



TOP PICKS • Fundos Imobiliários (FIIs) • 11/2024

# Carteira recomendada de FIIs (nov/2024)

**Felipe Miranda**

Analista Chefe  
CNPI

**Caio Nabuco de Araujo**

Analista responsável  
CNPI

# Sumário

Descrição.....	2
Desempenho de outubro e recomendação para novembro.....	5
BTG Real Estate Hedge Fund (BTHF11).....	7
Bresco Logística (BRCO11).....	8
RBR High Grade (RBRR11).....	9
Kinea Securities (KNSC11).....	10
Alianza Trust Renda Imobiliária (ALZR11).....	11
Riscos.....	12
Disclaimer.....	13

# Carteira recomenda de FII's (nov/2024)

## Descrição

**Neste documento, consolidamos a lista de ideias de fundos imobiliários (FII's) para o mês, de forma a elaborar uma seleção de ativos com base na série Renda Imobiliária da Empiricus Research.**

**A seleção consiste em cinco ativos de diferentes setores/estratégias de atuação, com objetivo de gerar uma diversificação mínima para a alocação. Diante do tamanho do portfólio, indicamos pesos equivalentes para cada FII (20% dos recursos para cada).**

**É possível investir diretamente na Empiricus TOP5 FII's pelo BTG Investimentos (Investir > Renda Variável > Carteiras Recomendadas).**

Aproveitando a data, outubro trouxe um verdadeiro "clima de Halloween" para o mercado de fundos imobiliários. Assim como as histórias de terror que ganham destaque no mês das bruxas, o desempenho dos FII's foi marcado por sustos e tensões, refletindo um cenário desafiador.

As pressões vindas das altas taxas de juros, incertezas fiscais e volatilidade nos indicadores criaram um ambiente sombrio para os investidores, que viram muitas de suas carteiras amargarem perdas significativas. Esse desempenho, marcado pelo "terror" no mercado, reflete um período de ajustes, com FII's lutando para manter a atratividade diante das dificuldades econômicas.

Novamente, a questão fiscal foi o ponto mais impactante no mercado doméstico. O governo até prepara um plano de corte de gastos, porém, diante de sinais ambíguos das principais figuras do Executivo, a credibilidade do movimento despencou e o mercado aguarda medidas concretas do Ministério da Fazenda.

Enquanto isso, a taxa de compra do Tesouro IPCA+ 2035 permanece próxima de 6,7% ao ano, bastante restritiva. Com recuo de 3% em outubro, Índice de Fundos Imobiliários (Ifix)

acumula queda de 5% nos últimos dois meses e de 7,5% desde a máxima histórica, em abril. Diante da forte correção, o spread do dividend yield do Ifix versus o referencial aumentou consideravelmente, fator importante para percepção de compra.

**Spread entre o yield (12 meses) do IFIX e a taxa prefixada da NTN-B 2035**



Média (linha cinza). Fonte: Empiricus

Obviamente, o cenário de riscos ainda tem força e pode continuar pressionando as cotas no curto prazo – lembrando que ainda temos uma sequência de altas de juros contratada. No entanto, com o forte recuo nas cotações, os múltiplos de lucro e rendimento do Ifix se aproximaram do menor valor desde o 1T23, o que abre margem para compras.

Entre as oportunidades, gostaria de destacar os fundos de papel (CRIs). Em movimento incomum, especialmente em períodos de estresse, a cesta de FIIs de crédito registrou um dos maiores recuos no mês considerando os principais setores do Ifix.

Setor	Retorno em outubro
Papel	-2,9%
Lajes Corporativas	-2,5%
Logística	-3,0%

---

Shoppings	-3,0%
-----------	-------

Fonte: Quantum Axis

Em nossa percepção, dois fatores influenciaram esta performance negativa, que é puxada pelas carteiras de crédito indexadas à inflação. O primeiro seria o impacto da maior inclinação da curva de juros de médio / longo prazo, que pressiona a marcação a mercado dos títulos.

