



Análise

AFHI11

Produzido por SIMPLA CLUB

Carlos Humberto Junior

Última Atualização

O cenário macroeconômico não é favorável à valorização das cotas dos fundos imobiliários. A Selic elevada atrai um grande fluxo de investidores para a renda fixa, provocando uma queda nos preços dos ativos de renda variável.

O *Tesouro IPCA+* é um título público com grande correlação com o mercado de FIIs, já que seu prazo costuma ser mais longo e há a promessa de correção pela inflação — características desejadas no investimento imobiliário. As taxas oferecidas por esses títulos atualmente estão muito acima da média histórica, o que torna difícil não destinar os aportes a eles.

Entretanto, destacamos que este é um excelente momento para os fundos melhorarem seus portfólios. É nas crises que os imóveis ficam mais baratos e que as dívidas oferecem remunerações mais atrativas. Se o Tesouro oferece um título pagando IPCA+7%, um devedor privado, mesmo que saudável, terá que oferecer IPCA+8% ou 9%.

Nem todos os fundos de papel estão aproveitando essa oportunidade, mas o AFHIII está. A gestão aproveitou o momento para alocar recursos em novas operações com taxas mais atrativas, o que resultou no aumento da rentabilidade média da carteira do fundo. Em janeiro de 2024, a carteira do fundo possuía CRIs com retorno médio de IPCA+7,87%, enquanto hoje essa média subiu para IPCA+8,52%.

A crise irá passar, mas o AFHIII continuará com as dívidas em sua carteira. Portanto, o retorno de longo prazo do fundo foi favorecido por essa boa leitura de cenário. O trecho abaixo resume o que apresentamos e mostra os próximos passos do fundo:

“Nos últimos meses, aproveitou oportunidades no mercado secundário para adquirir operações indexadas ao IPCA+ com spread de crédito

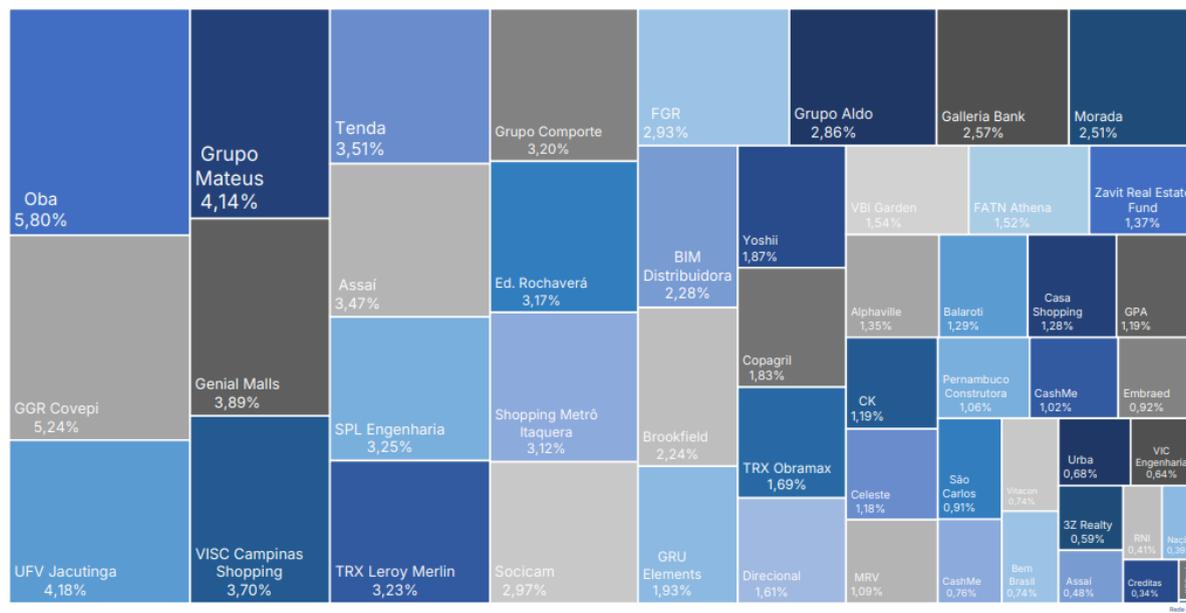
superior à taxa média da carteira e em patamares vistos em poucos momentos. Considerando os últimos dados de inflação divulgados, a equipe de gestão focará em operações indexadas ao CDI+, com duration mais curto, visando aproveitar o carregamento proporcionado pelo atual patamar da taxa SELIC, ainda que o spread de crédito seja inferior à taxa média de aquisição do fundo.”

