



Relatório Semestral

ARX Dover Recebíveis FII
Dezembro/2024

INFORMAÇÕES DO FUNDO

ARXD11 | Características Gerais e Resumo do Mês de Dezembro/2024



Características

CNPJ	44.527.494/0001-32
Administração Fiduciária	Hedge Investments
Gestão	ARX Investimentos
Taxa de Administração ¹	1,02% sobre o patrimônio líquido do Fundo
Público-alvo	Investidores em Geral
Classificação ANBIMA	FII de Títulos e Valores Mobiliários Gestão Ativa
Início do Fundo	Março/2023
Quantidade de Cotas	9.011.170 1.376 cotistas
Patrimônio Líquido	R\$ 84.935.567,87
PL/Cota	R\$ 9,42
Valor de Mercado/Cota	R\$ 7,39
Rendimentos	Divulgação: último dia útil do mês Pagamento: 10º dia útil do mês seguinte
Tributação Aplicável	Os rendimentos do Fundo são isentos de IR para pessoas físicas ²

Comentários da Gestão

O objetivo do **ARX Dover Recebíveis FII (ARXD11)** é investir em recebíveis imobiliários, majoritariamente em CRIs, cabendo destacar que essas operações são originadas e estruturadas pela própria gestora ou por parceiros.

No fechamento do mês de dezembro, o portfólio estava 98,83% alocado em CRIs, com dezoito operações, divididas em vinte e uma séries, chegando em um resultado líquido de R\$ 875.846,15 (R\$ 0,097/cota). O ARXD11 distribuiu como rendimentos o equivalente a R\$ 0,098/cota no dia 15/01/2025, o que representa um *dividend yield* anualizado de 13,22% a.a., observada a cota patrimonial no fechamento do mês (R\$ 9,42). Considerando o valor a mercado da cota no fechamento do mês (R\$ 7,39), temos *dividend yield* anualizado, líquido de impostos, de 17,13% a.a. Desde seu início, o Fundo distribuiu R\$ 2,238³ em rendimentos, o que é equivalente a 128,86% do CDI, considerando a cota patrimonial no fechamento do mês (R\$ 9,42) e a isenção de IR.

A carteira encerrou o mês com 27,29% em operações com taxa média de aquisição de CDI+3,78% (*duration* média de 2,04 anos), 63,18% em operações com taxa média de aquisição de IPCA+8,86% (*duration* média de 4,91 anos) e 9,53% em uma operação com taxa de aquisição de INCC+9,00% (*duration* de 6,62 anos). Ainda temos outras operações dentro de casa, em um montante aproximado de R\$ 40 milhões, e o time de gestão está trabalhando ativamente para realizar movimentações táticas quando oportunidades interessantes surgirem no mercado secundário.

No primeiro semestre de 2025, considerando a perspectiva de juros e inflação em patamares superiores e com um ambiente macroeconômico mais desafiador, o time de gestão prefere atuar de forma mais conservadora na distribuição de rendimentos. Dessa forma, o Fundo buscará manter o patamar de distribuição na média de R\$ 0,095/cota durante esse período, evitando flutuações no *guidance*. Caso o resultado acumulado seja superior, será feito o ajuste no último mês do semestre para respeitar a distribuição de no mínimo 95% do resultado semestral auferido a regime de caixa.

Nas próximas páginas, detalharemos a estratégia do Fundo e os ativos que compõem a carteira do ARXD11.

Data-base: 31/12/2024. **Nota:** Os índices são mera referência econômica e não devem ser entendidos como meta ou parâmetro de performance do Fundo. **1** A Taxa de Administração inclui a Taxa de Gestão. **2** Desde 01/01/2024, a isenção de IR é válida caso: (i) as cotas do Fundo forem negociadas exclusivamente em bolsa ou mercado de balcão organizado; (ii) tenha, no mínimo, 100 cotistas; e (iii) o cotista beneficiado não deve ser dono de mais de 10% (dez por cento) das cotas do Fundo, nos termos da Lei nº 14.754/23. **3** O valor trazido para os rendimentos distribuídos foi devidamente ajustado para a nova base de referência, considerando o desdobramento das cotas na proporção de 1:10.

INFORMAÇÕES GERAIS

Gestão e Estratégia



ARX Investimentos

R\$ 41 bilhões

em ativos sob gestão¹

A **ARX Investimentos** foi fundada em 2001 e é controlada pelo grupo global BNY desde 2008.

Os recursos sob gestão são divididos em uma diversificada grade de produtos nas estratégias de **Renda Variável, Multimercados, Crédito Privado, Imobiliário e DI**.

A ARX atua com independência no Brasil e, ao mesmo tempo, beneficia-se da robusta estrutura operacional e tecnológica do grupo BNY, que possui os mais altos padrões de governança. A gestora também possui uma estrutura de controles de risco e compliance que atua de forma independente da gestão e busca garantir a segurança dos investimentos dos cotistas.

A estratégia de **Imobiliário** veio para complementar a grade de produtos da ARX Investimentos, através de um time qualificado e em grande sinergia com a equipe de Crédito Privado, especialmente para operações estruturadas de dívidas imobiliárias, contando com um robusto processo de análise de investimentos. Hoje, a estratégia possui três fundos de investimento imobiliário e aproximadamente R\$ 346,8 milhões sob gestão¹.

Com base nos conceitos de solidez e segurança no longo prazo, o time Imobiliário analisa dezenas de operações, selecionando CRIs que possuem boa qualidade de crédito² e consistência financeira², aspectos que se mostraram muito importantes no atual cenário econômico. Além disso, a estrutura de garantias de cada operação é negociada caso a caso, considerando uma análise de risco dos projetos e setores envolvidos, bem como a capacidade financeira e o patrimônio de cada devedor.

O time de gestão da ARX Investimentos vem aproveitando o momento de mercado atual, que apresenta uma liquidez menor, para adquirir operações com qualidade de crédito e bons níveis de *spread*, sendo o foco em operações *high grade*, uma vez que estão apresentando *spreads* interessantes para esse nível de risco, e isso tem se mostrado estratégico no momento atual.

Todas as operações encontram-se detalhadas ao final deste Relatório.

ARX significa “fortaleza” em latim e o nome do Fundo reforça essa ideia: **o castelo de Dover é umas das fortalezas mais importantes da Inglaterra**, com enorme importância defensiva ao longo dos séculos, e confere ao Fundo as ideias de **solidez e segurança no longo prazo**.

¹ Data-base: 31/12/2024. ² Conforme avaliação da ARX Investimentos.

CENÁRIO MACROECONÔMICO



Palavra do Gestor

O segundo semestre de 2024 foi marcado pela volatilidade das perspectivas macroeconômicas nos Estados Unidos. Em meados do ano, havia grande receio sobre a atividade econômica e o mercado de trabalho mostrava um quadro bastante negativo. As métricas de recessões já estavam acionadas e, portanto, a curva de juros caiu significativamente. O mercado chegou a precificar juro terminal abaixo do nível neutro por lá – contudo, no quarto trimestre, os dados voltaram a mostrar uma economia forte e o cenário virou novamente. Além disso, tivemos a eleição presidencial americana, com vitória de Donald Trump. Sua plataforma envolveu, entre outras coisas, aumento de tarifas comerciais, política de deportação de imigrantes e forte renúncia tributária. Tais fatores são associados a aumento da inflação e deterioração fiscal, de modo que havia uma compreensão de que suas políticas exigiriam juros mais altos à frente. No balanço do semestre, tivemos frustração com o orçamento global do ciclo de cortes, e nesse sentido, a perspectiva para 2025 é de cortes graduais. Se as políticas aplicadas por Trump forem mais comedidas e/ou se os dados de inflação mostrarem desaceleração mais intensa, poderemos ter um ciclo mais contundente.

Ainda no cenário global, os desafios da economia chinesa permaneceram sem solução. O governo apresenta dificuldades para estimular a economia por meio das políticas fiscal e monetária. Falta confiança para os consumidores chineses e a demanda doméstica está estagnada. Os índices de preço estão mostrando deflação, por exemplo. O país tem tentado adotar um modelo exportador, o que tem aliviado o ciclo econômico recentemente, mas a política comercial de Trump pode ameaçar esse equilíbrio. A China convive com problemas estruturais ligados a sua demografia, e a fraqueza de sua economia é ruim para o Brasil. Um ponto positivo do cenário global é o arrefecimento dos conflitos geopolíticos durante o semestre. Os principais exemplos são os conflitos no Oriente Médio e entre Rússia e Ucrânia.

No Brasil, o processo de piora na percepção de risco no país intensificou-se. O governo passou a utilizar mais intensamente políticas para fiscais – impulso fiscal por fora das regras orçamentárias – e a inconsistência do atual arcabouço fiscal tornou-se mais evidente. O problema é que várias rubricas de despesa crescem a uma taxa acima do próprio teto de gastos definido pelo arcabouço, tornando o mecanismo insustentável no médio prazo. Ao final de 2024, o mercado passou a cobrar por um ajuste que endereçasse esse problema, porém o governo elaborou um pacote de ajustes insuficiente e bastante tímido. Como o pacote anunciado mostrou que não há disposição em resolver o problema fiscal, tivemos forte estresse nos ativos domésticos. Os principais exemplos foram uma rodada adicional de desvalorização cambial e forte elevação da curva de juros.

Além disso, os dados de atividade estão mostrando uma economia bastante aquecida. O consenso é que esse aquecimento foi gerado por um impulso fiscal e, portanto, não é estrutural – o que significa que deveríamos ter mais inflação à frente. Por esse motivo e pela desvalorização cambial, as expectativas de inflação e os próprios dados correntes pioraram consideravelmente. Todo esse contexto obrigou o Banco Central a iniciar um ciclo agressivo de alta de juros, já contratando Selic de 14,25% a.a. no início de 2025. O mercado precifica níveis ainda mais altos, entre 15,5% e 16% em meados do ano que vem, ou seja, a perspectiva é de juros e inflação significativamente elevados. Possíveis gatilhos para queda de juros seriam uma desaceleração abrupta da atividade e/ou soluções fiscais estruturais por parte do governo.

Com o mercado passando a enxergar um aumento da Selic cada vez maior, o IFIX foi performando de forma negativa até o início de dezembro, quando, após declarações do Ministério da Economia, houve uma queda mais acentuada do índice, refletindo em uma queda forte nas cotas de fundos imobiliários em geral. Nas últimas semanas do ano, o IFIX conseguiu se recuperar um pouco, fechando em -5,89%. A expectativa para 2025 ainda depende de um cenário de juros muito incerto no Brasil, dessa forma, nossa equipe de gestão buscará mais oportunidades no secundário para reciclagem do portfólio, procurando manter um patamar estável na distribuição de rendimentos ao longo do primeiro semestre.

As opiniões desta página são do time Macro da ARX, em conjunto com o time Imobiliário.

RESULTADO DO MÊS

Demonstrativo do Resultado Financeiro



No mês de dezembro, o Comitê de Política Monetária (Copom) acelerou o ciclo de alta de juros e elevou a taxa Selic em 1,00 p.p., para 12,25% ao ano, voltando ao patamar visto no final de 2023. Assim, continuamos a notar uma forte abertura da curva de juros, com um consequente impacto para a cota patrimonial do Fundo - a título exemplificativo, se todos os CRIs indexados à inflação estivessem marcados na taxa de aquisição (média de Inflação + 8,86%), teríamos a cota patrimonial precificada a R\$ 9,94, versus uma cota de R\$ 9,51 considerando a marcação atual, ou seja, a abertura da curva impactou o patrimônio líquido do Fundo em R\$ 0,52 ou 5,49%.

Nosso time segue empenhado em identificar oportunidades no mercado secundário, e atualmente, o Fundo está com a carteira completamente alocada, majoritariamente em Inflação+ e entrega rendimentos aos seus cotistas em níveis compatíveis com o momento de mercado, distribuindo o equivalente a 131,93% do CDI líquido nesse mês (considerando a cota patrimonial).

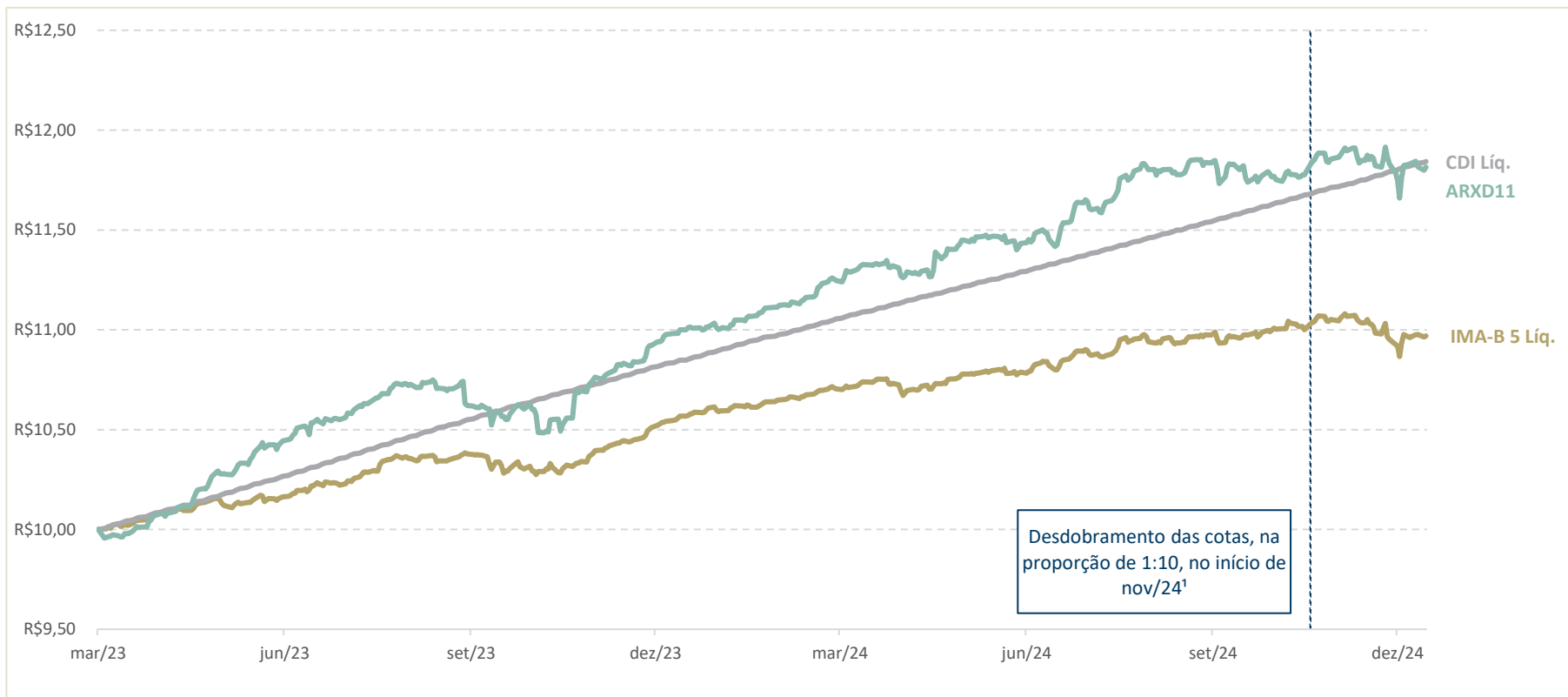
Por fim, nosso time continua trabalhando com o intuito de evitar eventuais revisões do *guidance*⁴, respeitando a distribuição de no mínimo 95% do resultado semestral auferido a regime de caixa.

