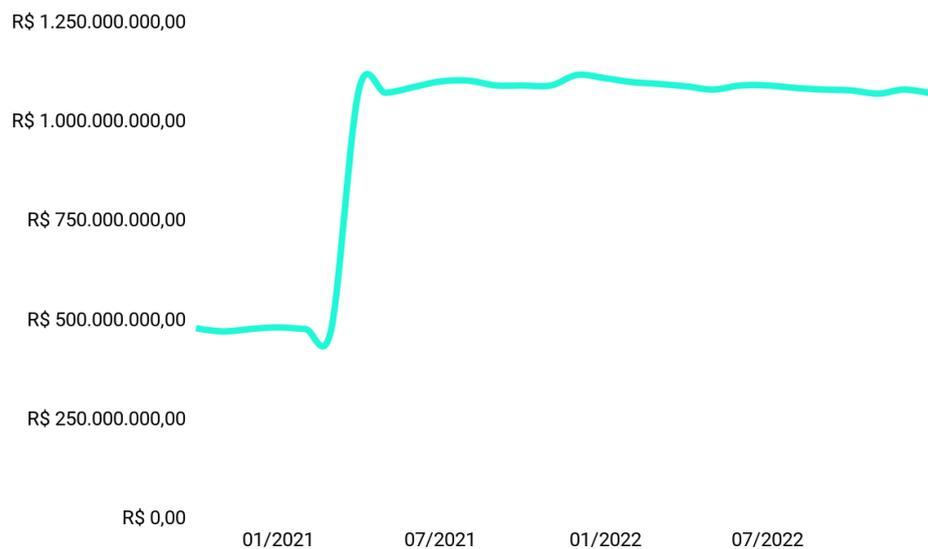


Figura 2 – Evolução patrimonial.
Fonte: Autor.



CLASSIFICAÇÃO DO FUNDO

O fundo é do tipo híbrido e atua no segmento de terras agrícolas. Sua estratégia de investimento está descrita abaixo.

- **Terras agrícolas:** o objetivo do fundo é a obtenção de renda e ganho de capital por meio da aquisição, venda e arrendamento de propriedades rurais. As terras não podem ter irregularidades ambientais ou judiciais.

É possível destacar alguns pilares na estratégia do RZTR11, são eles: exposição aos grandes produtores da região, investimento em regiões consolidadas, foco em propriedades já maturadas, exposição aos diferentes climas, exposição aos solos diferentes e terras com culturas anuais.

O primeiro pilar “exposição aos grandes produtores” é a forma que a gestão encontrou para reduzir o risco de crédito dos arrendamentos de suas terras. O fundo busca financiar um produtor que quer otimizar sua operação e não aquele que precisa do capital para salvá-la.

A busca por grandes produtores serve como base para o investimento em regiões consolidadas. Os estados onde estão localizadas as propriedades do RZTR11 são destaque no agronegócio brasileiro.

A Figura 3 resume os dois primeiros pilares da estratégia do fundo e a Figura 4 mostra a diversificação geográfica do fundo.

Foco no Cerrado em áreas consolidadas de produção



Preferência por Grandes Produtores Rurais Brasileiros de:

- Grande expertise operacional e comercial
- Gestão profissionalizada
- Aderentes às melhores práticas socioambientais

Porte e Atuação

- Concentrados nas regiões Centro-Oeste, Norte e Nordeste
- Faturamento acima de R\$ 100 mm por ano
- Área total média cultivada acima de 15.000 ha
- Valor médio por hectare consolidado de R\$15 à 35 mil
- Terras utilizadas para o cultivo de Soja, Milho e Algodão

Perfil Financeiro

- Já possuem relacionamento com bancos tradicionais
- Necessidade de alongamento de dívida ou financiamento para expansão

Figura 3 – Estratégia do RZTR11.
Fonte: Prospecto da 2.^a emissão de cotas.

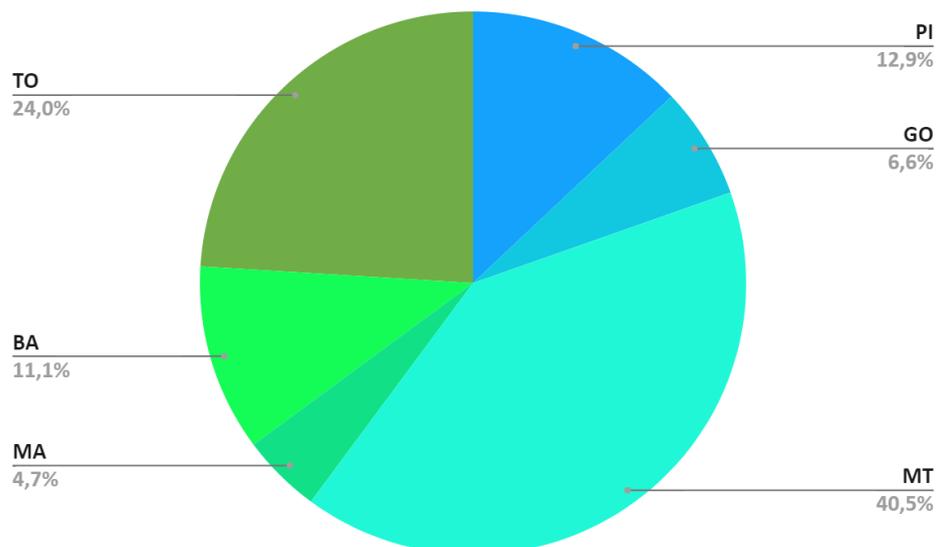


Figura 4 – Diversificação geográfica.
Fonte: Autor.