Agora que já conseguiu melhorar a rentabilidade da parcela de sua carteira atrelada ao IPCA, a gestão passará a focar em títulos indexados ao CDI. Os CRIs indexados ao CDI permitirão uma melhoria no retorno de curto prazo do fundo, considerando que a Selic está em 15%.

Como mencionado, o AFH111 aumentou seu potencial de longo prazo ao aproveitar oportunidades no mercado de CRIs atrelados ao IPCA e, agora, pretende potencializar seu retorno de curto prazo por meio de dívidas expostas ao CDI.

A compra desses novos CRIs está sendo viabilizada pela venda de operações da carteira, mas boa parte dos recursos veio da alocação da 6.^a emissão. Essa captação foi encerrada em junho de 2024 e atingiu o montante de R\$53 milhões.

Além da melhoria na taxa de retorno da carteira, o AFH111 foi capaz de aprimorar sua diversificação. A figura abaixo mostra a concentração do fundo por devedor:

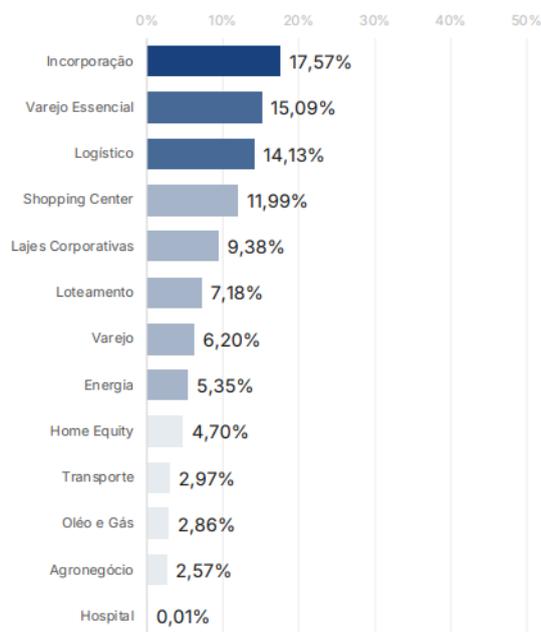


Concentração por devedor.
Fonte: Relatório gerencial.

Em nossa última análise, o AFHIII possuía mais de 10% de sua carteira vinculada ao Grupo Oba — patamar que consideramos desconfortável. Como podemos observar, o critério de diversificação do fundo melhorou significativamente, de forma que o risco de concentração deixou de ser uma preocupação.

A diversificação da carteira de um fundo de papel é a principal estratégia para a redução de riscos. Valorizamos aqueles ativos que não apresentam grande exposição a um único devedor ou setor. Além disso, a diversificação geográfica das garantias dos CRIs é sempre bem-vinda, ainda que não seja essencial.

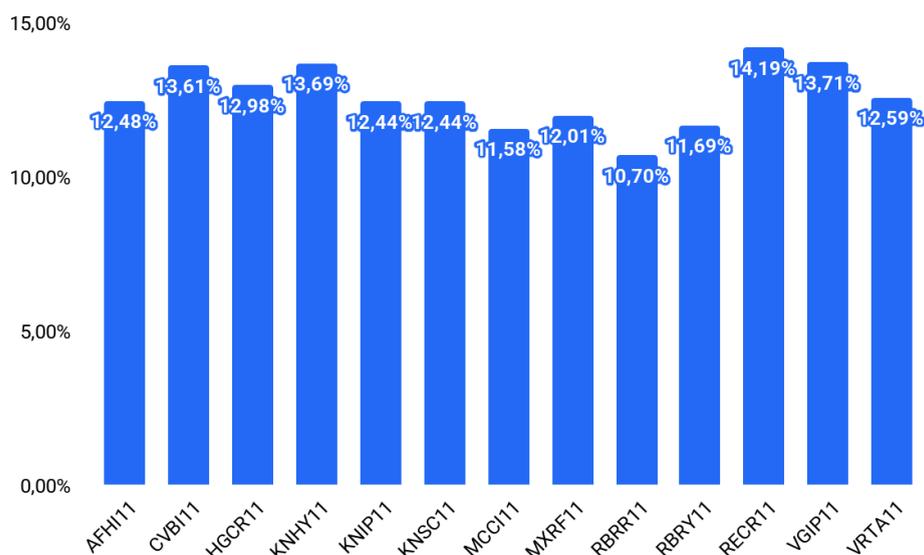
O AFHIII não divulga a localização de suas garantias, pois muitos de seus CRIs são do tipo pulverizado. No entanto, está disponível a distribuição por segmento, a qual apresentamos a seguir:



