



Análise

BTLG11

Produzido por SIMPLA CLUB

Carlos Humberto Junior

Última Atualização

O investidor de fundos imobiliários vem passando por grandes provações. Desde 2020, foram mais anos de desempenho negativo do que positivo, sendo que, nesse período, ocorreram dois dos três piores retornos anuais do índice IFIX.

Em 2025, o IFIX apresenta uma boa recuperação, mas grande parte dos fundos ainda se encontra distante de seu valor justo. A Selic a 15% é um fator que afasta o investidor da renda variável, dificultando uma valorização mais expressiva das cotações. Além disso, há um desestímulo à economia, o que se reflete em indicadores operacionais mais fracos para alguns FIs, já que menos empresas estão expandindo seus negócios. Esse cenário dificulta a redução da vacância, o aumento dos aluguéis, a emissão de novas cotas, entre outros aspectos.

Essa introdução se aplica à grande maioria dos fundos imobiliários, mas não ao BTLG11. O fundo segue atuando de maneira agressiva no mercado, realizando emissões, vendendo imóveis e mantendo a vacância bastante reduzida. Um breve resumo do ano de 2024 mostra como a crise parece distante deste FI.

Em março de 2024, o BTLG11 concluiu a captação de R\$1,5 bilhão, uma das maiores emissões da história do mercado. Com os recursos, a gestão adquiriu um portfólio de 13 imóveis, majoritariamente localizados no raio de 60 km de São Paulo e com alto padrão construtivo. Não satisfeita, a gestora ainda adquiriu um galpão em Cajamar.

As movimentações no portfólio não pararam por aí: cinco ativos foram vendidos, totalizando R\$400 milhões — o maior volume em um único ano na história do BTLG11.

Em janeiro de 2024, o portfólio do BTLG11 era composto por 23 imóveis; já em dezembro do mesmo ano, esse número havia aumentado para 35 ativos. Vale destacar que alguns galpões vendidos ainda constam na carteira, pois o comprador ainda deve parcelas ao fundo. Na próxima seção deste relatório, mostraremos como ficou o portfólio do fundo após tantas mudanças.

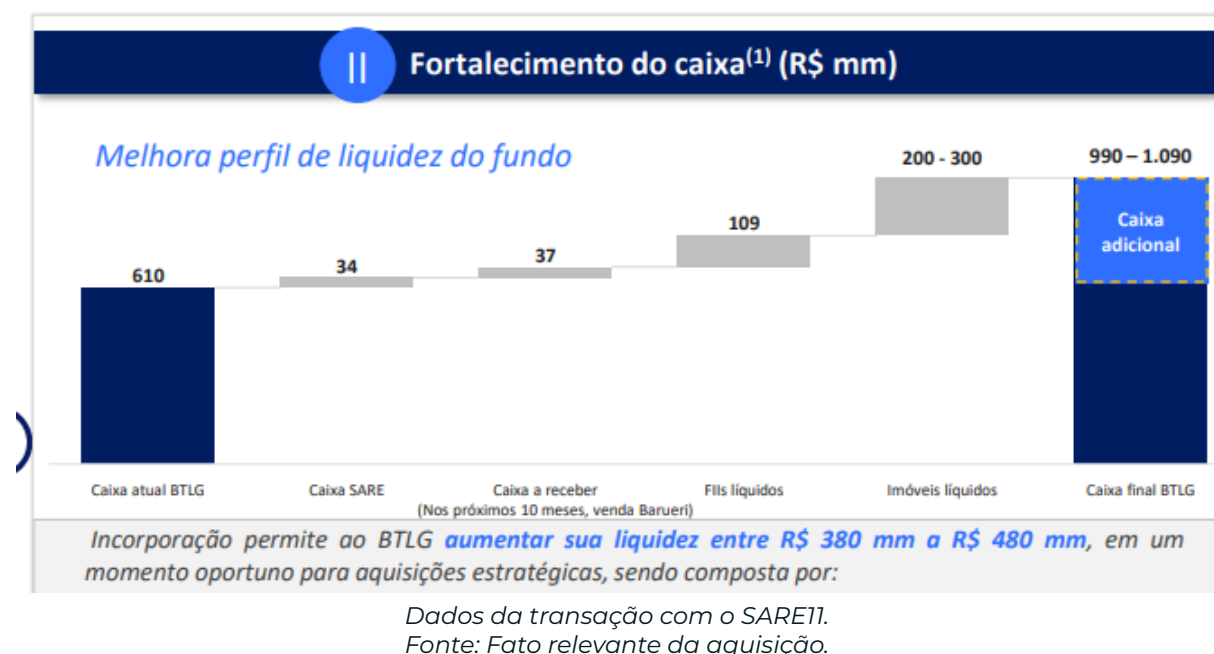
Em 2025, a gestão manteve o ritmo acelerado de crescimento do fundo. Em maio, foi anunciada a intenção de adquirir a carteira do fundo SARE11. A transação poderia ser concluída de duas formas: pagamento em dinheiro ou em cotas do BTLG11. Os cotistas do SARE11 aprovaram a venda do fundo com pagamento em cotas do BTLG11, o que motivou a realização da 14.^a emissão.