Em seguida, tivemos pontualmente uma migração de capital ativos pós-fixados. Além da projeção de elevação do CDI, a correção monetária dos títulos indexados à inflação foi menor no último trimestre – muito em função da deflação de agosto –, causando um breve recuo nos rendimentos de alguns FIIIs.

Evidentemente, a previsibilidade de uma evolução na saúde fiscal do país é baixa, portanto, o componente macroeconômico não é um gatilho claro para posicionamento em ativos de risco. Ou seja, o recuo nas taxas de juros de longo prazo não é evidente, apesar de necessário.

Ainda assim, com fundos high grade concentrados em IPCA+ apresentando spreads entre 200bps a 300bps sobre o referencial, há uma boa margem de segurança para os investidores, por mais que o curtíssimo prazo registre um breve recuo nos proventos.

Para um horizonte de investimento de médio prazo, entendemos que esta seja a maior oportunidade no universo de FIIIs neste momento, ao lado de fundos de tijolo de qualidade.

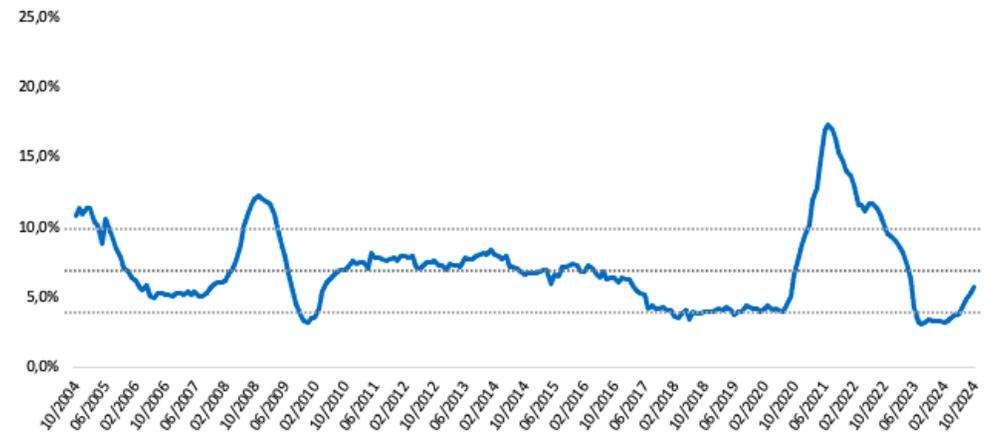
### **Ainda sobre inflação...**

Antes de passar para as mudanças do mês, gostaria de abordar brevemente um tema envolvendo o mercado imobiliário pouco comentado no universo de FIIIs.

Nesta segunda-feira (28), a Fundação Getúlio Vargas divulgou o Índice Nacional de Custo de Construção (INCC-M) de outubro, que registrou alta de 0,67%, acima das estimativas do mercado (0,55%). No acumulado de 12 meses, o indicador bateu 5,72%.

Há uma tendência de aumento de custos no setor, impulsionada pelos materiais para estrutura, em especial nas linhas de concreto e aço. Em São Paulo, principal praça de atuação de FIIIs e incorporadoras, a variação do INCC foi de 0,90% em outubro.

**INCC-M 12 meses (últimos 20 anos)**



Fonte: Empiricus e FGV.

Até aqui, o indicador permanece em nível controlado, dentro do orçamento do mercado. Contudo, caso esse movimento de alta ultrapasse as estimativas, especialmente nos componentes estruturais (influenciados por motivos tributários e globais), provavelmente teremos consequências para os players do setor.

No segmento residencial, maior representante da indústria de CRIs, já enxergamos potenciais riscos envolvendo a demanda, fundamentada pela alta dos juros e pelas restrições da caderneta de poupança. Um impacto negativo nas margens, influenciada pelo incremento dos custos, certamente seria prejudicial para o mercado. Pretendemos monitorar de perto esse assunto nos próximos meses.

