

Fundos Imobiliários

A hora e a vez dos FIIs? Atualizando conceitos e selecionando nossa carteira

Fundos Imobiliários

12 de maio 13, 2024

FIIs: desempenho positivo mesmo em meio à turbulência? O índice de fundos de investimentos imobiliários (Ifix) apresenta performance positiva no ano (+2,61%), mesmo com as incertezas recentes que afetam as curvas de juros. Atribuímos essa performance à boa perspectiva para o mercado imobiliário e de locações, além do fluxo que migrou de fundos exclusivos em busca de rendimentos isentos. Neste relatório, detalhamos alguns conceitos sobre os Fundos de Investimentos Imobiliários (FIIs), falamos do panorama para os segmentos existentes e selecionamos uma carteira para navegar nessa oportunidade.

Afinal, por que investir nos FIIs? Os FIIs são fundos de investimento cujo portfólio é composto de títulos imobiliários ou cotas de outros FIIs (fundos de papel) ou imóveis (fundos de tijolo). Os fundos têm gestão profissional na escolha dos ativos que farão parte da carteira e, em sua grande maioria, suas cotas são negociadas em bolsa. Para os investidores, além do potencial de valorização das cotas (já que o valor dos ativos em carteira parece estar em patamares interessantes), o maior atrativo está nos rendimentos dos fundos (que estão elevados). Esses rendimentos podem consistir em um fluxo de dividendos da renda dos aluguéis dos ativos em carteira, um fluxo de juros pagos pelos títulos financeiros em carteira ou no pagamento de dividendos por outros fundos que compõem o portfólio.

Apesar das incertezas, as perspectivas são boas. Mesmo com algumas incertezas sobre o cenário fiscal no Brasil e sobre o aquecimento da economia norte-americana, o cenário doméstico aponta para uma inflação controlada que possibilitará a redução da taxa Selic para 9,5% (de 10,5% atualmente) no fim de 2024. Essa redução deve permitir a expansão do crédito e a retomada do consumo e dos investimentos. As empresas do setor imobiliário tendem a se beneficiar desse cenário. Nossos analistas já observaram aumento das vendas no segmento de imóveis no último ano, patamares mais saudáveis de vacância no segmento logístico e alguma estabilidade no segmento de escritórios. No segmento de shoppings, os indicadores também melhoraram, com aumento de vendas e expectativa de reajustes reais nos aluguéis.

Mesmo com a boa performance recente, o desconto dos FIIs ainda parece elevado. O *dividend yield* do Ifix segue mostrando prêmio significativo (10,4% do Ifix vs. 6,23% da NTN-B-35) e está próximo da média dos últimos cinco anos (+4,20 pontos percentuais), que foram marcados pelos efeitos da pandemia sobre os preços dos ativos. Antes desse período, o prêmio médio do *dividend yield* do Ifix sobre a taxa da NTN-B era próximo de 2,9 pontos percentuais, o que indica haver espaço para valorização adicional dos fundos imobiliários num mercado mais normalizado. Muito embora o mercado imobiliário não tenha se recuperado totalmente, os fundamentos melhoraram (vacância estável ou diminuindo em alguns mercados, crescimento no segmento de shoppings, preço de ativos ainda abaixo do valor patrimonial), e isso não se refletiu inteiramente nos preços.

Nossas escolhas. Diante de um cenário positivo para o mercado imobiliário e de locação em 2024 e das avaliações atrativas dos fundos imobiliários, selecionamos alguns ativos que compõem nossa [carteira automatizada de FIIs](#), pois acreditamos que oferecem uma boa relação de risco-retorno: Tivio Renda Imobiliária (TVRI11), Kinea Securities (KNSC11), JS Real Estate (JSRE11), TRX Real Estate (TRXF11), Tellus Rio Bravo Renda Logística (TRBL11), CSHG Recebíveis Imobiliários (HGCR11), Mauá Capital Recebíveis Imobiliários (MCCI11), VBI CRI (CVBI11) e XP Malls (XPML11).

Cauê Pinheiro

+55 11 3175 4296

caue.pinheiro@safra.com.br**Carolina Carneiro**

+55 11 3175 4266

carolina.carneiro@safra.com.br**Nayane Kava**

+55 11 3175 1433

nayanekava@safra.com.br**Luana Nunes**

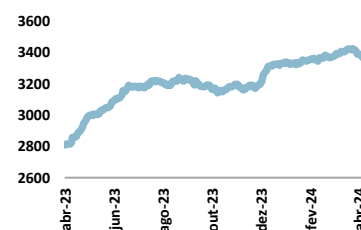
+55 11 3175 3994

luana.nunes@safra.com.br

Ifix

Preço atual	3.398
Preço-alvo (24e)	3.750
Potencial de valorização	10,4%

Ifix (Últimos 12 meses)



Fonte: Bloomberg e Safrá

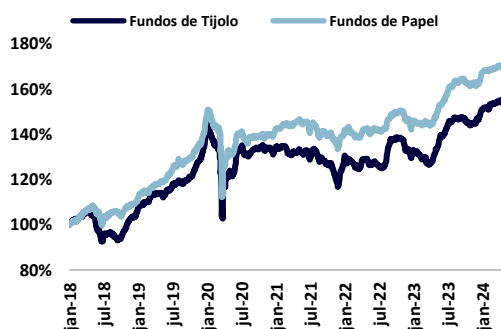
Entendendo os FIs: revendo conceitos

FIs como alternativa de exposição ao setor imobiliário... Os FIs são fundos de investimento cujo portfólio é composto de **títulos imobiliários e/ou cotas de outros FIs** (chamados de **fundos de papel**) ou de **imóveis (fundos de tijolo)**. Os fundos de papel investem em títulos, como Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), Letras de Crédito Imobiliário (LCIs) e Letras Hipotecárias (LHs) – que são fontes de financiamento do mercado imobiliário – e também em cotas de outros fundos imobiliários. Os fundos de tijolo, por sua vez, podem construir ou comprar galpões, lajes corporativas, shoppings, hotéis, entre outros imóveis físicos. Os investidores adquirem cotas nesses fundos, cujo patrimônio terá gestão profissional na escolha dos ativos que irão compor a carteira. Na maioria dos casos, essas cotas são negociadas em bolsa (portanto, os FIs são ativos de renda variável). Por conterem com mais de um ativo no portfólio e serem divididos em cotas distribuídas entre vários investidores, os fundos possibilitam a investidores aumentar a diversificação do risco (com gestão profissional do portfólio) e acessar uma carteira de ativos com preços interessantes (que podem ser menores do que os valores patrimoniais desses ativos), muitos deles com boa liquidez.

...com fluxo de dividendos incluídos no pacote. Para investidores, além da valorização das cotas relacionada ao valor dos ativos em carteira, o maior atrativo está no rendimento dos fundos (por lei os FIs devem distribuir, no mínimo, 95% de seus rendimentos auferidos no período de um semestre). O valor dos ativos é afetado tanto pelo cenário macroeconômico (taxa de juros, perspectivas de crescimento da renda, disponibilidade de crédito, etc.) quanto pela dinâmica do mercado imobiliário dos empreendimentos em que investem – que são afetados, por exemplo, por custos de construção, vacância, quantidade de lançamentos (ante a absorção do estoque existente) e pela capacidade de repasse de preços para os locatários. O rendimento dos fundos pode consistir em um fluxo de dividendo da renda dos aluguéis dos ativos em carteira, em um fluxo de juros pagos pelos títulos financeiros que compõem a carteira ou no pagamento de dividendos de outros fundos que compõem o portfólio.