	Out/24	Nov/24	Dez/24	Acumulado 2024	Dez/24 (R\$/Cota)
RECEITAS	1.048.425,83	999.018,37	968.413,15	9.893.067,02	0,107
Rendimento com CRI	896.573,76	972.686,86	962.339,75	9.259.969,89	0,107
Juros e Prêmio com CRI	755.966,28	738.430,54	695.221,37	7.449.573,67	0,077
Atualização Monetária dos CRI	140.607,48	234.256,31	267.118,37	1.810.396,22	0,030
Lucro/Prejuízo com Compra/Venda de CRI	136.044,49	17.217,27	-	486.738,84	-
Receita Renda Fixa	15.807,58	9.114,24	6.073,40	146.358,29	0,001
DESPESAS	-80.136,09	-103.355,18	-92.567,00	-989.715,61	-0,010
Taxa de Administração ¹	-54.703,01	-78.371,72	-66.940,81	-542.317,93	-0,007
Custos CETIP, B3 e CVM	-4.534,30	-4.464,83	-4.477,58	-50.872,27	-0,000
Outras Despesas	-20.898,78	-20.518,63	-21.148,61	-213.485,61	-0,002
Desp. Fin. com alavancagem de CRI	-	-	-	-183.039,80	-
RESULTADO LÍQUIDO	968.289,74	895.663,19	875.846,15	8.903.351,41	0,097
Reservas Utilizadas	-	5.453,81	7.248,51	-	0,001
Distribuição Efetiva	901.117,00	901.117,00	883.094,66	8.775.852,16	0,098
Resultado Acumulado²	24.139,61	18.685,80	12.337,92	-	0,001
Quantidade de Cotas	901.117	9.011.170	9.011.170	-	-
Distribuição por Cotas ARXD11 (R\$)³	0,100	0,100	0,098	1,228	
Distribuição por Cota (%)³	1,04%	1,05%	1,03%	12,90%	
RESULTADO GERENCIAL – ALAVANCAGEM					
Rendimentos	-	-	-	230.549,94	
Custo	-	-	-	-175.335,42	
Resultado Líquido	968.289,74	895.663,19	875.846,15	8.958.565,93	

Data-base: 31/12/2024. **Nota:** Os índices são mera referência econômica e não devem ser entendidos como meta ou parâmetro de performance do Fundo. **1** A Taxa de Administração inclui a taxa de gestão, totalizando 1,02%a.a. sobre o patrimônio líquido do Fundo, nos termos do Regulamento. **2** O Resultado Acumulado de outubro e dezembro/2024 sofreram ajustes contábil pelo administrador fiduciário. **3** A Distribuição por Cota foi devidamente ajustada para a nova base de referência, considerando o desdobramento das cotas na proporção de 1:10, sendo o seu percentual calculado com base na cota contábil. **4** As projeções e hipóteses apresentadas são uma mera estimativa e não constituem garantia ou promessa de rentabilidade e resultado pela ARX Investimentos.

RESULTADO DO MÊS

Rentabilidade Histórica



O retorno total do Fundo entre abr/23 e dez/24 foi de **18,15%**. Para comparação, no mesmo período, o retorno do CDI (líquido de IR) foi de 18,43%, enquanto o retorno do IMA-B 5 (líquido de IR) foi de 9,69%.

129%

do CDI
(líquido de IR)

Rentabilidade Histórica

em comparação com o CDI (líquido de IR), levando em conta as variações da cota patrimonial e os rendimentos distribuídos.

R\$ 0,11

/mês

Rendimento Médio Distribuído

desde o início do Fundo.

Data-base: 31/12/2024. O retorno total do ARXD11 foi calculado com base nos valores da cota patrimonial mês a mês, uma vez que o Fundo ainda não possui liquidez relevante no mercado secundário. Além disso, o retorno total indicado acima considera a valorização da cota patrimonial e o reinvestimento do rendimento recebido em cada período. Para que não haja a cobrança de IR, é necessário que o fundo tenha cotas negociadas exclusivamente em bolsa ou mercado de balcão organizado; tenha, no mínimo, 100 cotistas; o cotista beneficiado com a isenção não ser dono de mais de 10% das cotas. 1 O gráfico e o Rendimento Médio Distribuído foram devidamente ajustados para a nova base de referência, considerando o desdobramento das cotas na proporção de 1:10. **Nota:** Os índices são mera referência econômica e não devem ser entendidos como meta ou parâmetro de performance do Fundo. **RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA E NEM DEVE SER CONSIDERADA, A QUALQUER MOMENTO E SOB QUALQUER HIPÓTESE, COMO PROMESSA, GARANTIA OU SUGESTÃO DE RENTABILIDADE FUTURA.**

PORTFÓLIO DO FUNDO

Visão Geral do Portfólio



Exportar
Excel

#	CRI	Emissor	Emissão/ Série	Código IF	Volume (R\$ mi)	Indexador	Taxa de Aquisição	Vencimento	Duration (em anos)	Natureza	Segmento	Estratégia	% do PL
1	Barra da Tijuca	Casa de Pedra	12ª/2ª	23I1487360	8,00	INCC	9,00%	set/32	6,62	Corporativo	Incorporação	Core	9,42%
2	FGR Genebra	Canal	100ª/1ª	24E2453531	7,43	IPCA	9,00%	jun/41	6,11	Pulverizado	Carteira de Recebíveis	Core	8,75%
3	Martini Meat	Vert	67ª/1ª	22F0930128	6,71	IPCA	9,41%	mar/34	4,21	Corporativo	Logística	Core	7,91%
4	HDOF Itacema	Virgo	105ª/1ª	23H1627566	6,54	IPCA	9,00%	ago/33	3,64	Corporativo	Incorporação	Core	7,70%
5	Embraed	Canal	43ª/1ª	23E1295288	6,26	CDI +	4,00%	mai/28	1,56	Corporativo	Incorporação	Core	7,37%
6	Cogna	True Sec	49ª/2ª	22E1321749	5,98	IPCA	8,65%	jul/29	3,36	Corporativo	Educação	Core	7,04%
7	Fragnani	Habitasec	6ª/2ª	22J0268409	5,73	CDI +	4,00%	out/34	2,58	Corporativo	Indústria	Core	6,74%
8	PGE	Bari	11ª/1ª	22J0070697	5,37	IPCA	8,00%	jul/36	4,73	Corporativo	Geração Distribuída	Core	6,32%
9	BTS Estácio (Technion)	Virgo	68ª/1ª	23B0475829	5,32	IPCA	9,00%	jan/35	5,99	Corporativo	Educação	Core	6,27%
10	Mega Moda	True Sec	91ª/1ª	22L1668408	4,27	IPCA	8,22%	dez/34	4,24	Corporativo	Shopping	Core	5,03%
11	Reserva da Mata	Travessia	24ª/1ª	22L1211468	4,26	IPCA	10,50%	ago/37	7,79	Pulverizado	Carteira de Recebíveis	Tática	5,02%
12	Fazenda da Grama	Opea	91ª/3ª	22L1668366	3,61	CDI +	3,75%	dez/25	0,91	Pulverizado	Incorporação	Core	4,25%
13	Assaí	Opea	24ª/2ª	22F1357736	3,57	IPCA	7,02%	abr/34	5,78	Corporativo	Varejo	Tática	4,20%
14	Agibank	Vert	125ª/2ª	24C2144589	3,12	CDI +	2,85%	mar/34	4,69	Corporativo	Bancos	Tática	3,67%
15	Fazenda da Grama	Opea	91ª/1ª	22L1668361	2,21	CDI +	3,75%	dez/25	0,91	Pulverizado	Incorporação	Core	2,60%
16	BTS Cognia (NJ)	Virgo	161ª/1ª	24H1453794	1,65	IPCA	9,30%	jan/34	3,91	Corporativo	Educação	Core	1,94%
17	HDOF Haddock	Virgo	29ª/2ª	22K0016415	1,13	IPCA	8,75%	dez/32	3,46	Corporativo	Incorporação	Core	1,33%
18	Fazenda da Grama	Opea	91ª/2ª	22L1668364	0,88	CDI +	3,75%	dez/25	0,91	Pulverizado	Incorporação	Core	1,04%
19	Vitacon Paulista	Virgo	104ª/1ª	23G1452079	0,88	CDI +	4,25%	jan/28	2,33	Pulverizado	Estoque	Core	1,03%
20	Cooperativa Lar	Habitasec	17ª/1ª	22L1258273	0,76	IPCA	9,04%	dez/34	4,12	Corporativo	Agropecuário	Core	0,89%
21	Fazenda da Grama	Opea	91ª/4ª	22L1668367	0,26	CDI +	3,75%	dez/25	0,90	Pulverizado	Incorporação	Core	0,31%
TOTAL					83,94				4,27				

Data-base: 31/12/2024. Notas: todas as operações foram detalhadas a partir da [página 9](#).

PORTFÓLIO DO FUNDO



Visão Geral do Portfólio

Gráfico 1: Taxa Média e Distribuição por Indexador

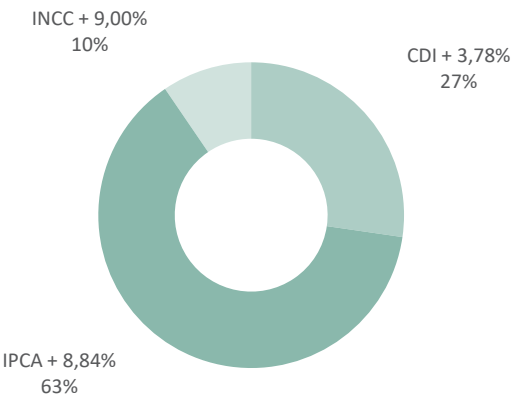
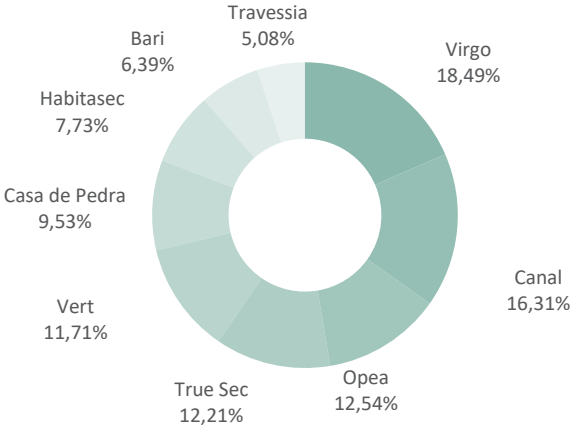


Gráfico 2: Distribuição por Securitizadora



Distribuição das Garantias

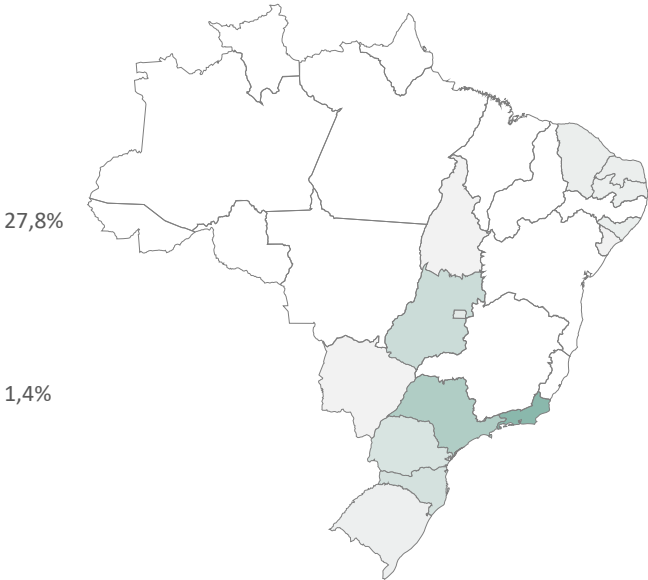


Gráfico 3: Distribuição por Segmentos

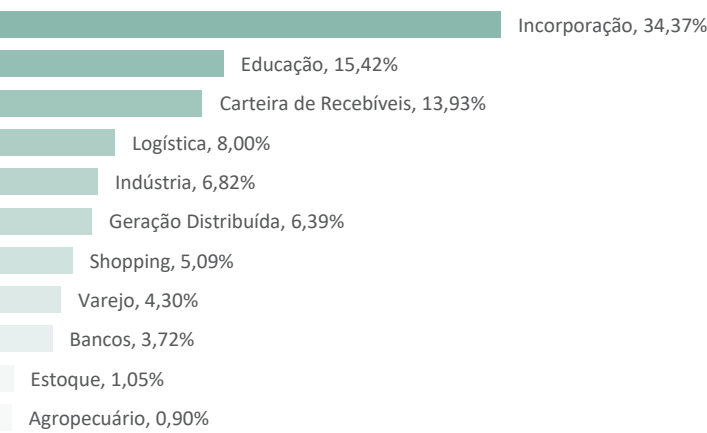
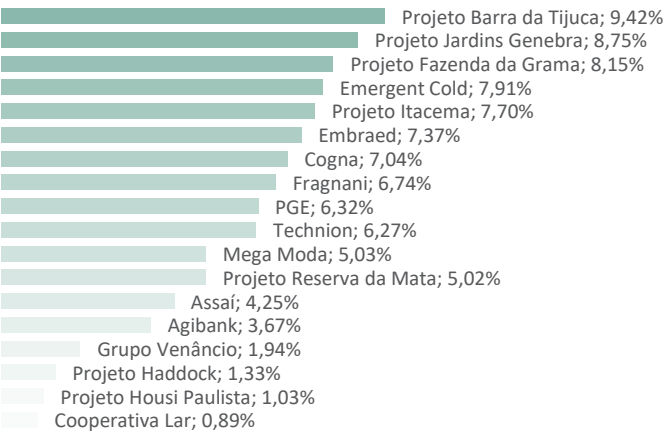


Gráfico 4: Concentração por Grupo Econômico



Presença geográfica com base na localização da(s) garantia(s) imobiliária(s) do CRI. O percentual de distribuição é calculado com base no valor avaliado de cada garantia sobre a soma dos valores de todas as garantias, ponderado pela participação de cada CRI na carteira.

Data-base: 31/12/2024. Fonte: ARX Investimentos. Nota: os gráficos e o mapa apresentados consideram somente o montante alocado em operações de CRI, que representa 98,83% do Patrimônio Líquido do Fundo.

PORTFÓLIO DO FUNDO

CRI Barra da Tijuca

Características Gerais

Volume	% PL	Taxa de Aquisição	LTV	Garantias	Vencimento
R\$ 8,00 milhões	9,42%	INCC + 9,00%	66%	Fiança, AFP, AFI, CF, FR e FD	Setembro/2032

Descrição | CRI com lastro em uma CCB emitida pela Elliot Empreendimentos, do grupo SOD Capital, para financiar a aquisição de um imóvel no Rio de Janeiro/RJ, no valor de R\$ 250 milhões. Em parceria com o Opportunity, renomado no mercado imobiliário e com larga expertise (mais de 27 anos de experiência no mercado imobiliário, com mais de 70 empreendimentos incorporados no RJ e ES), o imóvel abrigará um projeto residencial de alto padrão, com VGV estimado entre R\$ 2-3 bilhões.

Garantias | Cessão fiduciária dos recebíveis relativos à 90% da permuta financeira com o Opportunity, que representam aproximadamente 30% do VGV do projeto, e foram avaliados inicialmente em R\$ 560 milhões. Além disso, o CRI possui alienação fiduciária do imóvel, localizado na Barra da Tijuca, onde era o antigo Extra, próximo ao Downtown Shopping, que conta com um potencial construtivo de aproximadamente 74 mil m² registrado em matrícula. Outro aspecto que traz conforto é o fator *skin in the game* – o sócio principal do grupo SOD Capital é fiador e aportou recursos próprios na operação, enquanto o Opportunity entrou na operação com *performance bond* e fiança de um de seus sócios no contrato de permuta financeira, sendo que ambos os sócios em questão apresentaram IR robusto e com patrimônio suficiente para fazer frente à dívida.

Rating | A emissão e a devedora não possuem *rating*.

Comentários da Gestão | O imóvel é localizado a menos de 2km da estação de metrô Jardim Oceânico | Barra da Tijuca, na Avenida das Américas, uma das mais importantes do Rio de Janeiro. O Opportunity pretende construir um empreendimento de alto padrão, com piscina, quadra de tênis e de *beach tennis*, etc, em área privativa total de cerca de 204 mil m². A primeira fase foi aprovada na prefeitura no início de setembro/2024, com previsão de lançamento no primeiro semestre de 2025, e contará com área privativa total de mais de 100 mil metros quadrados para venda, divididas em 10 torres de 9 andares cada. A tipologia dos apartamentos varia de 2 a 3 quartos, com 1 ou 2 vagas de garagem. Como o projeto desse CRI está em fase muito inicial, ainda não temos informações para trazer gráficos. Para acompanhamento, temos algumas datas de verificação: (1) Aprovação do projeto em até 24 meses: prazo original até outubro/2025, foi cumprido em setembro/2024; (2) Registro da incorporação em até 12 meses da aprovação do projeto: verificação em setembro/2025; (3) Lançamento comercial em até 6 meses do registro da incorporação: verificação em março/2026. Por fim, após o lançamento comercial do projeto, deverá ser observado um TLV máximo de 50%.