*Diversificação setorial.
Fonte: Relatório gerencial.*

Mais uma vez, observamos como o fundo evoluiu significativamente no último ano. Em janeiro de 2024, o setor de incorporação representava 40% da carteira. Atualmente, a diversificação setorial do AFH111 é digna de elogios.

Para completar esse bom momento, além de ter aprimorado seus fundamentos no último ano, o AFH111 foi capaz de entregar um *dividend yield* bastante competitivo. O gráfico a seguir apresenta uma comparação do *dividend yield* dos últimos 12 meses entre os principais fundos de papel:



Dividend yield dos FIIs de CRI.

Fonte: Simpla Club.

A distribuição média dos fundos selecionados foi de 12,64%, enquanto a do AFHI11 ficou em 12,48%. Em nossa visão, esse é um resultado bastante positivo para um ativo que oferece tanta previsibilidade e tranquilidade ao investidor.

A gestão do AFHI11 adota a filosofia de estabilização dos dividendos. Nos últimos 12 meses, o fundo gerou R\$11,90 por cota em resultado, mas distribuiu apenas R\$11,54 por cota. Caso tivesse sido distribuído todo o resultado gerado, o *dividend yield* do fundo teria alcançado 12,87%, superando a média dos pares.

Em algum momento, esse resultado acumulado será distribuído, representando um ganho que chegará ao bolso do cotista. A grande vantagem é que os dividendos do AFHI11 são mais previsíveis e menos suscetíveis a eventos negativos. Os fundos de papel que não constituíram reservas sofreram mais que o AFHI11 nos meses de deflação.

Na carteira do investidor, há espaço tanto para os FIIs que distribuem integralmente o que geram quanto para aqueles que constituem reservas.

O mais importante é conhecer a estratégia do seu fundo imobiliário para alinhar adequadamente as expectativas.

A figura abaixo apresenta a reserva acumulada pelo AFH111 nos últimos 12 meses:



Reserva acumulada do AFH111.
Fonte: Relatório gerencial.

Além dos R\$0,45 por cota de resultado acumulado, o fundo possui R\$0,37 por cota de inflação acumulada. Isso significa que há um total de R\$0,82 por cota disponível para equilibrar os dividendos.

Os números indicam que o AFH111 está bem preparado para enfrentar eventuais períodos de IPCA mais baixo. O cotista pode ficar tranquilo quanto à manutenção do dividendo próximo a R\$1 por mês.

Área de Atuação

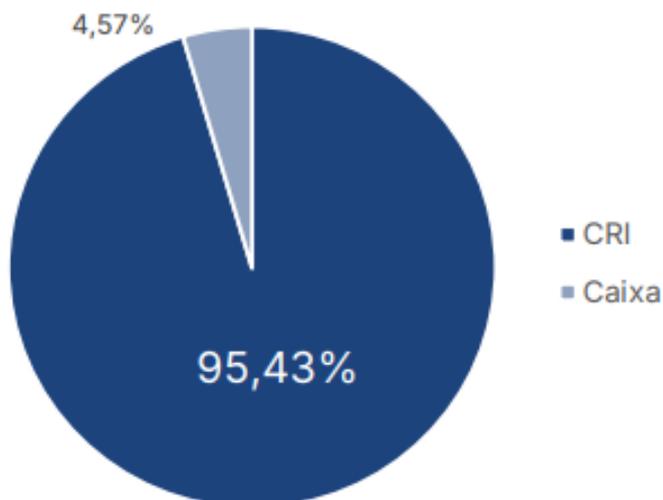
Certificados de recebíveis imobiliários

O regulamento do fundo deixa claro o foco em recebíveis imobiliários, embora possibilite a alocação de até 33% do capital em outras classes de ativos.