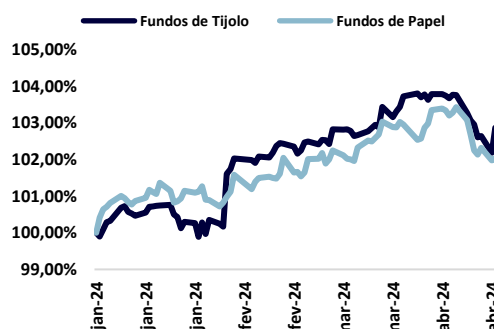
Tijolo ou papel? O desempenho dos fundos de tijolo está correlacionado com uma taxa de juros mais baixa e uma economia mais dinâmica, que possibilitem um aumento na taxa de ocupação dos imóveis, o repasse de custos para os preços dos aluguéis e a recuperação no valor dos ativos. Do outro lado, a rentabilidade dos fundos de papel – cujo portfólio é composto de ativos financeiros como CRIs, LCIs e LHs ou por cotas de outros fundos – acaba sendo mais diretamente indexada à taxa de juros ou à inflação. Um cenário de inflação controlada e Selic em queda deveria levar a distribuições de dividendos mais normalizados (ou seja, menores do que no passado recente, quando os títulos financeiros indexados ao IPCA ou ao CDI com spread pagaram altas distribuições). Portanto, a continuidade da queda na taxa de juros, mesmo que num ritmo mais lento, deve impactar mais positivamente os fundos de tijolo. De toda forma, como a retomada da taxa de ocupação vem acontecendo de maneira gradual e desigual a depender da localidade, entendemos ser necessário escolher fundos com exposição a imóveis de melhor qualidade técnica e com localização privilegiada. Ressaltamos também que, em um cenário de corte mais lento nos juros e de recuperação mais gradual da atividade econômica, alguns fundos de papel ainda podem ser uma opção por manterem dividendos atrativos.

Figura 1. Desempenho dos fundos de tijolo e de fundos de papel desde 2018



Fonte: Safrá, Bloomberg

Figura 2. Desempenho dos fundos de tijolo e de fundos de papel no ano



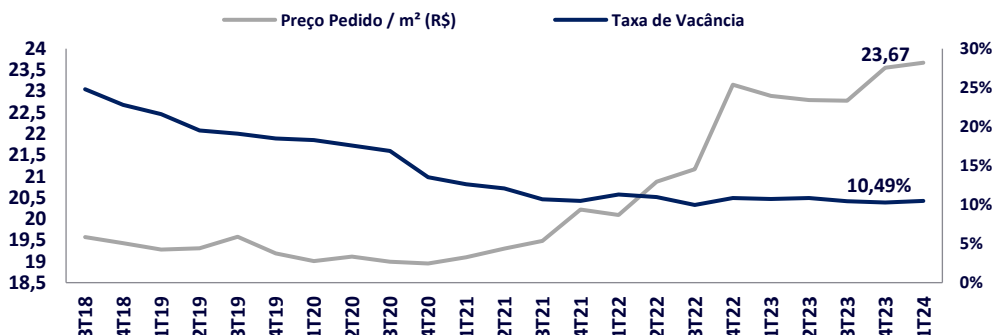
Fonte: Safrá, Bloomberg

Panorama do mercado imobiliário e de seus segmentos

O que esperar para o segmento das construtoras? No setor de construção tradicional, acreditamos que o segmento de baixa renda continuará se beneficiando do programa Minha casa, Minha Vida e da inflação estável. O maior risco para o segmento advém do financiamento do programa – com base no ritmo de contratação visto no primeiro trimestre de 2024, seria necessário um complemento no orçamento do FGTS da ordem de R\$25bn–R\$30bn, em nossa visão. Para o segmento de alta renda, as vendas continuam surpreendendo positivamente. Como grande parte dos recursos destinados ao crédito imobiliário vem da poupança, que apresenta forte queda, houve aumento na captação de recursos via LCI, LIG, entre outros instrumentos financeiros. Do lado dos custos, o Índice Nacional de Custo da Construção (INCC) saiu de um período de alta significativa na pandemia e retornou agora para um nível mais estável, fechando abril em 3,74% no acumulado dos últimos 12 meses.

O que esperar do segmento logístico? O mercado de galpões no Brasil apresentou resultados positivos em 2023 em relação à absorção líquida, o que levou a uma redução na taxa de vacância para 10,26% – uma queda sutil na comparação anual, mas em patamar saudável. Em 2024, essa tendência para a absorção líquida tem se mantido, mas em ritmo inferior ao das novas entregas, gerando um leve aumento na taxa de vacância. Apesar da melhora no cenário macro, o forte aumento no número de unidades entregues esperado para o restante do ano deve aumentar a vacância. Para o setor logístico no Brasil, esperamos aumento de 1,2 ponto percentual na vacância, embora o nível deva permanecer em um patamar ainda saudável de 11,7%.

Figura 3. Vacância e preço pedido no segmento logístico no Brasil



Fonte: Safrá, Bloomberg e Cushman & Wakefield

O que esperar para o segmento corporativo? O mercado de escritórios de São Paulo apresentou queda de 0,41 ponto percentual na taxa de vacância em 2023, que fechou o ano em 23,47%. Já no Rio de Janeiro, 2023 foi o segundo ano consecutivo de absorção líquida positiva sem novas entregas, o que levou a uma queda na taxa de vacância para 30,9% – um nível ainda elevado. Em 2024, o mercado corporativo em São Paulo tem mostrado absorção líquida positiva em todas as principais regiões da cidade, acima do volume de novas entregas, o que proporcionou redução da área vaga. Projetamos um leve aumento de 0,4 ponto percentual na taxa de vacância, que atingirá um patamar de 19,6% no fim de 2024. Para o Rio de Janeiro, que tem uma taxa de vacância historicamente elevada, esperamos uma leve aceleração na absorção líquida em virtude da ausência de entrega de áreas novas, o que deve gerar contração de cerca de 2 pontos percentuais na taxa de vacância, que ainda deve permanecer em um patamar elevado de 28,7%.