PORTFÓLIO DO FUNDO

CRI FGR – Jardins Genebra

Características Gerais

Volume	% PL	Taxa de Aquisição	LTV	Garantias	Vencimento
R\$ 7,43 milhões	8,75%	IPCA + 9,00%	74%	Fiança, AFP, CF, FD e FR	Junho/2041

Descrição | CRI com lastro em uma nota comercial emitida pela FGR Incorporações S.A., incorporadora que possui mais de 38 anos de experiência na construção de condomínios fechados de alto padrão, principalmente em Goiânia/GO, cerca de 44 condomínios lançados, e estão expandindo sua área de atuação para Brasília.

Garantias | A operação conta com fiança dos sócios fundadores da companhia e cessão fiduciária da carteira do empreendimento Jardins Genebra em Brasília/DF. Além disso, há alienação fiduciária de participação da SPE que detém o empreendimento e um fundo de reserva robusto, composto inicialmente com R\$ 3,5 milhões (o FR não foi acionado até o momento, e o valor mínimo que deve possuir é de 2 PMT – atualmente contamos com uma gordura de aprox. 4 PMT)

Rating | A emissão e a devedora não possuem *rating*.

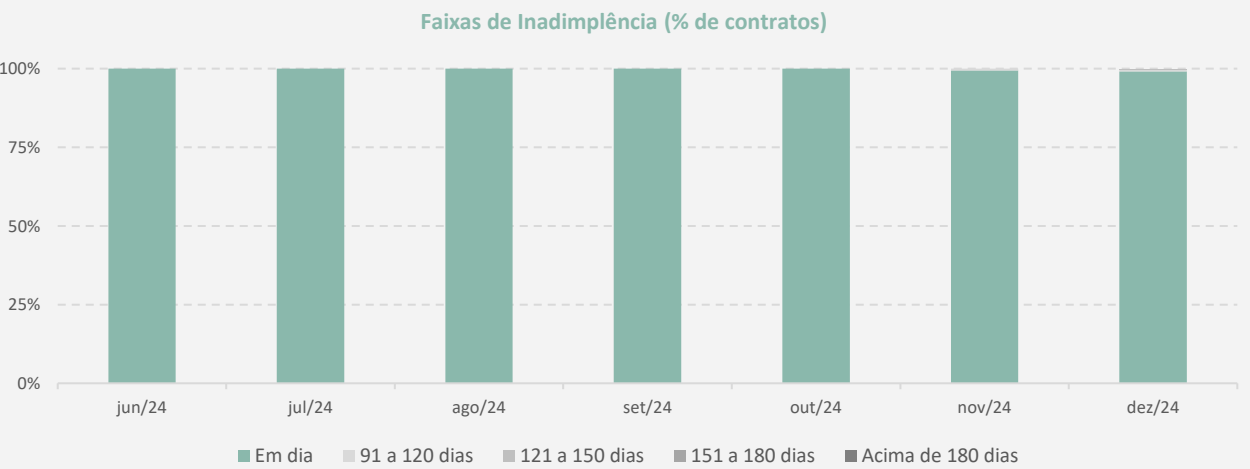
Comentários da Gestão | A FGR foi fundada em 1986 pelo engenheiros Frederico Craveiro, Guilherme Craveiro e Rodolfo Bernardes. A companhia foca no desenvolvimento, comercialização e construção de condomínios horizontais fechados de alto padrão, entregues com casas ou lotes residenciais. Até o final de 2024, foram 44 condomínios lançados em sete estados diferentes (Uberlândia/MG, Vila Velha/ES, Brasília/DF, Arauaína/TO, e regiões metropolitanas de Goiânia/GO, Belém/PA, Natal/RN e Fortaleza/CE). Um dos grandes diferenciais da FGR é o financiamento direto com seus clientes, cujo processo de cobrança é estruturado, contando com um *servicer* e acompanhamento mensal. O empreendimento Jardins Genebra é um condomínio de alto padrão, e está localizado na região entre o Lago Sul e Lago Norte de Brasília – para facilitar o acesso, a FGR investiu recursos próprios para construção da DF-456, uma obra de grande impacto no desenvolvimento e no trânsito da região, fazendo a ligação entre a DF-001 (anel viário) e DF-250. O empreendimento conta com diversas praças, quadra de tênis, de futebol *society*, *beach tennis* e poliesportiva, academia, *playground*, salão de eventos e paisagismo do escritório Burle Marx. Na próxima página, trazemos mais informações da carteira com relação ao índice de cobertura e níveis de adimplência por faixa.



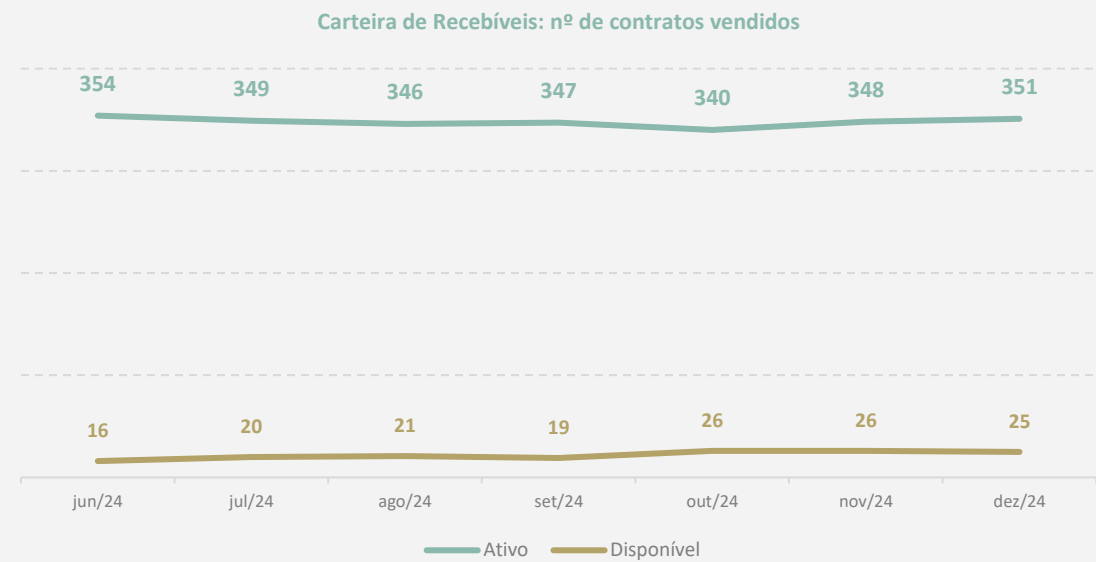
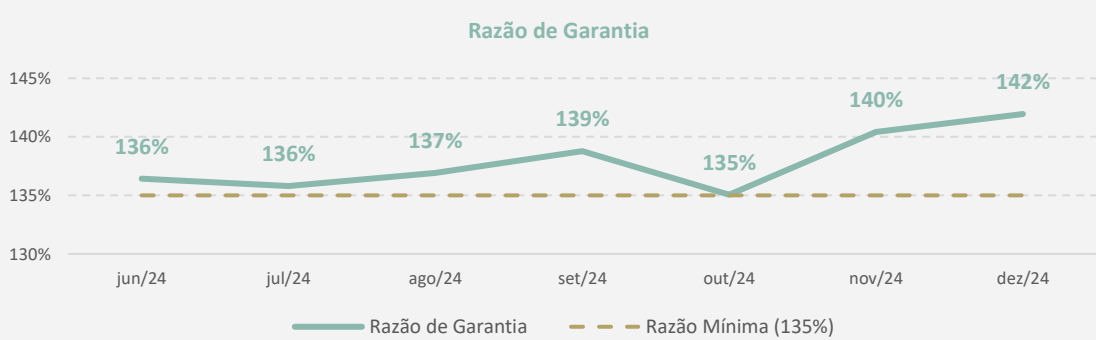
PORTFÓLIO DO FUNDO

CRI FGR – Jardins Genebra

Comentários da Gestão | Para essa operação, foi cedida em garantia a carteira do empreendimento Jardins Genebra, um dos grandes sucessos da companhia: 93% dos imóveis já estão vendidos, com baixos níveis de inadimplência e de concentração. Mensalmente, a FGR deve apresentar um índice de cobertura de, no mínimo, 135%, sendo que esse percentual poderá ser reduzido para 125% caso a empresa consiga atingir um nível de 80% de contratos de compra e venda com registro de alienação fiduciária de imóvel com seus compradores durante os primeiros dezoito meses de operação.



O gráfico de Faixas de Inadimplência considera apenas os contratos das unidades vendidas. A título de exemplo, em dez/24 temos 348 contratos em dia, 2 contratos em atraso de 91 a 120 dias, 1 contrato em atraso de 121 a 150 dias, nenhum contrato em atraso de 151 a 180 dias e nenhum contratos em atraso superior a 180 dias.



PORTFÓLIO DO FUNDO

CRI Fazenda da Grama

Características Gerais

Volume	% PL	Taxa de Aquisição	LTV	Garantias	Vencimento
R\$ 6,92 milhões	8,15%	CDI + 3,75%	52%	Fiança, AFI, AFP, CF, FO, FR e FD	Dezembro/2025

Descrição | CRI lastreado em notas comerciais emitidas pela Villas da Grama SPE para o projeto Uluwatu Villas no Fazenda da Grama, empreendimento com infraestrutura completa de alto padrão, que conta com piscina de ondas, quadras de tênis e vôlei de areia, clube de golf, SPA e hípica. Localizado nas proximidades de São Paulo/SP, acessível por suas rodovias principais (Anhanguera e Bandeirantes), e perto do aeroporto de Viracopos, o Uluwatu Villas funcionará como uma “vila” dentro do condomínio, oferecendo mais comodidade e serviços extra-condomínio (limpeza, copa, manutenção, etc.) aos seus proprietários. Cada casa do empreendimento possui em média 1.000m² de área de uso privativo e 700m² de área construída. O projeto conta com 13 casas de alto padrão no empreendimento, assinadas pela renomada arquiteta Carolina Maluhy, sendo que as obras estão concluídas (Habite-se emitido) e cerca de 70% está vendido.

Garantias | Como garantias dessa operação, temos as casas em AFI/AFP (totalizando aproximadamente R\$ 32 milhões) e a cessão da carteira atual (com saldo devedor trazido a VP de R\$ 400 mil), além do fundo de reserva. Em pesquisas, nosso time de gestão identificou que as casas do Uluwatu Villas estão sendo divulgadas por valores entre R\$ 10 milhões e R\$ 11 milhões, enquanto outros terrenos da Fase 4 do empreendimento Fazenda da Grama são ofertados por um preço de aproximadamente R\$ 1.500,00/m² (geralmente, terrenos de cerca de 3.000m², o que leva a uma média entre R\$ 4 milhões e R\$ 5 milhões). No entanto, é importante destacar o valor agregado da casa construída e decorada, como no caso do Uluwatu Villas, e a entrega completa é muito atrativa para o público-alvo do Fazenda da Grama. Na visão do nosso time de gestão, com base nessas pesquisas, as garantias concedidas são suficientes para fazer frente ao saldo devedor. Considerando a cessão fiduciária de recebíveis de todas as casas, as quatro unidades atualmente em estoque dentro da SPE (AFP) e uma quinta unidade dada em AFI (considerando um valor médio de R\$ 8 milhões por casa), temos um LTV de 52%.

Rating | A emissão e a devedora não possuem *rating*.



PORTFÓLIO DO FUNDO



CRI Fazenda da Grama

Comentários da Gestão | Cada casa do empreendimento possui em média 1.000m² de área de uso privativo e 700m² de área construída. Além da opção de 4 ou 5 suítes, sendo uma com terraço panorâmico, piscina com prainha e jacuzzi, área gourmet completa, 6 vagas de garagem cobertas, há a possibilidade de entrega com caixilhos, painéis de madeira, piso, ar-condicionado, armários Ornare e móveis Artefacto, caso o comprador opte pela customização. No final de 2023, o empreendedor optou por focar seus esforços no término das obras, e em 27 de dezembro de 2023, foi emitido o Habite-se do empreendimento. As obras residuais que foram realizadas ao longo do primeiro semestre de 2024 se trataram principalmente de pinturas, acabamentos e paisagismo, além das personalizações solicitadas por cada cliente.

Desde janeiro/2024, foi acionada a trava para o pagamento da série subordinada, tomada pelo devedor – isso nos ajuda a incentivar o devedor a impulsionar suas vendas nesse ano. Tivemos uma venda no mês de fevereiro e outra no mês de setembro, restando apenas 4 unidades em estoque. Abaixo, apresentamos algumas fotos do andamento das obras e do projeto.



PORTFÓLIO DO FUNDO

CRI Martini Meat

Características Gerais

Volume	% PL	Taxa de Aquisição	LTV	Garantias	Vencimento
R\$ 6,71 milhões	7,91%	IPCA + 9,41%	56%	Fiança, AFI, CF, FR e FD	Março/2034

Descrição | Operação lastreada em uma debênture emitida pela Martini Meat Armazéns Gerais S.A., empresa sediada em Paranaguá/PR, para financiar a aquisição de um galpão logístico refrigerado. A empresa faz parte do Grupo Emergent Cold LatAm, que foi adquirido em 2019 pela Lineage, maior fornecedora de soluções de logística de temperatura controlada do mundo.

Garantias | O CRI conta com garantias robustas, incluindo a alienação fiduciária de três galpões refrigerados, localizados em regiões portuárias de cidades no Sul do país (Paranaguá, Itajaí e Rio Grande, avaliados em R\$ 299 milhões (versus um saldo devedor do CRI de R\$ 148 milhões) e operados pela própria Martini Meat, cessão fiduciária de recebíveis decorrentes de contratos operacionais com os principais clientes e aval da *holding* Emergent Cold Brasil.

Rating | A emissão e a devedora não possuem *rating*.

Comentários da Gestão | Em nosso monitoramento, acompanhamos o pagamento mensal das parcelas de juros até o momento, e com o término da carência, a amortização mensal ocorreu de julho/2023 até março/2024, quando passou a se aplicar o novo período de carência, o qual irá até março/2026, conforme acordado na reestruturação ocorrida em [janeiro/2024](#). Os recebíveis oriundos da cessão fiduciária estão sendo recebidos na conta do patrimônio separado e o *covenant* de fluxo mínimo mensal está sendo cumprido até o momento, conforme indicado na próxima página.

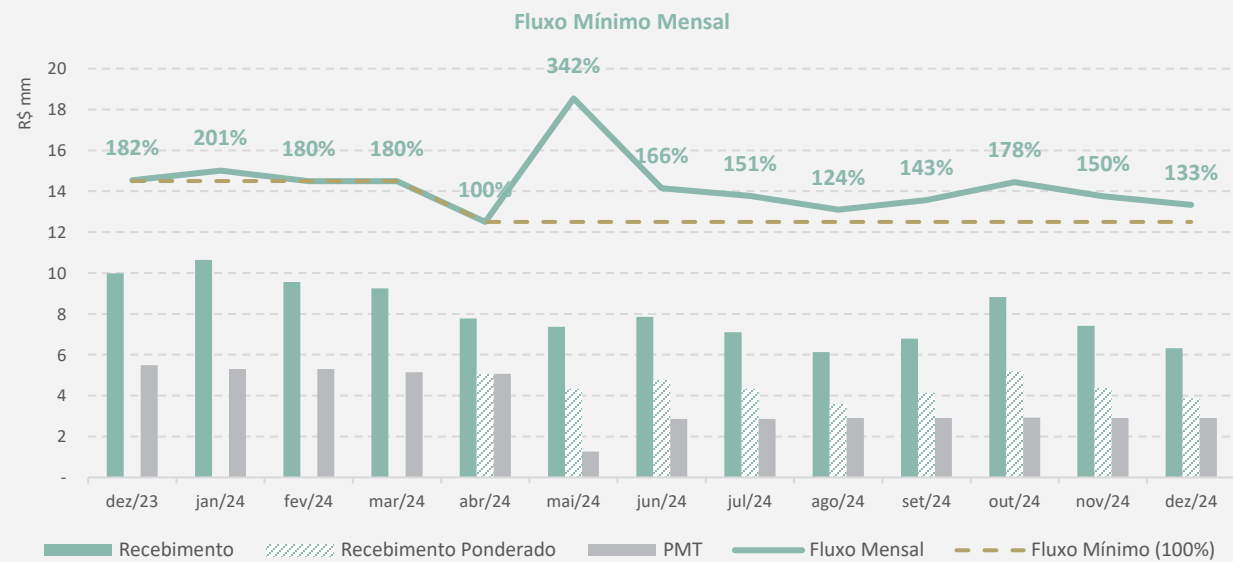


PORTFÓLIO DO FUNDO

CRI Martini Meat

Comentários da Gestão | Conforme previsto na reestruturação ocorrida em [janeiro/2024](#), este ano passaremos a ter uma amortização extraordinária obrigatória, a partir de março/2025 até o término da carência, equivalente à atualização do IPCA.

