



Relatório de Risco (Efeito Corona) – 30/03/2020

FII RBR Rendimento High Grade – RBRR11

NOTA DO GESTOR

Instalou-se no mercado um enorme medo, fruto do susto e imprevisibilidade com o avanço do Corona vírus e dos seus efeitos na economia no curto e médio prazo. Em decorrência do atual momento, refizemos o nosso Relatório de Risco, o melhoramos e agora estamos compartilhando com analistas e investidores com o intuito de agregar informações sólida e concretas a respeito do portfólio de operações. Resumo do que será apresentado nas próximas páginas:

- ✓ Portfólio bem diversificado;
- ✓ Confortável colchão de recebíveis;
- ✓ Fundo de reserva elevado;
- ✓ Razão de garantia (LTV – Loan to Value) Conservadora;
- ✓ Ótimas garantias em ótimas localizações.

Como parte do trabalho de análise e mitigação do risco da carteira, elencamos abaixo algumas das atividades nas quais nosso time de Crédito tem se dedicado nos últimos dias:

- ✓ Análise individual das estruturas das operações;
- ✓ Análise da saúde financeira dos devedores;
- ✓ Simulação de cenários de *stress*; e
- ✓ Contato próximo junto aos devedores, securitizadoras, e investidores.

Após a conclusão desta etapa dos nossos estudos, **temos bastante confiança na solidez e nos fundamentos da carteira do Fundo nos curto, médio ou longo prazos e, na nossa análise, não vislumbramos nenhum default (perda de principal) por parte dos devedores.** Apesar de concluída esta primeira etapa de análise de risco para a elaboração deste relatório, é importante ressaltar que nosso trabalho de monitoramento continua de maneira ativa no dia-a-dia das operações. Solicitações de postergações podem ocorrer, mas possuímos mecanismos suficientes para preservar o fluxo de caixa dos nossos investidores e, principalmente, proteger o seu capital. Em situações de crise como esta em que vivemos, é factível o cenário em que o devedor eventualmente é isento de pagar amortização por um curto prazo, mas continua remunerando o capital do investidor através do pagamento de juros. Até a data da divulgação deste relatório (30/03/2020), não tivemos nenhuma solicitação formal de postergação pelos devedores.

Preço da Cota Mercado	Desconto sobre PL ¹	Dividend Yield (% a.a.)
		R\$ 0,50/cota ²
R\$ 70,0	-29%	8,6%
R\$ 80,0	-19%	7,5%
R\$ 90,0	-9%	6,7%
R\$ 100,0	2%	6,0%
R\$ 110,0	12%	5,5%

Atualmente, o RBRR11 encontra-se com preço de mercado abaixo do valor patrimonial do Fundo (VP¹). Em outras palavras, é como comprar uma nota de R\$100 por menos de R\$100, embutindo um default (perda). Hipótese que, até o momento, refutamos. Indicamos, ao lado a esquerda, um quadro com o desconto sobre o VP conforme variação do preço da cota e o respectivo *dividend yield*, com base no nosso *guidance* de distribuição de rendimentos para os próximos meses considerando o cenário de CDI a 3,75% ao ano e Inflação de 3,0% ao ano:

Observação: O administrador do fundo (BTG) precifica os papéis com base em dois critérios diferentes de acordo com a liquidez do ativo no mercado secundário. Como boa parte dos papéis não possuem liquidez significativa no secundário, a grande maioria dos ativos são precificados considerando as taxas de aquisição. Por esse motivo, a variação no PL do fundo nos próximos meses será, principalmente, atrelada às variações das posições Táticas.

