

# FIIs

## EDIÇÃO #178

Publicado em 08.07.2020



### Nova emissão de cotas

- **Vinci Logística**  
(VILG11)

### IPO - Oferta Pública Inicial

- **VBI Prime Properties**  
(PVBI11)

### Resumo

Analisamos a nova emissão de cotas (follow-on) do fundo imobiliário logístico da Vinci Partners (**VILG11**).

Além disso, pudemos trazer a nossa leitura inicial sobre o novo fundo corporativo multiativos da VBI Real Estate (**PVBI11**).

A partir desta semana, também vamos apresentar o retorno acumulado da nossa carteira recomendada de FIIs.

Boa leitura.



**INFORMAÇÃO IMPORTANTE**

A partir de 06/07/2020, iniciamos oficialmente o processo de análise, mesmo que sintética, das novas emissões no "Radar de FIIs". O objetivo é apresentar o nosso viés (*positivo, negativo ou neutro*), sobretudo pelo crescente volume de ofertas. Portanto, usaremos os 02 canais disponíveis na Suno Research relacionados a FIIs ("Radares" e "Relatórios") como forma de preservar o calendário de emissões e, com isso, oferecer aos assinantes uma alternativa adicional para a tomada de decisões com a devida celeridade. Nesta semana, foram apresentadas as análises sintéticas (com viés) para **BCRI11**, **HCTR11**, **HGFF11** e **KFOF11** – [veja aqui](#)

**ERRATA - KFOF11**

Ainda sobre o **Radar de FIIs** publicado na segunda-feira (06/07/2020), destacamos a indicação de *viés negativo* para a nova emissão em **KFOF11** (*Kinea Fundo de Fundos*) em função da ausência de margem de segurança considerando o preço da emissão em R\$ 128,39.

Contudo, revisitamos a documentação publicada na B3 referente à Oferta e pudemos constatar que o preço, de fato, será apurado a partir do Valor Patrimonial ("VP") da cota acrescido de custos.

**Conclusão: o preço da emissão está em linha com o mercado atual, ou seja, cerca de R\$ 112,00. Diante disso, preferimos alterar para *viés neutro*. Adicionalmente, avaliamos que esta emissão visa favorecer os clientes que buscam aquisições relevantes de cotas, isto é, bastante acima da média diária (R\$ 400 mil) e possam acessar o fundo via oferta primária. Lembrando que são disponíveis apenas para clientes do Itaú (Corretora).**

NOVA EMISSÃO DE COTAS - "VIÉS POSITIVO"

## VILG11 – Vinci Logística

---

Foi anunciada uma nova emissão de cotas (Oferta Restrita ICVM 476) com o objetivo de captar cerca de R\$ 350 MM ao preço total de R\$ 116,73 (R\$ 112,84 + custos de R\$ 3,89). Em caso de sucesso, o fundo irá superar a marca emblemática de PL acima de R\$ 1 bilhão.

**VILG11** possui R\$ 124,4 MM em caixa, considerando 3,5% em FIIs líquidos, embora tenha passivos de R\$ 80,6 MM, sendo apenas R\$ 3,0 MM em obrigações de curto prazo. Note que é uma posição muito confortável. Esta emissão tem como objetivo crescer o portfólio e não liquidar passivos.

**Em tempo, destacamos que os cotistas posicionados até 03/07/2020 receberam o equivalente a 44,06% via Direitos de Preferência ("fator de proporção"), que poderão ser exercidos entre 10/07 e 22/07/2020.**

**Consulte a sua corretora. Abaixo, os ativos a serem adquiridos:**

- **Castelo 57 Business Park (São Roque/SP)**
  - ABL Total: 62.977 m<sup>2</sup> (fração a ser adquirida: 80%).
  - O imóvel está em fase de aprovação e as obras estão previstas para serem iniciadas em set-20. A vendedora arcará com uma renda garantida (prêmio de locação) durante a fase de obras, considerando *cap rate* de 8,5% a.a.
  
- **Galpão Osasco (Osasco/SP)**
  - ABL Total: 32.141 m<sup>2</sup> (fração a ser adquirida: 80%).
  - São dois galpões vagos, que serão reformados e receberão, por 18 meses, a título de renda garantida (prêmio de locação), o equivalente a um *cap rate* de 8,5% a.a. O objetivo é atender a demanda de locatários voltados para o comércio eletrônico (*e-commerce*) dentro do conceito de *last mile*.

- **Extrema Business Park I – Tok&Stok (Extrema/MG)**
  - ABL Total: 66.940 m<sup>2</sup> (fração a ser adquirida: 21% a 33%).
  - O fundo já tem participação majoritária neste ativo (67%), conforme uma recente aquisição anunciada. Agora, o objetivo é buscar o controle total da operação a depender do volume a ser captado na Oferta.

