



Fundos de Investimento Imobiliário

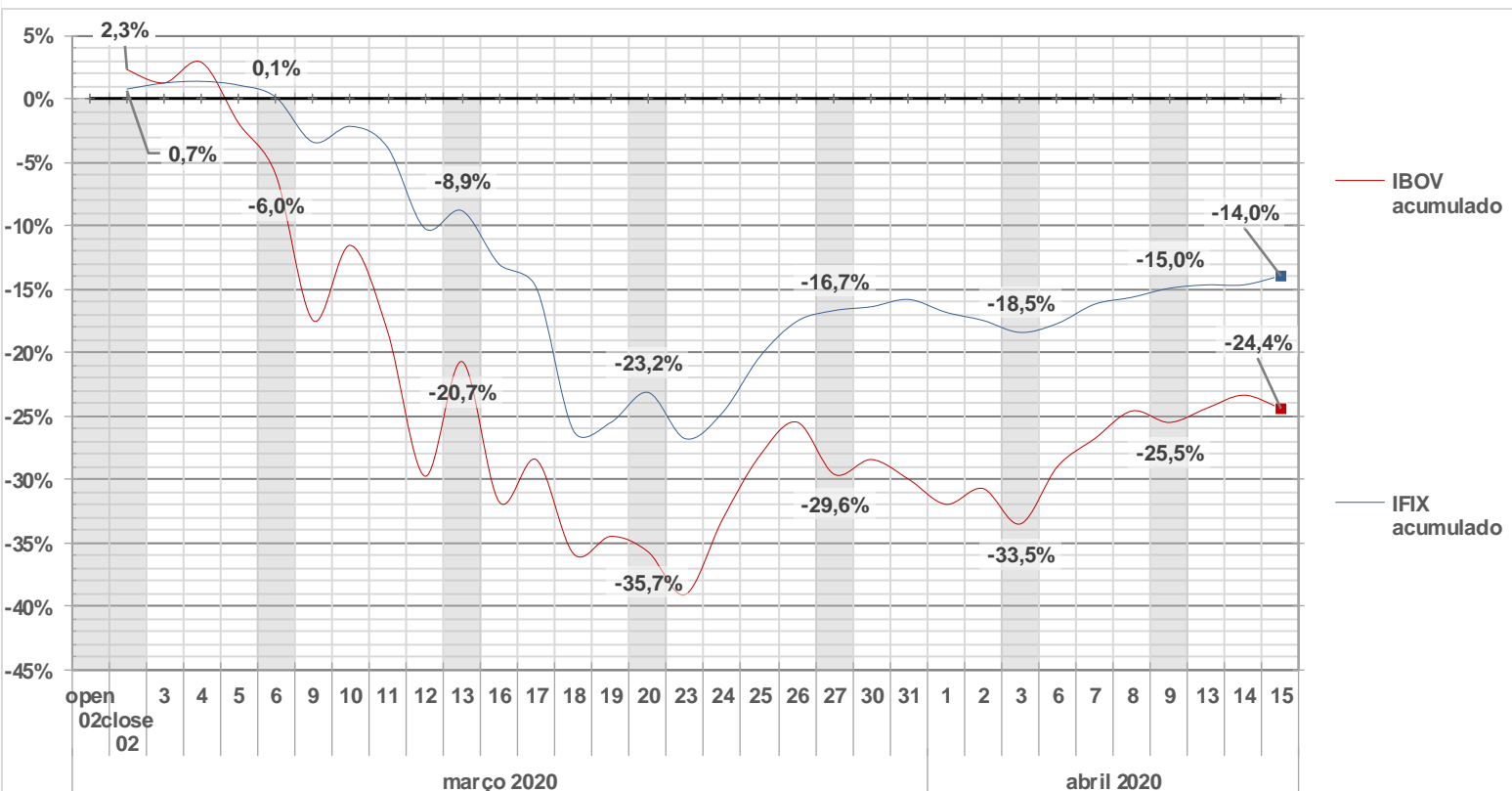
Análise de impacto de cenário de recessão sobre a renda dos fundos no ciclo abril-20 até março-21

