



Wealth High Governance

20 de dezembro de 2021

WHIG Insights

Fundos imobiliários seguem nos trilhos da rota de crescimento, porém com desafios



Sumário Executivo

- Em 2021 o tema fundos imobiliários foi amplamente discutido, seja pelos impactos sofridos pela covid, horizonte de recuperação ou pelo ritmo de crescimento da indústria, assim como pela criação de novos produtos.
- Análise da performance histórica do IFIX: classe tem um retorno superior ao IBOVESPA, CDI e IMOB, porém com volatilidade inferior, ou seja, um Índice de Sharpe bem acima dos outros.
- Acreditamos no progresso da indústria de FII (Fundo de Investimento Imobiliário) de forma estrutural, se tornando cada vez mais presente nos portfólios de investidores e por fim elaboramos nesta carta um Raio – X do mercado de FII.

Um raio-X da indústria de Fundos Imobiliários

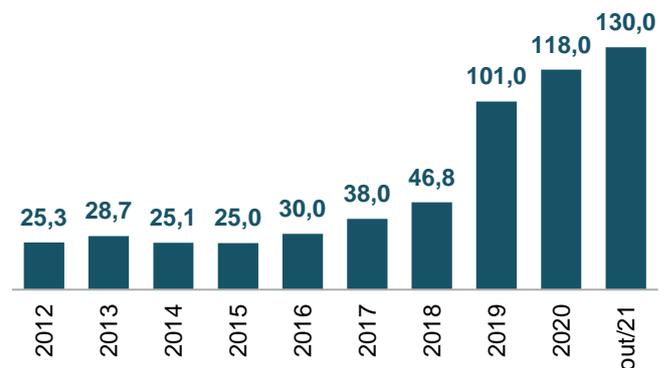
Por **Marcio Rocha**

Mesmo com os desafios trazidos pela pandemia, o ano de 2021 manteve um ritmo importante de crescimento na indústria de fundos de investimentos imobiliários, impulsionado pelo ciclo de queda nas taxas de juros iniciada em 2016 e que atingiu a mínima histórica em agosto de 2021. Acreditamos no amadurecimento da indústria de FII, se tornando cada vez mais presente nos portfólios de investidores, indicando uma marcha para investimentos alternativos de forma permanente e estrutural, ainda que no próximo ano a instabilidade político-econômica, aliada a alta da Selic, possam desacelerar esse processo.

Em 2021 o volume de captação em ofertas de cotas de FII deve superar o montante de R\$ 40,0 bilhões, volume maior ao ano anterior, no qual a captação foi de R\$ 35,0 bilhões. A indústria encerrará o ano com mais de R\$ 130 bilhões de valor de mercado, com uma média diária de negociação acima de R\$ 250 milhões, liquidez 5 vezes maior se comparado com o ano de 2018. Outro destaque da indústria foi o grande aumento no número de investidores em FII, que cresceu de 89 mil em 2016 para 1,52 milhão em 2021, fomentado pelas plataformas de investimento e surgimento de novos produtos de gestores independentes ou gestoras ligadas à bancos.

Valor de mercado

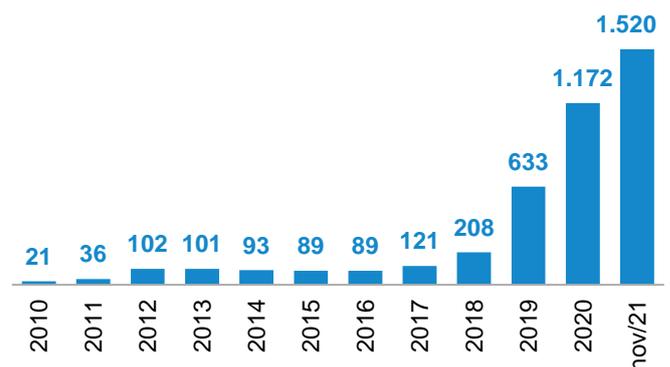
Evolução do valor de mercado (R\$ bilhões)



Fonte: B3 e CVM (dados informados pelo administrador do fundo). Nota: os valores de mercado são referentes aos FII listados na B3.