O AFH111 é um fundo de patrimônio pequeno, de forma que muitas alterações podem ocorrer na estratégia do fundo ao longo do tempo. Até aqui podemos destacar que o fundo busca ser um FII de CRI “puro sangue”, ou seja, com mais de 90% do patrimônio alocado em recebíveis.

A figura abaixo mostra como está alocado o patrimônio do fundo.

POR INSTRUMENTO



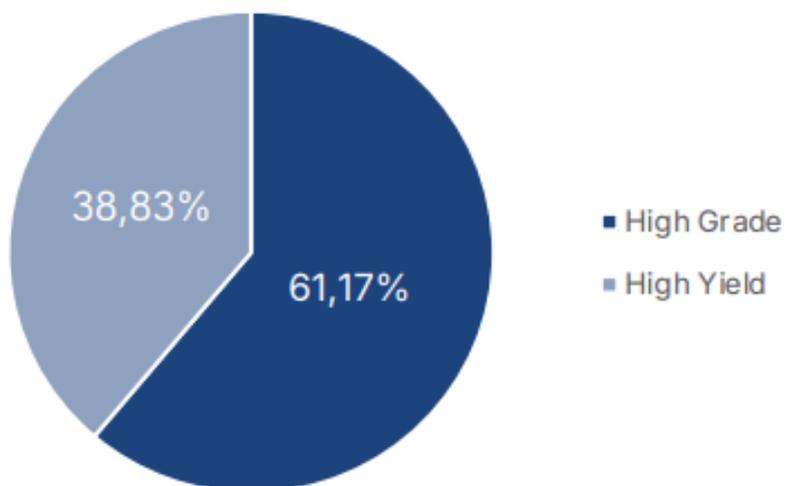
Alocação por ativo.

Fonte: Relatório gerencial.

No universo dos FIIs de CRI existe o sistema de classificação baseado no nível de risco. Nele os fundos podem ser classificados como *high grade* quando possuem uma concentração em dívidas seguras, como *high yield* quando possuem concentração em dívidas arriscadas e como *middle risk* quando possuem uma mescla destas classificações.

O AFH111 pode ser classificado como um "middle risk", pois faz parte de sua estratégia se expor tanto a dívidas com menor risco de calote quanto àquelas com elevado risco. A figura a seguir mostra a divisão da carteira por perfil de risco do CRI.

POR RISCO



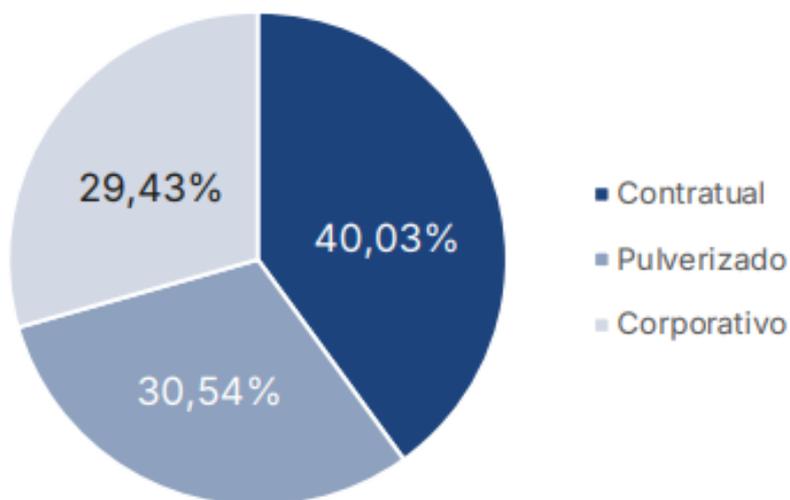
*Alocação por perfil de risco.
Fonte: Relatório gerencial.*

A equipe de gestão do fundo trabalha com uma concentração limite de 40% do patrimônio em dívidas *high yield*.