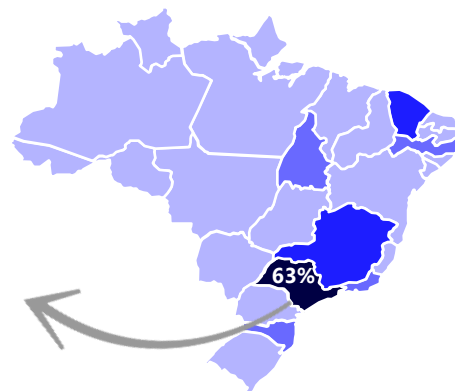
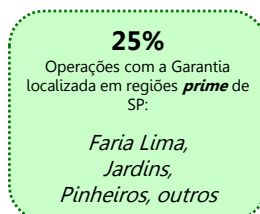
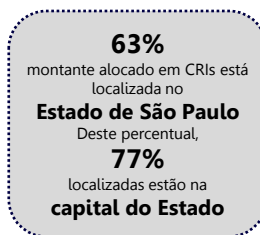
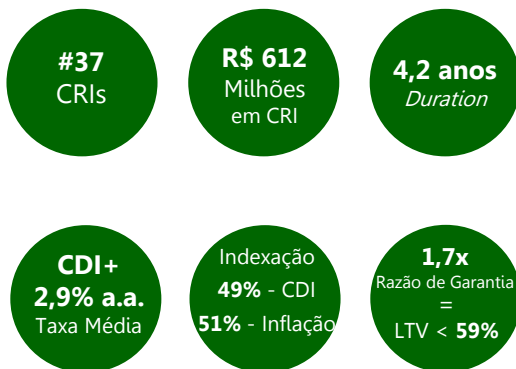
2 - NÃO CONSISTE EM GARANTIA DE RENTABILIDADE

Principais características do portfólio

A carteira de CRIs do Fundo atualmente encontra-se alocada em 37 operações, com concentração máxima por CRI inferior a 10% do PL. Além disso, **os 10 maiores investimentos do portfólio representam cerca de 60% do PL, reforçando a diversificação de risco da carteira.**

Localização das Garantias

A RBR é extremamente criteriosa na avaliação das garantias imobiliárias das operações. O processo de análise envolve visita aos ativos, *know-how* de equipe especializada, coleta de referências sobre os imóveis e diligência técnica, ambiental e jurídica.



• 1 – PL em Fev/2020: R\$ 682.980.800,69 (R\$ 98,38 / cota)
 • Rentabilidade leva em consideração uma inflação de 3,50% ao ano e um CDI de 6,00% ao ano (<https://www.bcb.gov.br/content/focus/focus/R20200214.pdf>)
 • Importante: rentabilidade média não representa uma garantia de rentabilidade.

Tipos de Risco

Relatório de Risco – Efeito Corona

Nós dividimos a carteira em 3 tipos de risco de crédito para analisar o risco do portfólio. Importante destacar que a qualidade da garantia formalizada através de Alienação Fiduciária é fundamenta para a solidez das operações. Como gostamos de repetir, **Crédito Imobiliário é diferente de Crédito Corporativo Clean (sem garantia)**.

1. Diversificado Multi-devedor

(Locação e Financiamento Imobiliário)

Operações com edifícios corporativos, parques logísticos, shopping e carteiras de incorporadoras, onde o risco por CRI é dividido por diversas partes, sejam elas locatárias dos ativos ou mutuárias de financiamentos para aquisição de imóveis. O primeiro nível de pagamento do serviço da dívida é proveniente dos aluguéis e/ou de parcelas dos financiamentos e, grande parte das operações, possuem coobrigação de uma Empresa sólida.

Garantia	Importante a análise da qualidade do ativo e o colateral da garantia versus o montante da dívida (LTV – <i>Loan to Value</i>)
Fluxo	Fundamental analisar o excedente e a qualidade dos recebíveis da operação <i>versus</i> o serviço da dívida e a capacidade de pagamento dos locatários e mutuários.



2. Corporativo

Créditos em que o risco é concentrado no balanço de um único devedor ou na capacidade de pagamento de um único locatário em imóveis geradores de renda como galpões logísticos, lojas de varejo, lajes corporativas, etc.