Por fim, em dezembro/2024, a Martini Meat procurou seus credores para pedir um *waiver* prévio com relação ao *covenant* de EBITDA/Despesas Financeiras Líquidas, que atualmente deve ser igual ou superior a 1,35, apesar de ainda não ter divulgado seus números auditados para verificação. Após alguma negociação, aceitamos que passasse a ser, exclusivamente para o fechamento de 2024, igual ou superior a 1,25 – e em contrapartida, a Martini Meat pagou em janeiro/2024 um *waiver fee* de 0,50% do saldo devedor da operação a todos os investidores do CRI.



Data-base: 31/12/2024. Fonte: ARX Investimentos.

Imóvel	Março/2022	Junho/2023	Junho/2024
Itajaí/SC	R\$ 69,3 MM	R\$ 76 MM	R\$ 80,8 MM
Paranaguá/PR	R\$ 129,1 MM	R\$ 140,9 MM	R\$ 149,4 MM
Rio Grande/RS	R\$ 49,9 MM	R\$ 56,2 MM	R\$ 60 MM
TOTAL	R\$ 248,3 MM	R\$ 273,1 MM	R\$ 290,2 MM
Razão de Garantia Imóveis = 1,75			

COVENANTS		
Fluxo Mínimo Mensal: 100% da PMT, conforme fórmula	✓	151%
Razão de Garantia Imóveis: 1,4	✓	(tabela ao lado)
Dívida Bancária Líquida/EBITDA: igual ou inferior a 4,5	✓	3,37
EBITDA/Despesas Financeiras Líquidas: igual ou superior a 1,35	✓	1,44
Caixa e Equivalentes: igual ou superior a R\$ 6MM	✓	R\$ 47 MM

PORTFÓLIO DO FUNDO

CRI HDOF Itacema

Características Gerais

Volume	% PL	Taxa de Aquisição	LTV	Garantias	Vencimento
R\$ 6,54 milhões	7,70%	IPCA + 9,00%	50%	AFI e FD	Agosto/2033

Descrição | CRI com lastro em uma debênture emitida pela IZP Itacema Empreendimentos Imobiliários, para desenvolvimento de projeto na Rua Itacema com a Rua Renato Paes de Barros, no coração do bairro Itaim Bibi em São Paulo/SP, cujo terreno foi adquirido por uma SPE detida 100% pelo FII HDOF11. O projeto será desenvolvido pela Hedge, em conjunto com a Paladin e a Idea!Zarvos, premiada por *design* e conhecida por seus projetos diferenciados tanto no corporativo como no residencial. O projeto Itacema está aprovado e a construção encontra-se em sua segunda etapa, que compreende desde as fundações até a entrega do empreendimento, e possui previsão de conclusão em setembro/2026.

Garantias | Contamos com a alienação fiduciária do imóvel, avaliado em R\$ 57,8 milhões pela Cushman & Wakefield em maio/2023, e fundo de despesas. Para fins de cálculo do LTV, estamos considerando o valor de avaliação versus o volume total da dívida, cujo saldo devedor atualmente é de R\$ 29 milhões.

Rating | A emissão e a devedora não possuem *rating*.

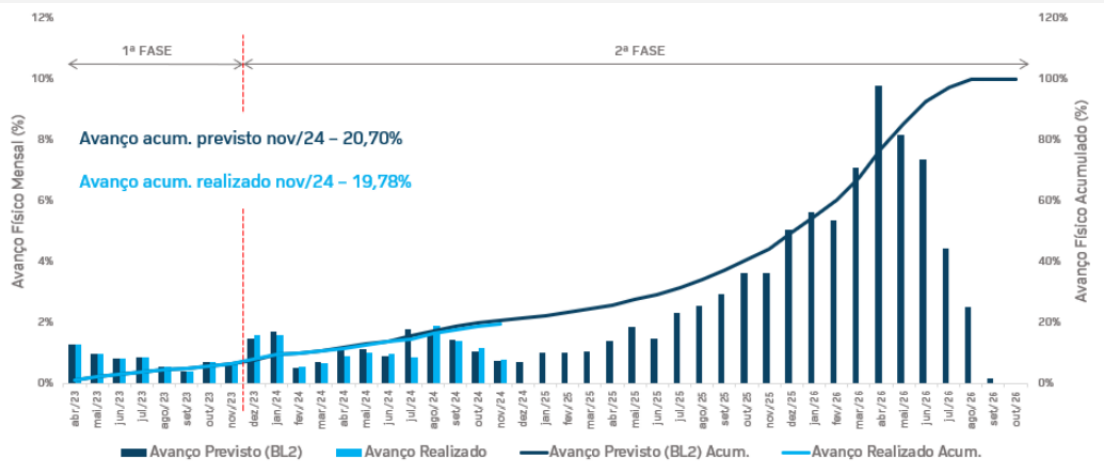
Comentários da Gestão | Nessa operação, enxergamos um risco adequado considerando a vasta experiência de cada *player*, que entraram com *equity* no FII, sendo que também foram realizadas emissões de cotas do FII para captar recursos no mercado, com chamadas de capital em caso de necessidade adicional de caixa. O projeto está sendo desenvolvido pelo renomado escritório Bernardes Arquitetura, hoje na terceira geração de grandes arquitetos da família Bernardes. O empreendimento terá 24 pavimentos contando a cobertura, que terá sua área de lazer com vista privilegiada para região. O projeto será de uso misto, sendo 70% da área comercial e 30% da área residencial. A Planservice foi contratada para realizar o gerenciamento desta obra e a Linka Engenharia é a construtora responsável. Na página a seguir, detalhamos o andamento das obras e o cronograma físico previsto.



PORTFÓLIO DO FUNDO

CRI HDOF Itacema

Comentários da Gestão | A Linka está avançando de forma consistente com a produção prevista em seu planejamento. Desde dezembro/2023, após a mobilização, a construtora iniciou as atividades de execução de tirantes, escavação e remoção de terra. A geometria do terreno é bastante desafiadora e impede um avanço rápido dos serviços no subsolo, que dependem de grandes equipamentos transitando no local simultaneamente. Porém, vencida essa etapa, a produção terá condições de avançar de forma célere até a conclusão do empreendimento, com o início da etapa de estrutura a partir do subsolo (blocos, pilares, vigas e lajes). Ao longo do segundo trimestre de 2024, foram contratados os insumos e a mão de obra para execução da estrutura de concreto armado, além de todo o pacote de elevadores, e as principais atividades concluídas contemplam a execução de tirantes, atualmente na última e gradual escavação do terreno e as estacas de fundação. A previsão é que haja conclusão dos tirantes e escavações até o 5º subsolo na sequência, com previsão de execução dos blocos de fundação nas áreas escavadas.



ITEM	DATA MARCO	STATUS
CONTENÇÕES E FUNDAÇÕES PROFUNDAS	15/12/2024	EM ANDAMENTO
ESTRUTURA DO TÉRREO	14/04/2025	PROGRAMADO
ESTRUTURA DE CONCRETO	11/03/2026	PROGRAMADO
CAIXILHOS E OUTROS ELEMENTOS DE FACHADA	02/09/2026	PROGRAMADO
AVCB (PROTOCOLO)	11/08/2026	PROGRAMADO
HABITE-SE (PROTOCOLO)	07/09/2026	PROGRAMADO
ENTREGA DEFINITIVA	22/09/2026	PROGRAMADO



PORTFÓLIO DO FUNDO

CRI Embraed

Características Gerais

Volume	% PL	Taxa de Aquisição	LTV	Garantias	Vencimento
R\$ 6,26 milhões	7,37%	CDI + 4,00%	45%	Fiança, AFI, CF, FR e FD	Maio/2028

Descrição | CRI com lastro em uma debênture emitida pela RTDR, a *holding* do Grupo Embraed, uma incorporadora de altíssimo padrão na região de Balneário Camboriú/SC. O CRI foi estruturado com mecanismo de *cash sweep* parcial de 50%.

Garantias | A operação conta com a cessão fiduciária de uma carteira em montante aproximado de R\$ 50 milhões e possui a alienação fiduciária de um imóvel na Praia Brava (Itajaí/SC), avaliado em R\$ 128,6 milhões pela Cushman & Wakefield. Por se tratar de um imóvel sem projeto (caso a Embraed queira desenvolver, precisará da autorização dos investidores) ou obras em andamento, e sendo um terreno com bom potencial de aproveitamento, um dos últimos grandes imóveis disponíveis na região, com a Praia Brava ganhando cada vez mais destaque turístico, vemos indícios de um ativo bastante líquido e rápido de executar caso necessário, trazendo maior conforto em comparação a outras operações Embraed no mercado. Para cálculo do LTV, estamos considerando a carteira dada em cessão fiduciária e o imóvel em garantia, versus o saldo devedor da operação.

Rating | A emissão e a devedora não possuem *rating*.

Comentários da Gestão | A Embraed possui um sólido histórico no mercado imobiliário de Santa Catarina, com 47 empreendimentos residenciais já entregues e 750 mil m² de área construída ao longo de seus 40 anos de história. Atualmente possui empreendimentos em Balneário Camboriú, Itapema e Maringá, com planos de expansão para Curitiba. Um dos diferenciais da empresa é seu centro de produção própria para gesso, marmoraria, esquadrias e marcenaria, o que facilita sua operação verticalizada e mantém o altíssimo padrão de qualidade em suas entregas. Na página a seguir, apresentamos os gráficos de monitoramento da carteira e do *covenant* financeiro.



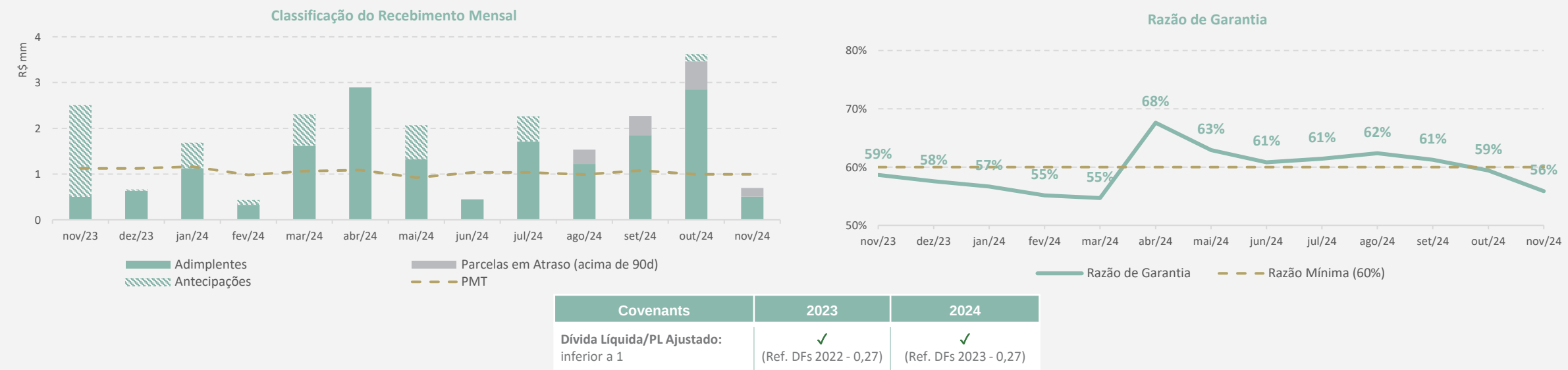
PORTFÓLIO DO FUNDO

CRI Embraed

Comentários da Gestão | A carteira de recebíveis conta com clientes de seis empreendimentos: Aurora Exclusive Home, Santé Boutique Residence, Solaia Exclusive, Tonino Lamborghini, L’atelier e Marena Beach, todos localizados em Balneário Camboriú e com entregas entre 2025 e 2028. Trata-se de uma carteira saudável financeiramente, baixo nível de inadimplência (clientes *wealth*) e um bom histórico de antecipações, conforme indicado abaixo. Até a estruturação do CRI, esse histórico era de aproximadamente 39%, conforme auditoria da Certificadora de Créditos Imobiliários – CCI.

No gráfico abaixo, indicamos o comportamento da carteira, por meio do gráfico do recebimento mensal, ilustrando a baixa inadimplência e as antecipações. Além disso, monitoramos o *covenant* de Dívida Líquida/PL Ajustado (igual ou superior a 1), conforme indicado nas DFs apresentadas no fechamento de cada ano, e o *covenant* de Razão Mínima de Garantia, que é a razão entre a carteira de recebíveis (excluídos os créditos inadimplentes por 90+ dias) e o saldo devedor do CRI. Considerando o comportamento recorrente de antecipações, em outubro/2024 o mecanismo de *cash sweep* deixou de ser parcial (50%) e passou a ser *full cash sweep* – com isso, as amortizações extraordinárias do novo mecanismo devem impactar o saldo devedor de modo a evitar novos desenquadramentos da Razão Mínima de Garantia.

Por fim, com relação ao imóvel dado em garantia, o município de Itajaí deu início a um processo de desapropriação de uma fração do terreno, como parte de um projeto para a nova avenida que está sendo construída a fim de melhorar o fluxo de carros na região. Com a desapropriação dessa fração, passaremos a ter dois terrenos separados, cercados de duas vias principais, o que será mais um aspecto positivo para a garantia na nossa visão. Apesar de enxergar esses benefícios, a desapropriação é um *trigger* de vencimento antecipado, e ainda não foi possível concluir a assembleia de *waiver* pois a operação foi distribuída no varejo e ainda não obteve quórum suficiente. Vale destacar que os demais indicadores da operação permanecem devidamente enquadrados.



Data-base: 31/12/2024. Fonte: ARX Investimentos.

PORTFÓLIO DO FUNDO

CRI Cogna

Características Gerais

Volume	% PL	Taxa de Aquisição	LTV	Garantias	Vencimento
R\$ 5,98 milhões	7,04%	IPCA + 8,65%	N/A	FD	Julho/2029

Descrição | CRI com lastro em debêntures imobiliárias emitidas pela Cogna Educação S.A., grupo educacional responsável pelas marcas Kroton, Saber e Somos Educação.

Garantias | *Clean*.

Rating | A emissão possui *rating* [AA+sf\(bra\)](#) afirmado pela Fitch em outubro/2024 e a devedora possui *rating* [AA+\(bra\)](#), também atribuído pela Fitch, em maio/2024.

Comentários da Gestão | O conglomerado está passando, desde 2020, por uma reestruturação completa (foco na geração de caixa operacional e buscando um patamar de alavancagem mais coerente com sua situação financeira), e vem mostrando um turnaround significativo mesmo em um cenário desafiador, graças principalmente ao seu portfólio diversificado. O CRI possui uma estrutura *clean* de garantias, entretanto, do ponto de vista do risco de crédito, o grupo Cogna é o maior do setor atualmente e, por isso, um dos mais resilientes a choques, de modo que consideramos esta operação uma alocação tática para gestão de caixa do Fundo.

Por se tratar de uma estrutura simplificada de CRI, não elaboramos gráficos para essa operação.



PORTFÓLIO DO FUNDO

CRI Fragnani

Características Gerais

Volume	% PL	Taxa de Aquisição	LTV	Garantias	Vencimento
R\$ 6,74 milhões	6,68%	CDI + 4,00%	66%	Fiança, AFI, CF, Seguro, FR e FD	Outubro/2034

Descrição | CRI lastreado em notas comerciais emitidas pela Indústria Cerâmica Fragnani (Incefra), fabricante de revestimentos cerâmicos e primeira marca do Grupo Fragnani. O grupo conta com três fábricas de pisos e revestimentos e uma unidade para extração e mineração, nas cidades de Cordeirópolis/SP e Dias D'Ávila/BA. A operação vem para expandir uma das fábricas da linha Incenor e impulsionar o canal de vendas da Incefra, tanto para varejo como exportação.

Garantias | O CRI conta com a alienação fiduciária de duas das quatro unidades produtivas (com valor de mercado avaliado em R\$ 173 milhões), ante um CRI de R\$ 115 milhões. Além disso, temos a cessão fiduciária de recebíveis dos contratos de vendas com clientes e fundo de reserva.

Rating | A emissão e a devedora não possuem *rating*.