Estamos confortáveis com o desenho atual do fundo (prazo médio contratual de 4,5 anos), considerando que 53% das receitas são ancoradas pelo *e-commerce*. Some isso ao fato de que o **VILG11** tem sido resiliente na pandemia, com baixas inadimplências acumuladas e vacância zero. Pelo lado negativo, os aluguéis médios estão cerca de 15% acima do mercado.

**Importante:** alguns assinantes têm nos questionado sobre o fato de alguns FIIs buscarem a tese de desenvolvimento imobiliário (construção). Avaliamos como positivo, entendendo que é uma forma de o gestor potencializar o retorno do fundo no médio prazo, sobretudo em relação ao prêmio de locação do parceiro.

Adicionalmente, vale destacar que a tese de desenvolvimento imobiliário não terá peso significativo em relação ao portfólio do fundo, assim como seus pares (**XPLG11**, **KNRI11**, dentre outros). Esta estratégia adotada pela Vinci Partners deixará o **VILG11** mais bem posicionado, sobretudo por mitigar a concentração na região de Extrema/MG.

**A distribuição mensal deve ficar entre R\$ 0,60 e R\$ 0,62 (há R\$ 0,13 em reservas acumuladas). Portanto, considerando os pontos apresentados, temos um viés positivo para esta emissão, assumindo um DY projetado de 6,6% a.a. com base no preço da Oferta (R\$ 116,73). Em tempo: a Arbitragem é sugerida aos investidores mais experientes.**

OFERTA PÚBLICA INICIAL - "SEM VIÉS"

## PVBI11 – Prime Properties

---

Inicialmente, lembramos que a Suno Research não emite viés definitivo para Ofertas Públicas Iniciais (IPOs). Entendemos que, o mais importante, neste momento, é apresentar a tese central da VBI Real Estate aos nossos assinantes e como a indústria de FIIIs se beneficiará com a chegada de mais um ativo do setor de lajes corporativas focado em propriedades com alto padrão construtivo (*triple AAA*).

Este IPO tem um volume alvo elevado (R\$ 810 MM). Portanto, vale monitorar se a captação será suficiente para as duas aquisições apresentadas no Prospecto. É importante observar também a capacidade do time de gestão em originar e integralizar ativos no futuro, ou seja, se haverá *pipeline* suficiente para criar um fundo imobiliário com robustez.

Vale pontuar que já vimos outros gestores, neste segmento, apresentando propostas e estratégias audaciosas nas quais as alocações foram frustradas e as distribuições estão pressionadas há muito tempo. Note: é mais uma evidência para não expressarmos o nosso viés definitivo agora, apesar de estarmos otimistas com o desenho proposto pela VBI.

A gestora vem ganhando espaço no mercado listado da B3, com: **CVBI11** (CRIs), **LVBI11** (Logístico), **RVBI11** (FOF) e o próprio **FVBI11** (Corporativo). Avaliamos que o **PVBI11** visa coroar a VBI Real Estate neste universo de fundos imobiliários voltados aos investidores pessoas físicas.

## Vejam os alguns destaques iniciais:

- **Administrador:** BTG Pactual
- **Gestor:** VBI Real Estate – companhia focada no setor imobiliário com captação histórica de R\$ 3,4 bilhões (+ 60 investimentos realizados) e um time de gestão com 10 anos de experiência.
  - A taxa de administração e gestão terá desconto integral no primeiro ano. Lembrando que a mesma é regressiva, isto é, inicia com 1% a.a., mas será reduzida para 0,90% a.a. caso o PL supere R\$ 800 MM no IPO.
- **Aplicação mínima:** R\$ 25.000,00 (250 cotas)
  - **Valor unitário por cota:** R\$ 100,00 (R\$ 96,54 + custos de R\$ 3,46)
- **Montante mínimo da oferta:** R\$ 550 MM
- **Reservas públicas:** até 16/07/2020
- **Coordenador Líder:** Itaú BBA
  - **Coordenadores contratados:** XP Investimentos e Safra (consulte se a sua corretora de preferência está credenciada para esta Oferta)

Antes de falarmos sobre o **PVBI11**, vale lembrar que estamos em meio a uma pandemia e as restrições seguem em evidência. O *home office* tem sido amplamente debatido e não sabemos com plena exatidão qual será o impacto real nos ativos e, por consequência, nos preços dos aluguéis. Obviamente, estamos seguros de que ativos bem localizados e com um bom padrão construtivo continuarão sendo demandados pelas companhias.