Garantia	Importante a análise da qualidade do ativo e o colateral da garantia versus o montante da dívida (LTV – <i>Loan to Value</i>)
Fluxo	Depende principalmente do balanço do devedor ou locatário



3. Unidades residenciais prontas

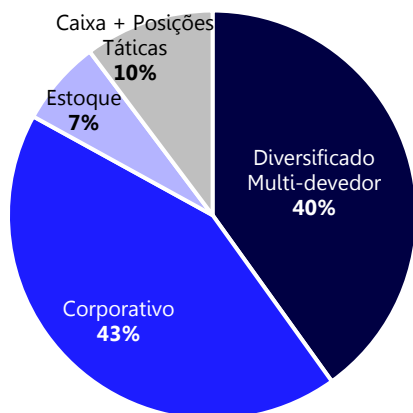
Nesses CRIS, a incorporadora, como devedora, adiciona unidades residenciais prontas (performadas) como garantia e amortiza a operação conforme a venda dessas unidades, não dependendo do balanço da empresa.

Garantia	Importante a análise da qualidade do ativo e o colateral da garantia versus o montante da dívida (LTV – <i>Loan to Value</i>)
Fluxo	Importante analisar com cuidado a capacidade de absorção da região em que as unidades estão localizadas, valor de avaliação e velocidade de venda dos apartamentos