Enquanto escrevemos este documento, o BTLG11 encontra-se nas fases iniciais de sua 14.^a emissão de cotas. O objetivo é captar R\$600 milhões, porém a estrutura da transação com o SARE11 reduz a necessidade de levantar os recursos em moeda corrente. De qualquer forma, o BTLG11 será capaz de emitir as novas cotas e honrar o compromisso assumido.

Não é a primeira vez que o BTLG11 incorpora outro fundo imobiliário, já que, em 2022, os portfólios do BLCP11 e do VVPR11 foram adicionados ao fundo. A estratégia do BTG é muito clara: como o cenário não é tão favorável ao crescimento orgânico tradicional via emissões — sendo a 13.^a, realizada em 2024, uma exceção —, a incorporação de FIIs descontados surge como uma forma de geração de valor. No caso do VVPR11, já foram vendidos 80% dos ativos do portfólio, com ganho de capital médio de 28,5%, gerando um lucro de R\$0,99 por cota.

O objetivo com o SARE11 é semelhante. O fundo do Santander possui valor patrimonial por cota de R\$7,73, mas vem sendo negociado no mercado por R\$4,60. O BTLG11 irá pagar um valor um pouco acima da cotação atual, com

o intuito de vender os imóveis por um montante mais próximo ao valor justo. A figura abaixo resume a estimativa de fluxo de caixa da operação.

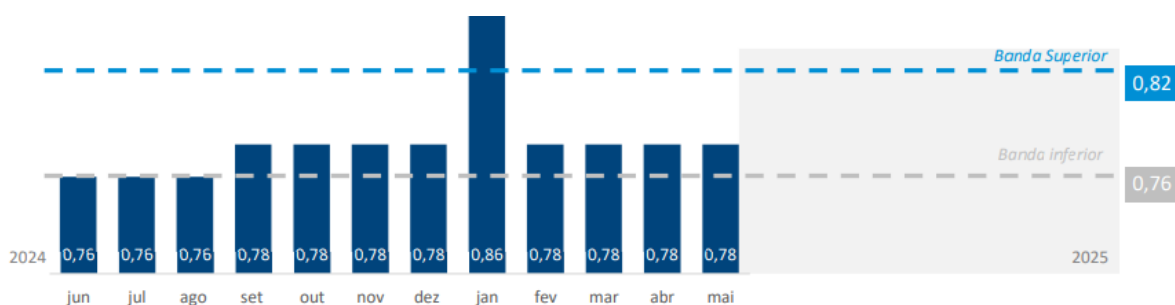


O SARE11 possui três imóveis: duas lajes corporativas e um galpão logístico. Os dois prédios corporativos não se enquadram na estratégia do BTLG11 e, por isso, estão destinados à venda. Parte do montante obtido com essa transação reforçará o caixa do BTLG11, enquanto outra parte será distribuída aos cotistas.

O galpão logístico em questão está localizado em Santo André, dentro do raio de 15 km de São Paulo — uma região com demanda altíssima. Embora seu padrão construtivo não esteja entre os mais elevados, sua localização estratégica e o potencial para reformas compensam essa limitação. Além disso, o preço de aquisição é bastante vantajoso.

Portanto, caso todas as estimativas do BTG se concretizem, teremos mais uma incorporação bem-sucedida. O BTLG11 continua encontrando formas de gerar valor em um cenário conturbado e repleto de incertezas.

Com todas essas movimentações, o dividendo do fundo tornou-se um fator imprevisível. A gestão divulga o *guidance*, que pode ser visualizado abaixo.



Guidance de distribuição de dividendos.
Fonte: Relatório gerencial.

Ao longo de todo o primeiro semestre de 2025, o BTLG11 pagou R\$0,78 por cota aos seus cotistas. Entretanto, sua receita proveniente da locação dos imóveis foi de apenas R\$0,71 por cota.

O lucro obtido com a venda de imóveis é um dos fatores que está sustentando o dividendo acima do resultado recorrente. O fundo possui R\$0,67 por cota de resultado acumulado, valor que servirá para manter a distribuição elevada. Além disso, o BTLG11 ainda tem parcelas a receber provenientes dessas negociações, o que deve acrescentar mais R\$0,56 por cota aos cofres do fundo.