Comentários da Gestão | O Grupo Fragnani, presente no mercado desde 1971, atualmente, é um dos maiores produtores de porcelanatos e revestimentos cerâmicos no país, com três marcas principais (Incefra, Incenor e Tecnogres). O setor de cerâmica permanece em um momento de recuperação se comparado a 2023, segundo dados da ANFACER¹, ainda com volumes menores em comparação à média histórica pré-pandemia. O Grupo Fragnani teve um ano desafiador, mas vem fazendo a lição de casa, tendo reduzido seu endividamento em R\$ 65 milhões ao longo de 2024. Além disso, a companhia renegociou suas dívidas bancárias ao longo do primeiro semestre e com carência de juros e amortização por seis meses e alongamento da dívida para sete anos. No entanto, com uma queda marginal nas vendas e um caixa apertado, a situação ainda exige um acompanhamento cuidadoso. No quadro ao lado e na próxima página, trazemos mais detalhes sobre a situação financeira da companhia e as renegociações realizadas com a Fragnani no âmbito do CRI.



COVENANTS

Valor Mínimo Mensal: R\$3mm (set/24); R\$6mm (out/24); R\$7mm (nov/24); R\$ 8mm (dez/24); R\$ 9mm (jan/25); R\$ 10mm (fev/25); R\$ 12mm (mar/25); R\$ 14mm (abr/25); R\$ 18mm (mai/25); e R\$ 20mm a partir de jun/25



Índice de Liquidez: 90% dos direitos creditórios passando na conta do patrimônio separado



Dívida Bancária Líquida/EBITDA: igual ou inferior a 4,0



Detalhamento do Covenant Dív. Líq./EBITDA

2020	2021	2022	2023
2,12	1,19	5,00	3,99

Data-base: 31/12/2024. **Fonte:** ARX Investimentos. **Nota:** AFP: Alienação Fiduciária de Participações; AFI: Alienação Fiduciária de Imóvel; CF: Cessão Fiduciária; FR: Fundo de Reserva; FD: Fundo de Despesas; FJ: Fundo de Juros; FO: Fundo de Obras. **1** Associação Nacional dos Fabricantes de Cerâmica para Revestimentos, Louças Sanitárias e Congêneres

PORTFÓLIO DO FUNDO



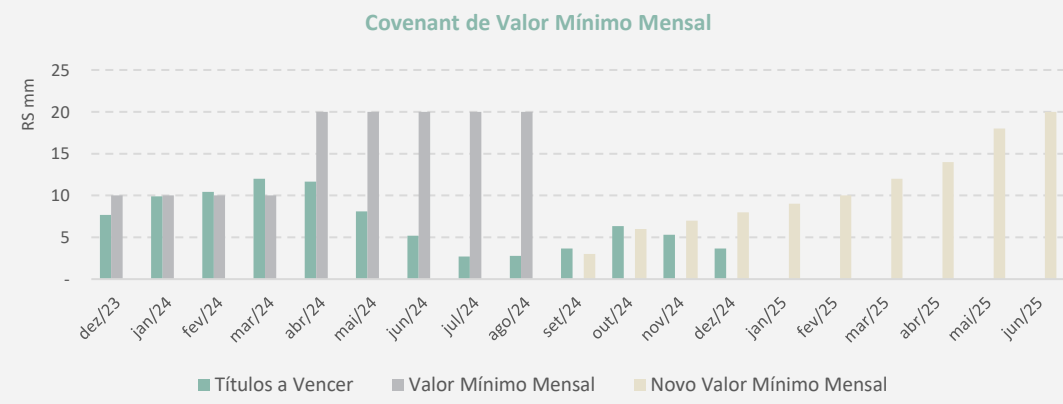
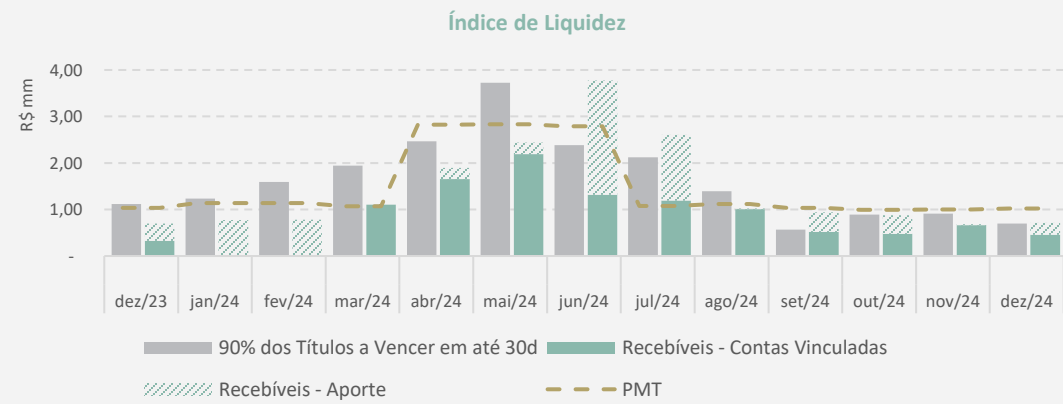
CRI Fragnani

Comentários da Gestão | É possível identificar que o Grupo Fragnani viveu dois momentos distintos nos últimos cinco anos: (a) no primeiro, logo após a reabertura do primeiro do *lockdown* de Covid-19 (do segundo semestre de 2020 até o fim do primeiro semestre de 2022) observamos um aumento das vendas e das margens operacionais da empresa, que realizou um EBITDA de R\$ 225 milhões em 2021 e de aproximadamente R\$ 100 milhões no primeiro semestre de 2022; (b) na sequência, a partir do segundo semestre de 2022, ocorreu uma queda marginal das vendas (-4% da Fragnani vs. -18% do setor) e um aumento considerável (mais de 50%) dos custos de produção, principalmente em decorrência do aumento no preço do gás natural (aproximadamente 25% somente no ano de 2022). Além desse aumento dos custos, houve um atraso na inauguração da unidade fabricante na Bahia, que só iniciou sua operação no segundo semestre de 2023 e ainda não está produzindo em sua capacidade máxima. Como resultado, observamos o EBITDA da empresa reduzir para R\$ 77 milhões no final de 2022 e R\$ 82 milhões em 2023 e a expectativa é que essa tendência permaneça no fechamento de 2024.

Já negociamos em 2022 com o Grupo Fragnani uma melhoria nos controles, como a contratação de uma *big four* (PWC) para auditar as demonstrações financeiras da empresa a partir de 2023, e em meados de 2023 incluímos a contratação de um *servicer* independente para controlar os recebíveis cedidos. Vale destacar que em contrapartida a essas concessões, conseguimos incluir mais uma parcela para composição do Fundo de Reserva, a ser constituída ao longo deste ano de 2025, e estendemos a amortização mensal adicional de R\$ 1 milhão (negociada originalmente em setembro/2022) por mais 24 meses, até maio/2028.

Desde agosto/2024, está vigente uma alteração temporária do Valor Mínimo Mensal (conforme gráfico), negociada para que a Fragnani pudesse ter mais fôlego de caixa, mas houve alguns descumprimentos pontuais devido à sazonalidade de baixa e ao pagamento de algumas transações com seus fornecedores – o que aumentou a disponibilidade de matéria-prima para manutenção do funcionamento das unidades fabricantes. Temos realizado reuniões mensais com a diretoria para acompanhar o desempenho operacional da empresa.

A expectativa é que o Grupo Fragnani gradualmente irá melhorar o resultado operacional e a geração do fluxo de caixa, principalmente com o melhor desempenho e aumento de produção na unidade na Bahia, onde a empresa conta com benefícios fiscais e baixíssima concorrência para seus produtos. Espera-se que a unidade passe a ser o principal foco do Grupo Fragnani, tendo a maior capacidade produtiva quando passar a atuar em sua capacidade máxima. Por fim, acreditamos que o Grupo Fragnani e a família por trás da empresa estão comprometidos e irão envidar todos os esforços para se manter adimplentes, principalmente com a operação de CRI, pois somos a única dívida da empresa com garantia real e cessão de recebíveis.



Data-base: 31/12/2024. Fonte: ARX Investimentos.

PORTFÓLIO DO FUNDO

CRI PGE

Características Gerais

Volume	% PL	Taxa de Aquisição	LTV	Garantias	Vencimento
R\$ 5,37 milhões	6,32%	IPCA + 8,00%	67%	Fiança, AFP, CF, Seguro, FR e FD	Julho/2036

Descrição | CRI lastreado em uma debênture emitida pela SPE PGE Cascata (Paulista Geradora de Energia) para financiar as obras da central geradora hidrelétrica (CGH) Cascata, explorando o potencial hidráulico dos reservatórios da Sabesp no Sistema Cantareira. A energia gerada será destinada à Telefônica, atendendo um contrato de locação de 20 anos. Do ponto de vista de crédito, a CF de recebíveis representa risco Telefônica, rating AAA(bra) pela Fitch atribuído em maio/2024.

Garantias | O CRI conta com a cessão fiduciária dos recebíveis do contrato de locação com a Telefônica, inclusive contando com uma multa elevada em caso de rescisão (aproximadamente R\$ 62 milhões somente no contrato de PGE Cascata, ante o saldo devedor atual do CRI de aproximadamente R\$ 43 milhões). Além disso, temos a AFP da PGE Cascata, seguros operacionais, fundo de reserva (3 PMT) bem como *covenants* adequados. Com o *completion* financeiro das obras em abril/2024, desde então não temos mais o aval cruzado da Servtec. Por fim, para realizar qualquer distribuição de dividendos/JCP aos seus acionistas, a PGE deverá estar completamente adimplente com todas as obrigações do CRI e ainda deverá observar um Índice de Cobertura igual ou superior a 1,25.

Para fins de cálculo do LTV, consideramos o valor da multa dos contratos da Telefônica em caso de rescisão antecipada versus o saldo devedor das duas operações (Cascata e Guaraú), que possuem cláusula de *cross default*.

Rating | A emissão possui rating [A-sf\(bra\)](#), emitido pela Fitch em novembro/2024. A devedora Telefônica Brasil S.A. possui rating [AAA\(bra\)](#) reafirmado pela Fitch em maio/2024.

Comentários da Gestão | O risco de crédito nessa operação é a Telefônica, empresa consolidada no setor de telecomunicações no país. A companhia possui perfil financeiro conservador, com robusta liquidez e forte estrutura de capital. Na página a seguir, apresentamos os gráficos de monitoramento de geração e compensação de energia.



PORTFÓLIO DO FUNDO

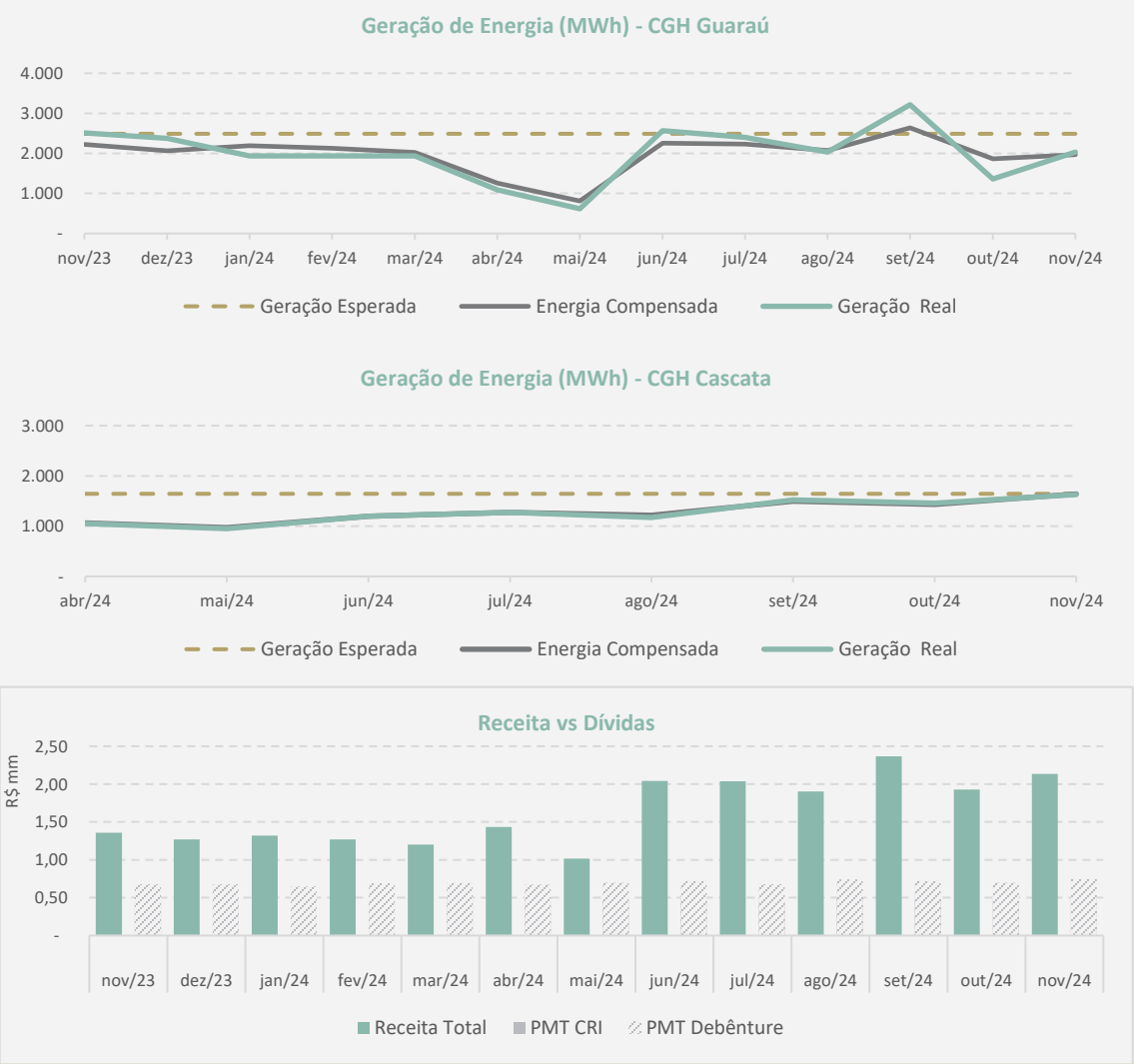
CRI PGE

Comentários da Gestão | A PGE foi constituída para exploração do potencial hidráulico por meio de CGHs no sistema Cantareira, que é o maior da região metropolitana de São Paulo, responsável pelo abastecimento de aproximadamente 46% de sua população. A PGE tem como sócias a Sabesp (considerada uma das maiores empresas de saneamento do país) e a Servtec (empresa consolidada no setor de soluções energéticas, atuando há mais de 40 anos com usinas de fontes térmicas, eólicas e hidrelétricas).

A PGE acessou o mercado de capitais para financiar as obras de duas plantas (CGH Guaraú e CGH Cascata), sendo que conseguiram aproveitar algumas das estruturas já existentes nas estações de tratamento de água, racionalizando os custos a incorrer com obras de implantação de maneira eficiente – além disso, por estarem conectadas no sistema Cantareira, entendemos que os riscos de produção de energia ficam mitigados pois há uma vazão constante de água para consumo, mantendo a capacidade de produção de energia das CGHs. Nossa operação é para financiamento do projeto da CGH Cascata, e possui uma estrutura de garantias cruzadas com a operação da CGH Guaraú, uma vez que toda a energia gerada nas duas centrais é destinada ao mesmo *off taker* (Telefônica).

As obras da CGH Guaraú foram concluídas em 2023 e a central está em funcionamento desde março/23, tendo atingido mais de 80% do seu potencial de geração e dando início à vigência dos contratos com a Telefônica. Só a produção da CGH Guaraú já seria suficiente para pagamento de grande parte da operação, e agora com as duas CGHs em pleno funcionamento, caso estejam operando com no mínimo 70% de sua capacidade de geração de energia, gerariam valor suficiente para pagamento de todo o serviço de dívida. As obras da CGH Cascata foram concluídas em abril/2024, e recebemos o *rating* da emissão no mês de novembro/2024. Como mostram os gráficos ao lado, as operações têm se mostrado bastante eficientes (com exceção de um período pontual de manutenção da CGH Guaraú), o que deixa o time de gestão confortável com a modelagem realizada. No caso da CGH Cascata, podemos notar que desde o início já conseguiram compensar a energia gerada, graças às lições aprendidas nos primeiros meses de funcionamento da CGH Guaraú. Estamos em contato próximo com o time da PGE para acompanhar os níveis do sistema Cantareira, sendo que questões climáticas não são uma grande preocupação atualmente, uma vez que, mesmo que as plantas rodem abaixo do esperado por conta de um eventual nível baixo da água, dependendo da pressão da turbina, ainda será possível se manter dentro da garantia física. De toda forma, continuaremos monitorando a geração e compensação de energia mensalmente.

