



TOP PICKS • Fundos Imobiliários (FIIs) • 12/2024

Carteira recomendada de FIIs (dez/2024)

Felipe Miranda

Analista Chefe
CNPI

Caio Nabuco de Araujo

Analista responsável
CNPI

Sumário

Descrição.....	2
Desempenho de novembro e recomendação para dezembro.....	5
BTG Real Estate Hedge Fund (BTHF11).....	7
Bresco Logística (BRCO11).....	8
RBR Rendimento High Grade (RBRR11).....	9
Kinea Rendimentos (KNCR11).....	10
Alianza Trust Renda Imobiliária (ALZR11).....	11
Riscos.....	12
Disclaimer.....	13

Carteira recomenda de FIIs (dez/2024)

Descrição

Neste documento, consolidamos a lista de ideias de fundos imobiliários (FII) 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 pelo BTG Investimentos (Investir > Renda Variável > Carteiras Recomendadas).

Caro leitor,

Na última quinta-feira (28), tivemos o aniversário da Empiricus, que completou 15 anos de história – tenho orgulho de colaborar com essa trajetória nos últimos oito anos. Em momento econômico importante, o evento contou com a participação de figuras relevantes, como Eduardo Giannetti, André Esteves e Daniel Goldberg.

Em seu painel, Giannetti destacou a incapacidade de previsão dos economistas nos últimos anos, que erraram consecutivamente suas estimativas, diante de diversos fatores, inclusive políticos.

O episódio desta semana foi um bom exemplo desse movimento.

Na quarta-feira (27), foi apresentado o tão esperado pacote de corte de gastos do governo. Após um período de alta expectativa para o ajuste, os destaques iniciais frustraram os economistas e participantes do mercado.

Ao lado de uma redução pertinente de despesas, o Ministério da Fazenda também anunciou a proposta de isenção de imposto de renda para salários de até R\$ 5 mil. Nas estimativas preliminares do mercado, este mecanismo teria um impacto negativo de ao menos R\$ 40 bilhões nas contas públicas.

Este panorama me lembrou o Mito de Sísifo, no qual ele é castigado pelos deuses a rolar uma enorme pedra até o topo de uma montanha, porém, sempre que estava prestes a alcançar o cume, a pedra rolava de volta para baixo, obrigando-o a começar tudo de novo. No Brasil, mesmo com o projeto de corte de gastos, seguimos com um problema fiscal significativo para os próximos anos.

Para os mercados locais, no qual já se via um pessimismo generalizado, a reação foi desastrosa. Na última semana, o Ibovespa recuou em torno de 3% e a cotação do dólar superou a marca dos R\$ 6,00.

Com o custo de oportunidade aumentando, obviamente os ativos de risco são penalizados. Ainda assim, enxergo um certo exagero nas cotações.

Quando olhamos para o Índice de Fundos Imobiliários (Ifix), o desconto sobre valor patrimonial atingiu o menor valor dos últimos oito anos, na casa de 14%. Nos fundos de crédito, encontramos um indicador P/VP na mínima dos últimos cinco anos, quando consideramos os 15 principais FII's de papel presentes no Ifix.

P/VP: Fundos de créditos



15 FII's de papel mais representativos do IFIX. Fonte: Empiricus e Quantum Axis

Assim como descrito no último relatório mensal, reafirmo a oportunidade nesta categoria (recebíveis), tendo em vista a possibilidade de exposição ao CDI e ao elevado nível de spread nos portfólios indexados ao IPCA.

No portfólio de tijolos, apesar do cenário desafiador, gostaria reforçar a performance operacional dos setores.

Nos shoppings centers, conversei com grandes administradoras no último mês, que sinalizaram perspectivas favoráveis para o orçamento de 2025. As vendas dos lojistas, que estão na casa de 8% em 2024 para os FIIs de shoppings (vs 2023), devem permanecer em patamar consistente. Não à toa, temos observado um movimento setorial de expansões de ABL nos imóveis, tal como anunciado no Iguatemi Brasília, Multiplan ParkShoppingBarigui e Shopping Uberaba – nestes casos, as operações promovem cap rates de dois dígitos para os proprietários, o que consideramos atrativo.