## Desempenho de outubro e recomendação para novembro

Nossa composição registrou queda de -0,49%, enquanto o Índice de Fundos Imobiliários (Ifix) teve performance de -3,06% no período.

2024	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Desde o Início
<b>Empiricus</b>	-0,27%	1,27%	2,41%	-1,53%	0,57%	-0,39%	0,99%	1,04%	-1,49%	-0,49%			<b>8,89%</b>
<b>IFIX</b>	0,67%	0,79%	1,43%	-0,77%	0,02%	-1,04%	0,52%	0,86%	-2,58%	-3,06%			<b>1,56%</b>
<b>CDI</b>	0,97%	0,80%	0,83%	0,89%	0,83%	0,79%	0,91%	0,87%	0,83%	0,93%			<b>10,98%</b>
<b>2023</b>											Nov	Dez	<b>2023</b>

<b>Empiricus</b>											2,66%	3,92%	<b>6,69%</b>
<b>IFIX</b>											0,66%	4,25%	<b>4,93%</b>
<b>CDI</b>											0,92%	0,89%	<b>1,82%</b>

A rentabilidade deste mês contabiliza o resultado da conversão das cotas do BTG Fundo de Fundos (BCFF11), que está em processo de fusão com o BTG Pactual Real Estate Hedge Fund (BTHF11). De acordo com a cota patrimonial de venda estipulada na relação de troca (R\$ 8,81), o retorno financeiro do BCFF11 foi de 9,17% em outubro. A partir de 18/11, as cotas do BTHF11 serão integradas ao track record com preço inicial de R\$ 10,13, conforme estabelecido na incorporação.

**Para novembro, sugerimos a venda integral das cotas do Pátria Recebíveis (HGCR11) e a compra do RBR High Grade (RBRR11).** Dito isso, a carteira top picks de fundos imobiliários (FIIs) ficará da seguinte forma:

<b>Top Picks - Fundos Imobiliários (nov/24)</b>		
<b>Ticker</b>	<b>Nome</b>	<b>Peso</b>
ALZR11	Alianza Trust Renda Imob.	20%
BTHF11*	BTG Pactual Real Estate Hedge Fund	20%
BRCO11	Bresco Logística	20%
KNSC11	Kinea Securities	20%
RBRR11	RBR High Grade	20%

\*Diante do processo de fusão entre o BTG Fundo de Fundos (BCFF11) e do BTG Hedge Fund (BTHF11), o BCFF11 foi temporariamente removido da carteira automatizada Empiricus TOP 5 FII. A partir de 18/11 (data prevista para listagem do BTHF11 na B3), o fundo será reintegrado à composição.

Considerando o último provento pago por cada fundo (anualizado), o dividend yield médio da carteira é de 10,3%.

## BTG Real Estate Hedge Fund (BTHF11)

O BTG Pactual Real Estate Hedge Fund (BTHF11) é um multiestratégia que investe nos mais diversos ativos imobiliários, incluindo CRIs, cotas de outros FII's e ativos reais. A ideia é capturar ganhos independentemente do cenário econômico.

De acordo com o relatório gerencial de setembro, o fundo detinha um patrimônio líquido de R\$ 584 milhões distribuídos entre CRIs (57%), FII's (17%), caixa (14%), ativos reais (9%) e ações (3%). A carteira de crédito é composta por 23 operações, sendo 55% indexada ao CDI+4,4% ao ano e 45% indexada ao IPCA+8,2% ao ano.

Na linha de Ativos Reais, encontramos o BTG RE Structured, veículo estruturado para o investimento direto no Shopping Pátio Maceió. Estima-se que a TIR mínima da operação seja de 18%.

Atualmente, as cotas do BTHF11 são negociadas apenas no mercado de balcão (Cetip). No entanto, o fundo está em processo de listagem na B3 (agendada para o dia 18), após incorporação do BTG Fundo de Fundos (BCFF11). Com a conclusão da operação, o BTHF11 se tornará o maior Hedge Fund da indústria.