Ainda sobre a estratégia do AFHIII, é preciso destacar que o fundo diversifica sua exposição entre os tipos de riscos dos recebíveis. Os CRIs podem ser classificados de acordo com o seu lastro imobiliário.

A classificação “corporativo” refere-se a CRIs cujo risco de crédito está atrelado à saúde e à operação de determinada empresa. Nos CRIs “contratuais” o lastro é um contrato de uma operação, enquanto os “pulverizados” tem um risco atrelado a uma carteira de vários devedores. A próxima imagem detalha a alocação do fundo.

POR TIPO DE RISCO

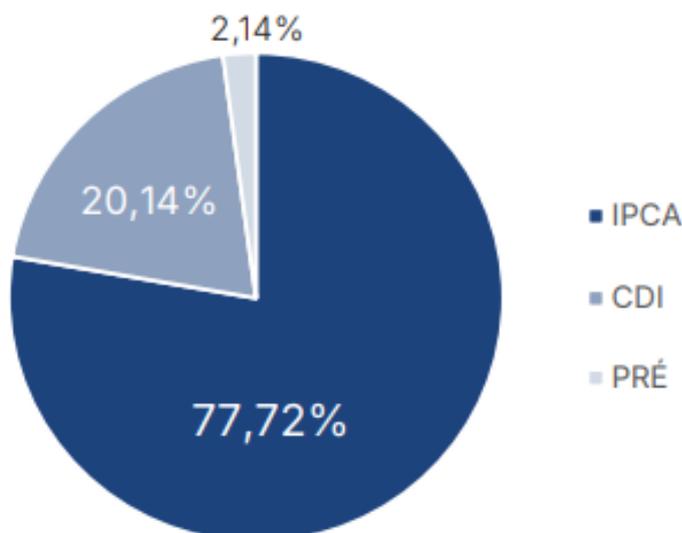


Concentração por tipo de risco.
Fonte: Relatório gerencial.

Em via regra, a concentração em CRIs pulverizados aumenta o risco de um FII. Entretanto, dentro do AFH111 não vemos uma elevada exposição ao setor de multipropriedade, o qual é muito caracterizado por recebíveis pulverizados de alto risco.

Outro ponto que sempre merece destaque na análise de um fundo de recebíveis é o seu histórico de exposição por indexador. No caso do AFH111, a gestão tem liberdade para se expor aos diferentes indexadores, porém tem preferência pelo IPCA. A figura abaixo mostra a diversificação de indexadores do fundo.

POR INDEXADOR



*Exposição por indexador.
Fonte: Relatório gerencial.*

Acreditamos ser positiva essa maior liberdade de exposição aos indexadores, pois permite que o gestor surfe o ciclo imobiliário, reduzindo o impacto das alterações destes índices. A gestão do AFH111 já utilizou bem este potencial ao aumentar a concentração em CDI a partir do final de 2021.

Governança Corporativa

O AFH111 é administrado pelo BTG Pactual e gerido pela AF Invest. Ser administrado pelo BTG já garante que o fundo apure seus resultados pelo regime de caixa, algo que será mais discutido no decorrer do relatório.

A AF Invest é uma empresa fundada em 2006 dedicada ao investimento em crédito privado e em renda variável. Além disso, a instituição faz parte do grupo Araújo Fontes que possui mais de 30 anos de atuação no mercado financeiro.

Dentro do mercado de FIs o trabalho da AF Invest é pouco conhecido, seu fundo mais antigo era o AFCR11 que agora é conhecido como CACR11 e gerido pela Cartesia Investimentos.

O fato de ser um fundo novo e de uma gestora pouco conhecida, eleva o risco do AFH111. Entretanto, o trabalho realizado pela equipe de gestão até aqui gera boas perspectivas.

O primeiro ponto positivo que merece destaque é o uso da grande estrutura Araújo Fontes na originação e estruturação de CRIs para o fundo. O trecho a seguir mostra como foi possível elevar a receita do fundo via originação de um CRI.