Data-base: 31/12/2024. Fonte: ARX Investimentos.



PORTFÓLIO DO FUNDO

CRI BTS Estácio (Technion)

Características Gerais

Volume	% PL	Taxa de Aquisição	LTV	Garantias	Vencimento
R\$ 5,32 milhões	6,27%	IPCA + 9,00%	53%	Fiança, AFI, CF, FR, FJ, FO e FD	Janeiro/2035

Descrição | CRI lastreado em notas comerciais emitidas pela Aldeya Bay Mall Prédio 2 Empreendimentos, SPE do grupo Technion, empresa de engenharia e construção que atua no Rio de Janeiro, e possui projetos entregues para clientes de grande porte como Rede D’Or, Petrobras e Halliburton. Os recursos captados foram destinados para reforma e expansão do novo campus da Estácio (grupo YDUQS) na Ilha do Governador. A operação foi estruturada com vencimento alinhado ao prazo do contrato de BTS, uma vez que os créditos locatícios serão a principal garantia financeira do CRI.

Garantias | Contamos com a AFP da SPE que detém o direito de superfície do imóvel ocupado pela Estácio, bem como fundo de reserva e mecanismo de *full cash sweep*. Os fundos de obras e de juros originalmente constituídos foram amortizados extraordinariamente após o término das obras, em abril/2023. Para fins de cálculo do LTV, uma vez que as obras foram concluídas, passamos a considerar o valor total da multa do contrato de locação versus o saldo devedor.

Rating | A emissão não possui *rating*. A devedora faz parte do grupo YDUQS, que possui rating [brAAA](#) atribuído pela S&P em setembro/2023 (não houve atualização em 2024), com perspectiva estável.

Comentários da Gestão | O campus na Ilha do Governador fica localizado dentro do shopping Aldeya Bay Mall e abriga os cursos de direito, psicologia, administração, RH, contábeis, pedagogia, educação física, nutrição e enfermagem, com laboratórios especializados, auditório, biblioteca e área de convivência para os alunos. A Technion vem trabalhando em outras fases do empreendimento, que não compõem o nosso CRI, mas podem vir a trazer mais movimento. Por fim, a Estácio está pagando os aluguéis na conta do patrimônio separado, e do lado do risco de crédito YDUQS, a companhia ganhou destaque pelo crescimento de seu lucro líquido no terceiro semestre de 2024¹, manutenção da base de alunos presenciais, com um aumento da base nas categorias premium: alunos de medicina e do Ibmecc¹. Até a elaboração deste relatório, não foram disponibilizados os números do quarto trimestre e do fechamento do ano de 2024, mas nossa perspectiva é que esse ciclo positivo permaneça ao longo de 2025. Por se tratar de uma estrutura simplificada de CRI, não elaboramos gráficos para essa operação.



Data-base: 31/12/2024. Fonte: ARX Investimentos. Nota: AFP: Alienação Fiduciária de Participações; AFI: Alienação Fiduciária de Imóvel; CF: Cessão Fiduciária; FR: Fundo de Reserva; FD: Fundo de Despesas; FJ: Fundo de Juros; FO: Fundo de Obras. 1 [Divulgação de Resultados](#) 3T24 \$ 9M24 da YDUQS.

PORTFÓLIO DO FUNDO

CRI Mega Moda

Características Gerais

Volume	% PL	Taxa de Aquisição	LTV	Garantias	Vencimento
R\$ 4,27 milhões	5,03%	IPCA + 8,22%	41%	Fiança, AFI, CF, FR e FD	Dezembro/2034

Descrição | Operação lastreada em notas comerciais emitidas pela SPE Mega Moda Shopping e em créditos locatícios detidos pela devedora, que é um grande *player* do setor de varejo na região de Goiânia, considerada um polo produtor e distribuidor de moda. A holding familiar possui shoppings e comércio atacadista, além de um hotel da mesma marca, corroborando a tese de ser um grupo consolidado. O projeto do complexo Mega Moda se iniciou em 2011, com a inauguração do Mega Moda Shopping na conhecida Região da 44 em Goiânia/GO. Hoje, o complexo ainda conta com o Mega Moda Park, o Mini Moda, e o Mega Moda Hotel, formando o um grande polo de moda atacadista do Brasil.

Garantias | Na estruturação do CRI foram dadas como garantia a AFI do complexo Mega Moda (avaliado em R\$ 478,2 milhões pela Cushman & Wakefield, com valor de venda forçada de R\$ 393,2 milhões), a CF dos aluguéis (recebimento mensal médio em conta vinculada ao patrimônio separado acima de R\$ 3 milhões, ante uma PMT média de aproximadamente R\$ 2,5 milhões), além da fiança/aval da *holding* e dos sócios pessoas físicas. Em agosto/2024, negociamos a constituição de um fundo de reserva de 2 PMTs.

Rating | A emissão possui *rating* [AAsf\(bra\)](#) atribuído pela Fitch atualizado em novembro/2024. Há cláusula de monitoramento anual de *rating*, que deverá ser atualizado em dezembro/2025.

Mega Moda Shopping | O shopping conta com 1.218 lojas e 34 quiosques, e suas receitas do shopping são decorrentes principalmente da locação de lojas e quiosques, cujos recebíveis estão cedidos em garantia do CRI, e a SPE conta subsidiariamente com as receitas de estacionamento, taxas de transferência de contratos para novos lojistas, serviços secundários disponibilizados no shopping (marketing e administração) e o Clube da Costura (projeto institucional voltado para profissionalização, com oficinas, palestras e locação de equipamentos).

Na próxima página, trazemos os comentários da gestão e gráficos de monitoramento do CRI.



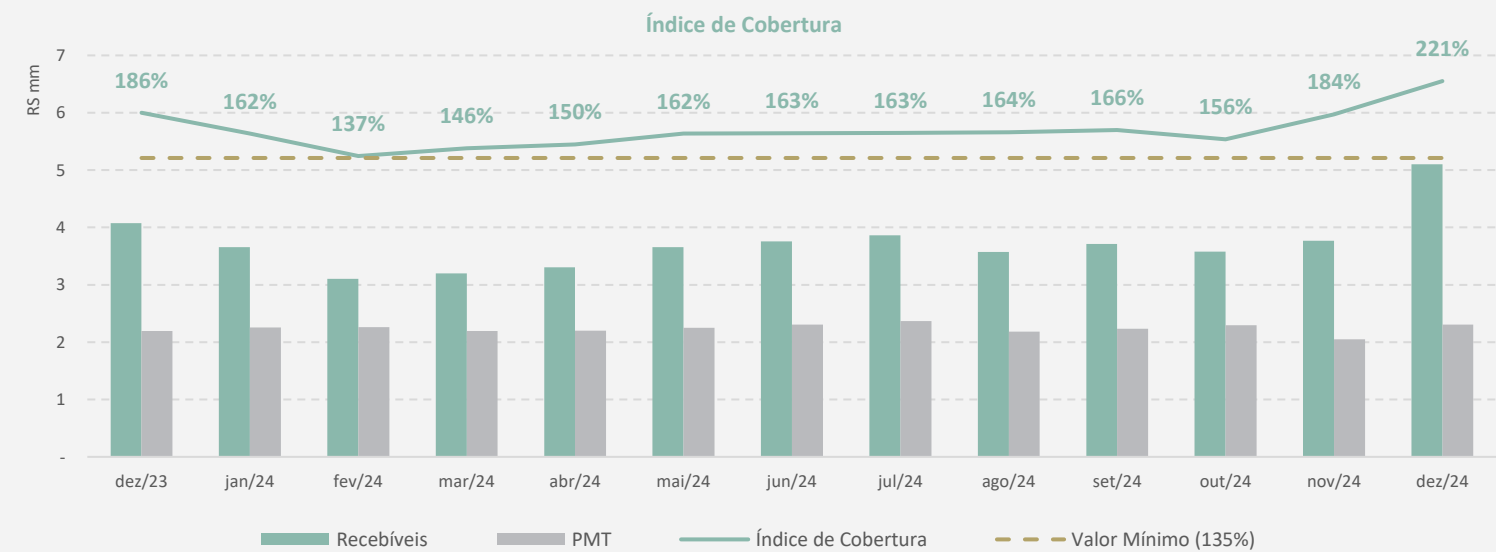
PORTFÓLIO DO FUNDO



CRI Mega Moda

Comentários da Gestão | Acompanhamos mensalmente o Índice de Cobertura (atualmente, o mínimo é de 135%, e a partir de dezembro/28 será de 150%), conforme o gráfico abaixo. Além disso, acompanhamos o LTV máximo (70%), calculando o saldo devedor do CRI sênior versus o valor de venda forçada do imóvel dado em garantia, e monitoramos a carteira de recebíveis dos aluguéis, observando o nível de vacância mês a mês para enxergar a situação do shopping. No fechamento de dezembro/2024, 113 unidades estavam disponíveis para locação, o que demonstra um nível de vacância reduzido – 0,24% de vacância física considerando o ABL do shopping.

Novo Mundo – Recuperação Judicial | A Fiadora PJ da operação (Martins Ribeiro Participações Ltda.) entrou, em conjunto com a Novo Mundo S/A (braço varejista da mesma família do Shopping Mega Moda), com pedido de recuperação judicial no TJGO no dia 26/07/2024. A Mega Moda não entrou na RJ, e não houve nenhum descumprimento pecuniário no CRI – a operação conta com um sobejo na relação entre os recebíveis que circulam na conta e a PMT devida, tendo sido paga corretamente até o momento. Além disso, o imóvel alienado em garantia está em propriedade da Mega Moda, não foi contaminado pela RJ. Em agosto/2024, foi realizada uma assembleia para declarar o não vencimento da operação, e em contrapartida, a devedora pagou um *waiver fee* e se comprometeu a constituir um fundo de reserva de 2 PMT, o que melhora nossa estrutura de garantias. Estamos em contato com a devedora e os fiadores para monitorar a situação, e temos um assessor legal especializado (Felsberg Advogados) para monitorar o processo de recuperação judicial, dado que a securitizadora foi indicada com credora extraconcursal (ou seja, não se sujeitando aos efeitos da RJ), especificamente com relação à nossa emissão, no âmbito do processo. Atualmente, o grupo Novo Mundo apresentou um plano de recuperação judicial, que está em análise de seus credores, e esse plano não indica nenhum impacto no CRI ou no Shopping Mega Moda.



Mega Moda Shopping	Novembro/2022	Março/2024
Valor de Mercado	R\$ 422.333.900,00	R\$ 478.295.500,00
Valor de Venda Forçada	R\$ 344.705.000,00	R\$ 393.262.000,00

PORTFÓLIO DO FUNDO

CRI Reserva da Mata

Características Gerais

Volume	% PL	Taxa de Aquisição	LTV	Garantias	Vencimento
R\$ 4,26 milhões	5,02%	IPCA + 10,50%	61%	Fiança, AFP, AFI, CF, FR e FD	Setembro/2032

Descrição | CRI com lastro em Contratos de Compra e Venda do condomínio fechado Reserva da Mata, em Ortigueira/PR, próximo ao projeto PUMA, um dos maiores investimentos da história da Klabin. O Reserva da Mata, idealizado pela Lotes&Cia, já foi entregue (TVO emitido).

Garantias | O CRI tem como garantias a CF de recebíveis (carteira trazida a valor presente em cerca de R\$ 5 milhões) e a alienação fiduciária da SPE proprietária do estoque, que devem respeitar o índice de cobertura superior a 130% em todos os meses. Além disso, existe o mecanismo de *full cash sweep* (amortização extraordinária de todo o excedente) e o fundo de reserva (2 PMT). Cabe destacar que os lotes em estoque somam um VGV de aproximadamente R\$ 16 milhões, sem considerar as casas prontas que o empreendedor construiu em alguns dos lotes, que aumentariam nossas garantias (em pesquisas, identificamos anúncios dessas unidades prontas com valor em torno de R\$ 580 mil). Para cálculo do LTV da operação, utilizamos a soma do valor da carteira trazida a valor presente (R\$ 5 milhões) e do VGV do estoque (são R\$ 16 milhões, porém optamos por estimar um cenário conservador, aplicando um desconto de 60%, chegando em um VGV de R\$ 6,5 milhões), o que resultou em um LTV de 61%.

Rating | A emissão e a devedora não possuem *rating*.

Comentários da Gestão | Ao longo do segundo semestre de 2024, o ritmo de vendas continuou estagnado, embora a operação tenha continuado saudável financeiramente. Estamos em contato com a Lotes&Cia para a realização de novas ações de vendas, e nos gráficos na página a seguir, mostramos o comportamento da carteira. Além disso, com o intuito de manter o saldo devedor dentro do valor inicialmente projetado na estruturação, negociamos com a Lotes&Cia a realização de aportes mensais para pagamento da atualização monetária, de modo que o saldo devedor do CRI continue controlado.



PORTFÓLIO DO FUNDO

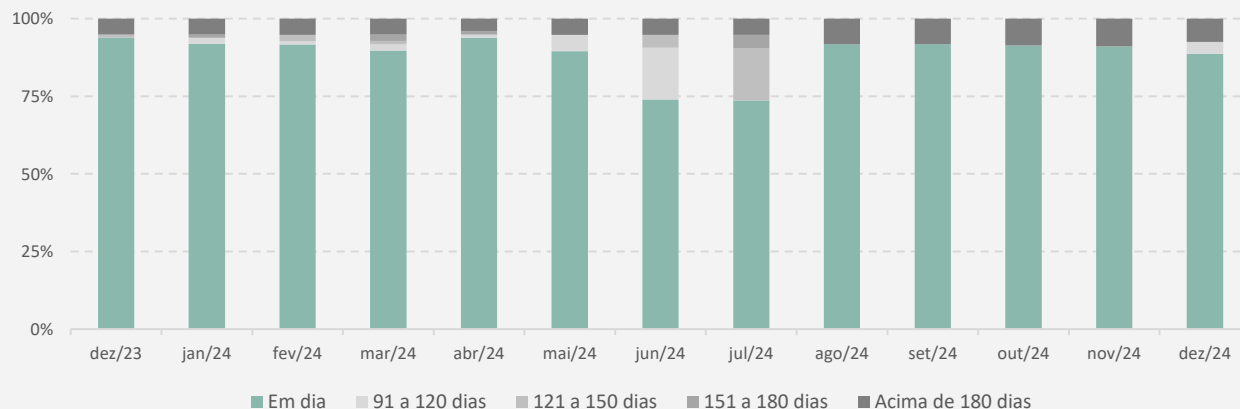
CRI Reserva da Mata

Comentários da Gestão | A carteira de recebíveis do empreendimento vem se deteriorando ao longo dos últimos meses. Apesar do nível de inadimplência indicar melhora em agosto, isso ocorreu devido a alguns distratos formalizados, o que nos mantém atentos ao comportamento da carteira. No entanto, destacamos que a operação continua completamente adimplente, uma vez que estamos em contato constante com a Lotes&Cia e a empresa tem se mostrado solícita, realizando os aportes necessários para manter o saldo devedor do CRI em níveis controlados.

Para ilustrar esse comportamento da carteira, podemos verificar no gráfico ao lado a manutenção da razão de garantia da operação, apenas com períodos pontuais ficando em níveis próximos ao limite de 130%. Com relação aos níveis de inadimplência, vemos uma queda dos clientes em dia nos últimos dois meses, e o número de vendas sofreu uma variação mínima.

Em paralelo, estamos vendo um investimento da Lotes&Cia em parceiras com novos corretores para ajudar a impulsionar as vendas, porém ainda sem reflexo na operação. Permanecemos monitorando a carteira de perto, em contato constante com o time da empresa para ter updates operacionais.