- cenário de queda e retomada arbitrado pela UNITAS

DOCUMENTO INTERNO DIRIGIDO AOS INVESTIDORES DOS FUNDOS ADMINISTRADOS PELA BR | CAPITAL

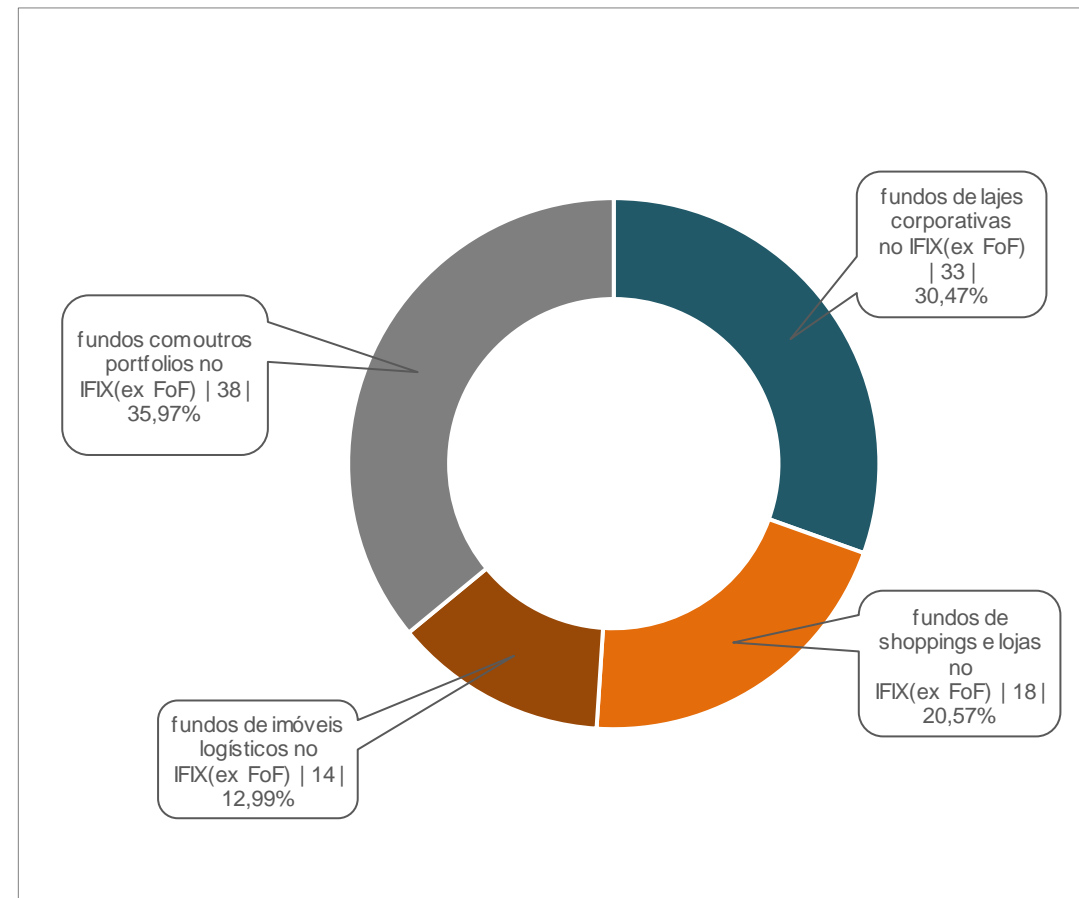
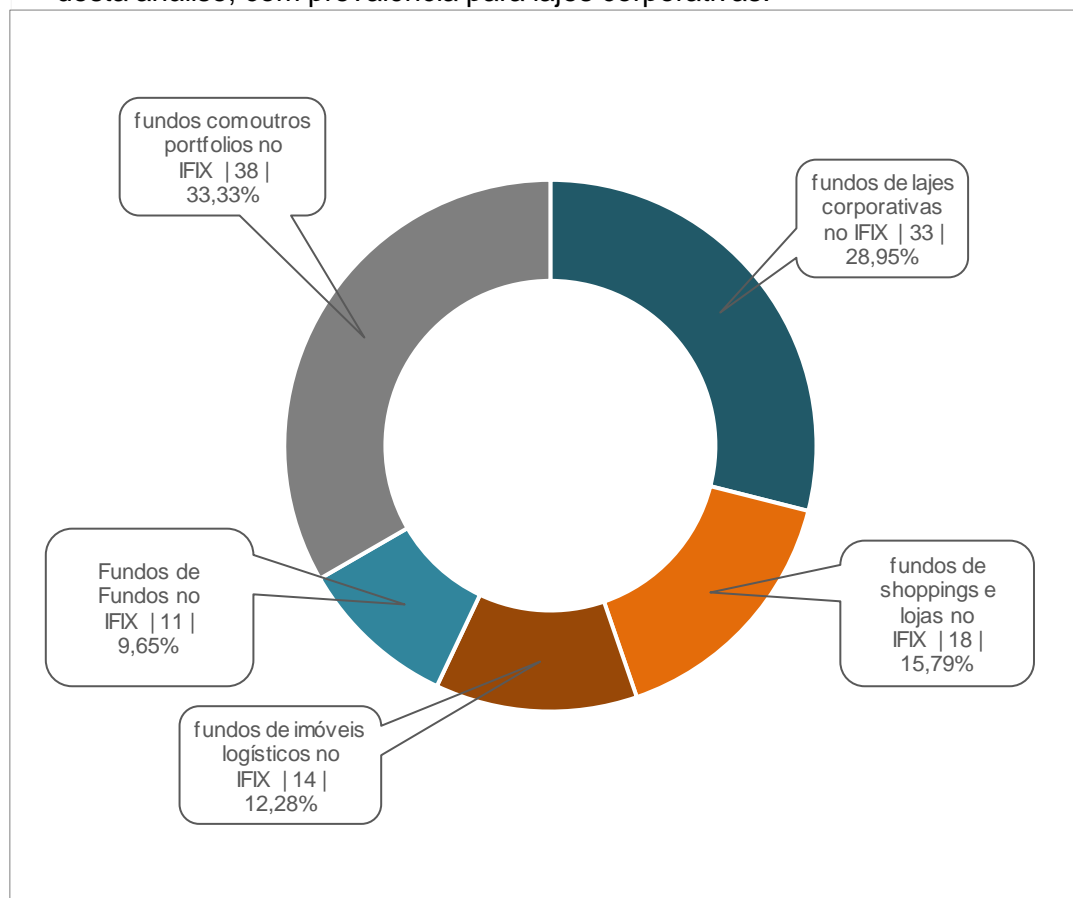
- i. Os FII de propriedades para renda, principalmente aqueles cujo portfólio é composto por | lajes corporativas |, | shopping centers e lojas | e os de | imóveis destinados a logística | são nosso alvo nesta análise. Analisamos como ocorreram as variações de valor de transação das cotas na B3 durante a grande queda verificada no mês de março-20 e sua breve recuperação já na primeira quinzena de abril, para identificar o grau de resiliência dos investimentos em imóveis para renda.
- ii. Admite-se que os fundos com portfólios dessas características deveriam apresentar alta resiliência, especialmente quando comparamos o comportamento das suas cotas com das ações de companhias em geral. Nesta conjuntura crítica da economia, algumas companhias podem até ganhar posições de mercado e fazer resultados, mas o que se evidencia é que o todo da economia empresarial está comprometido, ficando a pergunta: “até onde vai a queda e quando poderá haver uma retomada dos negócios e a que custo?”. Neste abril-20 ainda há pouca possibilidade de se enxergar um caminho de retomada com elevado grau de fundamentação, de modo que este relatório de análise se preocupa em ilustrar o que ocorreu e, diante de cenários conservadores de retomada da economia, traçar prognósticos em um ciclo de 12 meses (abril-20 até março-21) para os FII de portfólios de | imóveis para renda |..
- iii. Analisamos os FII por meio da amostra que a B3 utiliza na medição do índice IFIX . O índice abriga perto de 74% do valor patrimonial do universo de FII listados na B3. Do conjunto de fundos dentro do IFIX extraímos os que mantêm portfólios que interessam a esta análise (lajes, shoppings e logística) e reorganizamos a amostra para excluir os Fundos que investem em cotas de fundos | FoF |, tendo em vista que esses recursos são aplicados intra setor e se superpõem aos aplicados nos portfólios. A base de dados foi extraída de www.clubeFii.com.br.
- iv. Este é um documento de análise. Portanto, não representa recomendação de investimento. Esta análise trabalha com uma base de dados compilada por terceiros, utilizada sem crítica. Quanto aos prognósticos para esse ciclo de 12 meses (abril-20 até março-21), estão fundamentados em cenários arbitrados, de retomada rápida e mais lenta, sem qualquer inferência de grau de probabilidade de ocorrência. Não se vislumbram neste momento fundamentos que permitam oferecer algum grau de probabilidade de ocorrência a fatores de mercado. Considere-se, ainda mais, que a reação dos investidores, na sua interpretação dos movimentos dos mercados, não tem direcionamento único e o fator que domina o comportamento do mercado é o conjunto de ações e reações dos investidores, na sua leitura dos riscos de cada investimento, com repercussão direta no valor dos ativos (nesse caso as cotas dos FII).