O fundo tem uma grande concentração no Mato Grosso, 40,5% de seus hectares, e este estado é o de maior destaque do agronegócio brasileiro. Além disso, existe a exposição ao “MATOPIBA”, região formada pelos estados do Maranhão, Tocantins, Piauí e Bahia, conhecida por ser um polo do agronegócio.

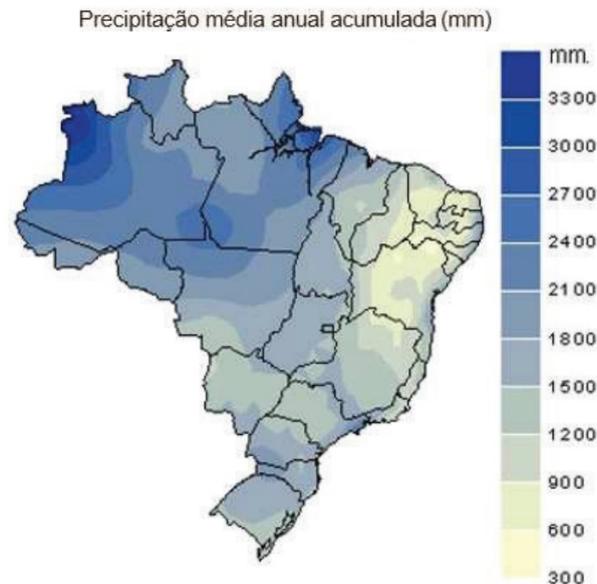
O Riza irá se expor as terras com histórico de produção. Pela análise das propriedades existentes nos prospectos, é possível ver que todas possuem mais de 10 anos de plantio. Dessa forma, a gestão aumenta suas chances de aquisição de terras com qualidade e liquidez futura.

A qualidade da terra não está atrelada apenas ao seu histórico de produção, mas também à sua localização. O escoamento da produção é um tema de extrema importância, pois é sabido que no Brasil existem rodovias de má qualidade.

Nos prospectos é possível visualizar a preocupação do fundo em adquirir terras próximas das cidades e de rodovias asfaltadas. O fundo informa que algumas terras ficam às margens de rodovias, sendo a maioria estão localizadas a, aproximadamente, 20km de distância.

Outro pilar do RZTR11 é o investimento em propriedades com diferentes climas e solos, a fim de mitigar os riscos da operação. O fundo deixa em aberto a necessidade de aplicar recursos em serviços de correção do solo para viabilizar o uso da terra.

A Figura 5 mostra o nível de chuvas das regiões do Brasil.



*Figura 5 – Precipitação média anual.
Fonte: Prospecto da 2.ª emissão de cotas.*

Por fim, temos a busca por terras de culturas anuais, principalmente soja, milho e algodão. Um dos motivos para essa preferência é a redução do risco de crédito nas operações de arrendamento.

Em culturas perenes como a do café, o investimento inicial é muito alto, enquanto o retorno é obtido a partir do terceiro ano. Em caso de inadimplência do arrendatário, o fundo teria uma grande dificuldade de reaver a terra, pois o investimento realizado pelo produtor foi relevante. Em culturas anuais, o investimento inicial é menor e o produtor consegue até duas safras no ano. A recuperação da terra é muito mais simples neste caso.

Além disso, os produtos escolhidos têm negociação em mercado futuro, o que permite a alavancagem do produtor e a estabilização do seu fluxo de caixa.

Até aqui entendemos o que o RZTR11 busca antes de tomar uma decisão de investimento, porém ainda não discutimos como o fundo obtém sua receita.

O fundo foi criado para ser uma opção de financiamento para os grandes produtores que buscam liquidez e o alongamento do prazo de sua dívida. Apesar de ser um fundo de investimento em terras, sua atividade se assemelha muito a um fundo de crédito.

No setor do agronegócio existem opções de crédito subsidiado, porém estas linhas costumam ter um período mais curto de duração. O RZTR11 busca fornecer capital de longo prazo aos produtores.

A atividade do fundo é dividida em 3 estratégias: *Sale and Leaseback*, *Buy to Lease* e *Land Equity*. As duas primeiras têm um retorno alvo de 12% ao ano, enquanto a última não tem um retorno estipulado.

O *Sale and Leaseback* consiste na compra da terra de um produtor e no arrendamento dela para o mesmo. O arrendamento anual gira em torno de 6%.

O *Buy to Lease* consiste na compra da terra e no arrendamento para outro produtor. Neste caso, o arrendamento também tem o retorno de 6% ao ano.

Para atingir o retorno de 12% ao ano, nas duas operações, é dado ao arrendatário uma opção de compra da terra pelo valor de aquisição corrigido por 6% ao ano. A recompra da terra é feita pelo produtor ao longo do contrato de arrendamento.

A última estratégia, *Land Equity*, consiste na compra de uma terra para arrendamento anual de 6%, mas sem a opção de compra para o arrendatário. Dessa forma, o fundo fica exposto a valorização ou desvalorização da terra no longo prazo.

A Figura 6 mostra a divisão da carteira do fundo por estratégia.