Como se não bastasse, as aquisições de imóveis foram realizadas por meio de uma estrutura chamada *seller's finance*, na qual o pagamento é feito de forma parcelada, mas a receita do imóvel começa a ser recebida integralmente desde o início. Em resumo, o BTLG11 adquiriu um imóvel por R\$200 milhões, mas pagou apenas R\$100 milhões até o momento. Dessa forma, já recebe a receita integral do ativo e ainda mantém os outros R\$100 milhões em caixa, gerando receita adicional.

Atualmente, o fundo possui R\$600 milhões em caixa, o que, no primeiro semestre de 2025, gerou uma receita média de R\$0,13 por cota. Caso

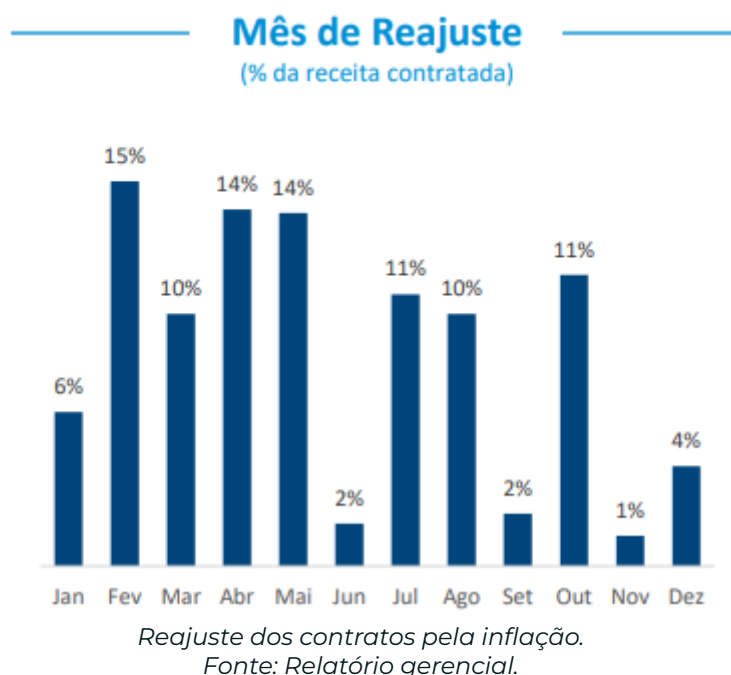
retirássemos todos esses efeitos não recorrentes do resultado do fundo, o dividendo estaria situado na faixa entre R\$0,65 e R\$0,70 por cota.

É importante destacar que sempre recomendamos expurgar os efeitos não recorrentes dos resultados. No entanto, no caso do BTLG11, tais efeitos ainda terão longa duração. O fundo possui parcelas a pagar em 2025 que podem reduzir seu caixa em até R\$400 milhões, mas, caso seja concluída a transação com o SARE11, haverá uma nova entrada de recursos.

Somam-se a isso a receita proveniente do caixa, a expressiva quantidade de lucros acumulados e ainda a serem reconhecidos, além do montante estimado com a venda das lajes do SARE11.

Em resumo, o BTLG11 não é capaz de gerar R\$0,78 por cota todos os meses de forma recorrente, mas esse nível de dividendo poderá ser sustentado por um período prolongado. Trata-se de um daqueles casos em que é necessário acompanhar mais de perto, a fim de atualizar as estimativas com maior frequência.

Por fim, o gráfico abaixo mostra os meses em que a receita será reajustada pela inflação.



Cerca de 40% da receita do fundo ainda será reajustada pela inflação no segundo semestre de 2025. Esse efeito contribuirá para o aumento da receita recorrente, aproximando-a do atual patamar de distribuição de dividendos.

Vale lembrar que aproximadamente 65% da receita do fundo está vinculada a contratos atípicos, os quais permitem a negociação de reajustes acima da inflação. Isso significa que, além dos aumentos já previstos, há possibilidade de elevação ainda mais significativa da receita.

Em dezembro de 2024, fevereiro de 2025 e março de 2025, a gestão anunciou negociações com inquilinos que resultaram em aumentos de aluguel superiores à inflação. O trecho abaixo foi extraído do relatório gerencial de fevereiro:

“Na frente comercial , o Fundo realizou uma revisão contratual de locação referente a uma área ocupada por um locatário no imóvel BTLG Jundiaí, o qual representa aproximadamente 40% da sua totalidade. Essa revisão resultou em um aumento real de 11,7% no valor do aluguel, refletindo o

compromisso da gestão em ajustar os preços de locação de acordo com as condições de mercado vigentes na região.”