Figura 4. Vacância e preço pedido pelas lajes corporativas em São Paulo

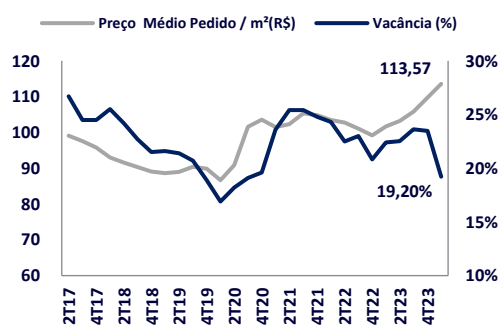
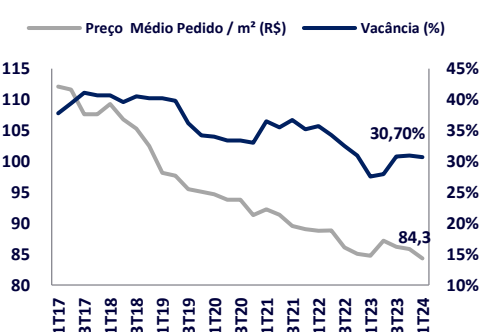


Figura 5. Vacância e preço pedido pelas lajes corporativas no Rio de Janeiro



Fonte: Safr, Bloomberg e Cushman & Wakefield

O que esperar para o segmento de shoppings? Para os shoppings, esperamos mais um ano de fortes resultados operacionais, que já estão acima dos patamares pré-pandêmicos. Além disso, as vendas no ano estão crescendo acima da inflação, mesmo com uma base comparativa mais desafiadora. Dito isso, esse crescimento nas vendas não deve necessariamente se traduzir em aumento de receita. Os aluguéis dos lojistas são majoritariamente reajustados pelo IGPM, que está perto de zero. Portanto, o crescimento das receitas no ano deverá vir de ajustes reais acima da inflação. O mercado também parece aquecido para fusões e aquisições (M&As), pois várias empresas estão com baixa alavancagem e os FIIs estão também capitalizados.

Evolução e performance dos FIs

Ativos financeiros e logística ganharam participação desde a pandemia, enquanto escritórios e shoppings perderam espaço.... O Ifix é o índice que representa a carteira teórica composta dos FIs negociados no mercado. Em 2020, o Ifix era bastante diversificado, com participações parecidas entre os segmentos de escritórios, shoppings e ativos. A inflação e os juros elevados impulsionaram a distribuição de dividendos dos **fundos de ativos financeiros**, fator que contribuiu para que esse segmento atraísse um número maior de investidores. Houve forte atividade de emissões, o que elevou a representatividade do setor dentro do índice (de 21,5% para os atuais 40,2%). Nesse mesmo período, os fundos do segmento passaram de 16 para 46 e seu valor patrimonial foi de R\$14 bilhões para R\$82 bilhões. O segmento de **galpões logísticos** também apresentou crescimento expressivo de sua participação no Ifix (de 12,8% para 17,9%), e o número de fundos passou para 20 (de 10 no início de 2020), em virtude do aumento da demanda do comércio eletrônico. O segmento de escritórios foi o que mais reduziu sua participação no índice, impactado pelos efeitos da implementação do home office e/ou do trabalho híbrido nas empresas. O número de fundos do segmento de escritórios manteve-se estável, mas por causa das questões citadas acima, os fundos ainda não recuperaram o valor de mercado e são negociados a um desconto de 40% sobre seus valores patrimoniais.

Figura 6. Composição do Ifix – Em 2020, ativos financeiros, shoppings e escritórios eram os maiores segmentos do índice

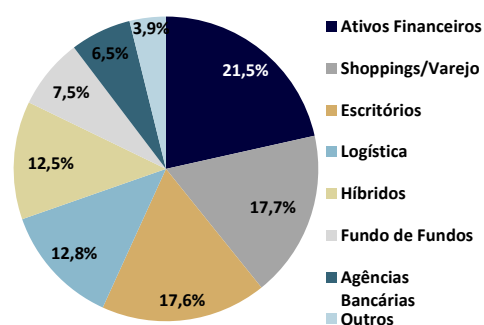
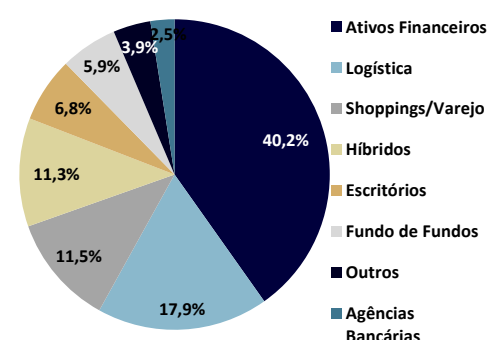


Figura 7. Composição do Ifix – Em 2024 shoppings e escritórios perderam espaço no índice para logística e ativos financeiros



Fonte: Safr, B3

...e a performance tem sido positiva... No ano, o Ifix vem apresentando performance superior à de outros índices de renda variável, até mesmo superior ao desempenho do IMA-B (índice de referência dos títulos públicos indexados à inflação), e é um dos poucos a registrar valorização. O índice teve uma alta acumulada de 2,61% no ano, mesmo após as mudanças na expectativa para o ritmo de corte de juros pelo Fed e Bacen, que afetaram negativamente a performance do Ibovespa e as empresas listadas do setor imobiliário. Atribuímos o movimento positivo do Ifix à perspectiva de melhora na renda, atividade e disponibilidade de crédito, o que deve ajudar o setor imobiliário, os aumentos reais nos aluguéis e o valor ainda descontado dos ativos em geral.

...e ajudada por mudanças na tributação de fundos exclusivos. Os fundos imobiliários também foram impulsionados pelo fluxo de recursos vindo dos fundos exclusivos em busca de rendimentos isentos de imposto de renda. Desde a aprovação, no fim do ano passado, da Lei 14.754/23, que tributa os fundos exclusivos, recursos migraram desses fundos para fundos imobiliários, cujos rendimentos são isentos de imposto de renda. A lei prevê a tributação de 15% sobre os rendimentos de fundos exclusivos de longo prazo ou de 20% nos casos de fundos

de curto prazo (até um ano) por meio do sistema de come-cotas. Com essa nova tributação, observou-se um aumento na procura por ativos isentos de impostos, como os fundos imobiliários, além de outros veículos como CRIs, CRAs, debêntures incentivadas e LCAs. Segundo estimativas do governo federal do ano passado, o volume investido em fundos exclusivos soma R\$ 756,8 bilhões – um valor bastante significativo. Embora parte desse movimento já tenha ocorrido, acreditamos que a busca por ativos isentos poderá continuar, e o cenário positivo para os FIs, que contam com preços descontados e rentabilidade atrativa, deve contribuir para esse redirecionamento de capital.

Figura 8. Desempenho acumulado no ano

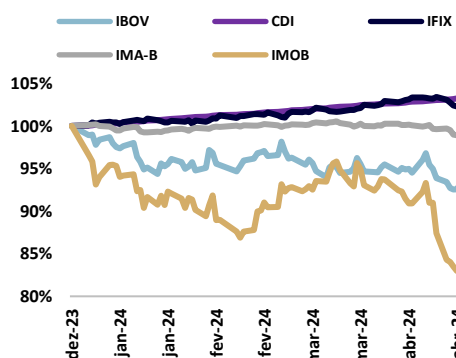
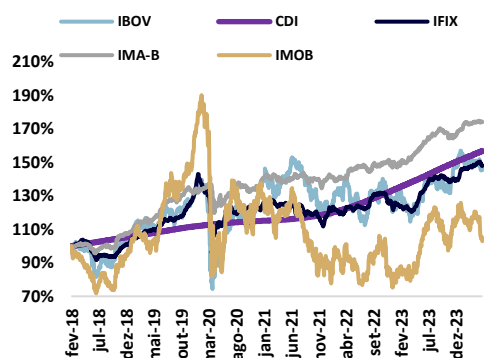


Figura 9. Desempenho nos últimos seis anos



Fonte: Safr, Bloomberg

Retorno vs. volatilidade: os FIs também se destacam. Comparamos a volatilidade vs. o desempenho de fundos imobiliários ante a volatilidade vs. o desempenho do IMA-B (índice dos títulos públicos indexados à inflação), do índice Bovespa (Ibov), do índice imobiliário (Imob) e do índice de dividendos (Idiv). Embora a volatilidade do Ifix seja similar à do IMA-B, o Ifix apresenta o melhor retorno acumulado no ano. O gráfico da direita abaixo mostra que, nos últimos cinco anos, o Ifix apresentou volatilidade inferior à do Ibovespa e retorno superior, mas seu desempenho foi inferior ao do IMA-B e também do Idiv, que entregou o melhor retorno no período, embora com uma volatilidade muito mais alta.