Tese de Investimento	Out	Nov	Dez	Alocação-Alvo
Caixa	6%	6%	2%	3%
Comprometido	0%	0%	0%	
Buy to Lease	49%	49%	49%	35%
Desembolsado	49%	49%	49%	
A Liquidar	0%	0%	0%	
Sale & Leaseback	46%	46%	46%	57%
Desembolsado	46%	46%	46%	
A Liquidar	0%	0%	0%	
Land Equity	0%	0%	0%	5%
Desembolsado	0%	0%	4%	
A Liquidar	0%	0%	0%	
Total	100%	100%	100%	100%

Figura 6 – Divisão do patrimônio por estratégia.
Fonte: Relatório gerencial.

Como a maior parte do patrimônio está nas estratégias de *Sale and Leaseback* e *Buy to Lease*, o retorno do fundo se assemelha ao de um título prefixado. Nestas duas operações não existe a exposição à valorização das terras, pois no cenário ideal o produtor irá exercer sua opção de compra com o valor corrigido por 6% ao ano.

A estratégia de *Land Equity* é a única que confere a exposição à valorização das terras. Nos documentos do fundo, a gestão informa que o objetivo é ter 5% do patrimônio atrelado a esta estratégia, mas em *lives* os gestores já informaram que discutem um percentual de 10% a 20%.

A gestão informa que a busca do retorno prefixado foi a forma de trazer renda recorrente para o fundo, algo muito apreciado no mercado de FIs. Segundo a equipe, no futuro, o crescimento do RZTR11 pode proporcionar uma exposição majoritária no investimento em *Land Equity*.

Por fim, é preciso entender como o fundo tem a segurança de que o produtor irá recomprar a terra. Já vimos que o fundo adota vários critérios de qualidade para a escolha das propriedades, porém existe mais um motivo que incentiva a recompra por parte do produtor.

Faz parte da estratégia do fundo negociar a compra da terra por um valor muito abaixo da avaliação do mercado. Um bom exemplo disso foi a terra em Balsas (MA), avaliada em R\$56 milhões e negociada por R\$25 milhões. O produtor que vende sua terra por um preço tão abaixo do valor de mercado, tem um grande incentivo para querer recomprá-la.

Um bom resumo da atividade do fundo é: o produtor precisa se capitalizar, então vende a terra para o RZTR11 por um preço abaixo do mercado, mas o fundo garante que o produtor terá a possibilidade de recomprá-la por um preço estabelecido corrigido por 6% ao ano. Enquanto isso, o produtor usufrui da terra via pagamento de arrendamento, de 6% ao ano.

A estratégia do RZTR11 contém um grau de complexidade, por isso, são necessárias várias etapas para tomada de decisão de investimento.

A Figura 7 resume o processo de investimento do fundo.



Figura 7 – Processo de investimento.
Fonte: Prospecto da 2.ª emissão.



ADMINISTRAÇÃO E GESTÃO

O RZTR11 é administrado pelo Banco Genial e a gestão é realizada pela Riza Asset Management.

A equipe do Riza Asset é formada por profissionais com experiência no agronegócio, e merecem destaque Paulo Prado, Gustavo Germano e Gabriel Machado.

Paulo Prado é um profissional com 10 anos de experiência no setor, tendo atuado como *Head* regional de agronegócio no Itaú BBA. Gustavo Germano também possui experiência na área, trabalhou com gerenciamento do portfólio de crédito de produtores rurais no Itaú BBA. Assim como Gabriel Machado, que trabalhou como gerente de relacionamento Agro no Itaú BBA, atendendo grandes produtores rurais.

A gestão sempre é um ponto de muita importância em um fundo imobiliário. No caso do Riza, ela se torna ainda mais importante, pois o fundo é novo e não possui pares para comparação.

No quesito transparência, a gestão merece elogios por sua presença em *lives*. Entretanto, o relatório gerencial e os fatos relevantes podem conter mais informações sobre a receita do fundo e a qualidade das propriedades.

Outro quesito muito importante de análise é a velocidade de alocação dos recursos captados. A gestão vem mostrando eficiência neste ponto, pois vale mencionar que os recursos de sua primeira emissão foram alocados em 74 dias.

O ponto que mais gera a necessidade de o investidor confiar na gestão da Riza Asset é a constante necessidade de realocação de recursos.

Parte das receitas do fundo são frutos das parcelas de recompra das terras pagas pelos produtores. A parcela é composta pelo principal acrescido da correção, sendo que apenas a correção é lucro que pode ser distribuído ao cotista. O principal deve ser reinvestido em outra propriedade. Pela estrutura da operação do fundo, estima-se que 10% do patrimônio é realocado por ano.

Para que esta atividade seja realizada com sucesso, é preciso que o fundo mantenha um grande número de propriedades em seu radar e que a equipe de gestão seja eficiente na negociação. Portanto, os cotistas do RZTR11 têm que confiar muito na capacidade da gestora.

No ano de 2022, a gestão do Riza ganhou um destaque negativo por duas tentativas de emissões sem sucesso. A busca pelo crescimento

do fundo é positiva, inclusive as propriedades que seriam adquiridas iam melhorar o portfólio. Entretanto, os custos da captação eram elevadíssimos, algo que desagradou a maior parte dos investidores.

Entendemos que a gestora tem bastante conhecimento no mercado de agronegócio, porém ela ainda precisa aprimorar sua habilidade na gestão de um FII.



OS RISCOS DO NEGÓCIO

O principal risco do RZTR11 é o risco de mercado. Já foi mencionado que o fundo se assemelha a um título prefixado. Esta afirmação tem como base a correção de 6% ao ano estipulada para as terras.