É importante sermos realistas em relação às previsões ao longo dos próximos 12-24 meses, apesar de termos visto uma retomada consistente desde o final de 2019 – a vacância nas regiões primárias (*prime*) estavam na faixa de 5%. É claro que as premissas mudaram e o ritmo de recuperação pós-pandemia deve ser lento e gradual, embora os ativos de boa qualidade tendam a ser recuperados com mais vigor.



**O Prospecto aponta dois ativos-alvo a serem adquiridos, sendo que um deles já é bem conhecido dos investidores – “Faria Lima 4440”. Assim como ocorreu em TBOF11, o fundo imobiliário FVBI11 será liquidado nos próximos meses e integralizado em PVBI11.**

**Importante** - a proposta deste fundo nos agrada, pois fica evidente que a gestão ativa e o crescimento com novas emissões serão recorrentes. Avaliamos que a VBI buscará fazer o que a CSHG deveria ter feito em **HGPO11**. É interessante ter um FII corporativo ancorado em ativos “AAA”, mas que busque a reciclagem do portfólio. Outro ponto a se monitorar é se as aquisições futuras serão relevantes ou apenas frações pulverizadas. Estamos cada vez mais convencidos de que a estratégia de se ter participações majoritárias neste segmento é essencial para a geração de valor aos cotistas no longo prazo.

**Faria Lima 4440: R\$ 31,7 mil/m<sup>2</sup> (custos inclusos)**



Fonte – VBI Real Estate / CBRE

- Proposta inicial de locação focada no setor bancário, mas hoje há maior diversificação (66%: bancário | 16%: gestora de recursos | 7%: advocacia | 5%: seguradora | 5%: tecnologia), lembrando que o ativo está 100% locado.
- Idade do edifício: 09 anos (certificação: LEED | classificação: AAA)
- ABL de 22,1 mil m<sup>2</sup> (lajes entre 1,1 e 2,2 mil m<sup>2</sup>)
- Localização estratégica (Nova Faria Lima – Vila Olímpia): região com ampla cobertura de serviços: shoppings centers, hotéis, bancos, academias.
- Aluguéis: cenário-base (R\$ 145/m<sup>2</sup>) | Pós pandemia (R\$ 160/m<sup>2</sup>)

**Park Tower: R\$ 18,9 mil/m<sup>2</sup> (custos inclusos)**

Fonte – VBI Real Estate / CBRE

- Ativo 100% locado para a Prevent Senior (contrato típico até 2033 | fiança bancária de 12 meses). O aviso prévio, assim como a multa, também possui prazo de 12 meses. Portanto, uma eventual desocupação futura poderia gerar fluxo de 24 aluguéis ao fundo.
  - **Importante:** Não é permitido que o imóvel seja transformado em hospital, portanto, é de uso exclusivamente administrativo. No entanto, em função da pandemia, a VBI autorizou algumas modificações internas e que fossem criados leitos para dar suporte à operação da locatária por um período máximo de 06 meses.
- Idade do edifício: 02 anos (certificação: LEED | classificação: AAA)
- ABL de 22,3 mil m<sup>2</sup> (lajes entre 1,5 e 1,8 mil m<sup>2</sup>)
- Localização: região da Paulista (próximo ao Parque do Ibirapuera)
- Aluguéis: cenário-base (R\$ 130/m<sup>2</sup>) | Pós pandemia (R\$ 145/m<sup>2</sup>)

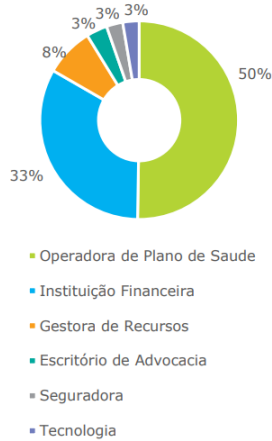
Em nossa avaliação, ambos os ativos têm um bom padrão construtivo e são bem localizados, sobretudo pela proximidade com importantes vias de acesso e transporte público.

O “edifício Park Tower” é relevante para a locatária, considerando que a *Prevent Senior* realizou investimentos a fim de adequar a operação para o seu corpo administrativo. Com base em nossas pesquisas, entendemos que a locatária deve permanecer no ativo ao longo da vigência contratual.