Diante do incremento de recursos, a gestão poderá investir em novos ativos com preços convidativos. O dividend yield esperado para os 12 meses seguintes é de 10,9%.

Fundo	<b>BTG Pactual Real Estate Hedge Fund</b>
Ticker	<b>B3: BTHF11</b>
Recomendação	<b>Compra</b>
Valor de Mercado	<b>R\$ 0,57 bilhão</b>
Preço/Cota	<b>R\$ 9,96</b>
Cota Patrimonial	<b>R\$ 9,96</b>
P/VP	-
Liquidez Média Diária	-
Último Provento	<b>R\$ 0,09</b>
Yield Anualizado	<b>11,1%</b>
Yield (12M)	-

## Bresco Logística (BRCO11)

O Bresco Logística (BRCO11) se destaca pela alta qualidade (A+) do seu portfólio, com um total de 12 galpões logísticos, distribuídos em seis diferentes estados.

O fundo possui cerca de 65% da sua área bruta locável localizada no Sudeste do país, sendo 35% da sua receita concentrada dentro do raio de 25 quilômetros da cidade de São Paulo, principal região para o segmento logístico nacional.

Entre as movimentações em seu portfólio, tivemos a conclusão da 5ª emissão de cotas do BRCO11, que resultou na captação de R\$ 135 milhões. Na sequência, foram adquiridos dois ativos pelo fundo (Bresco Osasco e Natura Murici), ambos classificados como triple A e desenvolvidos pela própria Bresco. Além disso, a gestão trabalha para a aumentar a ocupação do portfólio, com anúncio de duas locações recentes.

Entre os motivos da presença neste relatório, destacamos a alta qualidade do seu portfólio (praticamente todo AAA), que tende a apresentar maior resiliência em cenários adversos.

Encontramos um potencial de valorização de 14,5% para as cotas do BRCO11 e uma geração de renda interessante de 10,3% para os próximos 12 meses, apoiada pela boa ocupação dos seus ativos e pela distribuição de ganho de capital de operação recente.

Fundo	<b>Bresco Logística</b>
Ticker	<b>B3: BRCO11</b>
Recomendação	<b>Compra</b>
Valor de Mercado	<b>R\$ 1,72 bilhão</b>
Preço/Cota	<b>R\$ 107,88</b>
Cota Patrimonial	<b>R\$ 118,91</b>
P/VP	<b>0,91</b>
Liquidez Média Diária	<b>R\$ 2,9 milhões</b>
Último Provento	<b>R\$ 0,87</b>
Yield Anualizado	<b>9,7%</b>
Yield (12M)	<b>9,9%</b>

## RBR Rendimento High Grade (RBRR11)

O RBR Rendimento High Grade é um fundo de crédito imobiliário com mandato flexível, isto é, pode investir em operações indexadas tanto ao IPCA quanto ao CDI, o que garante uma maior flexibilidade para a gestão passar por diferentes cenários.

Sua carteira de CRIs é diversificada em 41 ativos, sendo 92% deles high grade (baixo risco de crédito), com classificação maior ou igual a “A” e um loan to value (LTV) médio de 57%.

A gestão é bem criteriosa na seleção dos investimentos, buscando, além de altos ratings, ofertas destinadas a investidores qualificados (trazendo acessibilidade a esses produtos para investidores comuns) e com preferência por emissões ancoradas pela própria RBR. Cerca de 85% das garantias estão localizadas no Estado de São Paulo.

Conforme o último relatório gerencial, o fundo possui maior exposição à inflação, que representa 92% dos CRIs e uma pequena parcela atrelada ao CDI: 8% da carteira. Em termos de spread, encontramos taxas a mercado de IPCA + 8% e CDI + 2,6% ao ano, respectivamente.