Os 6% ao ano parecem vantajosos em um ambiente de inflação de 4,31%, como foi em 2019. Mas em caso de uma inflação mais agressiva, como a de 10,06% de 2021, o fundo perde rentabilidade real.

O fundo assume a existência deste risco, quando deixa em aberto no seu regulamento a possibilidade de uso de derivativos para se proteger da inflação. O uso de derivativos é um risco por si só, pois este tipo de operação pode trazer prejuízo financeiro.

Em lives recentes, a gestão informou que consegue reduzir este risco por meio da alocação de recursos em operações com rentabilidade superior a 12% a.a. Foi informado que é possível realizar investimento em terras com retornos de 13% a 14% no cenário de Selic atual. Este constante

reinvestimento do fundo acontece pela amortização recebida pela recompra da terra.

O risco de necessidade de reinvestimento está presente, pois cerca de 10% do patrimônio deve ser realocado por ano. O recebimento das parcelas de recompra força o fundo a buscar outras propriedades para investimento.

A gestão tem a responsabilidade de manter a qualidade nas novas terras adquiridas, além de ter que conseguir um retorno atrativo no cenário macroeconômico em questão.

O reinvestimento configura-se como um risco caso o fundo não consiga concluir um acordo que gere os 12% ao ano, mas pode se tornar um bônus caso o fundo consiga um acordo com condições mais positivas.

Outro risco do fundo é o risco de crédito do produtor. Este é um risco pouco relevante para o fundo, pois as parcerias são feitas com grandes produtores e pelo incentivo de recompra causado pelo preço de aquisição da propriedade.

Outros dois pontos que reduzem este risco são: o recebimento antecipado do arrendamento feito no início de cada ano, e o fato do fundo já ser o dono da terra, o que facilita a execução da garantia.

Veremos no decorrer do relatório que a gestão do RZTR11 tem a intenção de aumentar o percentual da alocação em terras da estratégia *land equity*. Neste tipo de estratégia, não é estabelecida uma opção de compra, de forma que o fundo se expõe ao potencial de valorização da terra.

Entretanto, ela traz consigo vários riscos como: risco de liquidez no momento de venda da terra, risco do preço de aquisição e venda, risco climático, risco ambiental, risco de invasões, risco de necessidade de melhorias, etc.

O retorno alvo desta estratégia é muito mais atrativo que o das demais, mas isto fica justificado quando vemos todos os riscos envolvidos nela.

O RTZR11 é um fundo mais exposto ao risco macroeconômico do que qualquer outro. Esta afirmação é facilmente justificada pelo trecho abaixo:

“O confronto na Ucrânia e a elevação dos preços dos fertilizantes continuam a ser os assuntos mais relevantes no setor, quando boa parte dos produtores de grãos estão formando custos para a safra 2022/2023. Existe uma grande probabilidade de que o fornecimento de fertilizantes ao mercado brasileiro seja comprometido, principalmente as fontes de nitrogênio e de potássio, insumos dos quais a Rússia e a Bielorrússia são os grandes fornecedores mundiais. Apesar da situação desfavorável com relação aos insumos, as cotações internacionais das principais commodities agrícolas continuam em patamares bastante elevados, o que garante uma boa margem de lucro aos produtores brasileiros.”

Uma frase marcante da equipe de gestão do fundo é “não é só o momento macroeconômico do país que conta”. O investidor interessado no fundo deve estar ciente desta situação.

Por fim, temos o risco de falta de histórico. Tanto o fundo quanto sua gestora são novos no mercado, o que dificulta a análise da real capacidade de geração de valor aos investidores.



RESULTADOS ANTERIORES...

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

Em primeiro lugar, temos o histórico de dividendos do fundo. Desde novembro de 2021, foram distribuídos R\$27,64/cota em forma de dividendos, sendo que o *yield* médio da cota foi de 1,01% ao mês.

Na Figura 8 temos o histórico de dividendo por cota do fundo.

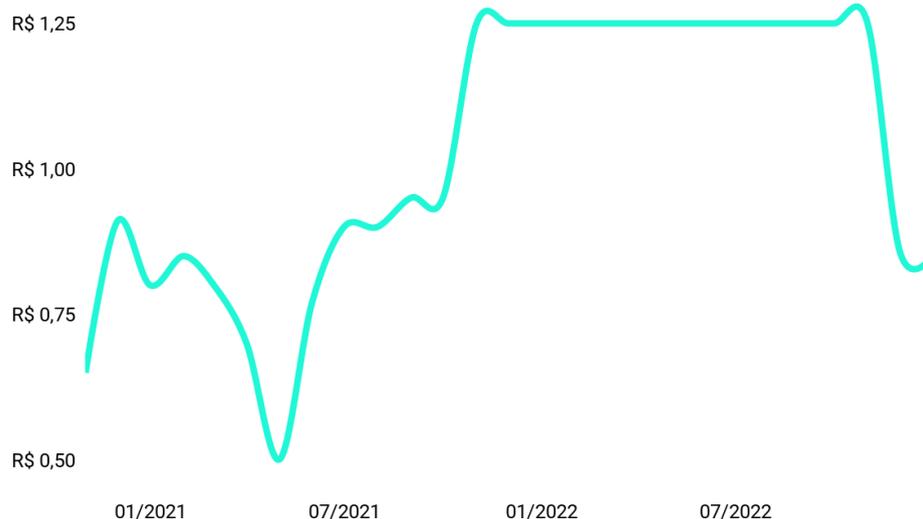


Figura 8 – Histórico de dividendo por cota.
Fonte: Autor.