- v. O gráfico abaixo explora a resiliência dos ativos internados nos FII. O que ilustramos é a variação acumulada do IFIX em comparação com a do IBOVespa. Importante considerar que o IFIX também espelha FoFs e fundos high-yield, como os de recebíveis e os de desenvolvimento de empreendimentos.
- vi. O que se poderia esperar nessa conjuntura de retração da economia, é que investidores buscassem abrigo em imóveis para renda, já que o razoável é pensar que os investimentos migrariam para posições mais protegidas (conservadoras). O que se pode analisar dessa comparação é que, sim, os FII desvalorizaram em março em uma curva menos acentuada do que as ações, mas sofreram um importante impacto (14,0% de queda no IFIX contra 24,4% do IBOVespa nesse período). Dentro de março: 30,0% de queda do IBOV contra 15,9% do IFIX e dentro de abril, até o dia 15, crescimento de 8,0% e 2,2% respectivamente.

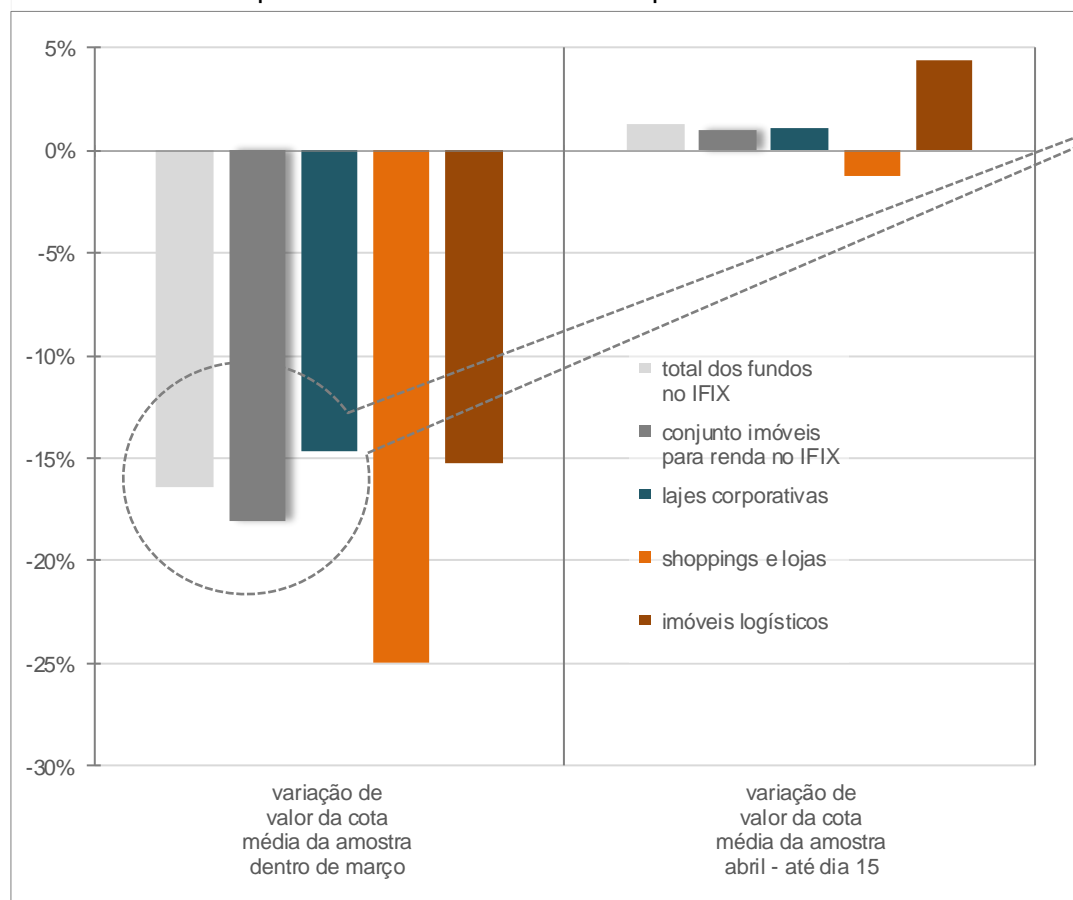


- vii. Alguns fatores devem ser destacados quando se compara IFIX com IBOV: (i)-o volume de transações de cotas de FII é muito menor do que o de ações, o que tende a provocar flutuações mais moderadas de preços; (ii)-retração econômica que afeta as companhias se projeta para os imóveis que ocupam, mesmo na situação presente, cuja conformação crítica é de curto prazo; (iii)-a renda de alguns ativos está mais comprometida no curto prazo, particularmente hotéis, que não geram receita, e shoppings, cujos aluguéis estão sendo renegociados com lojistas que estão paralisados.