O RBRR11 apresenta um desconto representativo para a categoria em relação ao valor patrimonial, na casa de 8%, patamar de preço que consideramos como um ponto de entrada interessante para suas cotas. Se considerarmos a tabela de sensibilidade disponibilizada pela gestão, seu portfólio de CRIs apresenta um spread de 3% sobre a taxa de referência, fator incomum para um fundo high grade. Com dividend yield de 11%, as cotas do FII são as novas recomendações do Empiricus TOP5 FII.

Fundo	<b>RBR High Grade</b>
Ticker	<b>RBRR11</b>
Recomendação	<b>Compra</b>
Valor de Mercado	<b>R\$ 1,3 bilhão</b>
Preço/Cota	<b>R\$ 86,09</b>
Cota Patrimonial	<b>R\$ 93,51</b>
P/VP	<b>0,92</b>
Liquidez Média Diária	<b>R\$ 3,0 milhões</b>
Último Provento	<b>R\$ 0,80</b>
Yield Anualizado	<b>11,1%</b>
Yield (12M)	<b>11,2%</b>

## Kinea Securities (KNSC11)

O Kinea Securities (KNSC11) é um fundo de recebíveis imobiliários tocado pela tradicional gestão da Kinea. Vale destacar a experiência da casa no processo de originação/estruturação de operações, sendo referência no crédito, o que favorece o monitoramento do portfólio pela equipe do FII.

Ao final de setembro, o fundo contava com uma carteira de CRIs bastante diversificada, com quase 70 operações. No geral, encontramos operações com perfil high grade/mid grade.

Atualmente, a carteira de CRIs do KNSC11 apresenta uma distribuição equilibrada entre os indexadores, com uma exposição ao IPCA (55%) e CDI (45%). É interessante pontuar que o fundo possui mandato flexível, o que possibilita alterar o percentual alocado entre os diferentes indexadores – um diferencial importante para a dinâmica apresentada pelos indicadores do mercado de crédito nos últimos anos.

O fundo recentemente encerrou sua quinta emissão de cotas, com captação de R\$ 625 milhões. O momento atual, que confere taxas mais elevadas para novas operações, pode ser adequado para alocação de recursos.

Em termos de remuneração, estamos tratando de um portfólio com taxa média contratada de IPCA + 7,17% e CDI + 3,57% – remuneração interessante, principalmente quando consideramos o risco de crédito controlado da carteira. Marcada a mercado, a carteira do fundo indexada à inflação apresenta taxa média de IPCA + 8,4% ao ano, líquida de custos.

Fundo	<b>Kinea Securities</b>
Ticker	<b>B3: KNSC11</b>
Recomendação	<b>Compra</b>
Valor de Mercado	<b>R\$ 1,19 bilhão</b>
Preço/Cota	<b>R\$ 8,85</b>
Cota Patrimonial	<b>R\$ 8,94</b>
P/VP	<b>0,99</b>
Liquidez Média Diária	<b>R\$ 3,9 milhões</b>
Último Provento	<b>R\$ 0,08</b>
Yield Anualizado	<b>10,9%</b>
Yield (12M)	<b>11,3%</b>

## Alianza Trust Renda Imobiliária (ALZR11)

O Alianza Trust Renda Imobiliária (ALZR11) tem como objetivo o investimento em imóveis com a finalidade de gerar renda através de contratos atípicos, nas modalidades built-to-suit e sale & leaseback.

O portfólio imobiliário do ALZR11 é composto por 20 ativos, localizados nos estados de São Paulo e Rio de Janeiro, com área bruta locável (ABL) acima de 200 mil metros quadrados, considerando a conclusão das suas últimas compras.

Entre os pilares da tese de investimento, destacamos: i) Previsibilidade dos seus proventos, reflexo da sua estratégia de alocação apenas em ativos com contratos atípicos de longo prazo em diversos setores (escritórios, galpões, laboratórios, data centers e varejo); ii) Crescimento de receita imobiliária e dividendos, decorrente da alocação de recursos da última emissão; iii) Reciclagem de portfólio.