Acontecimentos como esse apenas reforçam o bom momento vivido pelo fundo, que parece ignorar o cenário macroeconômico desafiador. No entanto, também alimentam a imprevisibilidade da renda do fundo no momento em que cessarem os lucros provenientes das vendas de ativos. Por isso, reafirmamos a necessidade de acompanhar o BTLG11 mais de perto.

Área de Atuação

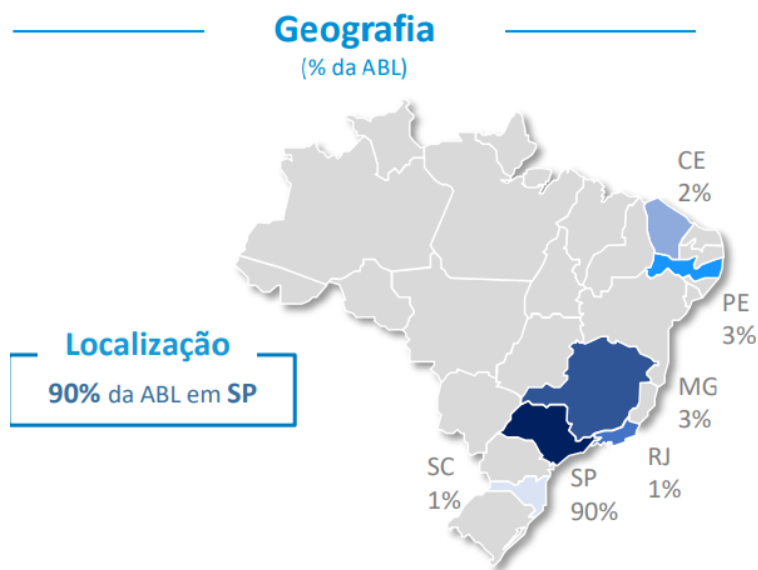
Galpões logísticos

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

O BTLG11 possui uma clara divisão em sua história entre a fase antes da gestão BTG e depois. A nova gestora assumiu o fundo com a missão de transformá-lo em um dos principais FIIs do segmento logístico.

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

A figura abaixo mostra a diversificação geográfica da ABL do BTLG11.



*Diversificação geográfica.
Fonte: Relatório gerencial.*

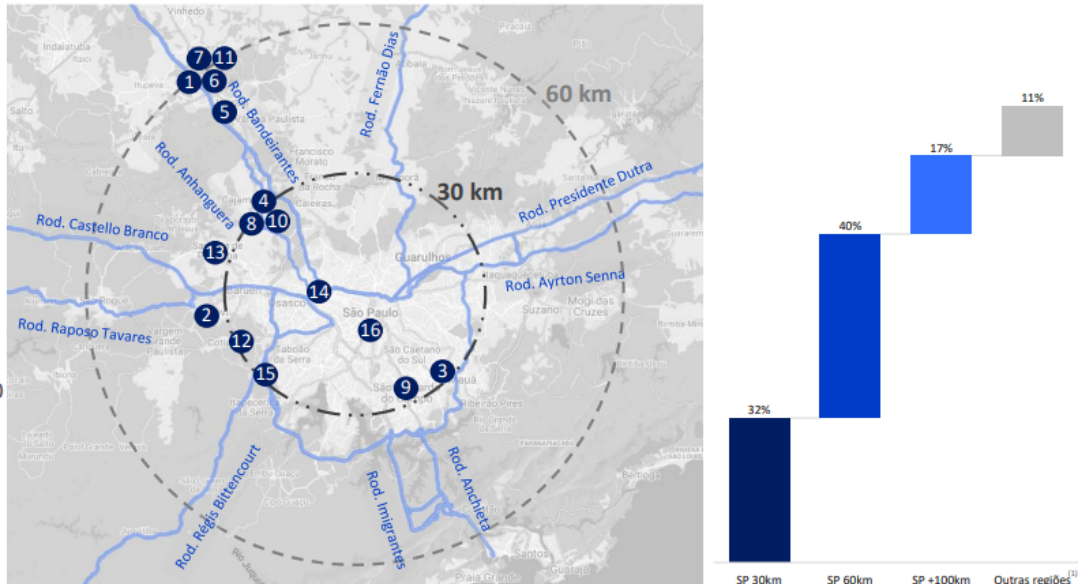
A concentração em São Paulo é vista com bons olhos, dado que o estado tem a maior representatividade no PIB do Brasil e possui grande desenvolvimento logístico. Vale ressaltar que no mercado logístico a diversificação geográfica não é vista com maus olhos. Entretanto, é preciso destacar os melhores números de São Paulo frente às outras regiões.