Por conta da 2.^a emissão de cotas, o fundo passou por uma redução de seus rendimentos, chegando a distribuir R\$0,50 por cota em maio deste ano.

Como as operações do fundo buscam um retorno de 12% ao ano, é possível estimar uma média de 10% ao ano de dividendos, pois existem as despesas a serem descontadas. Com base no valor patrimonial do fundo, o dividendo esperado gira em torno de R\$0,80 a R\$0,85 mês.

O parágrafo acima foi escrito em nossa primeira análise do fundo, ainda em meados de 2021. Como podemos ver, já deixamos claro que o rendimento recorrente do fundo encontra-se em um intervalo próximo a R\$0,85/cota. A distribuição de R\$1,25/cota foi fruto de um lucro não recorrente advindo da venda de algumas propriedades.

Reforçamos a importância da análise cuidadosa de FIs para evitar prejuízos no mercado. Os investidores que fizeram a análise do fundo apenas com base nos rendimentos foram surpreendidos com a redução da distribuição e a consequente queda da cotação.

Por fim, é preciso destacar o resultado histórico do fundo. Desde sua criação, o RZTR11 apresentou um resultado acumulado, valorização mais reinvestimento dos rendimentos, de 12,43% contra 20,97% do IPCA e 19,85% do CDI.



...ATUALMENTE

O Brasil pertence ao grupo de maiores países do agronegócio mundial. Em 2020, o Brasil alcançou o posto de 4.º maior produtor de grãos do mundo, 2.º maior exportador de milho, maior produtor de açúcar e café.

O agronegócio também envolve a pecuária, sendo o Brasil o dono do maior rebanho comercial de bovinos e o 3.º maior produtor de suínos. Em 2020, mesmo com a pandemia e a retração econômica, o setor apresentou crescimento.

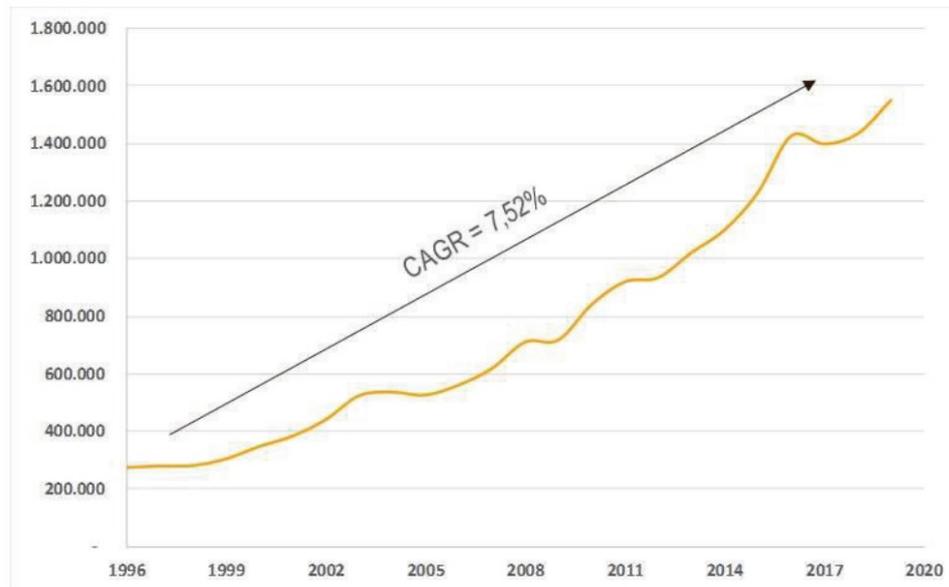
A Figura 9 mostra a importância do agronegócio para o Brasil.



Figura 9 – PIB do agronegócio em 2020.
Fonte: CNA.

Dentro do agronegócio podemos dar mais destaque às atividades agrícolas.

A Figura 10 mostra o crescimento deste setor no Brasil.



*Figura 10 – Crescimento do PIB agrícola brasileiro.
Fonte: Prospecto da 2.ª emissão.*

O crescimento do setor tem influência direta na valorização das terras, pois o preço das propriedades pode ser calculado com base na taxa de arrendamento anual, na produtividade das terras e nos preços das *commodities*.

Dados apontam que o Brasil vem conseguindo aumentar sua produção sem aumentar na mesma proporção as áreas de cultivos, o que mostra que existe um ganho de produtividade. Além disso, as *commodities* agrícolas estão atingindo seus preços máximos. Essa combinação de fatores tem ocasionado a valorização das terras.

A Figura 11 mostra a valorização das terras agrícolas nos Estados Unidos.