Figura 10. Desempenho x volatilidade – Ifix versus IMA-B, Ibovespa, Idiv e Imob em 2024

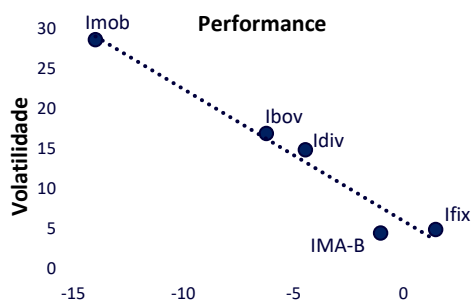
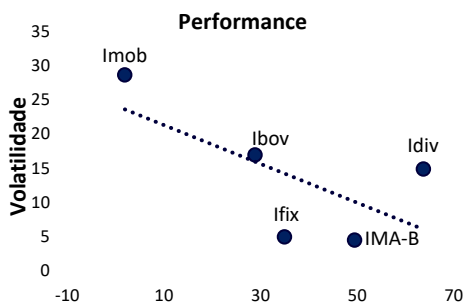


Figura 11. Desempenho x volatilidade – Ifix versus IMA-B, Ibovespa, Idiv e Imob em 5 anos

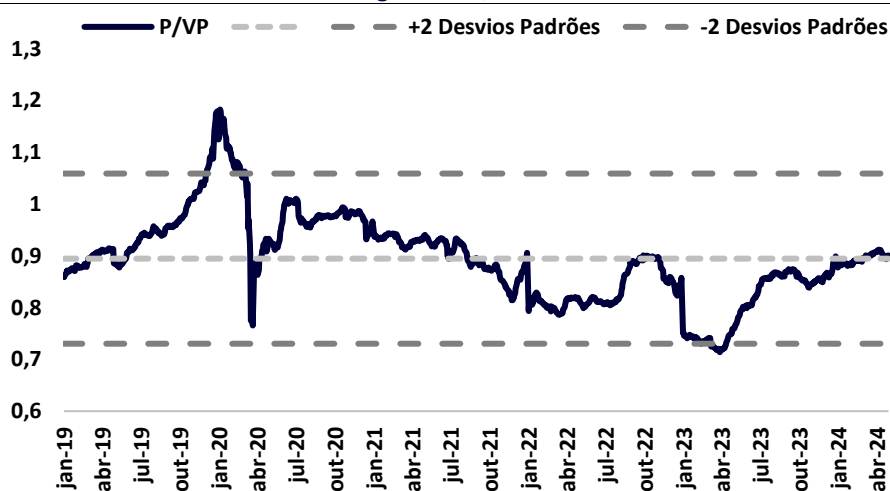


Fonte: Safr, Bloomberg

Múltiplos de P/VP próximo da média histórica de cinco anos. O múltiplo preço/valor patrimonial (P/PV) do Ifix de 0,90x (portanto, 10% abaixo do valor patrimonial) está em linha com sua média histórica de cinco anos. Contudo, destacamos que num cenário normalizado – que contempla inflação controlada, juros abaixo de dois dígitos e bom desempenho econômico –, os fundos imobiliários deveriam ser negociados pelo menos em linha com o seu valor patrimonial. Em momentos de maior otimismo, como o visto entre o fim de 2019 e o início de 2020, os FIs atingiram um múltiplo P/VP próximo de 1,2x.

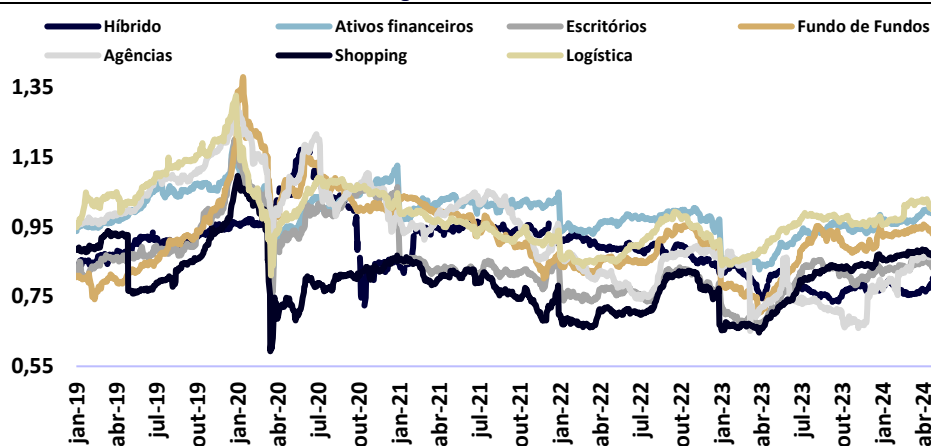
Praticamente todos os segmentos de FIs estão sendo negociados abaixo do seu valor patrimonial. Os setores mais descontados são: híbridos, escritórios, fundo de fundos e agências. Do outro lado, os segmentos com menores descontos são: ativos financeiros, logística e shoppings.

Figura 12. P/VP do Ifix



Fonte: Safr, Bloomberg

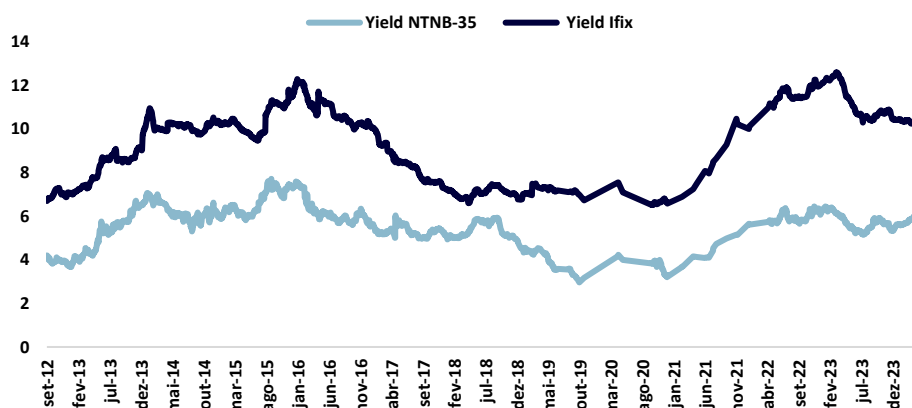
Figura 13. P/VP setorial



Fonte: Safr, Bloomberg

Ifix vs. NTNBS. O *dividend yield* do Ifix segue mostrando prêmio significativo de 4,20 pontos percentuais em relação à taxa da NTNBS-35 (10,4% do Ifix vs. 6,23% da NTNBS-35) – próximo da média dos últimos cinco anos, de 4,20 pontos percentuais. No entanto, o prêmio médio dos últimos cinco anos está contaminado pelos efeitos da pandemia sobre os preços dos ativos. É importante mencionar também que, antes desse período, o prêmio médio do *dividend yield* do Ifix sobre a taxa da NTN-B era próximo de 2,9 pontos percentuais, o que indica espaço para valorização adicional dos FII.