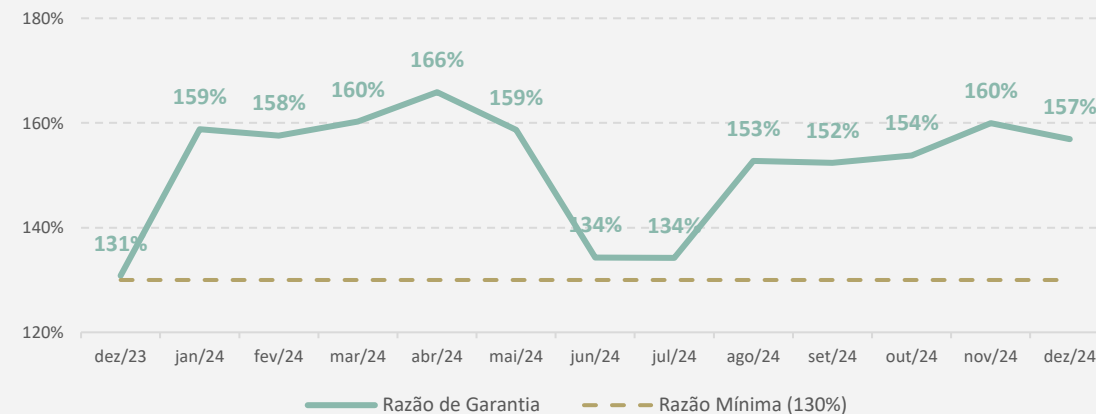
Faixas de Inadimplência (% de contratos)



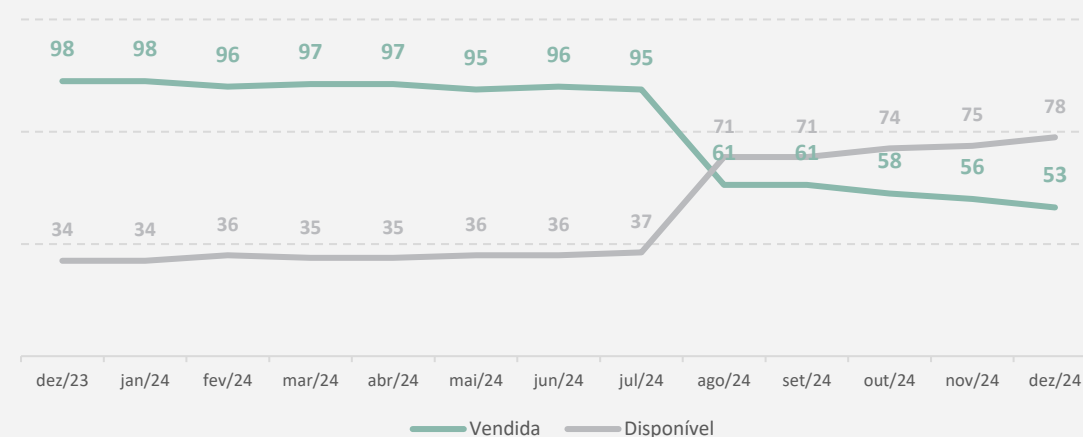
O gráfico de Faixas de Inadimplência considera apenas os contratos das unidades vendidas. A título de exemplo, em dez/24 temos 47 contratos em dia, 1 contrato em atraso de 91 a 120 dias, nenhum contrato em atraso de 121 a 150 dias, nenhum contrato em atraso de 151 a 180 dias e 4 contratos em atraso superior a 180 dias.

Data-base: 31/12/2024. Fonte: ARX Investimentos.

Razão de Garantia



Carteira de Recebíveis: nº de contratos vendidos



PORTFÓLIO DO FUNDO

CRI Assaí

Características Gerais

Volume	% PL	Taxa de Aquisição	LTV	Garantias	Vencimento
R\$ 3,61 milhões	4,25%	IPCA + 7,00%	50%	AFP	Abril/2034

Descrição | Operação lastreada em contratos de locação atípicos de 17 lojas com o "atacarejo" Assaí. As lojas foram adquiridas do GPA (Extra Hipermercado) pela Barzel Properties, e locadas ao Assaí por 25 anos. O CRI foi estruturado para o GIC (fundo soberano de Singapura), por meio do seu braço de investimento imobiliário no Brasil (Barzel), adquirir as lojas, que eram do Extra e serão convertidas em lojas do Assaí.

Garantias | O CRI conta com a alienação fiduciária das cotas do FII Barzel Properties, que é o veículo proprietário dos imóveis adquiridos, sendo que se trata de um FII exclusivo da Barzel. Considerando as características da garantia (cotas de FII), para cálculo do LTV estamos utilizando o valor contábil dos imóveis, conforme reportado no informe mensal do FII versus o passivo total do fundo. Além disso, nosso time de gestão monitora as informações divulgadas do FII, cabendo destacar que desde a emissão do CRI, os imóveis foram reavaliados contabilmente e valorizaram 27,43% (acompanhamos a evolução do valor contábil dos imóveis conforme os informes mensais do FII).

Rating | A emissão chegou a possuir rating [AAAsf\(bra\)](#) até setembro/2023, data em que foi retirado por questões comerciais, e a devedora Assaí (Sendas Distribuidora) possui rating [AAA\(bra\)](#) atribuído pela Fitch em setembro/2024, com perspectiva negativa, refletindo a frustração das expectativas da agência quanto ao ritmo de fortalecimento da geração de caixa do Assaí decorrente de um cenário macroeconômico ainda em recuperação e da forte competição no setor varejista de alimentos.

Comentários da Gestão | Analisando sob o viés de crédito, o risco Assaí é monitorado pelos nossos comitês de investimento – no caso dessa operação, trata-se de um CRI estruturado por um banco parceiro, com garantia real, que adquirimos para compor nossa estratégia tática, com relação risco retorno atrativo e possível negociação no secundário. Ao longo do segundo semestre, conseguimos realizar algumas operações de venda do CRI, gerando lucro para os cotistas do Fundo. No entanto, no cenário atual de juros, não identificamos novas oportunidades que fizessem sentido até o momento.



Valor Contábil dos Imóveis no FII

ago/22	nov/24
R\$ 1.154.808.013,44	R\$ 1.471.520.000,00
	+27,43%

PORTFÓLIO DO FUNDO

CRI Agibank

Características Gerais

Volume	% PL	Taxa de Aquisição	LTV	Garantias	Vencimento
R\$ 3,12 milhões	3,67%	CDI + 2,85%	N/A	FD	Março/2034

Descrição | CRI com lastro em letras financeiras emitidas pelo Banco Agibank.

Garantias | *Clean*.

Rating | A emissão não possui *rating*. O Banco Agibank possui os seguintes *ratings*:

- (i) Fitch: [A+\(bra\)](#) emitido em agosto/2024, perspectiva estável (duplo *upgrade* versus o *rating* anterior, que era A-(bra) emitido em 19/12/2023, perspectiva positiva);
- (ii) Moody's: [brA+](#) emitido em abril/2024, perspectiva estável (também duplo *upgrade* versus o *rating* anterior, que era A-br emitido em junho/2023, perspectiva estável); e
- (iii) S&P: [brA](#) emitido em março/2024, perspectiva estável.

Comentários da Gestão | Apesar de se tratar de uma operação *clean* de garantias, a qualidade de crédito do Agibank é muito boa. O “neobank” tem foco em consumidores de baixa renda não-digitalizados e, em 2023, fechou o ano com uma carteira de 2,7 milhões de clientes ativos, focada em consignado para a baixa renda, com R\$ 19,2 bilhões em ativos totais e uma carteira de crédito de R\$ 15,8 bilhões. Atualmente, o Agibank se encontra em ótimo momento histórico, demonstrando muita resiliência em seus resultados, de modo que consideramos esta operação uma alocação tática para gestão de caixa do Fundo.

Por se tratar de uma estrutura simplificada de CRI, não elaboramos gráficos para essa operação.



PORTFÓLIO DO FUNDO

CRI BTS Cogna (NJ)

Características Gerais

Volume	% PL	Taxa de Aquisição	LTV	Garantias	Vencimento
R\$ 1,65 milhões	1,94%	IPCA + 9,30%	67%	Fiança, AFI, FR e FD	Janeiro/2034

Descrição | CRI com lastro em direitos creditórios decorrentes de um contrato de aluguel atípico, na modalidade *built-to-suit*, cedidos pela NJ Construção e Locação de Imóveis SPE Ltda, e tendo como locatária a Faculdade Anhanguera (Editora e Distribuidora Educacional S.A.), com fiança da Cogna Educação S.A., para obras de expansão e locação da unidade de Camaçari/BA da Anhanguera.

Garantias | O imóvel dado em garantia é um prédio de padrão médio-alto, avaliado em R\$ 13,3 milhões pela Engebanc em maio/2024. Além disso, a operação conta com a fiança dos sócios proprietários do imóvel e com um fundo de despesas equivalente a três meses de aluguel da Faculdade Anhanguera (aprox. R\$ 330 mil). Para fins de cálculo do LTV, estamos considerando o valor do imóvel ante o saldo devedor do CRI.

Rating | A emissão não possui *rating*. A devedora faz parte do grupo Cogna, que possui *rating* [AA+\(bra\)](#), atribuído pela Fitch, em maio/2024.

Comentários da Gestão | O financiamento em questão foi destinado para obras remanescentes de expansão do campus, que já se encontra em funcionamento, com salas de aula e laboratórios completos. O contrato de locação com a Faculdade Anhanguera encontra-se vigente desde 2018, com aceite da primeira fase das obras em 2019 e o fluxo de aluguel está totalmente cedido para o patrimônio separado. Eventual sobejo após o pagamento da PMT mensal é utilizado para compor o fundo de despesas recorrentes, e somente então ocorre liberação ao devedor do saldo disponível remanescente.

Com relação ao risco de crédito, conforme já exposto no [CRI Cogna](#), o conglomerado passa por uma reestruturação, e vem mostrando um *turnaround* significativo mesmo em um cenário desafiador, graças principalmente ao seu portfólio diversificado. O grupo Cogna é o maior do setor atualmente e, por isso, um dos mais resilientes a choques. Por se tratar de uma estrutura simplificada de CRI, sem *covenants*, não elaboramos gráficos para essa operação.



PORTFÓLIO DO FUNDO

CRI HDOF Haddock

Características Gerais

Volume	% PL	Taxa de Aquisição	LTV	Garantias	Vencimento
R\$ 1,13 milhões	1,33%	IPCA + 8,75%	40%	AFI e FD	Dezembro/2032

Descrição | Operação lastreada em uma debênture emitida pela IZP Haddock Empreendimentos Imobiliários, para desenvolvimento de projeto na Rua Haddock Lobo, cujo terreno foi adquirido por uma SPE detida 100% pelo FII HDOF11. O projeto será de uso residencial (15%) e comercial (85%), desenvolvido pela Hedge, Paladin, Idea Zarvos. O projeto está aprovado e a construção encontra-se em fase inicial, com previsão de entrega em março/2027. Temos uma perspectiva de baixo risco, considerando a vasta experiência de cada *player*, e destaque especial para a Idea!Zarvos, premiada por design e conhecida por seus projetos diferenciados tanto no corporativo como no residencial e, consequentemente, com preço médio acima dos concorrentes.

Garantias | Contamos com a alienação fiduciária do imóvel, avaliado em R\$ 77,2 milhões (GVV trazido a valor presente, descontando custos a incorrer até novembro/2026) pela Cushman & Wakefield em agosto/2024, e fundo de despesas. Para fins de cálculo do LTV, estamos considerando o valor de avaliação versus o volume total da dívida, cujo saldo devedor atualmente é de R\$ 30,6 milhões.

Rating | A emissão e a devedora não possuem *rating*.

Comentários da Gestão | Nessa operação, enxergamos um risco adequado considerando a vasta experiência de cada *player*, que entraram com *equity* no FII, sendo que também foram realizadas emissões de cotas do FII para captar recursos no mercado, com chamadas de capital em caso de necessidade adicional de caixa. O projeto está sendo desenvolvido pelo renomado escritório Metro Arquitetos e terá 24 pavimentos contando a cobertura, que terá sua área de lazer com vista privilegiada para região. A Planservice foi contratada para realizar o gerenciamento desta obra e a Barbara atualmente é a construtora responsável. Na página a seguir, detalhamos o andamento das obras e o cronograma físico previsto.



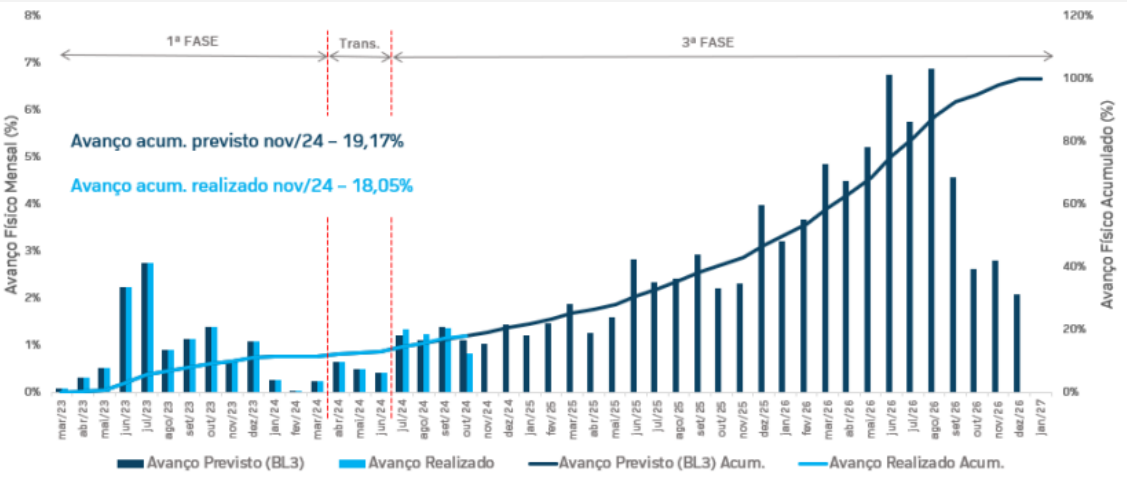
PORTFÓLIO DO FUNDO

CRI HDOF Haddock



Comentários da Gestão | Após a escolha pela construtora Barbara para concluir as obras, o início do segundo semestre de 2024 trouxe mais ritmo às obras, com evolução no avanço da estrutura do subsolo, tendo sido concluída a concretagem das lajes do 4º, 3º, 2º e 1º subsolos, além da execução da armação e forma dos pilares do térreo, de modo que ao final do trimestre a obra se encontrava com 17,23% de avanço realizado. A expectativa é que a partir da concretagem do térreo, que já foi concluída, a obra ganhe ainda mais velocidade a partir dos pavimentos tipo – até o fechamento deste relatório, o 1º pavimento estava concluído e o 2º pavimento estava parcialmente iniciado, com previsão de início da execução do 3º pavimento ainda no início do ano.

No âmbito de suprimentos, foram concluídas as contratações de todas as disciplinas envolvidas na estrutura de concreto, além dos elevadores no pacote com todos os empreendimentos, grua, cremalheira e linha de vida. A grua já foi montada, e está em andamento a concorrência para a contratação de mão de obra civil, instalações hidráulicas e elétricas e pré-moldados para a estrutura de fachada.



ITEM	DATA MARCO	STATUS
CONTENÇÕES E FUNDAÇÕES PROFUNDAS	07/01/2025	CONCLUÍDO
BLOCOS DE FUNDAÇÃO E ESTRUTURA DE CONCRETO	30/06/2024	CONCLUÍDO
ESTRUTURA ATÉ TÉRREO	22/10/2024	CONCLUÍDO
ESTRUTURA DE CONCRETO	18/02/2026	EM ANDAMENTO
CAIXILHOS E VIDROS	25/07/2026	PROGRAMADO
OUTROS ELEMENTOS DE FACHADA	17/10/2026	PROGRAMADO
AVCB (PROTOCOLO)	04/01/2027	PROGRAMADO
HABITE-SE (PROTOCOLO)	15/01/2027	PROGRAMADO
ENTREGA DEFINITIVA	02/03/2027	PROGRAMADO



PORTFÓLIO DO FUNDO

CRI Vitacon (Housi Paulista)

Características Gerais

Volume	% PL	Taxa de Aquisição	LTV	Garantias	Vencimento
R\$ 0,88 milhões	1,03%	CDI + 4,25%	32%	Fiança, CF, FD e FR	Janeiro/2028

Descrição | CRI com lastro em debêntures emitidas pela Vitacon. Fundada em 2009, a Vitacon é uma incorporadora especializada em apartamentos compactos, já consolidada no mercado paulista, com cerca de 70 empreendimentos entregues e mais de 25 mil clientes.