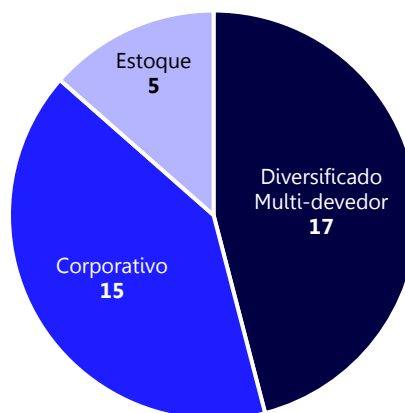


Alocação do Portfólio por Tipo de Risco

% PL



Número de CRIs



1. Risco Diversificado Multi-devedor (40% do PL)

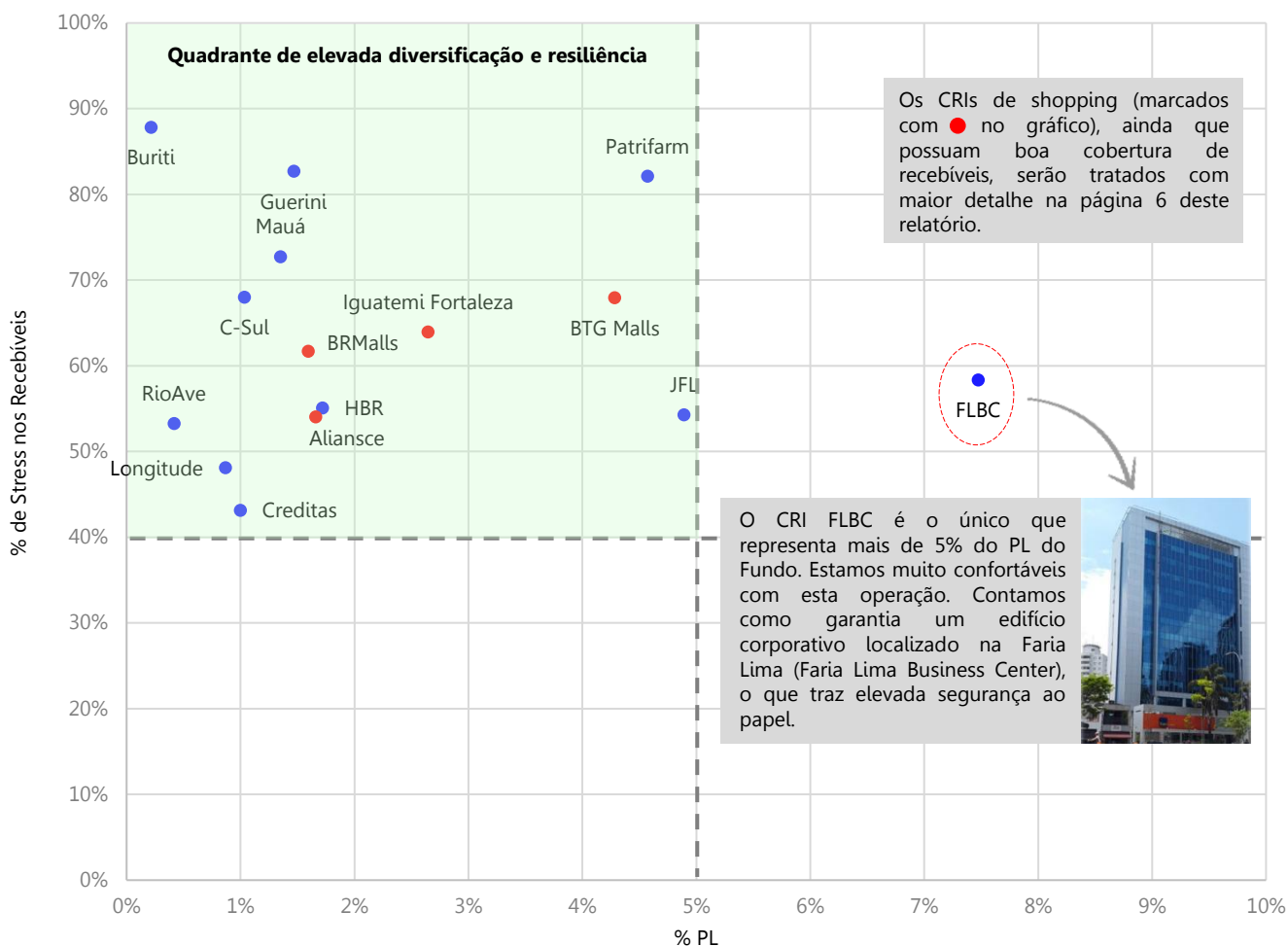
Relatório de Risco – Efeito Corona

Nessas operações, o pagamento do serviço da dívida é proveniente dos alugueis (por exemplo, edifícios corporativos e shoppings) e de parcelas dos financiamentos imobiliários.

Para esta análise, simulamos o *stress* (perda) máximo na carteira de recebíveis que cada operação aguenta receber de forma que ainda assim continue sendo suficiente para o pagamento dos juros da dívida. Em situações de crise como esta em que vivemos, é factível o cenário em que o devedor é isento de pagar amortização por um curto prazo, mas continua remunerando o capital do investidor.

Fazendo um exercício de cenário de stress de perda de 40% nos recebíveis de curto prazo, que é uma perda significativa, **notamos que 100% das 17 operações do risco diversificado multi-devedor conseguiriam arcar com os pagamentos de juros** sem sequer acessar o fundo de reserva e/ou Empresas coobrigadas com os créditos das operações.

A análise abaixo indica que, de forma geral, o sobre colateral (excesso de recebíveis) das operações definidas no momento da estruturação serão suficientes para garantir o pagamento de pelo menos os juros mensais. Em um cenário ainda mais restritivo (fluxo de recebíveis chegarem a zero por alguns meses), ainda assim, possuímos como ferramentas o Fundo de Reserva de cada operação e os devedores coobrigados no pagamento das parcelas previstas. Se nenhuma dessas ferramentas forem suficientes (sobre colateral, fundo de reserva e coobrigação do devedor), podemos executar as garantias formalizadas através de Alienação Fiduciária. **Resumindo, o cenário de atraso de pagamento é pouco provável e com baixo impacto no portfólio.**



Os CRIs de shopping (marcados com ● no gráfico), ainda que possuam boa cobertura de recebíveis, serão tratados com maior detalhe na página 6 deste relatório.

O CRI FLBC é o único que representa mais de 5% do PL do Fundo. Estamos muito confortáveis com esta operação. Contamos como garantia um edifício corporativo localizado na Faria Lima (Faria Lima Business Center), o que traz elevada segurança ao papel.