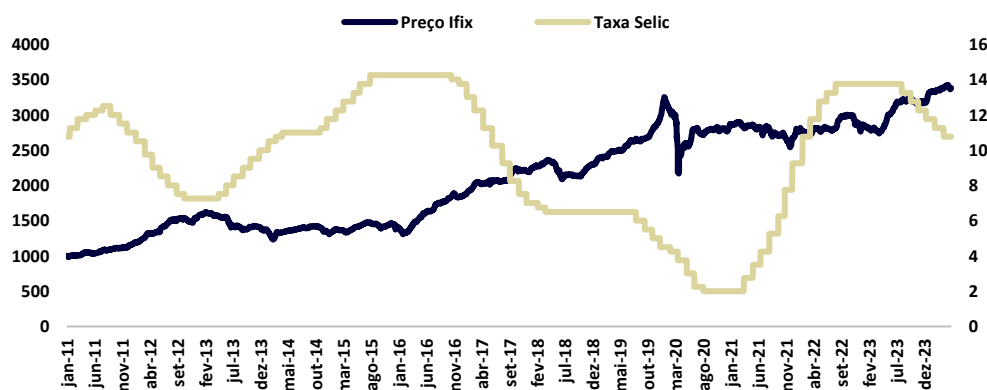
Figura 16. *Dividend yield* do Ifix vs. *dividend yield* da NTNBS-35



Fonte: Safr, Bloomberg

Ifix vs. Selic. O Ifix e a Selic apresentam uma correlação negativa e, em meio à continuidade do ciclo de baixa na taxa de juros, a tendência de valorização do índice deve continuar. Em períodos de cortes de juros, notamos que o Ifix apresentou valorização considerável por se beneficiar de um ambiente usualmente mais favorável para a atividade, que melhora a dinâmica do mercado imobiliário e resulta em rentabilidade mais atrativa para os FII em comparação com os títulos públicos indexados à inflação.

Figura 17. Ifix vs. Selic



Fonte: Safr, Bloomberg

Fundos sugeridos: nossas escolhas diante do cenário atual

Nosso cenário: redução de juros, mas com incertezas; mercado imobiliário saudável. Nos EUA, em virtude da inflação mais pressionada no início deste ano (ainda que concentrada em poucos itens), o Fed deverá postergar para setembro o começo do ciclo de cortes na taxa de juros, o que pressionou a taxa de câmbio de países emergentes. No Brasil, esse cenário, somado a preocupações fiscais, fez com que o Comitê de Política Monetária (Copom) fosse mais cauteloso e confirmasse uma redução no ritmo de cortes de juros para 0,25 ponto percentual na última reunião do comitê. Dessa forma, nossa equipe de macroeconomia estima que a taxa Selic chegará em 9,5% no fim de 2024. O processo desinflacionário local, combinado com juros mais baixos, deve gerar efeitos positivos para a economia, com a expansão do crédito e a retomada do consumo e dos investimentos levando a um crescimento de 2,5% a.a. do PIB. Nesse cenário, espera-se continuidade do bom desempenho das atividades imobiliárias e de locação em 2024, o que poderia ser positivo para a classe de ativos de FIIS.

Nossas escolhas: equilíbrio entre tijolo e papel. Diante de um cenário positivo para os mercados imobiliário e de locação em 2024, apesar das incertezas sobre o ritmo de redução na taxa de juros (que deve acontecer, mas de forma mais lenta), selecionamos uma carteira que combina tijolo e papel de forma equilibrada, por acreditarmos que esses fundos oferecem uma boa relação de risco-retorno (acesse a carteira [aqui](#)): **Tivio Renda Imobiliária (TVRI11)**, **Kinea Securities (KNSC11)**, **JS Real Estate (JSRE11)**, **TRX Real Estate (TRXF11)**, **Tellus Rio Bravo Renda Logística (TRBL11)**, **CSHG Recebíveis Imobiliários (HGCR11)**, **Mauá Capital Recebíveis Imobiliários (MCCI11)**, **VBI CRI (CVBI11)** e **XP Malls (XPML11)**.

Figura 18. Fundos sugeridos

Fundo	Código	Segmento	Preço/Valor Patrimonial	Dividend Yield Estimado - 2024
JS Real Estate	JSRE11	Escritórios	0,63	8,1%
Tivio Renda Imobiliária	TVRI11	Híbrido	1,00	11,1%
TRX Real Estate	TRXF11	Híbrido	1,01	10,5%
Tellus Rio Bravo Renda Logística	TRBL11	Logística	0,97	9,4%
XP Malls	XPML11	Shoppings	1,06	8,8%
Maua Recebíveis	MCCI11	Ativos Financeiros	0,96	11,7%
VBI CRI	CVBI11	Ativos Financeiros	1,00	11,6%
Kinea Securities	KNSC11	Ativos Financeiros	1,02	10,6%
CSHG Recebíveis Imobiliários	HGCR11	Ativos Financeiros	1,02	12,0%
Dividend Yield Médio				10,54%

Fonte: Safr, Bloomberg

Tivio Renda Imobiliária (TVRI11) – Fundo híbrido que possui em seu portfólio agências bancárias e lajes corporativas locadas para o Banco do Brasil, totalizando 63 ativos e 311.789 m² de área bruta locável (ABL). Gostamos do elevado patamar de dividendos pagos pelo fundo, do perfil de crédito de seu único inquilino e do vencimento a longo prazo do contrato de locação, o que garante uma boa previsibilidade para sua receita de aluguel. Os contratos de locação vencem apenas em novembro de 2027, e o fundo conta com boas garantias, como aviso prévio de 6 a 9 meses e multa de 12 aluguéis caso o contrato seja rescindido até o 24º mês de locação (reduzida para 8 aluguéis entre o 25º e o 36º mês e 6 aluguéis a partir do 37º mês). Adicionalmente, o fundo está reciclando gradativamente o seu portfólio, o que poderia gerar distribuições adicionais de dividendos.

Kinea Securities (KNSC11) – Fundo de ativos financeiros cuja carteira possui boa diversificação setorial: exposição de 33,7% a escritórios, 34,7% ao segmento residencial, 14,7% a galpões logísticos, 8,9% a shoppings e 8% a lajes corporativas. O fundo distribui um bom nível de dividendos, conta com uma carteira de qualidade e com boas garantias, além de boa diversificação na indexação de suas operações (61,1% indexadas ao IPCA com e 42,9% ao CDI). Acreditamos que esse cenário poderia ajudar na manutenção do nível de seus rendimentos em diferentes cenários econômicos. Adicionalmente, a marcação a mercado de seus CRIs aponta para um rendimento interessante de IPCA + 8,76% e CDI + 3,56%.