Terras Agrícolas nos EUA x Investimentos em Ativos Diversos

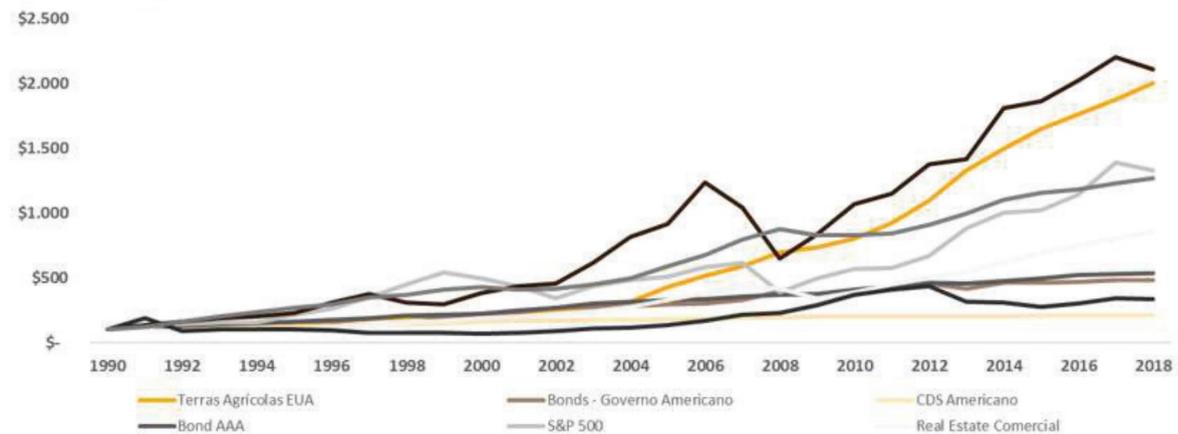


Figura 11 – Valorização das terras agrícolas.
Fonte: Prospecto da 2.ª emissão.

No Brasil, o investimento em terras agrícolas para a venda tem gerado, em média, retornos de 14% a 27% ao ano.

A Figura 12 mostra que os resultados podem ser ainda melhores.

Setembro de 2021		Outubro de 2021	
Venda Fazenda Rio do Meio		Venda Fazenda Alto Taquari	
Correntina - Bahia		Alto Taquari – Mato Grosso	
R\$130,1 milhões ✓		R\$589,0 milhões ✓	
Área (hectares)	Total: 4.573/ Útil: 2.859	Área (hectares)	Total: 3.723/ Útil: 2.694
Valor de Aquisição + CAPEX	R\$40,0 MM	Valor de Aquisição + CAPEX	R\$31,3 MM
Valor de Venda Nominal ¹	250 sacas/ha R\$130,1 MM	Valor de Venda Nominal ¹	1.100 sacas/ha R\$589,0 MM
Valor Presente da Venda	R\$98,7 MM	Valor Presente da Venda	R\$390,3 MM
Ganho	R\$90,1 MM	Ganho	R\$557,7 MM
TIR - R\$	56,50%	TIR - R\$	19,90%

Figura 12 – Vendas Brasilagro.
Fonte: Apresentação de resultados Brasilagro.

O RZTR11 expõe uma pequena fatia de seu patrimônio ao potencial de valorização das terras agrícolas, por meio da estratégia de *Land Equity*.

Faz parte dos planos da gestão aumentar o percentual de alocação nesta estratégia. O trecho a seguir foi retirado do relatório gerencial de dezembro de 2022:

“Em 2023 a gestão deve focar seus esforços em aquisições que possam trazer ganho de capital para o fundo através de valorização imobiliária (Estratégia de Land Equity), que podem compreender aquisições de fazendas que já estão totalmente desenvolvidas, ou fazendas que ainda necessitam de investimento para atingir seu potencial máximo de valor.”

O aumento desta estratégia significa um aumento do risco do fundo, pois não existe garantia na valorização da terra. Porém, acreditamos que fará bem ao fundo, já que a expectativa de retorno é agradável, além de reduzir a exposição ao risco de mercado.

Outra forma que o fundo pode utilizar para aumentar seu retorno é por meio da negociação de contratos acima dos 12% de rentabilidade alvo. A subida da taxa de juros encarece as demais formas de financiamento, de forma que é possível vislumbrar um repasse maior por parte do fundo.

O parágrafo acima faz parte da nossa primeira análise. Como já mencionado neste relatório, o potencial acima foi confirmado, já que a gestão afirma estar conseguindo fechar operações com retorno de 13% a 14% ao ano.

Vale lembrar que o fundo é capaz de fazer estas novas negociações, pois recebe por ano um percentual de capital principal, que foi amortizado no cumprimento das opções de compra dos produtores.

A Figura 13 mostra o *CAP RATE* obtido pelo fundo em aquisições recentes.

FATO RELEVANTE	VALOR DE AQUISIÇÃO	RECEITA GERADA (POR COTA)	RECEITA TOTAL	CAP RATE
20/07/2021	R\$ 82.400.000,00	R\$ 0,98	R\$ 10.827.057,64	13,14%
23/07/2021	R\$ 25.500.000,00	R\$ 0,28	R\$ 3.093.445,04	12,13%
02/08/2021	R\$ 14.500.000,00	R\$ 0,17	R\$ 1.878.163,06	12,95%
05/08/2021	R\$ 57.000.000,00	R\$ 0,65	R\$ 7.181.211,70	12,60%
12/08/2021	R\$ 299.545.363,00	R\$ 3,36	R\$ 37.121.340,48	12,39%

Figura 13 – *CAP RATE* das últimas aquisições.

Fonte: Autor.

Como podemos ver, o fundo está conseguindo fazer pequenos repasses em suas transações. É muito importante se atentar neste ponto, pois caso o fundo mantenha as negociações no patamar de 12%, o risco de mercado se confirma.

Além da preocupação com a rentabilidade, o fundo deve buscar terras com qualidade semelhantes as existentes no portfólio. Três pontos podem ser analisados pelo cotistas para atestar a qualidade das novas propriedades, são eles: percentual de áreas cultiváveis, localização em cidades-chave e preço pago.