Fundo de Reserva
2,6x
Meses de juros

Razão de Garantia
1,5x

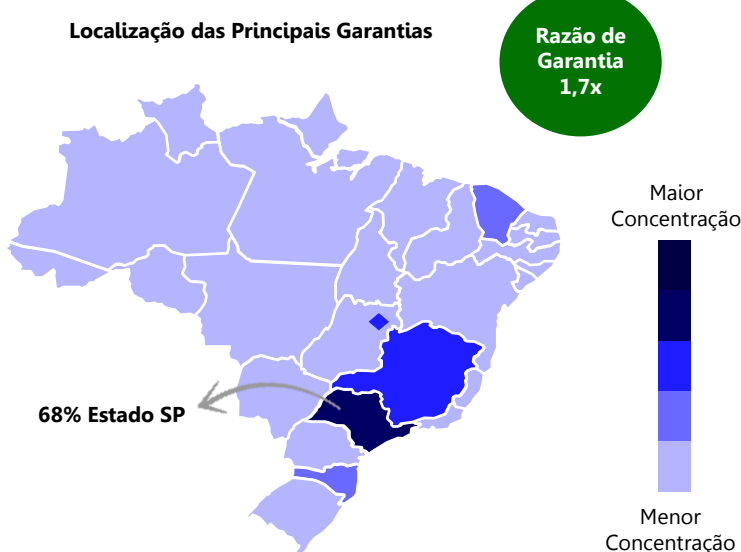
Garantias
51%
Localizadas Estado de SP

2. Risco Corporativo (43% do PL)

Relatório de Risco – Efeito Corona

Risco corporativo está ligado com a capacidade de pagamento de um único locatário (contrato atípico) ou do devedor. São operações lastreadas em imóveis geradores de renda (galpões logísticos, lojas de varejo, lajes corporativas) ou terrenos localizados em área premium (por exemplo, av. Faria Lima). Destacamos abaixo os principais devedores dessa classe de risco e a localização das principais garantias:

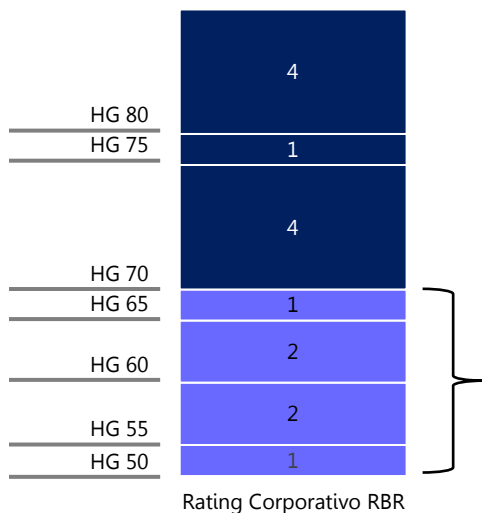
Principais Devedores / Locatários



Revisamos nossas análises dos balanços de todos os devedores/locatários com o intuito de avaliar a capacidade das companhias em honrar seus compromissos no curto prazo. Em geral, **os balanços das empresas se mostram preparados para atravessarem esse momento de crise sem maiores impactos no pagamento de nossas operações**. Além disso, os ativos imobiliários em garantia estão bem localizados e são estratégicos para essas companhias, reduzindo atrasos no pagamento do serviço de dívida e/ou um eventual default (perda).

Todas as operações investidas pelo RBRR11 necessariamente possuem um rating RBR mínimo A-. Essa nota é composta com uma avaliação do componente imobiliário (maior peso em nossa análise) e um componente corporativo. O componente corporativo mede, resumidamente, a capacidade de pagamento de um único locatário/devedor e é representado por um nota que varia entre HG 0 até HG 100. Atualizamos todas as avaliações dos Devedores e, **atualmente, 9 (de 15) operações estão acima da escala HG 70 que indicam ótima liquidez para arcar com os compromissos financeiros**.

Abaixo indicamos o **rating corporativo RBR** para as operações com o Corporativo do portfólio:



6 operações apresentam uma escala abaixo do HG 70. Ao analisarmos as garantias destas operações, podemos encontrar indicadores bastante positivos como LTV de 51%, garantias localizadas no Estado de SP, principalmente em regiões como **Av. Faria Lima, Jardins e Chucuri Zaidan, todas em São Paulo Capital**. Bastante conforto com relação à liquidez e resiliência destes ativos em caso de eventual execução das garantias.