JS Real Estate (JSRE11) – Fundo de escritórios com participação em cinco edifícios corporativos (Ed. Paulista, SPE Shaula (Rochaverá), Ed. WTNU III, Ed. Praia Botafogo 440 e Ed. Tower Bridge Corporate), a maioria deles edifícios AAA localizados em boas regiões com alta demanda por metro quadrado. Seu portfólio soma uma ABL total de 121.938 m². A receita imobiliária do fundo é exposta a inquilinos com baixo risco de crédito que atuam em setores defensivos (25% em seguros, 21% em saúde). Adicionalmente, o fundo é negociado a um desconto de aproximadamente 37% sobre seu valor patrimonial e apresenta uma vacância física menor do que a de outros fundos no segmento de escritórios.

TRX Real Estate (TRXF11) – Fundo híbrido que possui 604.863 m² distribuídos em 57 imóveis espalhados por todo território nacional. Sua carteira inclui as principais redes varejistas (31,92%) e atacadistas (57,35%) do país, como Assaí, Pão de Açúcar e Extra, o que proporciona maior estabilidade às receitas do fundo. Além da exposição a inquilinos de setores resilientes e com baixo risco de crédito, o fundo também conta com uma diversificação geográfica em sua receita. Suas maiores exposições são em São Paulo (31,28%), Goiás (9,62%), Ceará (4,90%), Rio de Janeiro (7,53%), Bahia (11,21%) e Pernambuco (12,05%). Dos contratos do fundo, 94,81% são atípicos, o que garante maior segurança na permanência dos inquilinos nos imóveis. Além disso, cerca de 92,4% de seus contratos vencerão apenas a partir de 2035.

Tellus Rio Bravo Renda Logística (TRBL11) – Fundo de logística que conta com 3 ativos, 8 inquilinos e 223 mil m² de ABL. O fundo possui ativos localizados em regiões estratégicas próximas a grandes centros urbanos, dentro do raio de 30 km das respectivas capitais dos estados em que atua. Além disso, o TRBL conta com uma carteira de locatários diversificada e exposta a empresas consolidadas em seus mercados de atuação. A vacância segue em nível baixo, e cerca de 68% dos contratos de locação vencerão após 2030. Além disso, o fundo oferece um bom nível de pagamento de dividendos, acima da média do setor.

CSHG Recebíveis Imobiliários (HGCR11) – Fundo de ativos financeiros cuja carteira é composta principalmente de CRIs (91,2%), FIIs (13,7%) e títulos de renda fixa (1,7%). Possui ativos com garantias em setores resilientes, o que aumenta as chances de preservação dos pagamentos dos CRIs. Além disso, suas maiores posições estão relacionadas a grandes empresas, o que traz maior segurança para o portfólio do fundo. Por fim, o HGCR11 também conta com pagamentos de bons e constantes dividendos.

Mauá Capital Recebíveis Imobiliários (MCCI11) – Fundo de ativos financeiros cuja carteira está 81% alocada em CRIs, 11% em FIIs, 5% em caixa e 3% em crédito estruturado. Grande parte dos ativos do fundo são indexados ao IPCA, o que, em nossa visão, será positivo dada a continuidade da queda de juros nos próximos meses. Esse cenário deve beneficiar a reavaliação do patrimônio líquido do fundo, que deve sofrer remarcações positivas, abrindo mais espaço para que suas cotas sigam em trajetória de alta. Além disso, o fundo apresenta um nível de pagamento de dividendos interessante e sustentável.

VBI CRI (CVBI11) – Fundo que tem 79,8% de sua carteira alocada em CRIs, 10,4% em operações estruturadas e 9,8% em FIIs. Seus ativos são indexados majoritariamente ao IPCA (92%) e ao

CDI (8%). Acreditamos que essa seja uma composição interessante por garantir a diversificação de rendimentos do fundo. O CVBI também apresenta um desconto de aproximadamente -0,3% sobre seu valor patrimonial.

XP Malls (XPML11) – Fundo de shoppings com ABL total de 165.000 m². Seus investimentos por classe de ativos estão divididos da seguinte forma: 84% em imóveis; 10,8% em caixa; 2,8% em CRIs conversíveis; e 2,5% em FIs. A carteira é composta de shoppings de qualidade com bom desempenho operacional, aproximadamente 3.000 lojas e focados em consumidores de renda média e alta e seus ativos geram bons resultados operacionais para o fundo. Seus imóveis estão espalhados pelo país, o que traz diversificação regional para as receitas do fundo.

Riscos para o nosso cenário: (i) piora nos cenários fiscal e político brasileiro; (ii) condições climáticas adversas que impactem a inflação; (iii) maior demora nos impulsos de crédito de bancos para famílias e empresas; (iv) choques nas economias globais que atrapalhem os cortes de juros.

DECLARAÇÕES GERAIS

1. Este relatório foi preparado e distribuído por Safr Corretora de Valores e Cambio Ltda. (“Safr Corretora”), subsidiária do Banco Safr S.A., empresa regulada pela Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”).
2. Este relatório tem caráter meramente informativo e não constitui oferta de compra ou de venda de títulos ou valores mobiliários ou de instrumentos financeiros de quaisquer espécies ou de participação em qualquer estratégia de negociação. As informações expressas neste documento são obtidas de fontes públicas disponíveis até a data da sua elaboração pela equipe de Análise da Safr Corretora e são consideradas seguras.
3. A Safr Corretora ou quaisquer de suas afiliadas não garantem, expressa ou implicitamente, a completude, confiabilidade ou exatidão de tais informações, nem este relatório pretende ser uma base de dados e informações completa ou resumida sobre os títulos ou valores mobiliários, instrumentos financeiros, mercados ou produtos aqui referidos.
4. A Safr Corretora não tem obrigação de atualizar, modificar ou alterar este relatório, tampouco tem a obrigação de comunicar o leitor deste relatório a respeito de tais eventuais atualizações, modificações ou alterações, salvo quando deixar de cobrir quaisquer das empresas analisadas neste relatório.
5. As opiniões, estimativas, informações e projeções aqui expressas constituem a opinião do analista no momento em que emitiu o presente relatório e podem ser alteradas sem qualquer aviso. Preços e disponibilidade dos instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a alterações, independentemente de qualquer aviso.
6. Os instrumentos discutidos neste relatório podem não ser adequados a todos os investidores. Este relatório não considera objetivos de investimento, situação financeira e patrimonial ou interesses particulares de qualquer investidor. Os investidores devem obter ou realizar uma análise independente, considerando sua situação financeira e seus objetivos de investimento antes de tomar uma decisão de investimento. Investimentos em títulos e valores mobiliários envolvem riscos, razão pela qual não há garantia de rentabilidade ou lucratividade de qualquer espécie.
7. Os resultados obtidos com investimento em instrumentos financeiros podem variar, e seu preço ou valor pode subir ou descer, direta ou indiretamente.
8. Desempenho passado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. A Safr Corretora ou qualquer empresa do Grupo Safr não pode ser responsabilizada por danos diretos, indiretos, consequentes, reivindicações, custos, perdas ou despesas decorrentes da decisão de investimento em títulos e valores mobiliários, esteja tal decisão lastreada ou não nas recomendações expressas neste relatório. Os riscos em investimentos dessa natureza podem implicar, conforme o caso, a perda integral do capital investido ou, ainda, a necessidade de aporte suplementar de recursos.
9. Nenhuma parte deste documento poderá ser reproduzida, distribuída ou copiada, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o prévio consentimento por escrito da Safr Corretora. Informações adicionais relativas às companhias ora analisadas neste relatório poderão ser prestadas mediante solicitação.