Em localização, é importante verificar se o fundo consegue se manter exposto às principais regiões do agronegócio brasileiro.

A Figura 14 mostra os principais municípios produtores de soja.

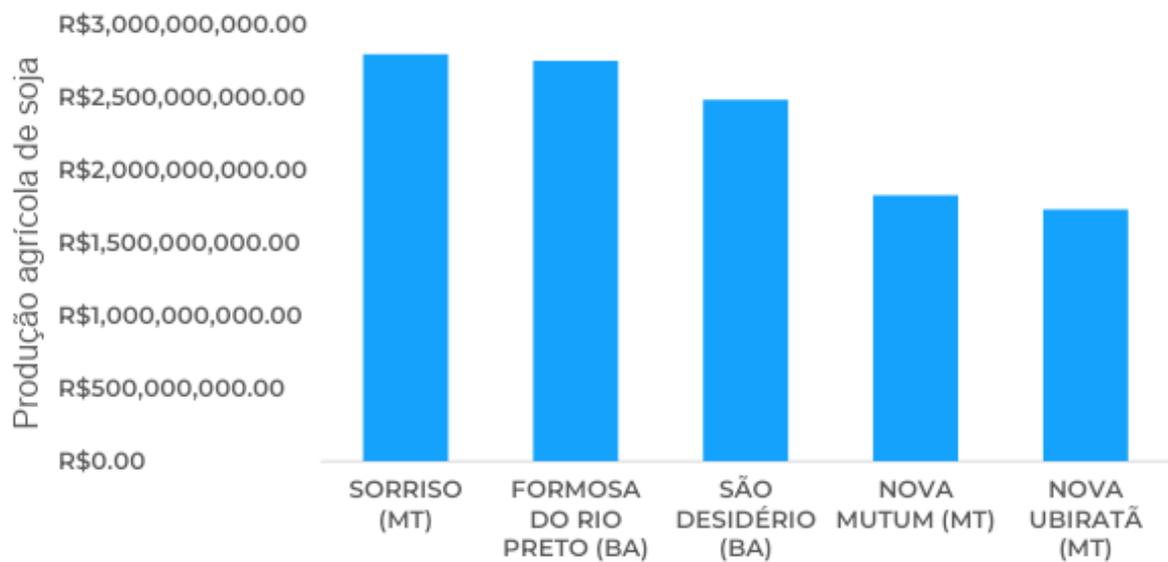


Figura 14 – Produção agrícola de soja de 2020.
Fonte: Autor.

A Figura 15 mostra os principais municípios produtores de milho.

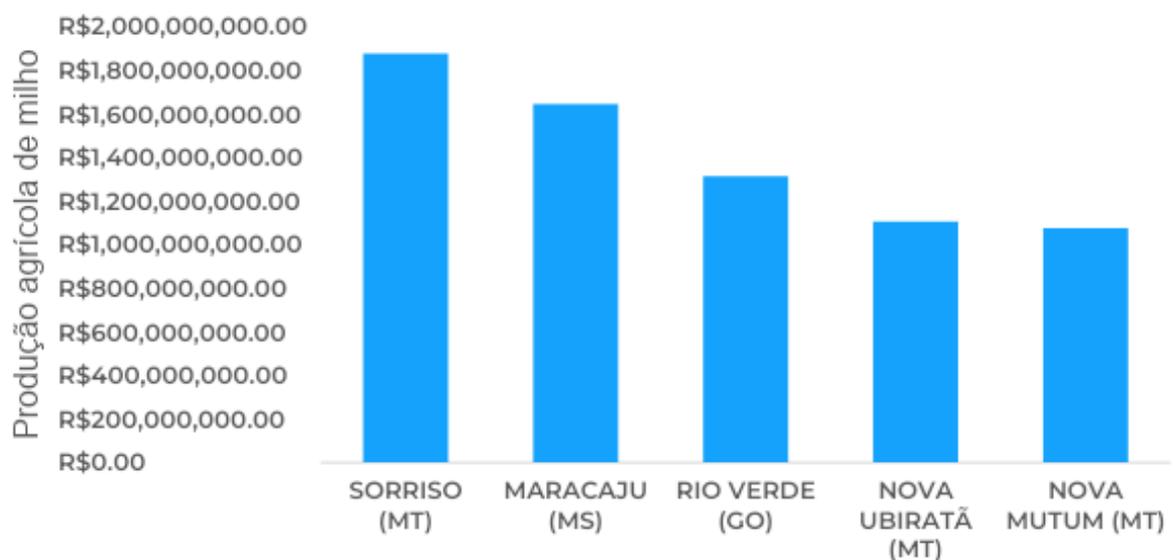


Figura 15 – Produção agrícola de milho de 2020.
Fonte: Autor.

Na produção de algodão, podemos destacar os municípios de Sapezal (MT), São Desidério (BA), Campo Verde (GO), Campo Novo do Parecis (MT) e Formosa do Rio Preto (BA).

O percentual de áreas cultiváveis nos ajuda a analisar a qualidade da terra adquirida. Quanto maior for o percentual, mais áreas úteis tem a propriedade. No portfólio atual, a média é de 78,04% entre a área de plantio e a área total da propriedade.

Por fim, temos o preço pago pelo fundo na aquisição da terra. Este é o ponto mais crítico da análise, pois embasa toda a estratégia do fundo.