Em resumo, a concentração em SP agrada, assim como uma maior diversificação geográfica não seria ruim.

É preciso falar que ter imóveis no estado de São Paulo não é uma garantia de bom resultado. Quando observamos o mercado logístico paulista, vemos que os ativos mais próximos da capital apresentam resultados bem superiores aos seus concorrentes. Os indicadores de vacância e aluguel/m² dos galpões a um raio de 30 Km da cidade de São Paulo são os melhores do Brasil.

Neste quesito o BTLG11 também se destaca, pois mais de 30% de sua receita vem de ativos que estão localizados no raio de 30 Km de São Paulo

Capital. Além disso, a exposição ao raio de 60Km também é relevante, como podemos ver na imagem a seguir.



Localização dos imóveis.

Fonte: Relatório gerencial.

Outro pilar é a exposição a inquilinos com baixo risco de crédito. A Figura a seguir mostra alguns dos inquilinos presentes no fundo.



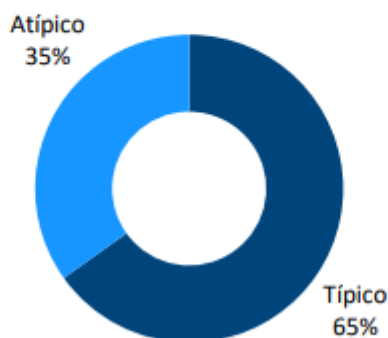
Principais inquilinos do fundo.

Fonte: Relatório gerencial.

A presença de inquilinos com boa saúde financeira e de imóveis bem localizados favorece a negociação de aluguéis mais vantajosos. Para capturar eventuais aumentos de receita acima da inflação, a gestão optou por uma exposição majoritária a contratos típicos, conforme podemos observar abaixo.

— Tipologia dos Contratos —

(% da receita contratada)

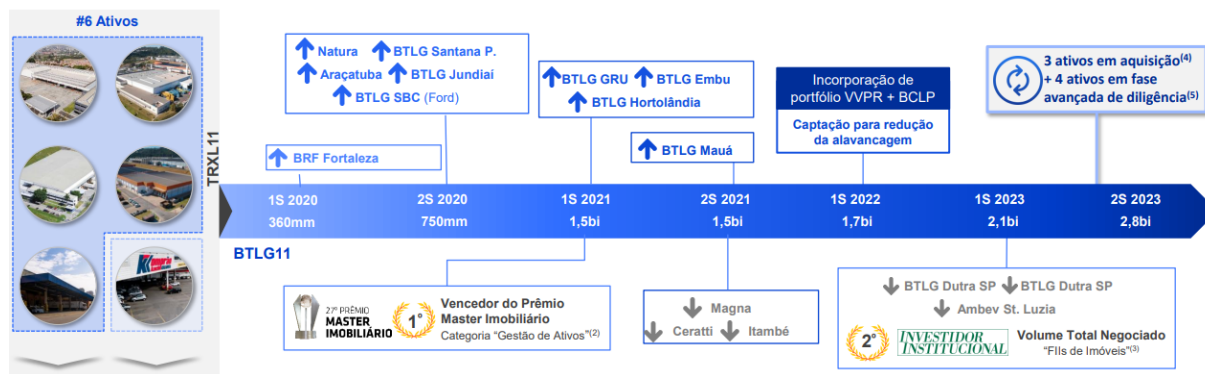


*Tipos de contrato.
Fonte: Relatório gerencial.*

Neste relatório, já vimos como essa estratégia vem trazendo bons frutos para o fundo, com anúncios de aumentos reais de aluguéis bastante expressivos.

Por fim, é preciso destacar que o BTLG11 é um fundo com gestão muito ativa, dessa forma a reciclagem de portfólio é algo constante em sua atividade. Desde o momento em que o BTG assumiu o fundo, várias vendas foram anunciadas e mais são esperadas para o decorrer de 2025.

Como vimos, parte relevante da receita do fundo e, consequentemente, dos seus dividendos é fruto de lucro em vendas. Este é um fator que eleva o risco do fundo. A Figura a seguir mostra um resumo da evolução do fundo desde a entrada do BTG.



*Evolução do BTLG11.
Fonte: Relatório gerencial.*

Governança Corporativa

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

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

Apesar de ser gigante no mercado, a área de gestão de FIIs divide opiniões entre os investidores. Em fóruns e debates é possível ver diversas reclamações sobre a comunicação com os cotistas, alguns possíveis conflitos de interesse em fundos geridos e a dificuldade de gerar resultado satisfatório. Dois grandes FIIs geridos pelo BTG são o BCFF11 e o BRGR11, ambos mostraram muita dificuldade de bater o IFIX, ficando abaixo da média.