DECLARAÇÕES DO ANALISTA

1. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração do presente relatório declara(m) que as opiniões expressas neste relatório refletem única e exclusivamente sua opinião pessoal a respeito de todos os emissores e valores mobiliários aqui analisados e que este relatório foi produzido de forma independente e autônoma, inclusive em relação à Safr Corretora e/ou ao Banco Safr. Considerando que as opiniões pessoais dos analistas de investimentos podem divergir, a Safr Corretora e/ou o Banco Safr e/ou quaisquer de suas afiliadas podem ter publicado ou vir a publicar outros relatórios que cheguem a conclusões diferentes das aqui contidas.
2. A remuneração do(s) analista(s) de valores mobiliários é baseada na receita total da Safr Corretora, sendo parte desta proveniente das atividades relacionadas ao banco de investimento. Desta forma, assim como a remuneração de todos os colaboradores da Safr Corretora, de suas subsidiárias e afiliadas, a remuneração dos analistas é impactada pela rentabilidade global dessas empresas e pode estar indiretamente relacionada a este relatório. No entanto, o(s) analista(s) responsável(is) por este relatório declara(m) que nenhuma parte de sua remuneração esteve, está ou estará direta ou indiretamente relacionada a qualquer recomendação ou opinião específica contida aqui ou vinculada à precificação de quaisquer dos ativos aqui discutidos.

Declarações adicionais

Analista	1	2	3	4

1. O(s) analista(s) de valores mobiliários envolvido(s) na preparação deste relatório possui(em) vínculo com pessoa natural que trabalha para os emissores mencionados no relatório.
2. O(a) cônjuge ou parceiro(a) do(s) analista(s) de valores mobiliários detém, direta ou indiretamente, por conta própria ou de terceiros, títulos ou valores mobiliários objeto do relatório.
3. O(s) analista(s) de valores mobiliários, seu(sua) cônjuge ou companheiro(a) estão direta ou indiretamente envolvidos na aquisição, alienação ou intermediação dos valores mobiliários discutidos neste relatório.
4. O(s) analista(s) de valores mobiliários, seu(sua) respectivo(a) cônjuge ou companheiro(a) possui, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação aos emitentes dos valores mobiliários analisados.

INFORMAÇÕES IMPORTANTES SOBRE O SAFRA

A Safr Corretora, suas controladas, seus controladores ou suas sociedades sob controle comum declaram que têm interesses financeiros e/ou comerciais relevantes e/ou recebem remuneração por serviços prestados às empresas ou aos fundos:

Aché Laboratórios Farmacêuticos S.A., Águas do Rio 1 SPE S.A., Águas do Rio 4 SPE S.A., AJ Malls FII - 1ª Emissão, Alfa Holdings S.A., Aliança Agrícola do Cerrado S.A., Alianza Trust Renda Imobiliária FII - 6ª emissão, Alianza Urban Hub Renda FII - 3ª Emissão, Allos S.A., Almacenes Éxito S.A., Antônio Venâncio da Silva Empreendimentos Imobiliários Ltda., Artemis FII - 1ª Emissão, ARX Dover Recebíveis - 2ª Emissão, Asset Bank Agronegócios Fiagro - 1ª Emissão, Atacadão S.A., AZ Quest Infra-Yield II - 1ª Emissão, AZ Quest Infra-Yield II FIP-IE - 2ª Emissão, B3 S.A. Brasil, Bolsa, Balcão, Banco Alfa de Investimento S.A., Banco BTG Pactual S.A., Banco GM S.A., BB Premium Malls FII - BBIG11 - 1ª Emissão, Bloxs Amazon Green Legacy Fundo de Investimento nas Cadeias Produtivas Agroindustriais – Fiagro Imobiliário - 1ª emissão, Bocaina Infra FIC-FI RF - 4ª Emissão, BPG Av Mofarrej Empreendimentos e Participações S.A., Bresco Logística FII - 5ª Emissão, BRF S.A., BTG Logística FII - 13ª Emissão, BTG Pactual Dívida Infra FIC Crédito Privado , BTG Pactual Dívida Infra RF CP - 4ª Emissão, BTG Pactual Logística FII - 12ª Emissão, BTG Pactual Shoppings FII - 2ª Emissão, Buena Vista US High Income ETF Fundo de índice, Camil Alimentos S.A., Canuma Capital FII, Canuma Multiestratégia FII - 4ª Emissão, Capitânia FIC FI Infra Renda Fixa CP - 5ª Emissão, Capitânia FIC FI Infra RF CP - 6ª Emissão, Capitânia Shoppings FII - 3ª Emissão, Cartesia Recebíveis Imobiliários FII, CashMe Soluções Financeiras S.A., Cemig Distribuição S.A., Centrais Elétricas Brasileiras S.A. – Eletrobras, Centrais Elétricas do Norte do Brasil S.A., Cereal Comércio Exportação e Representação Agrícola S.A., CESP - Cia Energética de São Paulo, Clave Índices de Preços FII - 2ª Emissão, CM Hospitalar S.A., Companhia de Gás de São Paulo – COMGÁS, Companhia de Geração e Transmissão de Energia Elétrica do Sul do Brasil, Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo, Companhia Hidro Elétrica do São Francisco, Companhia Paulista de Força e Luz, Companhia Piratininga de Força e Luz, Concessionária Ecovias do Cerrado S.A., Consórcio Alfa de Administração S.A., Cooperativa Regional de Cafeicultores em Guaxupe Ltda. Cooxupe, COPEL - Companhia Paranaense de Energia, Copel Serviços S.A., Copernico Comercializadora de Energia Ltda., Cosan S.A., CPV Energia FII Responsabilidade Limitada - 1ª Emissão, CSHG Logística FII - 9ª emissão, CSN - Companhia Siderúrgica Nacional, CTEEP - Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista, Cury Construtora e Incorporadora S.A., Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos e Participações, Cyrela Crédito Fundo de Investimento Imobiliário, DASA - Diagnósticos da América S.A., Direcional Engenharia S.A. , Ecoagro I FIAGRO - 6ª Emissão, Ecoagro I Fiagro Imobiliário - 4ª emissão, Elektro Redes S.A., Energisa Mato Grosso - Distribuidora de Energia S.A., Energisa Paraíba - Distribuidora de Energia S.A., Energisa Rondônia - Distribuidora de Energia S.A., Energisa S.A., Energisa Tocantins - Distribuidora de Energia S.A., Engie Brasil Energia S.A., EQI Recebíveis Imobiliários FII - 2ª Emissão , Equatorial Goiás Distribuidora de Energia S.A., Exes Araguaia Fiagro - 3ª emissão, Exes Araguaia FIAGRO - 4ª Emissão, F3 Fundshares FIM - 1ª emissão, Farmácia e Drograria Nissei S.A., Fator Veritá Multiestratégia FII - 1ª Emissão, Fazenda Pioneira Empreendimentos Agrícolas S.A., Ferrari Agroindustria S.A., FG Agro Fiagro - 3ª Emissão, Fibrasil Infraestrutura e Fibra Ótica S.A., FII Patagônia Multiestratégia - 1ª Emissão, Financeira Alfa S.A., Foom URE - BA Ambiental S.A., FS Indústria de Biocombustíveis Ltda., Furnas Centrais Elétricas S.A., Gazit Malls FII - 2ª Emissão, Genial Malls FII - 5ª Emissão, GGR Covepi FII - 6ª Emissão, GLP Capital Partners Gestão de Recursos e Administração Imobiliária Ltda., Greenwich Agro FIAGRO - 2ª Emissão, Grupo José Alves, Grupo Nós, Grupo Pão de Açúcar , Guardian Logística FII - 5ª Emissão, Hedge Brasil Logístico Industrial FII - 1ª Emissão, Hedge Brasil Logístico Industrial FII - 2ª Emissão, Hedge Brasil Shopping FII - 9ª Emissão, Hedge TOP FOF FII - 15ª Emissão , HSI Ativos Financeiros FII - 2ª Emissão, HSI Malls FII - 3ª Emissão, Hypera S.A., Igua Rio de Janeiro S.A., Iguatemi S.A., In-Haus Servicos Industriais e Logística S.A., Inter Amerra Fiagro-FII - 1ª emissão, Inter Desenvolvimento FII - 1ª Emissão, Inter Infra FICF INC de Invest Infra RF CP - 2ª Emissão, Ipiranga Agroindustrial S.A., Ipiranga Produtos de Petróleo S.A., Itapebi Geração de Energia S.A., Itaú Asset Rural Fiagro - 3ª emissão, Itaú FIC FI INFRA CDI - 1ª Emissão, Jasc Renda Varejo Essencial FII - 4ª Emissão, JBS S.A., JBS USA Lux / JBS USA Food Company / JBS Luxembourg, JF Citrus Agropecuária S.A., JGP Crédito Fiagro - 2ª Emissão, JS Ativos Financeiros Fundo de Investimento Imobiliário, JSL S.A., Kallas Incorporações e Construções S.A., Kinea Agro Income USD Fiagro-Imobiliário - 1ª Emissão, Kinea Crédito Agro FIAGRO-Imobiliário - 4ª emissão , Kinea FOF FII - 4ª Emissão, Kinea Hedge Fund FII - 2ª Emissão, Kinea High Yield CRI FII - 6ª Emissão, Kinea Oportunidades Real Estate FII - 1ª Emissão, Kinea Renda Imobiliária FII - 8ª Emissão, Kinea Unique HY CDI FII - 2ª emissão, Kinea Unique