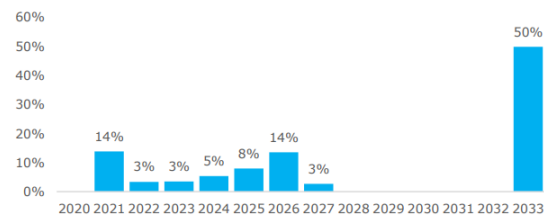


A concentração em *Prevent Senior* se manterá alta até que novas emissões diluam esta participação. Os gráficos abaixo ilustram o retrato do Fundo:

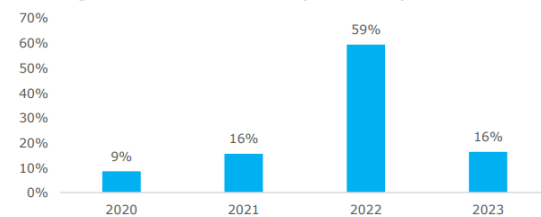
**Locatários por setor (% da área ocupada)**



**Cronograma de Vencimento (% receita)**



**Cronograma de Revisional (% receita)**



Fonte – VBI Real Estate

Não há como projetarmos, com segurança, como será a absorção líquida em São Paulo/SP. Por outro lado, a pandemia ainda pode gerar novos impactos nos balanços das empresas. Assim, é temerário fazermos projeções assertivas considerando as condições atuais do PIB. Adicionalmente, podemos evidenciar outra onda de *Flight To Quality*, assim como vimos há poucos anos. Obviamente, este tipo de movimento carrega consigo carências, descontos e/ou ajuda aos locatários espaços (*allowance*).

**O gestor foi cuidadoso no *Estudo de Viabilidade* ao apresentar três possíveis cenários. Gostamos da ideia de crescimento real dos aluguéis ao longo de uma década, mas avaliamos que essas projeções são pouco relevantes no momento, por acreditarmos que emissões adicionais irão ocorrer e novos cenários terão de ser criados, naturalmente.**

A taxa de desconto regressiva quanto à gestão será decisiva nos primeiros anos, sobretudo pelo fato da cobrança estar condicionada à rentabilidade mensal de 0,54%. Note, mais uma vez, que essas variáveis estão ancoradas na capacidade de os ativos se manterem 100% ocupados, especialmente o “Faria Lima 4440”, além do sucesso nas renovatórias.

**Fizemos algumas projeções e avaliamos que o PVBI11 deve entregar um DY ponderado entre 6,5% e 6,7% a.a., isto é, uma distribuição mensal média nos primeiros 03 anos entre R\$ 0,52 e R\$ 0,54, tempo suficiente para que os efeitos colaterais da pandemia sejam superados. Lembrando que, após esse período, a taxa de gestão será cobrada, oferecendo pouco espaço para o crescimento real das distribuições nesses primeiros anos.**

**Conclusão (importante)** – apesar da *ausência* de um *viés definitivo*, a Suno Research está otimista com a proposta da VBI Real Estate em relação ao **PVBI11**. Ao compararmos com seus pares listados, é possível observar certa atratividade quanto à relação entre risco e retorno. Diante disso, vamos monitorá-lo após este IPO, na expectativa de que teremos, em breve, uma nova emissão de cotas que deve trazer maior diversificação interna ao portfólio (e locatários). Além disso, teremos uma maior convicção quanto aos impactos reais do *home office* em um cenário pós-pandemia.

### Plantão de Dúvidas

Envie suas dúvidas referentes a este relatório. Elas serão respondidas em uma live especial!

Acesse: <https://sunoresearch.typeform.com/to/wrfxrW>



#### Marcos Baroni

VP de Pesquisa em Fundos Imobiliários  
Analista CNPI

## Disclaimer

As informações constantes deste material podem auxiliar o investidor em suas decisões de investimento; porém o investidor será responsável, de forma exclusiva, pela verificação da conveniência e oportunidade da movimentação de sua carteira de investimentos e pela tomada de decisão quanto à efetivação de operações de compra e/ou venda de títulos e/ou valores mobiliários.

Este material apresenta informações para diversos perfis de investimento e o investidor deverá 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. Quaisquer projeções de risco ou retorno potenciais são meramente ilustrativas e, portanto, não são e não devem ser interpretadas pelo investidor como previsão de eventos futuros e/ou garantia de resultados.

Além disso, não garantimos a exatidão das informações aqui contidas e recomendamos ao investidor que não utilize este relatório como única fonte para embasar suas decisões de investimento. Os investimentos realizados pelo investidor para sua carteira estão sujeitos a diversos riscos inerentes aos mercados e aos ativos integrantes da carteira, incluindo, sem limitação, risco de mercado, risco de crédito, risco de liquidez, risco cambial, risco de concentração, risco de perda do capital investido e de disponibilização de recursos adicionais, entre outros.

Os analistas responsáveis pela elaboração deste relatório declaram, nos termos da Instrução CVM nº 598/18, que as recomendações do relatório de análise refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais e foram elaboradas de forma independente.

Este material destina-se única e exclusivamente aos assinantes da Suno Research. Sua cópia ou distribuição, integral ou parcial, sem a expressa autorização, acarretará multa de até 2.000 vezes o valor deste relatório, apreensão das cópias ilegais, além de responsabilização em processo civil.