Apenas **19% do PL**

Garantias **SP Capital**

Razão de Garantia **2,0x**

Principais Garantias:

- Edifício HL Faria Lima (região **Av. Faria Lima**)
- Terreno Leopoldo (região **Av. Faria Lima**)
- Quota Corporate (região **Chucuri Zaidan**)
- Terreno Haddock (região **Jardins**)

3. Estoque (7% do PL)

Relatório de Risco – Efeito Corona

Nesses CRIS, a incorporadora, como devedora, adiciona unidades residenciais prontas (performadas) como garantia e amortiza a operação conforme a venda dessas unidades, não dependendo do balanço da empresa. o recebível para pagamento do serviço da dívida é proveniente principalmente da venda das unidades. Vale ressaltar que 100% do estoque está no Estado de São Paulo, o que facilita o monitoramento e execução de garantia em caso extremo.

Atualmente são necessárias em média a venda de 7 unidades por mês para que o recebimento seja suficiente para a cobertura dos juros do papel. A média de venda dos últimos 12 meses foi de 25 unidades, apresentando considerável excedente para o momento de instabilidade atual, quando possivelmente haverá menor procura por parte dos compradores de imóveis. Além disso, o fundo de reserva é suficiente para a cobertura de, em média, 5 meses de juros.

551 unidades em estoque total

nº de unidades

Necessidade de Vendas para Pagamento de Juros

7

Média de Vendas Últimos 12 Meses

25

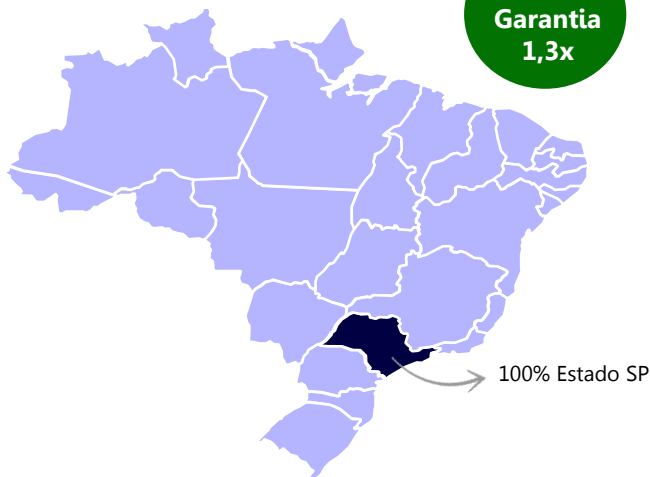
Fundo de Reserva

5 meses de juros

Em média sem vender nenhuma unidade. Ficamos muito confortáveis com o excesso de garantia e com o mecanismo do fundo de reserva mantendo o pagamento de juros caso necessário.