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

Entretanto, podemos notar melhorias recentes, principalmente no BTLG11. O fundo teve seu relatório remodelado e foi criado um site para compilar

todas as informações do fundo. A mudança mais recente e mais relevante foi a remodelação da DRE encontrada no relatório gerencial do fundo. Antigamente este era o trecho do relatório que causava mais descontentamento aos investidores, porém o novo formato é um dos melhores do mercado.

Pelo lado positivo, desde que assumiu o fundo, a gestão tem conseguido gerar valor. De outubro de 2019 até aqui, o BTLG11 apresentou uma boa evolução dos seus dividendos. A gestora assumiu o fundo com uma distribuição de R\$0,40/cota e, atualmente, ele entrega R\$0,78/cota. A média de todo o período BTG é de R\$0,71/cota.

O trabalho do BTG no BTLG11 é muito diferente do realizado nos demais fundos. A gestora ainda possui muito a provar, porém o resultado entregue neste FII é inquestionável.

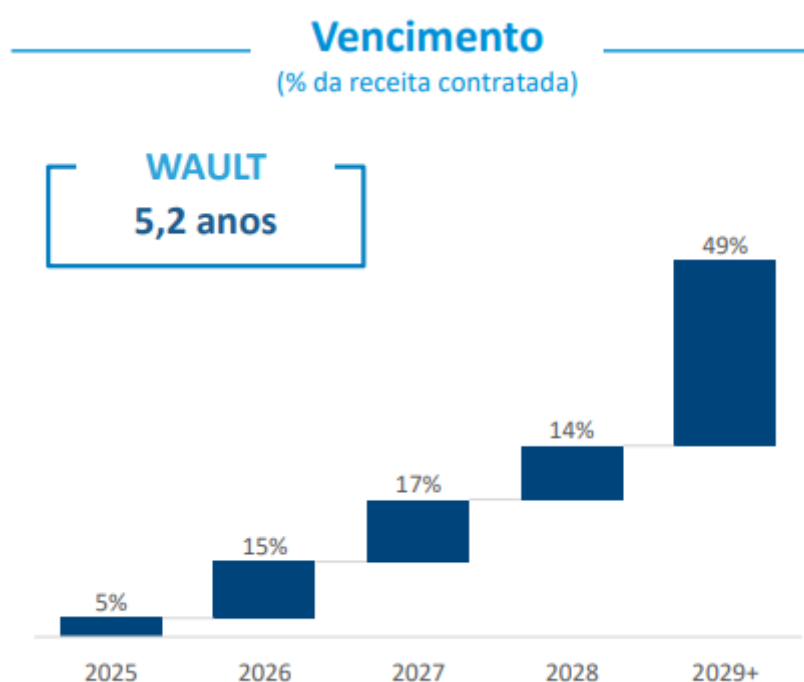
Riscos do Negócio

Um dos riscos do BTLG11 é a alavancagem. Ao consultar o relatório gerencial do fundo, o investidor pode ser induzido a uma conclusão equivocada de que existem apenas R\$139 milhões em obrigações com terceiros. Esse valor refere-se aos CRIs do fundo, que possuem custo médio de IPCA + 5,91% ao ano.

Entretanto, o fundo possui parcelas a pagar relativas a aquisições anteriores que ultrapassam R\$900 milhões, totalizando uma alavancagem de R\$1,1 bilhão. Esse montante corresponde a 25,54% do patrimônio líquido do fundo — um nível de endividamento considerado elevado. No entanto, ao considerarmos o volume de recursos em caixa, o endividamento líquido do fundo cai para R\$550 milhões.

Portanto, apesar do valor expressivo das obrigações, a situação de curto prazo é confortável. A alavancagem representa, sim, um risco, mas não acreditamos que venha a causar problemas graves ao fundo.

No BTLG11, também identificamos o risco relacionado ao vencimento, em curto prazo, de alguns contratos. A figura abaixo mostra que, entre 2026 e 2027, mais de 30% da receita do fundo está atrelada a acordos que se encerrarão nesse período.



Vencimento dos contratos.
Fonte: Relatório gerencial.

Recentemente, a gestão realizou negociações bem-sucedidas com inquilinos, o que gera a expectativa de que essa situação terá um desfecho positivo.