- viii. Extraímos da amostra do IFIX três partes, por sua vez compreendendo amostras de segmentos do mercado: (i)-lajes corporativas, (ii)-shopping centers e lojas e (iii)-imóveis logísticos, que compõem os portfólios mais expressivos dentre os FII listados na B3. Usamos para isso a base de dados www.clubeFII.com.br do dia 16 de abril de 2020. Dessa base, para seguir adiante na análise, desconsideramos a presença dos FoF, porque se tratam de recursos redundantes no segmento.
- ix. Tratamos os FII da amostra do IFIX, representados pelo seu valor patrimonial. Vemos, no gráfico da esquerda, que mais de 90% são FIIs com diferentes portfólios de real estate, de derivativos (CRI por exemplo) e mesmo de participação em incorporações imobiliárias. No gráfico da direita, vemos que, excluídos os FoF, perto de 64% dos recursos estão aplicados nos imóveis objeto desta análise, com prevalência para lajes corporativas.

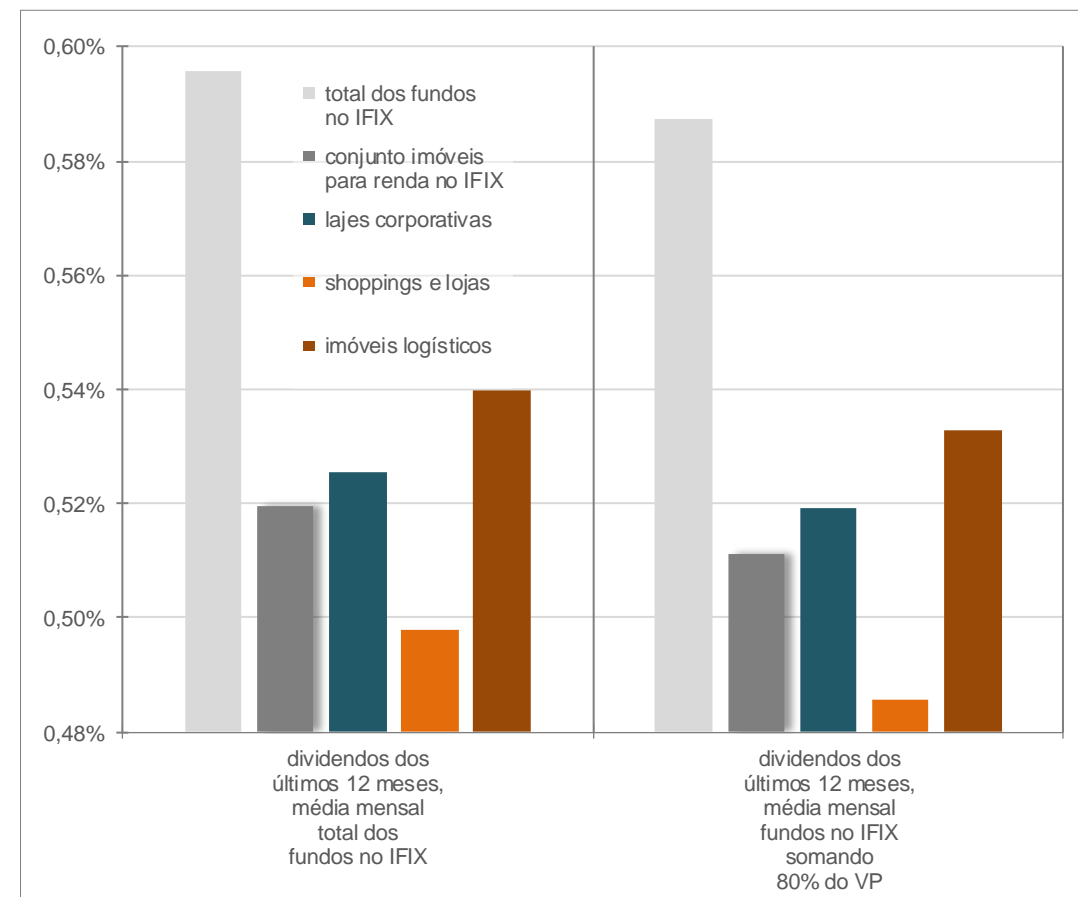
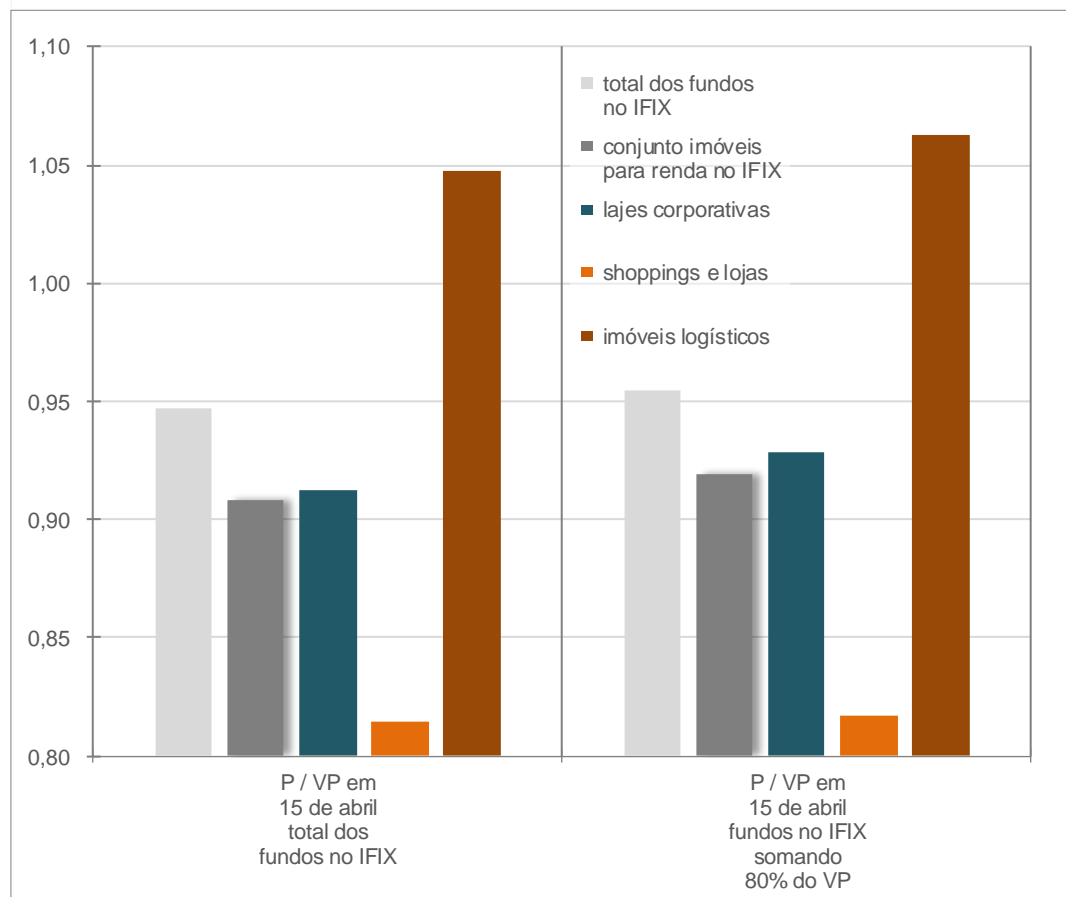