“Além de considerarmos uma ótima aquisição em virtude da qualidade do ativo e do risco/retorno da operação, em virtude da atuação da gestora do Fundo na estruturação dos CRI’s, a taxa de R\$500.000,00 devida a este título foi revertida em benefício dos cotistas, contribuindo para melhorar imediatamente os rendimentos distribuídos. Esta estratégia é um diferencial do Fundo, já que a gestora AF Invest é uma empresa do grupo Araújo Fontes, boutique de negócios com mais de 30 anos de expertise em operações de M&A e gestão de recursos e, portanto, com elevada capacidade de contribuir para a estruturação de operações de crédito e mercado de capitais, conforme já mencionamos em recentes entrevistas divulgadas em nossas mídias sociais.”

Possuir esta capacidade é muito importante para melhorar a taxa dos ativos dentro da carteira. Entretanto, vale mencionar que apesar da gestora possuir uma boa capacidade de estruturação, o pequeno patrimônio do fundo não permite que boa parte das oportunidades seja aproveitada, já que elas demandam um alto nível de investimento que prejudicaria a diversificação do portfólio. Quando o AFH111 atingir cerca de R\$1 bilhão de patrimônio, este problema será minimizado.

Outro destaque do trabalho da AF Invest é a constante melhoria dos documentos divulgados. O relatório gerencial do AFH111 evoluiu bastante, de forma que hoje são disponibilizados importantes gráficos, uma planilha

de acompanhamento dos ativos e uma DRE bem detalhada. Além disso tudo, a gestão está presente com frequência em *lives* para sanar dúvidas de seus cotistas.

Em abril de 2022, a equipe de gestão divulgou a retirada permanente da taxa de performance do fundo. Este movimento mostrou um alinhamento de interesse entre gestão e cotistas.

Por fim, é preciso destacar o trabalho que a gestora vem fazendo nas novas emissões de cotas do fundo. As novas emissões respeitaram o valor patrimonial por cota do fundo, inclusive este foi um compromisso assumido pela gestora, como podemos ver no trecho a seguir:

“Por fim, gostaríamos de comunicar que a equipe de gestão do AFH111 não vislumbra realizar emissões de novas cotas do fundo em valor inferior ao valor patrimonial, ressaltando que o fator principal para definição do preço da oferta é o potencial de retorno para os cotistas, de forma transparente e objetiva.”

Outro elogio às captações realizadas pelo AFH111 é a rápida alocação dos recursos. A gestão vem mostrando uma ótima capacidade de encontrar novas oportunidades para o fundo, de forma que o dinheiro levantado não permanece muito tempo dentro do caixa. Além disso, os novos ativos acrescentados permitiram um aumento da taxa média do fundo desde seu IPO.

O ponto mais inovador e chamativo do trabalho da AF Invest foi a decisão de arcar com os custos de distribuição de várias de suas emissões. Isto reduz o preço pago pelo cotista, mostrando um grande alinhamento de interesses.

Em resumo, apesar de nova, a AF Invest tem práticas exemplares que nos fazem classificá-la como uma ótima gestora.

Riscos do Negócio

O Risco de Crédito está presente no fundo, pois é inerente aos fundos de recebíveis. Os CRIs são instrumentos de renda fixa e um dos principais riscos desta classe de investimento é o risco de crédito, também conhecido como risco de calote. Por estarmos tratando de uma dívida, é muito importante o monitoramento da saúde da operação para evitar perdas.

O AFH111 tem exposição tanto às dívidas com risco de calote baixo, quanto às dívidas com risco elevado. No último relatório, a concentração em créditos *high yield* era de 38,83%, um patamar alto para um fundo *middle risk*.

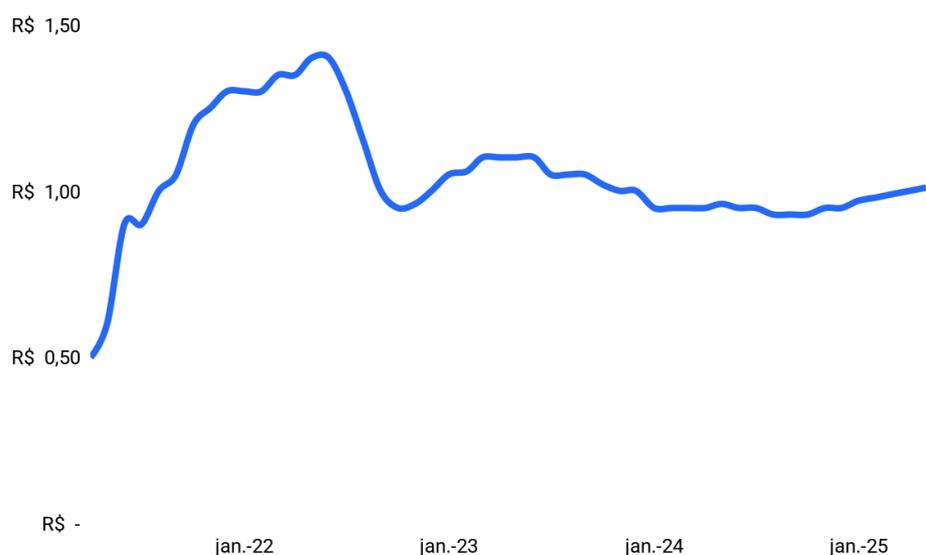
Apesar da grande concentração em dívidas mais arriscadas, o fundo não tem histórico de inadimplências.