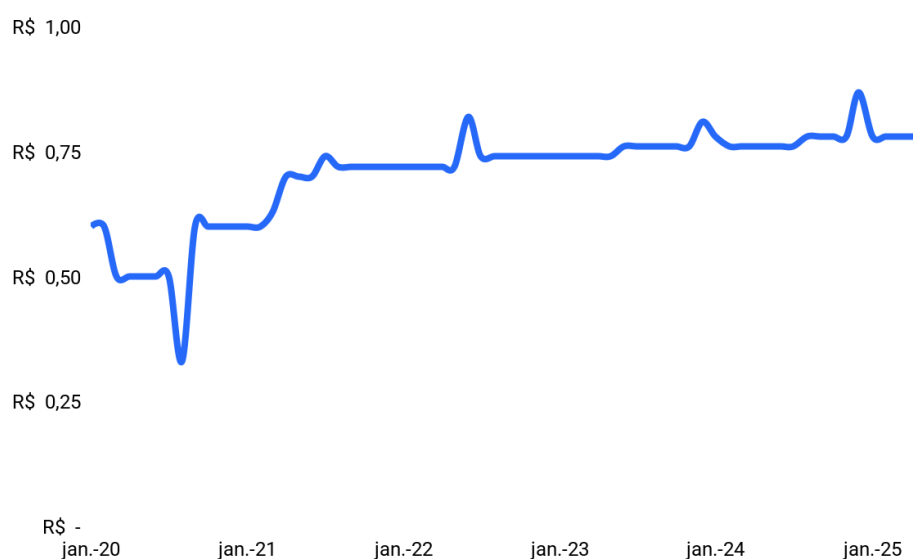
Por fim, vale destacar que a vacância do BTLG11 permanece, há bastante tempo, em um patamar bastante reduzido. No entanto, alguns imóveis têm apresentado dificuldade de locação.

O BTLG11 Cabreúva e o BTLG11 Suape estão, há mais de seis meses, com muitos espaços vagos. Juntos, representam 84% da ABL desocupada do fundo.

O impacto na receita é pequeno, o que evidencia o benefício da diversificação do portfólio. No entanto, a vacância prolongada denuncia a falta de atratividade desses ativos.

Resultados Anteriores

Gostamos de começar a análise dos resultados anteriores de um FII pela visualização do seu histórico de rendimentos. No caso do BTLG11 optamos por fazer apenas da fase com gestão BTG por entender que já temos um histórico suficiente e por ele ser mais relevante para o futuro do fundo. A Figura mostra o histórico de dividendos mensais do fundo.

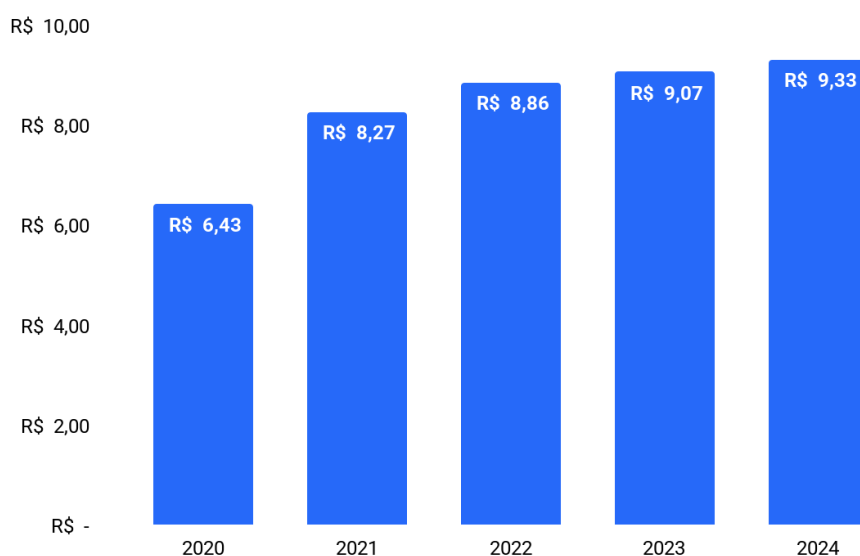


Histórico de rendimentos.
Fonte: Simpla Club.

Além da evolução de 30% do rendimento mensal de janeiro de 2020 para maio de 2025, existe um grande ganho de estabilidade nos últimos 3 anos.

O total de rendimentos entregues no período é de R\$45,86/cota, uma média de R\$0,71/cota ao mês. Em termos de *yield* a média mensal desde 2020 é de 0,69% ao mês.

Como sempre, além da observação do histórico de distribuição mensal, gostamos de trazer a evolução anual dos dividendos. A Figura a seguir nos mostra os rendimentos anuais distribuídos pelo BTLG11.



*Histórico de rendimento em base anual.
Fonte: Simpla Club.*

O BTLG11 foi capaz de crescer em 45,07% a sua distribuição anual quando comparamos os anos de 2020 e 2024. Para efeito de comparação, neste período o IPCA foi de 33,46%.