- x. Fazendo a separação das amostras, encontramos as variações de valor de cota ilustradas no gráfico. Importante ressaltar que cada amostra é tratada como se fosse um grande FII e, por esta razão, não é correto replicar o que aparece no gráfico para qualquer FII cujo portfolio seja aderente ao perfil da amostra, esteja esse FII dentro ou fora da amostragem do IFIX.
- xi. Um aspecto importante, quando se separam estas amostras de dentro do IFIX, é que não há como comparar o conjunto que estamos analisando com o comportamento do índice. O índice é composto por alguns FII que são high-yield, como os fundos de recebíveis e os de desenvolvimento. Esse fundos não tem patrimônio fazendo lastro separado da receita, porque os seus portfolios vão se liquidando. Nos fundos que nos interessam, o portfolio permanece dentro do fundo gerando receita, o que confere a estes a característica conservadora típica dos investimentos em empreendimentos de base imobiliária.



- xii. O que nos interessa comparar é o comportamento de cada amostra dentro do conjunto dos fundos de imóveis para renda, destacando-se:
- em março | shoppings e lojas | apresentou a queda de preço mais acentuada do conjunto, no sentido negativo seguido de | imóveis logísticos | e | lajes |, este se mostrando mais resiliente
 - na recuperação verificada em abril (até dia 15) | shoppings e lojas | continuam perdendo valor, enquanto o conjunto se recupera, mais acentuadamente | imóveis logísticos |
- xiii. em um ciclo tão curto, esses movimentos não são “técnicos”, ou seja fundamentados em prognósticos de médio prazo. São resultado da percepção de perda (as ondas do real estate), prevalente entre os investidores. O raciocínio tende a ser: se a renda deve cair, mesmo não se sabendo de quanto, o valor dos ativos acompanhará esta queda. Perenizar ganhos ou perdas de curto e médio prazos, ainda mais perdas provocadas por uma conjuntura como a atual, podem comprometer seriamente as decisões de investimento.