Pagar barato em uma propriedade ajuda a diminuir o risco de crédito do arrendamento, pois o produtor evitará correr o risco de ficar inadimplente e perder a terra. Além disso, aumenta as chances de recompra ao final do período.

A negociação de desconto na aquisição da terra ainda influencia no retorno do arrendamento. Os arrendamentos de terras no Brasil giram em torno de 2,5% a 3,5% ao ano. O retorno de 6% desejado pelo fundo só é possível por meio da aquisição com desconto.

A prova de que o fundo vem pagando barato em suas aquisições é a avaliação do seu patrimônio em R\$1 bilhão e de suas terras em R\$3,1 bilhões. Isto acontece, pois seu patrimônio líquido é marcado com base no valor das opções de compra acordadas com o produtor.

Reforçamos que pagar barato é um ponto crucial na estratégia do fundo. A gestão do RZTR11 precisa melhorar os documentos de divulgação das novas aquisições, de forma a trazer mais informações sobre o ativo. A produção de um documento com a tese de investimento de cada novo ativo seria de grande valor para os cotistas.



POSSÍVEIS CENÁRIOS

Análise de múltiplos

Podemos realizar a precificação do RZTR11 de duas formas: por meio do *valuation* relativo entre os preços das terras no portfólio e o preço de mercado de terras semelhantes, ou pelo uso do indicador P/VP. Escolhemos a segunda opção.

Como vimos, a maior parte das terras do RZTR11 não está exposta a valorização imobiliária, pois elas estão atreladas a uma opção de compra corrigida em 6% ao ano. Mesmo com a reavaliação dos ativos do fundo, o impacto gerado no patrimônio é pequeno, pois a opção de compra também é reajustada nas demonstrações. Dessa forma, o valor patrimonial por cota do fundo tende a ter pouca ou nenhuma alteração, tornando o indicador P/VP útil.

Com base na cotação do fundo no dia de produção deste relatório, seu P/VP é de 0,88. Podemos afirmar que o fundo está descontado.

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

TIR

A metodologia da TIR busca encontrar o retorno implícito no ativo com base na sua expectativa de distribuição e em um preço arbitrado de venda. A TIR é uma metodologia de retorno total, por isso está incluso a

valorização do ativo e dos dividendos, os quais devem ser reinvestidos para obtenção do retorno calculado.

Para o RZTR11 usamos o dividendo de R\$0,85/cota como constante. Já vimos que esta é a distribuição recorrente que o fundo consegue manter.

Para o cálculo da TIR ainda precisamos encontrar um preço de saída do fundo. Poderíamos utilizar o P/VP médio do fundo que é de 1,03, porém este indicador leva em consideração o período de distribuição do não recorrente, no qual havia muito otimismo dos investidores.

Resolvemos ser mais conservadores e estimar a venda do fundo com o P/VP de 0,97 que, com base no VP atual de R\$96,50, geraria um preço de venda de R\$93,61.

Com base nestes dados, calculamos uma TIR de 17,85% ao ano para o fundo, considerando 2 anos de investimento. Este resultado é superior à taxa mínima de atratividade de 15% definida pela teoria.



OPINIÃO DO ANALISTA

O RZTR11 é uma prova da evolução do mercado de fundos imobiliários. A expansão para o mercado do agronegócio permite que os investidores tenham mais uma opção de diversificação, além de terem a exposição a um setor muito importante na economia brasileira.

A estratégia do fundo envolve muitos detalhes, todos eles cuidadosamente pensados para criar um produto com acesso ao mercado do agronegócio e com as características desejadas em um fundo imobiliário.

O investidor de FIs gosta dos dividendos. Se o RZTR11 apenas comprasse para arrendamento, o CAP RATE médio do fundo seria de 6% ao ano, o que depois das despesas do fundo resultaria em um dividendo anual de 4% ao ano. Neste caso, o fundo pagaria pouco dividendo, mas estaria exposto ao potencial de valorização das terras.

Entretanto, o fundo optou por uma operação que trava o seu retorno na valorização das terras, mas que gera um dividendo muito atrativo. Apenas a menor parte do patrimônio está exposta a apreciação das propriedades.

Em suma, temos um fundo com exposição a propriedades de muita qualidade, com bons arrendatários e bem localizadas. Porém, o maior ganho advindo destas qualidades é a redução do risco de crédito da operação.

A semelhança com um título prefixado é o que eleva o risco de mercado do fundo. O risco de mercado está envolvido com a mudança das variáveis macroeconômicas como taxa de juros e inflação. No Brasil, ele nunca deve ser subestimado.

Em nossa última análise, a cotação do fundo estava no patamar de R\$100, preço em que não consideramos atrativo o investimento no fundo. Porém, na cotação atual, encontramos uma taxa de retorno atrativa para o fundo.

O fato da gestão declarar a vontade de se expor cada vez mais a estratégia de *land equity* é algo que também nos agradou no último ano. Justificando a nossa mudança de recomendação.

Entretanto, ainda acreditamos que o RZTR11 é um fundo com risco mais elevado, sendo melhor recomendado para investidores com maior aptidão ao risco e carteiras bem diversificadas. A má qualidade da transparência da gestão é o principal motivo para nossa avaliação de risco mais elevado.

Com base em tudo que vimos, a recomendação é de compra para o RZTR11.



SIMPLA CLUB



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

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

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



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



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



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

Relatório Especial

Atualizado em 26.02.2023

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.