Localização das Principais Garantias

Razão de Garantia 1,3x



100% Estado SP

Maior Concentração



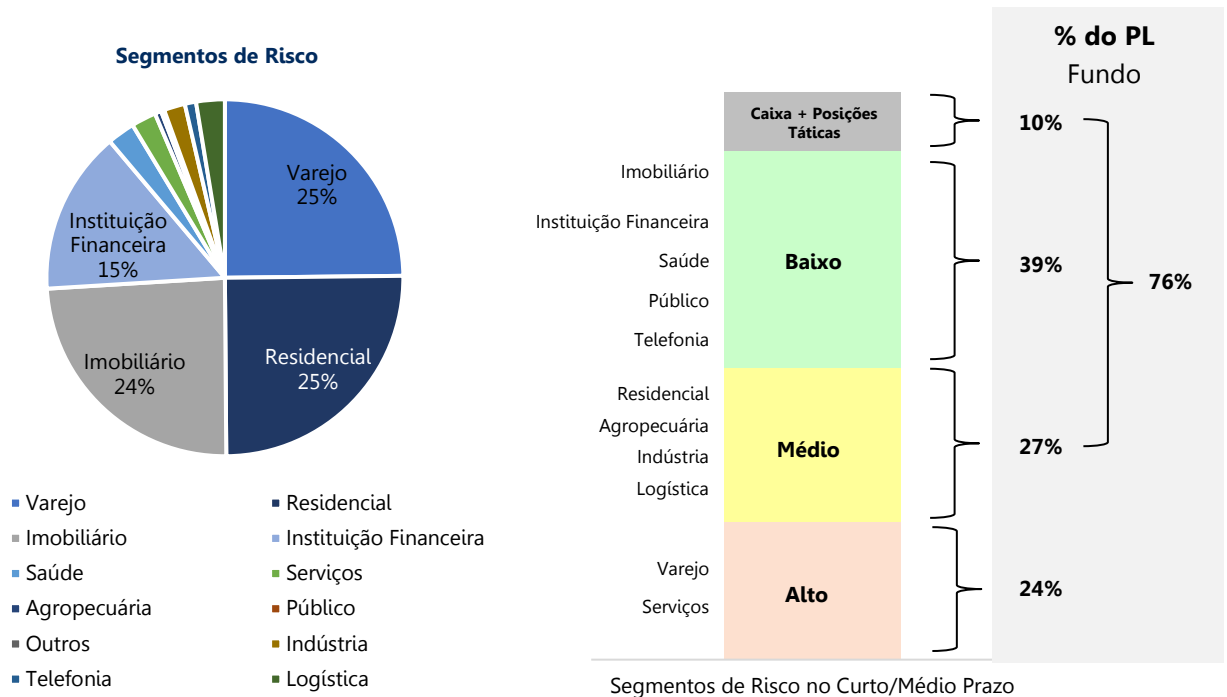
Menor Concentração



Exposição Setorial

Relatório de Risco – Efeito Corona

De forma análoga à análise realizada pelos tipos de risco de crédito, realizamos um estudo setorial, que classifica cada uma das operações conforme o seu principal setor de exposição. Posteriormente à realização dessa segmentação, avaliamos o grau de risco* de cada um desses setores no curto/médio prazo, em função das consequências causadas pela instabilidade em âmbito global gerado principalmente pela pandemia do Corona Vírus (COVID-19)



Por conta do fechamento de shoppings e comércios em geral e a consequente queda dos faturamento do setor, entendemos que os setores **Varejo** e **Serviços** serão os mais impactados no curto/médio prazo. Abaixo e na próxima página, detalhamos nossas operações que dependem do fluxo de recebíveis de shoppings e do balanço dos devedores deste setor.

Cenário de Stress - Shopping

Partindo da premissa que os shoppings deverão ser um dos ativos imobiliários mais impactados no curto/médio prazo em função das consequências causadas pelo efeito Corona, revisamos nossas análises do risco corporativo dos devedores.

Atualmente, possuímos **4 operações no setor que somam apenas 15% do PL. Todas as operações possuem garantias em shoppings a razão de garantia média é de 1,4x o valor dos ativos/saldo devedor (LTV – 70%).** Em todos os 4 casos, observamos uma forte posição de caixa e liquidez robusta superior a 2x os compromissos de curto prazo. Acreditamos que **não deverão apresentar problemas para honrar com seus compromissos de curto prazo, mesmo em um cenário adverso**, com fechamento temporário de suas lojas.

% PL	LTV	Garantias	Comentários RBR
1,6%	70%	Shopping Vila Lobos São Paulo-SP	► BR Malls: Operação com garantia no Shopping Vila Lobos localizado em Altos de Pinheiros, São Paulo – SP. A Empresa apresenta liquidez confortável, com BRL 781,2 MM de posição de caixa (dez/2019), acreditamos que não deverá apresentar problemas para honrar com seus compromissos de curto prazo. A companhia apresenta empréstimos e financiamento de BRL 69,5MM a vencer no curto prazo. Indicador de liquidez ajustado (calculado pela RBR) de 1,7x (esse indicador desconta o caixa utilizado em aquisição de participação adicional do Shopping Villa-Lobos e Shopping Piracicaba, conforme comunicado ao mercado divulgado pela BR Malls).
1,7%	49%	Shopping Bangú Rio de Janeiro-RJ	► Aliansce Sonae: A Aliansce Sonae apresenta BRL 1,2 bi de posição de caixa (dez/2019), com indicador de liquidez ajustado de 5,7x. Considerando a posição de caixa confortável e baixa concentração de passivos de curto prazo, acreditamos que a companhia não deverá apresentar problemas para arcar com suas obrigações de curto prazo.
4,3%	72%	Multi-ativos Brasil	► BTG Malls: O fundo BTG Malls apresenta posição de caixa de BRL 61,4MM, posição confortável se comparada com as obrigações de BRL 23,1MM, com indicador de liquidez ajustado calculado pela RBR de 3,4x, acreditamos que não deva apresentar problemas para honrar com suas obrigações.
7,5%	74%	Iguatemi Fortaleza-CE	► Iguatemi: A companhia apresenta indicador de liquidez ajustado (calculado pela RBR) de 2,0x, com posição de caixa confortável para arcar com suas obrigações de curto prazo. Acreditamos que a companhia não deve apresentar problemas para arcar com suas obrigações de curto prazo.