Evolução no número de investidores

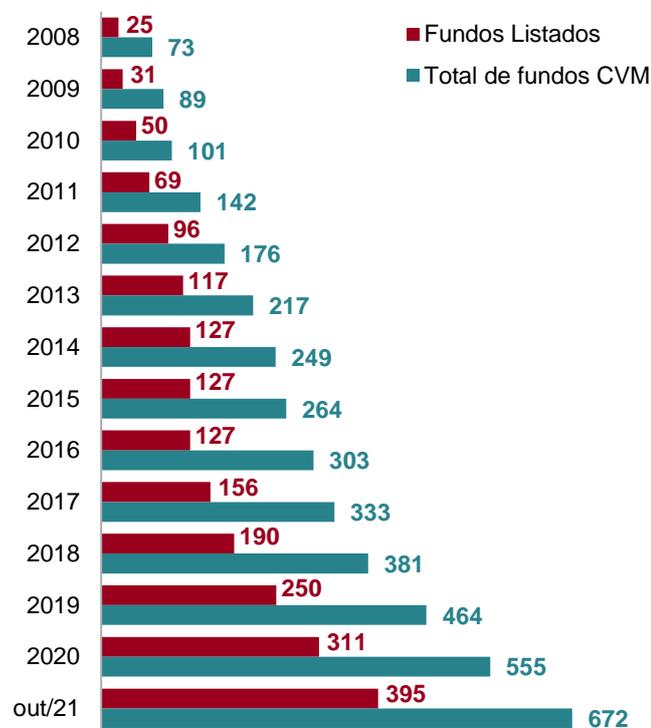
Mil pessoas



Fonte: B3 e CVM

Evolução dos números de FII

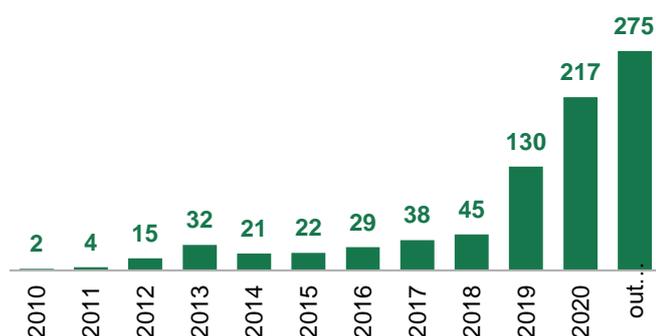
Número de fundos



Fonte: B3 e CVM

Média diária de negociação

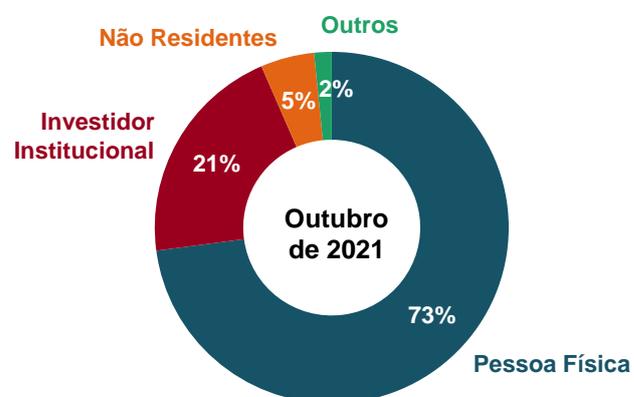
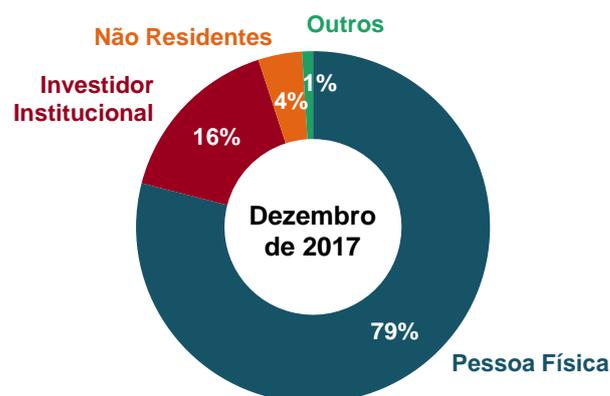
R\$ milhões



Fonte: B3 e CVM

Em uma indústria dominada por pessoa física (aproximadamente 73% da posição em custódia), atraída pelos benefícios de alocação em portfólio diversificado, ativos de qualidade, proteção contra inflação e previsibilidade de fluxo de caixa, notamos a presença cada vez maior dos investidores institucionais. Essa parcela, que representava 16% do estoque em 2017, atingiu a marca de 21% em out/21, de acordo com o boletim mensal da B3, principalmente pelo crescimento da liquidez e a representatividade da indústria. Entretanto, vale destacar que aproximadamente metade do volume de alocação desses investidores institucionais é resultado dos FoFs (Fundos de Fundos), que surgiram como boa alternativa de diversificação, comodidade e profissionalização para os investidores que querem ter exposição ao mercado imobiliário.