Suas cotas estão nas mínimas do ano e oferecem uma oportunidade de entrada. Nesse preço (mesmo com a escalada da taxa de desconto), encontramos potencial de ganho de 8,5% para suas cotas em relação ao valor de mercado atual, com expectativa de geração de renda de 9,2% para os próximos 12 meses.

Fundo	<b>Alianza Trust</b>
Ticker	<b>ALZR11</b>
Recomendação	<b>Compra</b>
Valor de Mercado	<b>R\$ 1,28 bilhão</b>
Preço/Cota	<b>R\$ 101,50</b>
Cota Patrimonial	<b>R\$ 105,55</b>
P/VP	<b>0,96</b>
Liquidez Média Diária	<b>R\$ 2,0 milhões</b>
Último Provento	<b>R\$ 0,73</b>
Yield Anualizado	<b>8,7%</b>
Yield (12M)	<b>9,1%</b>

## Riscos

Entre os principais riscos para as teses de investimento citadas, destacamos: i) risco de crédito dos devedores dos CRIs e inquilinos dos fundos; ii) risco de vacância para os portfólios de lajes corporativas, logística e shopping centers, iii) risco de pré-pagamento nos portfólios de crédito; iv) risco de liquidez na negociação das cotas dos fundos imobiliários; v) risco macroeconômico envolvendo o atual cenário de juros e as incertezas em torno do arcabouço fiscal, que afetam o mercado de renda variável como um todo.

---

### **Analista Chefe**

Felipe Miranda, CNPI

### **Analista responsável pela estratégia**

Caio Nabuco de Araujo, CNPI

## Disclaimer

A Empiricus Research é uma Casa de Análise que produz e entrega publicações e relatórios periódicos, regularmente constituída e credenciada perante CVM e APIMEC. Todos os nossos profissionais cumprem as regras, diretrizes e procedimentos internos estabelecidos pela Comissão de Valores Mobiliários, em especial sua Resolução 20 e seu Ofício-Circular CVM/SIN 13/20, e pela APIMEC, bem como pelas Políticas Internas estabelecidas pelos Departamentos Jurídico e de Compliance da Empiricus. A responsabilidade pelos relatórios que contenham análises de valores mobiliários é atribuída a Rodolfo Cirne Amstalden, profissional certificado e credenciado perante a APIMEC. Nossas funções são desempenhadas com absoluta independência, e sempre comprometidas na busca por informações idôneas e fidedignas visando fomentar o debate e a educação financeira de nossos destinatários. O conteúdo da Empiricus Research não representa quaisquer ofertas de negociação de valores mobiliários e/ou outros instrumentos financeiros. Embora a Empiricus Research forneça sugestões pontuais de investimento, fundamentadas pela avaliação criteriosa de analistas certificados, não se pode antecipar o comportamento dos mercados com exatidão. Padrões, histórico e análise de retornos passados não garantem rentabilidade futura. Todo investimento financeiro, em maior ou menor grau, embute riscos, que podem ser mitigados, mas não eliminados. A Empiricus Research alerta para que nunca sejam alocados em renda variável aqueles recursos destinados às despesas imediatas ou de emergência, bem como valores que comprometam o patrimônio do assinante. Os destinatários dos relatórios devem, portanto, desenvolver as suas próprias avaliações.

A Empiricus Research faz parte do grupo Empiricus, pertencendo ao Grupo BTG Pactual, motivo pelo qual existe potencial conflito de interesses em suas manifestações sobre o Grupo. A união de forças para a criação do grupo Empiricus objetiva propiciar uma melhor experiência ao investidor pessoa física. Toda relação dentro do grupo é pautada na transparência e na independência, respeitando a completa segregação entre as atividades de análise de valores mobiliários e de administração de carteiras de valores mobiliários, visando à preservação da imparcialidade da Empiricus Research. Todo o material está protegido pela Lei de Direitos Autorais e é de uso exclusivo de seu destinatário, sendo vedada a sua reprodução ou distribuição, seja no todo ou em parte, sem prévia e expressa autorização da Empiricus Research, sob pena de sanções nas esferas cível e criminal.