Como sabemos, boa parte dos rendimentos do fundo são fruto do lucro na venda de imóveis, dessa forma todo esse repasse da inflação não pode ser creditado ao reajuste dos contratos. Porém, não deixa de ser uma qualidade e um mérito da gestora esta grande evolução da renda.

Por fim, é preciso analisar o retorno total entregue pelo BTLG11. O histórico analisado possui 5 anos, apenas o período BTG, e nele temos um resultado total, valorização mais reinvestimento dos dividendos, de 46,92%. Para

efeito de comparação, no mesmo período, o IPCA retornou 37,35% e o CDI 60,59%.

Valuation

Modelo de Gordon

O Modelo de Gordon é uma boa forma de *valuation* para ativos geradores de renda. Neste método projetamos um dividendo constante para o fundo e, com base numa taxa mínima de atratividade, definimos um valor de entrada.

No Simpla, optamos por fazer uma adaptação da fórmula na busca por definir qual a taxa de atratividade embutida no preço de mercado do fundo, de forma a podermos compará-la com os pares de mercado.

Para o cálculo é necessário definir um dividendo constante para o fundo, que no caso do BTLC11 será o patamar atual da renda de R\$0,78/cota. Além disso, é preciso encontrar uma base para a taxa de atratividade, a recomendação é utilizar o cupom de remuneração de títulos públicos atrelados ao IPCA e com prazo longo. No momento de escrita deste relatório, o Tesouro IPCA + 2040 remunera IPCA + 6,96%.

Com base nesses dados, o BTLC11 negocia com um prêmio de 2,40% em relação ao Tesouro. Para efeito de comparação, a média do segmento logístico é de 3,22%, ou seja, o fundo apresenta um desconto inferior ao de seus pares.

Opinião do Analista

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

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

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

O portfólio do BTLG11 é o seu grande destaque. Algo que merece ser mencionado é a capacidade que a gestão vem mostrando de se manter fiel à estratégia do fundo. Ter imóveis no raio 30 Km de SP é excelente, sendo muito difícil aumentar essa exposição, pois poucos querem vender esses imóveis e quem vende não cobra barato.

A mais recente negociação do fundo contribuirá para a melhoria do perfil da carteira, uma vez que o ativo localizado em Santo André encontra-se dentro do raio de 15 km da capital paulista. Além disso, a expectativa de geração de caixa e lucro com a venda das lajes corporativas do SARE11 deve ajudar o fundo a manter sua distribuição elevada e a equilibrar seu caixa para cumprir com as obrigações assumidas.

O BTLG11 vem entregando excelentes resultados em um cenário desafiador, o que nos leva a refletir sobre o potencial do fundo quando o ambiente macroeconômico for mais favorável. Enquanto aguardamos a queda da Selic, o fundo se apresenta como uma boa opção de renda estável.

Com base em tudo que vimos, entendemos que o BTMG11 continua sendo uma boa opção dentro do segmento de logística. O seu portfólio ainda é um diferencial competitivo muito relevante frente aos pares.

Por isso, nossa recomendação é de compra para o BTMG11.

Equipe



Gabriel Bassotto

Analista CNPI especialista em

Ações Brasileiras



Carlos Júnior

Analista CNPI especialista em

Fundos Imobiliários



Thiago Armentano

Analista CNPI especialista em

Investimentos no Exterior

Acompanhamento

relatório atualizado em 29.06.2025

Nossa equipe de analistas está atenta a todas as movimentações relevantes, mantendo os rankings e seus respectivos fundamentos atualizados todas as semanas. Em caso de grandes mudanças, os relatórios também podem ser atualizados. Já em caso do ativo receber recomendação de venda, nossa sugestão se refere, única e exclusivamente, à retirada do ativo da carteira do investidor, uma vez que não incentivamos a prática de venda à descoberto.

Disclaimer

Todas as análises aqui apresentadas foram elaboradas pelo analista de valores mobiliários autônomo Carlos Humberto Rodrigues Nunes Junior (CNPI EM-7932), 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 de valores mobiliários envolvidos na elaboração do relatório (e/ou seus cônjuges ou companheiros) são, ou podem ser, titulares de valores mobiliários objeto do relatório, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros. Na emissão deste relatório, a Simpla Invest, controladora do Simpla Club, poderá estar agindo em conflito de interesses em relação ao emissor, podendo (i) ter interesses financeiros e/ou comerciais relevantes e/ou (ii) estar envolvida na aquisição, alienação ou intermediação dos valores mobiliários objeto deste relatório. 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.