O fato de o AFH111 ser um FII novo, de uma gestora pouco conhecida no mercado de FIIs, também deve ser considerado um fator de risco. Se por um lado, o crescimento do patrimônio pode reduzir alguns riscos, por outro pode causar uma mudança muito grande na estratégia que o fundo apresentou até aqui.

No geral, não vemos tantos riscos dentro do AFH111. Os maiores problemas do fundo vêm do seu pequeno patrimônio, de forma que são facilmente resolvidos.

Resultados Anteriores

Gostamos de começar a análise dos resultados anteriores de um FII pela visualização do seu histórico de rendimentos, apresentado na figura.



Histórico de rendimentos.

Fonte: Simpla Club.

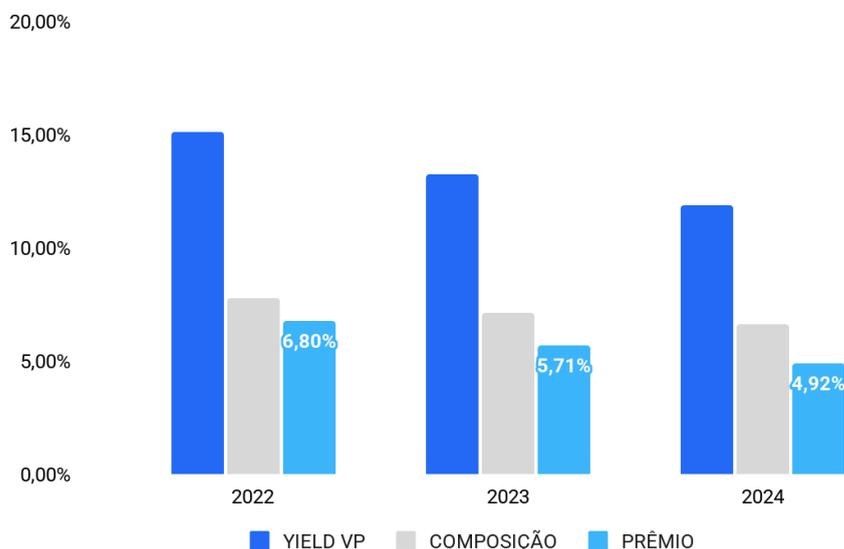
Em sua história, o AFH111 entregou um total de R\$52,14/cota de rendimentos. O *yield* médio mensal foi de 1,08%.

O fundo possui uma estabilidade de rendimentos pouco comum no segmento. A maioria dos fundos de papel tem dividendos que acompanham as mudanças dos principais indexadores de mercado, algo que também acontece no AFH111. Porém, a magnitude destas alterações é menor no fundo tanto pelo modelo de apuração de resultado quanto pela estratégia da gestão.

A AF Invest opta por fazer reserva em meses de renda mais elevada para compensar os meses de renda reduzida. Além disso, com a apuração pelo regime de caixa, o fundo costuma acumular a inflação passada, podendo distribuí-la no futuro. Um grande exemplo disso foi a pouca redução da renda do fundo entre julho e setembro de 2022, meses em que vivenciamos uma deflação.

Além da análise do histórico mensal, consideramos extremamente relevante a observação do histórico de *dividend yield* anual do fundo, comparando-o com os resultados do IPCA e do CDI. Como o AFH111 possui

títulos indexados a ambos os indicadores em sua carteira, elaboramos uma composição de referência com 70% de IPCA e 30% de CDI. O gráfico a seguir detalha esses resultados.