Garantias | Como garantia, a Vitacon cedeu a totalidade das cotas do FII Japurá, que detém 100% do empreendimento Housi Paulista, que fica localizado na Rua Bela Cintra, próximo à Av. Paulista e ao lado de uma das saídas da estação Paulista da Linha Amarela-4 do metrô. Além do próprio imóvel, foram cedidas as receitas do Housi Paulista referentes a aluguel (*short stay*) e venda das unidades, com mecanismo de *full cash sweep*. A operação ainda conta com um fundo de reserva de 4 PMTs da série sênior e, por fim, aval do CEO e fundador da Vitacon. Para fins de cálculo do LTV, consideramos o saldo devedor da carteira de recebíveis trazido a valor presente (R\$ 42,2 milhões) somado ao estoque (55 unidades disponíveis, considerando o valor médio de venda da carteira, resultando em R\$ 26,3 milhões) contra o saldo devedor da série sênior.

Rating | A emissão e a devedora não possuem *rating*.

Comentários da Gestão | O Housi Paulista é gerenciado pela Housi, um *spin-off* da Vitacon que se define como uma *proptech* focada na gestão de imóveis, similar a Loft e QuintoAndar. Pela plataforma Housi, é possível alugar apartamentos de maneira rápida e simples, com pacote completo (inteiramente mobiliado, com luz, gás, água, internet, TV a cabo) “por assinatura”. Outro diferencial é a integração com outros serviços dentro do próprio prédio (“prédio inteligente”), como limpeza do apartamento, lavanderia, carro e salão de beleza por assinatura, mercado, farmácia, *coworking*, tudo feito pelo mesmo aplicativo. Na próxima página, trazemos mais detalhes referentes ao monitoramento mensal.



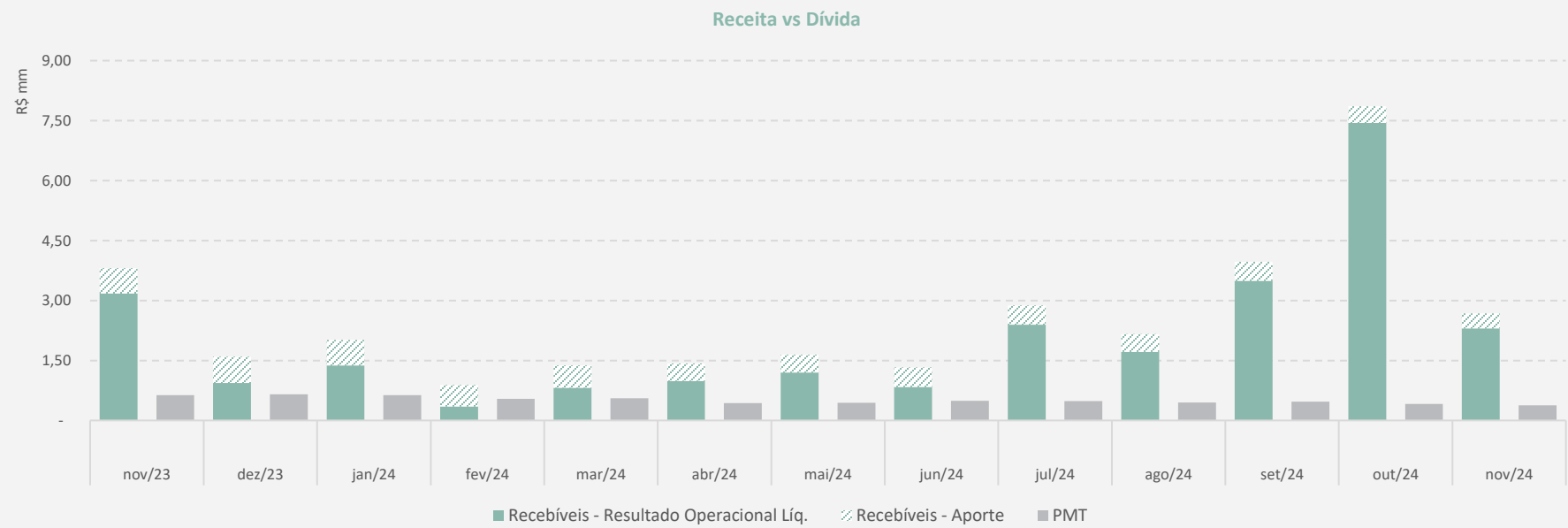
PORTFÓLIO DO FUNDO



CRI Vitacon (Housi Paulista)

Comentários da Gestão | Ao longo do segundo semestre de 2024, a carteira de recebíveis aumentou consideravelmente – de junho/2024 à novembro/2024, passamos de 142 para 55 unidades em estoque, resultado do grande esforço de vendas da Vitacon e do sucesso do empreendimento – visto como um investimento pelos seus compradores, dado que a grande maioria das unidades ficam em *pool* de locação na modalidade de *short stay*. Com relação à receita de aluguel das unidades, cabe destacar que há certa sazonalidade – a taxa de ocupação depende muito do lazer (foco em finais de semana, feriados e férias escolares) e de grandes eventos, sejam shows e festivais de música, eventos esportivos (Fórmula 1, por exemplo) ou eventos corporativos, além de existir uma concorrência razoável na região (Ibis e outros hotéis *low cost*).

No gráfico abaixo mostramos o resultado operacional líquido, no qual é considerado a receita com a carteira de recebíveis e os aluguéis, deduzidos das despesas operacionais do empreendimento. Além disso, mensalmente, a Vitacon tem realizado aportes para acelerar ainda mais o pagamento da dívida, além do mecanismo de *full cash sweep*.



Data-base: 31/12/2024. Fonte: ARX Investimentos.

PORTFÓLIO DO FUNDO

CRI Cooperativa Lar

Características Gerais

Volume	% PL	Taxa de Aquisição	LTV	Garantias	Vencimento
R\$ 0,76 milhões	0,89%	IPCA + 9,04%	72%	AFI e FD	Dezembro/2034

Descrição | Operação lastreada em notas comerciais emitidas pela Cooperativa Lar, a quinta maior cooperativa agro do Brasil (aves, suínos, ovos e leite e insumos agrícolas).

Garantias | O CRI conta com a alienação fiduciária de 17 imóveis (11 supermercados e 6 silos de propriedade da Lar localizadas em cidades no Paraná e Mato Grosso do Sul, somando um valor de venda forçada de R\$ 250,4 milhões) e há uma estrutura de liberação de ativos que busca reduzir o risco do investidor (número limitado de solicitações, LTV mínimo de 40% a ser observado, prioridade de imóveis, etc).

Rating | A emissão possui *rating* [Asf\(bra\)](#) pela Fitch (dezembro/2024), com perspectiva atualizada de negativa para estável devido à atualização do *rating* da devedora, que por sua vez é [A\(bra\)](#), também atualizada para estável, devido às expectativas de que a Cooperativa Lar manterá uma liquidez mais robusta do que a anteriormente projetada e devido ao fortalecimento da estrutura de capital e da rentabilidade dos negócios da companhia, principalmente no segmento de carne de frangos.

Comentários da Gestão | Em 2024, o setor de proteína voltou a se recuperar após alguns anos difíceis, com crescimento tanto na oferta interna quanto nas exportações. Além disso, a Cooperativa Lar se destaca por conta da sua estratégia de diversificação do portfólio de negócios, onde a avicultura representa uma parte das receitas líquidas, e insumos agrícolas e grãos representam outra – ou seja, a parte industrial compensa uma eventual variação no preço de *commodities* e vice versa, além de lhe conferir mais poder de barganha com fornecedores. Em termos de estratégia, a Cooperativa Lar emitiu novas dívidas em 2024, conseguindo alongar seu endividamento e conquistando uma posição de liquidez mais forte frente à dívida de curto prazo. Para 2025, esperamos que as exportações brasileiras de frango continuem crescendo, o que beneficia os negócios da Lar. Com relação aos *covenants* indicados ao lado, como o resultado de 2024 ainda não foi divulgado, não atualizamos a medição com relação ao último semestre.



COVENANTS		2020	2021	2022	2023
Liquidez Corrente: igual ou superior a 1,10	✓	1,23	1,32	1,36	1,63
Índice de Solvência: igual ou superior a 18%	✓	23%	21%	23%	25%
Cobertura de Juros: igual ou superior a 1,50	✓	6,80	3,48	2,05	2,27
Dívida Líquida/PL: igual ou inferior a 2,5	✓	1,61	1,97	1,85	1,62

Data-base: 31/12/2024. Fonte: ARX Investimentos. Nota: AFP: Alienação Fiduciária de Participações; AFI: Alienação Fiduciária de Imóvel; CF: Cessão Fiduciária; FR: Fundo de Reserva; FD: Fundo de Despesas; FJ: Fundo de Juros; FO: Fundo de Obras.



Administrador Fiduciário | Instituição autorizada pela CVM para o exercício de atividades relacionadas, direta ou indiretamente, ao funcionamento, à manutenção de um fundo de investimento, especialmente atividades de custódia e de controladoria de ativos e de passivos.

Agente Fiduciário | Instituição financeira autorizada pelo Banco Central do Brasil (BACEN ou BC) que possui como objeto social a administração ou a custódia de bens de terceiros, responsável por proteger os direitos e interesses dos titulares dos CRIs no âmbito da operação de securitização.

Completion Financeiro | Um dos principais marcos referentes ao desenvolvimento de determinado projeto, sob a ótica de risco, o *completion* financeiro refere-se ao início da fase operacional do referido projeto, com a entrada de recebíveis decorrentes da operação.

Covenants | Cláusulas contratuais previstas em instrumentos de dívida que buscam restringir algumas ações do devedor, de modo a proteger os interesses dos credores, como limites ao endividamento e ao pagamento de dividendos da empresa, bem como o cumprimento de determinados índices de cobertura e a prestação de informações periodicamente.

CRI | Certificados de Recebíveis Imobiliários: são títulos de crédito lastreados (ou seja, vinculados) em créditos imobiliários (contratos de locação, contratos de compra e venda de imóvel a prazo, dívidas com destinação imobiliária dos recursos e/ou para reembolso de despesas imobiliárias, empréstimo com garantia imobiliária) e com promessa de pagamento em dinheiro; um CRI é emitido por uma companhia securitizadora e formalizada através de um termo de securitização celebrado com um agente fiduciário.

Dividend Yield | Indicador que mede a performance de um investimento de acordo com os rendimentos pagos aos seus cotistas (rendimentos distribuídos/cota a valor de mercado).

Duration | Prazo médio ponderado das amortizações do título.

Estratégia Core | Estratégia dedicada a operações que a gestão buscará manter até o vencimento.

Estratégia Tática | Estratégia dedicada a operações que possam gerar uma boa relação risco x retorno e que podem trazer ganho de capital no mercado secundário.

FII | Fundo de Investimento Imobiliário

Full Cash Sweep | Utilização de recursos excedentes da companhia devedora, geralmente cedidos fiduciariamente no âmbito da securitização, para amortizações extraordinárias dos CRIs ao invés de liberar esse excedente à companhia.

Guidance | Termo utilizado para se referir às estimativas e informações futuras na opinião da equipe de gestão de um fundo, trazendo transparência e deixando seus investidores sempre a par de seus projetos, planos, perspectivas e projeções, o que busca combater a desinformação e fortalecer a confiança e o relacionamento com os investidores.

High Grade | Investimentos categorizados como *high grade* são aqueles que oferecem baixo risco de crédito de inadimplência para seus investidores.

IPO | *Initial Public Offering*: “oferta pública inicial” em português.

Lastro | O lastro de um CRI deve ser constituído por recebíveis imobiliários (contrato de locação, contrato de compra e venda de imóveis, debêntures imobiliárias, CCB).

LTV | *Loan-to-Value*: razão entre dívida e cobertura da garantia.

Modalidades de Garantias | AFP: Alienação Fiduciária de Participações; AFI: Alienação Fiduciária de Imóvel; CF: Cessão Fiduciária; FR: Fundo de Reserva; FD: Fundo de Despesas; FJ: Fundo de Juros; FO: Fundo de Obras.

Período de Lock-up | Prazo previsto na Resolução 160 da CVM referente a restrições à negociação de valores mobiliários em mercado secundário, dependendo do público-alvo da oferta primária.

Servicer | Empresa especializada contratada em operações de securitização para acompanhamento dos pagamentos recebidos e os efetuados de uma carteira cedida (gestão de recebíveis).

SPE | Sociedade de Propósito Específico.

TVO | Termo de Verificação de Obra: documento emitido por uma prefeitura após a conclusão das obras de divisão do terreno e infraestrutura em loteamentos.

RELAÇÕES COM INVESTIDORES

Contatos



ARX Investimentos Ltda.

Rio de Janeiro | Av. Borges de Medeiros, 633 - 4º andar - Leblon

São Paulo | R. Prof. Atílio Innocenti, 165 - 16º andar - Vila Nova Conceição

Caso tenha qualquer dúvida, não hesite em nos contatar:

Distribuidores e Parceiros

RJ | Bernardo Teixeira - (21) 3265 2141

SP | Ligia Nunes - (11) 3050 8339

distribuicao@arxinvestimentos.com.br

Investidores Institucionais

RJ | Mônica Marchevsky - (21) 3265 2135

institucionais@arxinvestimentos.com.br

arxinvestimentos.com.br



/arx-investimentos



@arxinvestimentos



Hedge Investments DTVM Ltda.

São Paulo | Av. Brigadeiro Faria Lima, 3600 - 11º andar - cj 112 - Itaim Bibi

Fale Conosco

(11) 5412 5400

contato@hedgeinvest.com.br

Atendimento a Investidores

ri@hedgeinvest.com.br

Este material foi elaborado pela ARX Investimentos e contém informações prospectivas de caráter meramente informativo, que constituem apenas estimativas e não devem ser considerados como projeções ou qualquer expectativa ou garantia de futuros resultados, tampouco não deve ser entendido como oferta, recomendação ou análise de investimento ou ativos, material promocional, solicitação de compra ou venda. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do regulamento do Fundo, com especial atenção para as cláusulas relativas ao objetivo e à política de investimento adotados. O Regulamento e outros documentos relacionados ao Fundo estão disponíveis no site da ARX Investimentos (<https://www.arxinvestimentos.com.br/pt/fundos/real-estate/arx-dover-recebeis-fii.html>).

Os cotistas do Fundo e potenciais investidores devem estar cientes que as informações contidas neste material estão ou estarão, conforme o caso, sujeitas a diversos riscos, incertezas e fatores relacionados às operações do Fundo que podem fazer com que os seus atuais resultados sejam substancialmente diferentes. As informações veiculadas, os valores e as taxas são referentes às datas e às condições indicadas no material e não serão atualizadas. Verifique a tributação aplicável. As referências aos produtos e serviços são meramente indicativas e não consideram os objetivos de investimento, a situação financeira ou as necessidades individuais e particulares dos destinatários. Os dados apresentados consistem em mera estimativa e não asseguram ou sugerem a existência de garantia de resultados ou isenção de risco para o investidor.

A ARX Investimentos e a administradora fiduciária não se responsabilizam por decisões dos investidores acerca do tema contido neste material nem por ato ou fato de profissionais e especialistas por eles consultados. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Fundos de Investimento não são garantidos pelo administrador do fundo, gestor da carteira, por qualquer mecanismo de seguro, ou ainda, pelo Fundo Garantidor de Crédito (FGC). O objetivo de investimento, as conclusões, opiniões, sugestões de alocação, projeções e hipóteses apresentadas são uma mera estimativa e não constituem garantia ou promessa de rentabilidade e resultado ou de isenção de risco pela ARX Investimentos. As informações, conclusões e análises apresentadas podem sofrer alteração a qualquer momento e sem aviso prévio. O investimento em determinados ativos financeiros pode sujeitar o investidor a significativas perdas patrimoniais. Ao investidor cabe a responsabilidade de se informar sobre todos os riscos, previamente à tomada de decisão sobre investimentos. Ao investidor caberá a decisão final, sob sua única e exclusiva responsabilidade, acerca dos investimentos e ativos mencionados neste material.

Esta apresentação é fornecida, exclusivamente, a título informativo, e não constitui oferta ou qualquer sugestão ou recomendação de investimento, em particular ou em geral. Não há neste documento qualquer declaração ou garantia, explícita ou implícita, acerca de promessa de rentabilidades futuras quanto ao produto ou serviço financeiro identificado. Este documento não leva em conta objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer pessoa física ou jurídica individualmente considerada. Os fundos de investimento podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR, DO GESTOR DA CARTEIRA, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITOS – FGC. A RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. Leia a lâmina de informações essenciais, se houver, e o regulamento antes de investir. A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS.

SUPERVISÃO E FISCALIZAÇÃO

Comissão de Valores Mobiliários – CVM

Serviço de Atendimento ao Cidadão em www.cvm.gov.br