Para o curto prazo, um possível crescimento de aluguéis também é pertinente, dado a retomada do IGP-M no segundo semestre, índice que baliza o aluguel mínimo dos locatários. Lembrando que o custo de ocupação permanece em níveis bastante saudáveis.

Como ponto de monitoramento, diante da redução de ritmo de reciclagem de portfólio – reflexo de um custo de oportunidade mais restritivo –, temos menor espaço para distribuição de ganho de capital de alguns FIIs, que podem diminuir ao longo de 2025.

Em logística, a taxa de vacância dos galpões permanece em níveis historicamente baixos, diante de uma sólida demanda de diversos integrantes da cadeia. Inclusive, estamos em uma época bem importante para o segmento, referente à Black Friday. Essa distribuição last mile tem sido muito pertinente, com dados de absorção e preço bem sólidos.

Região	Vacância (%)	Absorção Líquida (mil)
	3T24	3T24
SP-15	7,60%	22,7 m ²
SP-30	6,60%	94,6 m ²
SP-60	9,50%	33,6 m ²

Fonte: BTG Pactual

Com restrições de financiamento e custos de construção elevados, dificultando a entrada de novos galpões no mercado, tenho bons olhos para o segmento em 2025.

Obviamente, o curto prazo ainda confere desafios para os FIIs de tijolo, especialmente em um cenário de juros elevados e possível desaceleração econômica. De todo modo, entendo que a “foto” do mercado imobiliário está razoável em termos operacionais e, em um cenário de ciclo de recuperação (com horizonte de médio prazo), pode ser uma oportunidade de ganho de capital com carregio razoável.

Desempenho de novembro e recomendação para dezembro

Nossa composição registrou queda de -3,00%, enquanto o Índice de Fundos Imobiliários (Ifix) teve performance de -2,11% no período.

2024	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Desde o Início
Empiricus	-0,27%	1,27%	2,41%	-1,53%	0,57%	-0,39%	0,99%	1,04%	-1,49%	-0,49%	-3,00%		5,62%
IFIX	0,67%	0,79%	1,43%	-0,77%	0,02%	-1,04%	0,52%	0,86%	-2,58%	-3,06%	-2,11%		-0,58%
CDI	0,97%	0,80%	0,83%	0,89%	0,83%	0,79%	0,91%	0,87%	0,83%	0,93%	0,79%		11,85%
2023											Nov	Dez	2023
Empiricus											2,66%	3,92%	6,69%
IFIX											0,66%	4,25%	4,93%
CDI											0,92%	0,89%	1,82%

Para dezembro, sugerimos a venda integral das cotas do Kinea Securities (KNSC11) e a compra do Kinea Rendimentos (KNCR11). Dito isso, a carteira top picks de fundos imobiliários (FII) ficará da seguinte forma:

Top Picks - Fundos Imobiliários (dez/24)		
Ticker	Nome	Peso

ALZR11	Alianza Trust Renda Imob.	20%
BTHF11*	BTG Pactual Real Estate Hedge Fund	20%
BRCO11	Bresco Logística	20%
KNCR11	Kinea Rendimentos	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 16/12 (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 10,9%.

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\$ 579 milhões distribuídos entre CRIs (55%), FII's (21%), caixa (13%), ativos reais (8%) 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 16/12), 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	BTG Pactual Real Estate Hedge Fund
Ticker	B3: BTHF11
Recomendação	Compra
Patrimônio Líquido	R\$ 2,1 bilhões
Preço/Cota	R\$ 9,67
Cota Patrimonial	R\$ 10,21
P/VP	-
Liquidez Média Diária	-
Último Provento	R\$ 0,09
Yield Anualizado	11,4%
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 67% da sua área bruta locável localizada no Sudeste do país, sendo 33% da sua receita concentrada dentro do raio de 25 quilômetros da cidade de São Paulo, principal região para o segmento logístico nacional.