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

O curto histórico do fundo exige cautela na formulação de conclusões definitivas. No entanto, é fato que o resultado entregue até aqui é bastante atrativo, já que o fundo foi capaz de pagar 5,81% a mais do que uma composição de referência entre IPCA e CDI.

Por fim, é preciso analisar o retorno total entregue pelo AFH111. O resultado total, valorização mais reinvestimento dos dividendos, foi de 69,27%. Para efeito de comparação, no mesmo período, o IPCA retornou 28,83% e o CDI 56,11%.

Valuation

P/VP

A melhor metodologia para análise de preço de fundos de papel é o preço sobre valor patrimonial.

O valor patrimonial de um FII de recebíveis não tem tendência de valorização, diferentemente do caso dos FIIs de tijolo. O patrimônio é constituído de dívidas que têm o seu valor justo marcado no mercado.

Outro ponto que favorece o uso deste indicador é a fidelidade do valor patrimonial à realidade. As dívidas presentes nas carteiras dos FIIs têm seu valor calculado mensalmente, em alguns casos diariamente, por estarmos falando de um mercado com alta liquidez. Portanto, em via de regra, podemos acreditar no VP que estamos vendo e evitar pagar muito mais caro por ele.

Em nossa visão, o investidor pode comprar um fundo com um P/VP de até 1,05 vezes. Valores acima desta margem já fazem o investidor assumir um grande risco de perda por desvalorização da cota.

Casos de P/VP com desconto, ou seja, abaixo de 1, devem ser analisados com mais calma, pois existe a possibilidade de problemas no fundo que não estão sendo contabilizados.

O último valor patrimonial divulgado pelo AFH111 foi de R\$94,72 por cota. Atualmente, o fundo é negociado a R\$92,44, o que gera uma relação P/VP de 0,98.

Os bons FIIs de papel negociam numa média de P/VP de 0,96, dessa forma podemos afirmar que o AFH111 está negociando em média com seus pares.

Opinião do Analista

O AFH111 é um fundo de papel novo com uma proposta de fácil entendimento: mesclar a alocação em dívidas seguras e dívidas mais arriscadas.

O grande diferencial do fundo é a gestão da AF Invest. A gestora não é muito conhecida no mercado de FIs, o que, por si só, eleva o risco do fundo. Entretanto, o trabalho realizado até aqui é muito positivo.

A AF Invest, por fazer do grupo Araújo Fontes, consegue usufruir de uma estrutura maior que possibilita a originação e estruturação de novos CRIs para o AFH11. Este trabalho proporciona uma melhoria na taxa dos ativos investidos, gera uma economia de custos e torna a alocação mais veloz.

A gestora do AFH11 também merece elogios por, em vários momentos, ter mostrado um grande alinhamento de interesses com seus cotistas. Isto pode ser visto na melhoria dos documentos após sugestão dos investidores, na retirada da taxa de performance do fundo e no pagamento dos custos das emissões.

Todo este bom trabalho foi comprovado com o bom desempenho do fundo desde sua criação, de forma que foi possível superar importantes indicadores de mercado, além de pares do setor de papel.

O único risco que merece atenção no fundo é o risco de crédito — presente em todos os FIs de papel. O fato de o AFH11 ter quase 40% de exposição a CRIs mais arrojados exige um acompanhamento mais atento por parte do investidor. Vale ressaltar, contudo, que o fundo não apresenta histórico de inadimplência.

Ao analisarmos o desempenho do último ano, observamos um trabalho de gestão bastante consistente. A carteira está mais diversificada, a taxa média de rentabilidade aumentou e foi possível constituir uma reserva relevante — capaz de equilibrar os dividendos do fundo mesmo em cenários de queda acentuada da inflação.

Ao escrever esta atualização fomos surpreendidos positivamente pelo fundo. A qualidade do portfólio construído e a estabilidade da renda são

diferenciais do AFH111. Com base em tudo que vimos, entendemos que o fundo é uma ótima opção para a carteira do investidor.

Nossa recomendação é de compra para o AFH111.

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 09.07.2025

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.