*grau de risco por setor baseado em estudo da Moody

CONCLUSÃO

Relatório de Risco – Efeito Corona

Analizamos o nosso portfólio traçando cenários e nos aprofundando nos possíveis riscos. Sempre, no final, nos deparamos com garantias sólidas que oferecem a proteção desenhada no início da operação. Estamos bastante tranquilos em afirmar que o capital do nosso investidor está protegido. Estamos confiantes que Crédito Imobiliário se provará nessa crise como a melhor maneira de se emprestar recursos de longo prazo para as companhias.

Os limites das estruturas das operações começaram a ser testados e alguns conceitos prévios ficarão ainda mais evidentes:

- ✓ Crédito Imobiliário ≠ Crédito Corporativo. Fundamental contar com a solidez e a segurança do imobiliário através de garantias reais e fluxo de recebíveis sólidos que possam ser acessados em momentos de stress. Não investir em operações “clean” = “cri-bêntures”.
- ✓ Ser muito técnico e diligente na elaboração das estruturas e formalização das garantias. É nessa etapa que antecipamos diferentes cenários e construímos as ferramentas necessárias para acessar em momentos como o que estamos vivendo.
- ✓ Importante possuir controle ou formar bloco de controle nas operações para conseguir ser ágil dentro da estratégia de negociação adotada perante os devedores.
- ✓ Monitoramento constante do crédito é tão ou mais importante que originar boas operações. Antever movimentos nos permite ter mais tempo para trabalhar da melhor forma as diferentes possibilidades.

Estamos à disposição, mais do que nunca, para conversar com os investidores. Contem conosco!

Nossos contatos:

4083-9144 ou ri@rbrasset.com.br

Bruno Franciulli, sócio responsável pela área de Relações com Investidores

Guilherme Antunes, sócio responsável pela área de Crédito Imobiliário

- a) Rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura
- b) É recomendada a leitura cuidadosa do Formulário de Informações Complementares e Regulamento do fundo de investimento pelo investidor ao aplicar seus recursos
- c) Fundos de investimento não contam com garantia do administrador, do gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou fundo garantidor de crédito – FGC

Este boletim tem caráter meramente informativo, destina-se aos cotistas do Fundo, e não deve ser entendido como análise de valor mobiliário, material promocional, solicitação de compra ou venda, oferta ou recomendação de qualquer ativo financeiro ou investimento. Recomendamos consultar profissionais especializados e independentes para eventuais necessidades e questões relativas a aspectos jurídicos, tributários e de sucessão. As informações veiculadas, os valores e as taxas são referências as datas e as 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. O objetivo de investimento não constitui garantia ou promessa de rentabilidade. Os dados acima consistem em uma estimativa e não asseguram ou sugerem a existência de garantia de resultados ou informações nele contidas. Adicionalmente, não se responsabilizam por decisões dos investidores acerca do tema contido neste material nem por ato ou fato de profissionais e especialistas por ele 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). Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa tanto do prospecto quanto do regulamento do Fundo, com especial atenção para as cláusulas relativas ao objetivo e a política de investimento do Fundo, bem como as disposições do prospecto que tratam dos fatores de risco a que este está exposto. Os riscos eventualmente mencionados neste material não refletem todos os riscos, cenários e possibilidades associados ao ativo. 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 a 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. Para obter informações sobre objetivo, público-alvo e riscos, consulte o regulamento do Fundo. São vedadas a cópia, a distribuição ou a reprodução total ou parcial deste material, sem a prévia e expressa concordância do administrador e do gestor do Fundo.