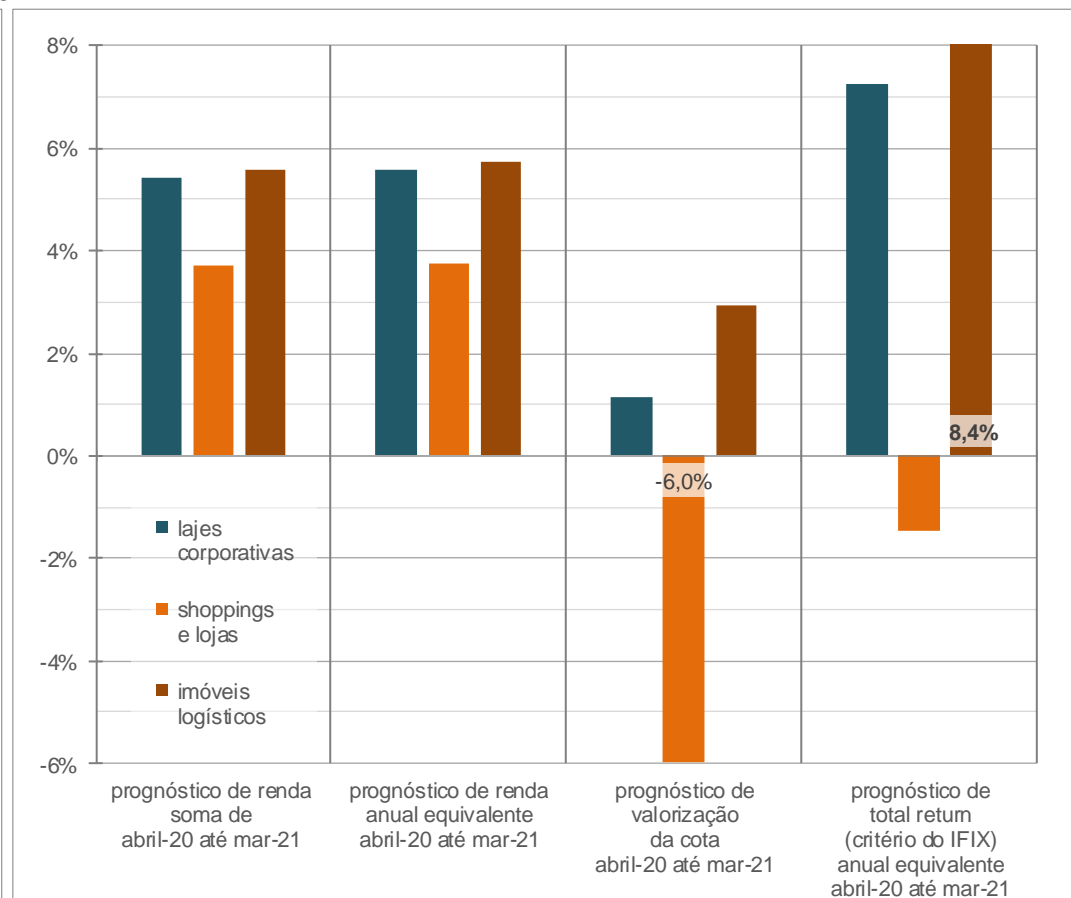
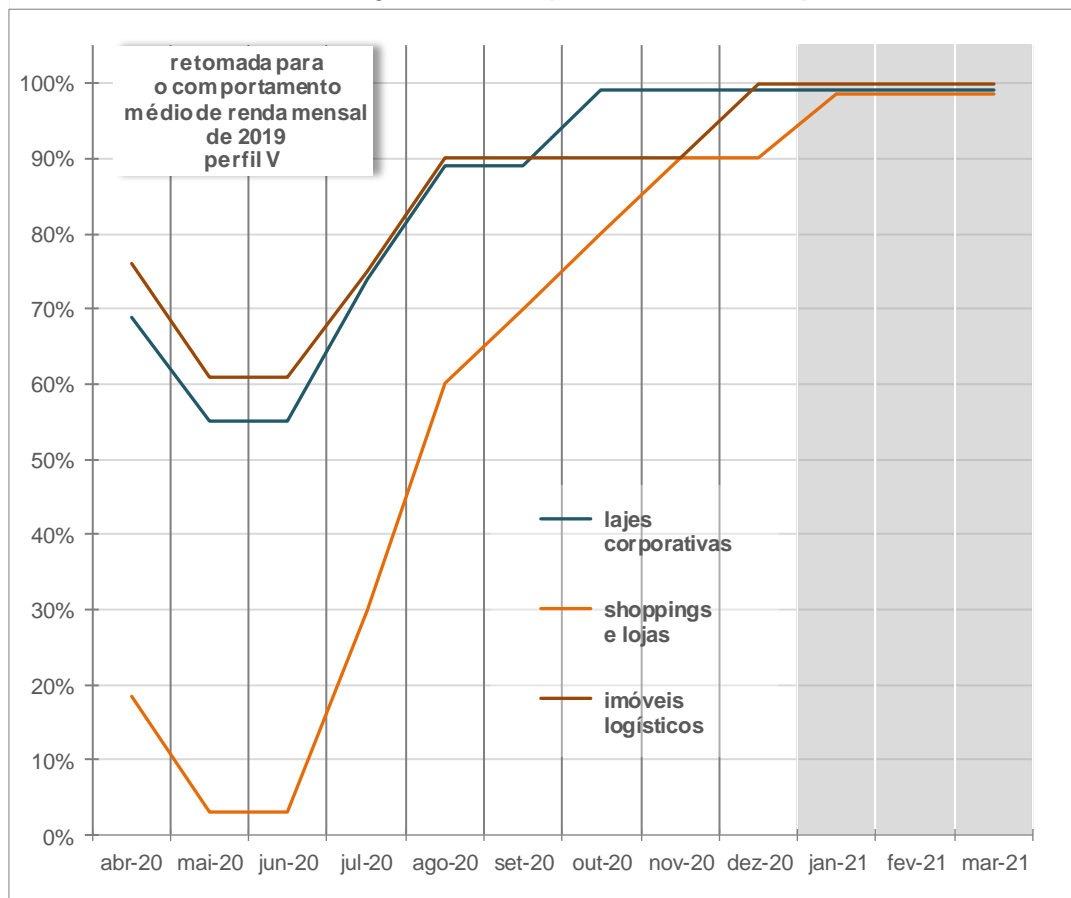
- xiv. Uma questão que interessa explorar é se os grandes fundos conferem maior proteção ao investimento. Essa leitura, em síntese, pode ser feita pela imagem do gráfico da esquerda. A imagem mostra a relação entre o preço de transação da cota | P | na B3 na data de 15 de abril e o valor patrimonial registrado do fundo | VP |.
- xv. Ainda no gráfico da esquerda, o conjunto de fundos no IFIX é transacionado abaixo do seu valor patrimonial. Quando se destacam as partes, vê-se que | imóveis logísticos | é destaque positivo, enquanto o negativo é | shoppings e lojas |. Quando separamos os fundos que compreendem 80% de cada amostra em | VP |, vemos que são transacionados com vantagem em relação ao conjunto da amostra. Entretanto, quando fazemos a leitura pelo gráfico da direita, a renda que os grandes fundos pagaram na média mensal nos últimos 12 meses foi inferior à média das amostras.