Entre as mudanças 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 aumentar a ocupação do portfólio, com movimentações recentes na base de locatários.

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 18,5% para as cotas do BRCO11 e uma geração de renda interessante de 10,8% para os próximos 12 meses, apoiada pela boa ocupação dos seus ativos e pela distribuição de ganho de capital de operação recente.

Fundo	Bresco Logística
Ticker	B3: BRCO11
Recomendação	Compra
Valor de Mercado	R\$1,6 bilhão
Preço/Cota	R\$ 100,30
Cota Patrimonial	R\$ 118,8
P/VP	0,84
Liquidez Média Diária	R\$ 3,1 milhões
Último Provento	R\$ 0,87
Yield Anualizado	10,4%
Yield (12M)	10,6%

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 13%, 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 acima de 400 bps sobre a taxa de referência, fator incomum para um fundo high grade. Com dividend yield de 12%, as cotas do FII permanecem recomendadas no Empiricus TOP5 FII.

Fundo	RBR High Grade
Ticker	RBRR11
Recomendação	Compra
Valor de Mercado	R\$ 1,21 bilhão
Preço/Cota	R\$ 80,15
Cota Patrimonial	R\$ 93,51
P/VP	0,86
Liquidez Média Diária	R\$ 3,2 milhões
Último Provento	R\$ 0,80
Yield Anualizado	11,9%
Yield (12M)	12,2%

Kinea Rendimentos (KNCR11)

O Kinea Rendimentos é um dos maiores nomes da Bolsa, com participação de 7% no Ifix e liquidez diária de aproximadamente R\$ 14 milhões. Sua alocação é concentrada em CRIs indexados ao CDI (96,5% do portfólio), com taxa prefixada média de 2,2% ao ano.

Em geral, a alocação tem perfil high grade, uma vez que há concentração em títulos de alta qualidade de crédito, minimizando o risco de inadimplência.

Além disso, há uma pulverização de mais de 60 ativos investidos, o que dilui o impacto de eventuais prejuízos em operações específicas.

Favorecida pela alta do CDI, sua última distribuição foi de R\$ 0,95 por cota, que representa um yield (retorno) anualizado de 10,95%, acima do CDI líquido.

Vale citar que, historicamente, o FII opera com ágio de 2% da média sobre o valor patrimonial. No nível de preço atual, ele opera praticamente alinhado a essa média, diante de uma perspectiva de CDI mais elevado no próximo ano.

De forma geral, o KNCR11 segue bem posicionado para manutenção de uma geração de renda elevada para a carteira (dividend yield de dois dígitos), sem grande exposição ao risco de mercado.

Fundo	Kinea Rendimentos
Ticker	B3: KNCR11
Recomendação	Compra
Valor de Mercado	R\$ 7,24 bilhão
Preço/Cota	R\$ 104,12
Cota Patrimonial	R\$ 101,58
P/VP	1,03
Liquidez Média Diária	R\$ 14 milhões
Último Provento	R\$ 0,95
Yield Anualizado	10,9%
Yield (12M)	11,3%

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 21 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% para suas cotas em relação ao valor de mercado atual, com expectativa de geração de renda de 9,4% para os próximos 12 meses.

Fundo	Alianza Trust
Ticker	ALZR11
Recomendação	Compra
Valor de Mercado	R\$ 1,22 bilhão
Preço/Cota	R\$ 99,67
Cota Patrimonial	R\$ 105,35
P/VP	0,95
Liquidez Média Diária	R\$ 1,9 milhões
Último Provento	R\$ 0,77
Yield Anualizado	9,4%
Yield (12M)	9,2%

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

Caiu 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.