HY CDI FII - 3ª Emissão, Lar Cooperativa Agroindustrial, Lavvi Empreendimentos Imobiliários S.A., Life Capital Partners FII - 4ª emissão, Life Capital Partners FII - 5ª Emissão, Localiza Rent a Car S.A., Log Commercial Properties, LOGCP Inter FII - 3ª Emissão, LWART Soluções Ambientais S.A., Marfrig Global Foods S.A., Mauá Capital Real Estate FII - 3ª Emissão, Maxi Renda FII - 8ª emissão, Maxi Renda FII - 9ª Emissão, Minerva S.A., Mobilize Financial Services, Movida Participações S.A., MRV Engenharia e Participação S.A., Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A., NCH Recebíveis do Agronegócio - FIAGRO Imobiliário - 3ª Emissão, Neoenergia Distribuição Brasília, Newport Logística FII - 3ª Emissão, Nex Crédito Agro Fundo de Investimento - 1ª Emissão, Nortis Incorporadora e Construtora S.A., Nu Infra FIC Infra RF CP - 2ª Emissão, Oncoclínicas do Brasil Serviços Médicos S.A., Onda Desenvolvimento Imobiliário FII - 1ª Emissão, One Innovation Empreendimentos e Participações S.A., Open K Ativos e RI FII - 6ª Emissão, Órama High Yield FII - 2ª Emissão, Orizon Valorização de Resíduos S.A., Parsan S.A., Patrimar Engenharia S.A., Pedra Agroindustrial S.A., PetroReconcavo S.A., Portoseg S/A Crédito, Financiamento e Investimento, Raia Drogasil S.A., Raizen Energia S.A., Randon S. A. Implementos e Participações, RBR Crédito Imobiliário Estruturado FII - 6ª Emissão, RBR Crédito Imobiliário Estruturado FII - 7ª Emissão, RBR Plus Multiestratégia Real Estate FII - 3ª emissão, RBR Plus Multiestrategia Real Estate FII - 4ª Emissão, RBR Premium RI FII - 2ª Emissão, REC Cajamar IV Participações S.A, Rede D'OR São Luiz S.A., Rio Bravo ESG FIC FI Infra - 2ª Emissão, Rio Bravo Renda Varejo RVBA, Riza Terrax FII - 3ª Emissão, Riza Terrax FII - 4ª Emissão, Rumo Malha Paulista S.A., Santander Papéis Imobiliários FII - 1ª Emissão, Sendas Distribuidora S.A., SFI Investimentos do Agronegócio - Fiagro - 2ª emissão, Simpar S.A., SLC Agrícola S.A., Sparta Fiagro Cadeias Produtivas Agroindustriais - 2ª emissão, Sparta FIC FI Infra - 5ª Emissão, Sparta Infra CDI FIC FI Infra - 6ª Emissão, Sparta Infra CDI FICFI Infra RF CP - 4ª Emissão, Sparta Infra FIC FI - 2ª emissão, SPX Syn Multiestratégia FII - 2ª Emissão , Stonex MB Crédito Agro FIAGRO - 2ª Emissão, Suno Multiestratégia FII - 2ª Emissão, Suzano S.A., Tellus Rio Bravo Renda Logística FII - 6ª Emissão, TG Ativo Real FII - 12ª Emissão, Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A., Transportadora Associada de Gás S.A. , Triple Play Brasil Participações S.A., TRX Real Estate FII - 10ª Emissão, TRX Real Estate FII - 9ª Emissão, Unidas Locações e Serviços S.A., Unidas Locadora S.A., Unimed Investcoop Nacional FII - 3ª emissão, Urca Prime Renda FII - 8ª emissão, Valora Hedge Fund FII - 6ª Emissão, Valora Renda Imobiliária FII - 1ª Emissão, Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A., VBI Logístico, VBI Prime Properties FII - 6ª Emissão, VBI Real Estate Gestão de Carteiras S.A., Vera Cruz Three - 1ª Emissão, Vero S.A., Vicunha Têxtil S.A., Vinci Shopping Centers FII - 10ª Emissão, Vitru Brasil Empreendimentos, Participações e Comércio S.A., Vox Capital Regai FIP - 1ª Emissão, XP Infra II FIP - 4ª Emissão, XP Infra II FIP-IE - 5ª Emissão, XP Malls FII - 11ª Emissão, XP Malls FII - 9ª Emissão, Zamp S.A..