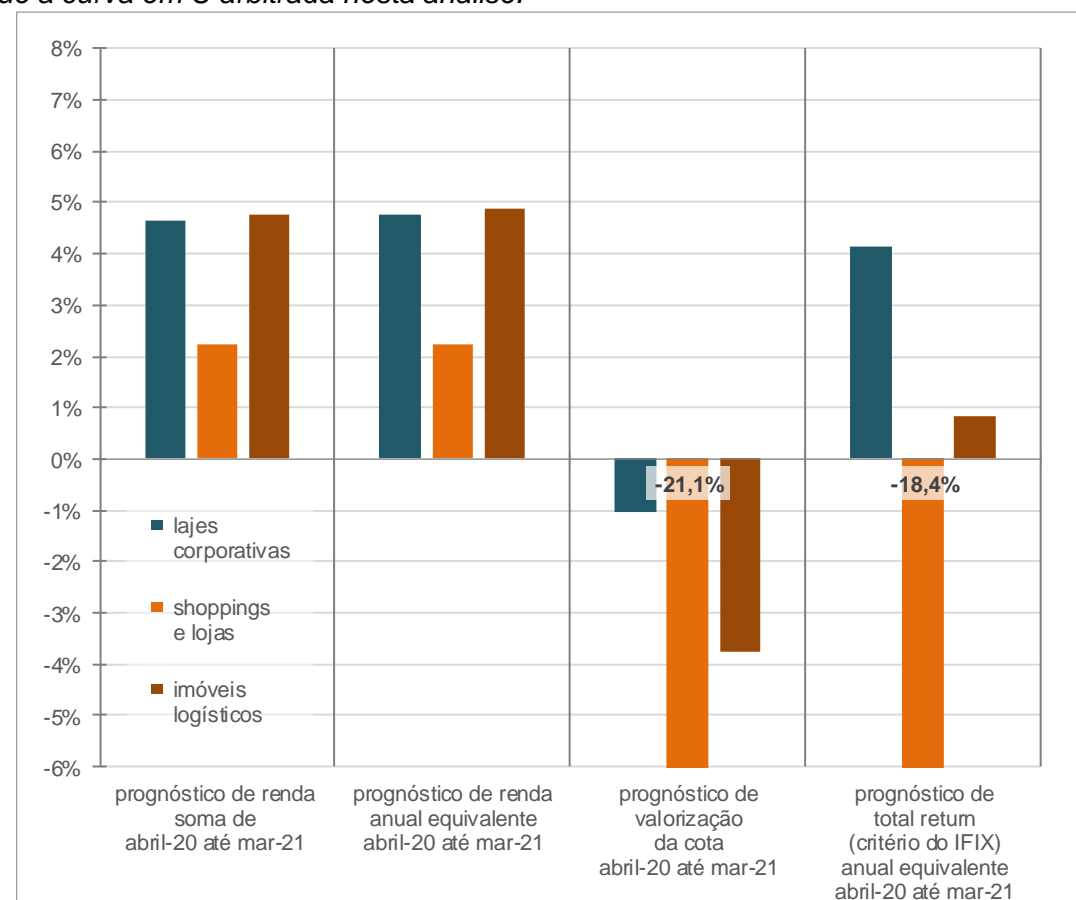
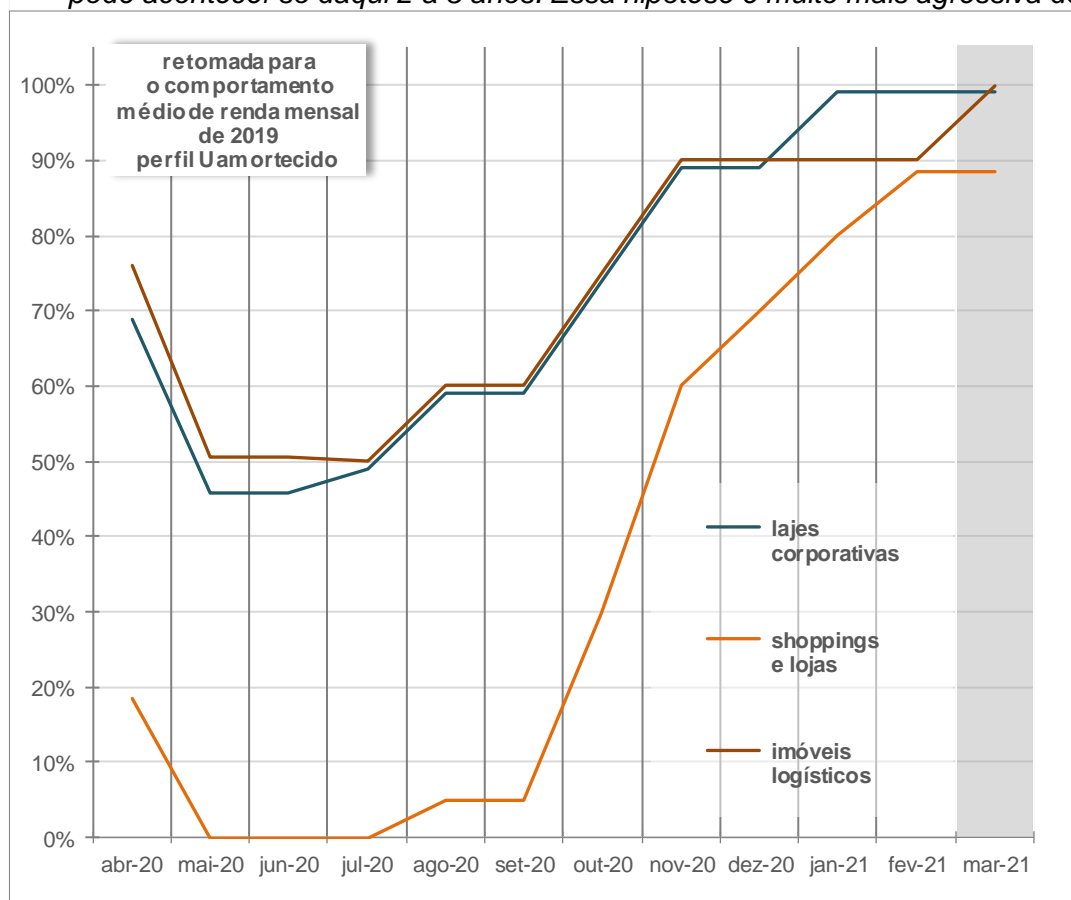
xvi. Para especular o que pode ocorrer com valor das cotas de cada conjunto e a renda no período abril-20 até março-21 é necessário arbitrar uma curva de queda de desempenho, forçada pela conjuntura atual da economia, e uma curva de retomada. Fizemos duas arbitragens de cenário em fronteiras, uma de queda acentuada e retomada mais rápida (retomada em V) e outra com queda ainda mais acentuada e retomada mais lenta (retomada em U).

Depois de medir os indicadores de valor esperado para a cota no final desse período, de renda anual equivalente e de total return (conceito do IFIX), exploramos diferentes curvas de comportamento entre as duas fronteiras arbitradas (V e U) para encontrar um intervalo com 90% de confiabilidade no qual podem estar situados o valor esperado da cota e total return correspondente.

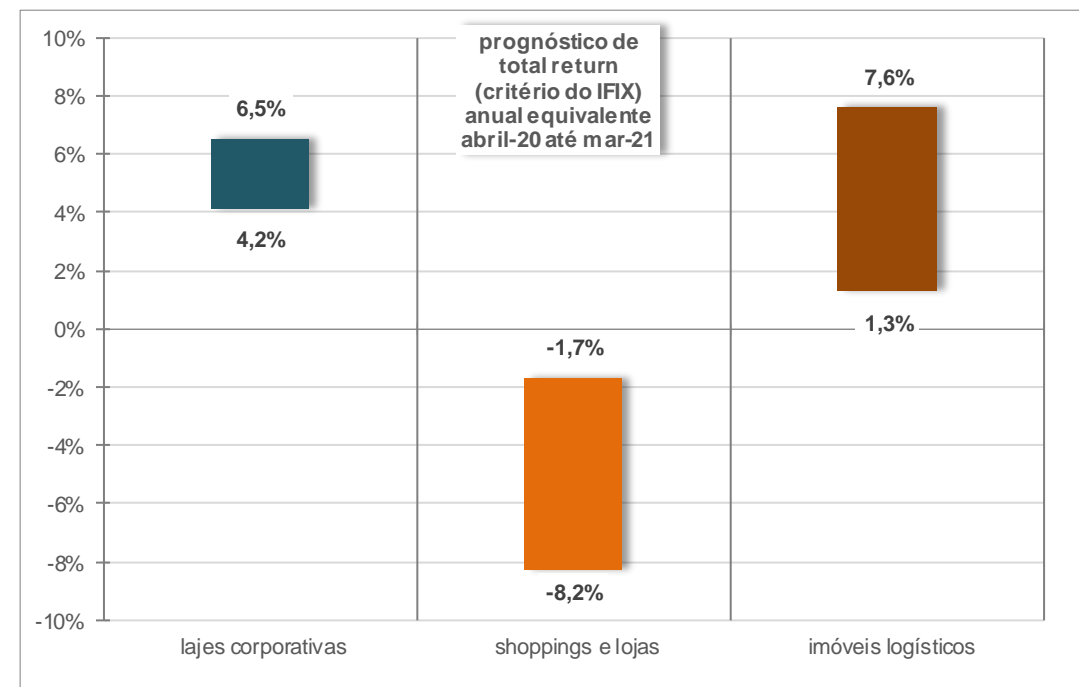
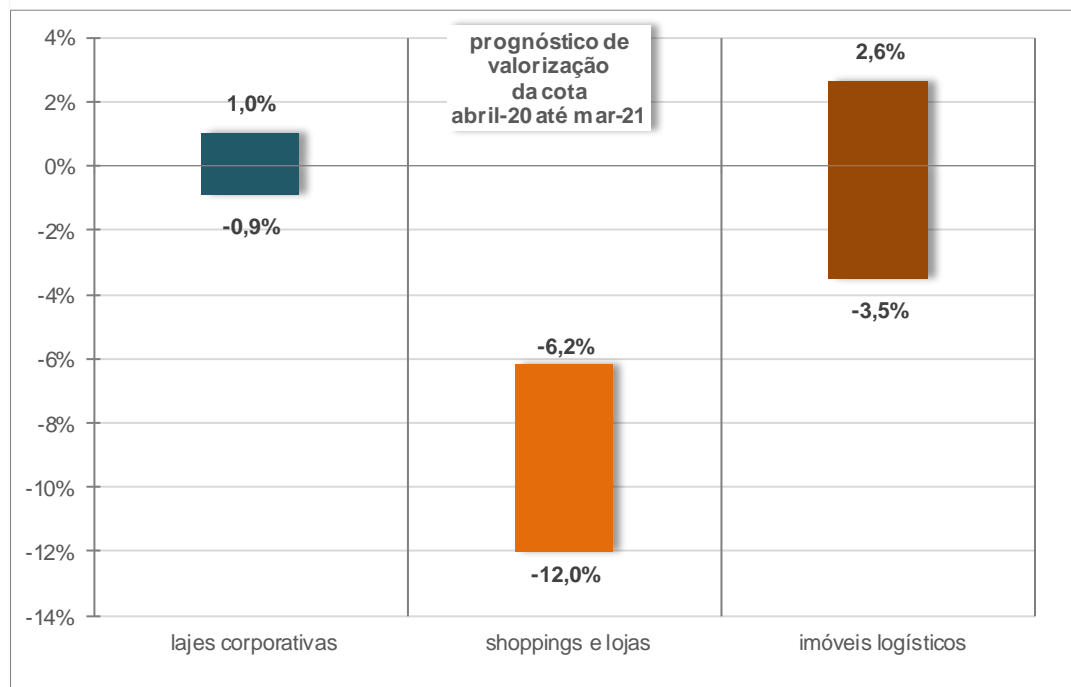
xvii. Para a curva em V, no gráfico da esquerda, concluímos pelos indicadores do gráfico da direita.



- xviii. Para a curva em U, no gráfico da esquerda, concluímos pelos indicadores do gráfico da direita.
- xix. Considerando a taxa referencial de juros de 3,75% nominal e que o investidor e os FII da amostra preencham os requisitos para receber a renda a ser distribuída sem tributação, os prognósticos de renda mantém a configuração histórica de que este mercado oferece rendas sob múltiplos entre 1,4 e 2,0 da taxa CDI equivalente, ainda que em queda relativamente ao que se verificou em 2019. Essa observação vale, mesmo nessa fronteira mais agressiva da curva de comportamento do mercado em U.
- xx. O destaque negativo, na valorização das cotas e na geração de renda, são os fundos de shopping centers. *Para estes destacamos manifestações na mídia (jornal Valor Econômico de 22 de abril) de importantes investidores, de que a recuperação desse mercado pode acontecer só daqui 2 a 3 anos. Essa hipótese é muito mais agressiva do que a curva em U arbitrada nesta análise.*



- xxi. O prognóstico de valorização da cota e de total return para cada uma das amostras está nos intervalos ilustrados nos gráficos abaixo, quando construímos múltiplos cenários de comportamento, cada um deles variando entre as fronteiras das curvas de retomada U e V nesta análise. Seguindo a técnica de exploração de amostras de laboratório, esses intervalos não são perfeitos, porque: (i)-dependem das fronteiras U e V; (ii)-e mostram um intervalo com 90% de confiabilidade extraído de amostras de indicadores.
- xxii. Nestes gráficos, como nas outras medidas desta análise, destaca-se sempre que o ponto de partida são os preços de transação de cotas na data de 15 de abril de 2020, que estão muito pressionados pela conjuntura e não valorizados por critérios técnicos com algum grau de fundamento.
Nesse sentido, pode ocorrer que parte da pressão sobre o preço das cotas, que ilustramos nesses gráficos, seja com comportamento na curva V, na curva U ou na amostra que resulta nos valores dos gráficos abaixo, já esteja “internada” nos preços atuais, de modo que a curva de preços adiante tenderá a ser mais equilibrada do que as análises técnicas demonstram.
- xxiii. Como variável padrão de comportamento utilizamos sempre a renda média mensal de 2019.
- xxiv. **Os dados desta análise servem para explorar o conjunto do mercado, mas não podem ser derivados para cada particular FII.**





UNITAS

real estate
investment advisors

55-11-5508.3500
jdarochalima@unitas.com.br
carolina.gregorio@unitas.com.br
www.unitas.com.br