Divisão por número de investidores



Fonte: B3 e CVM

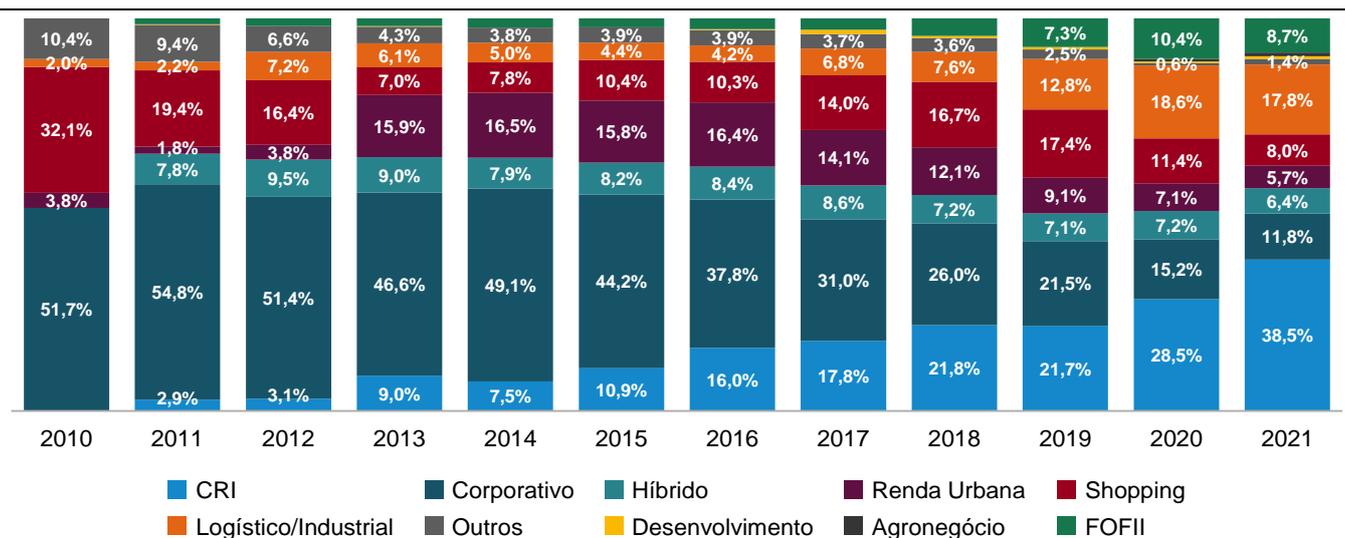
Outro aspecto que chama atenção é a modificação da composição do IFIX (Índice de Fundos Imobiliários, resultado de uma carteira teórica divulgada trimestralmente pela B3) ao longo dos últimos anos. Destaque para os fundos de CRI que ocuparam importante espaço das instituições financeiras em operações de financiamento para aquisições de ativos imobiliários, devido sua grande flexibilidade de prazo e em alguns casos carência de principal por 18 ou 24 meses.

Os fundos de recebíveis se tornaram uma boa opção para os investidores que buscam proteção ou até mesmo se beneficiarem de um cenário de juros ou inflação mais elevados.

A elevada inflação ao longo de 2020/2021 “turbinou” os dividendos distribuídos pelos FIIs com maior concentração do portfólio em títulos indexados à inflação, gerando alguns descompassos na precificação de suas cotas. Isso levou novos investidores a pagarem prêmios relevantes em relação ao valor patrimonial desses fundos, o que na nossa visão é uma conduta sem embasamento.

Do outro lado, tivemos fundos com carteiras de ativos *high grade* indexados ao CDI negociados com deságio, os quais devem se beneficiar ao longo do próximo ano com a necessidade do Banco Central em manter o ritmo de aperto monetário para conter a pressão inflacionária.

Composição do IFIX



Fonte: B3, Comdinheiro e WHG

Conforme o mercado ganha representatividade, novos instrumentos de negociação são criados com o objetivo de ampliar o leque de estratégias e atrair novos investidores. Recentemente tivemos o início da modalidade de aluguel de cotas de FII, que, além de ser uma alternativa interessante para gerar renda adicional para o investidor, deverá ajudar na melhor formação de preços. Outro instrumento criado no ano passado foi o primeiro ETF que replica a cesta de ativos do IFIX, possibilitando o investimento passivo de forma diversificada.

Olhando para frente acreditamos que essa indústria ainda tem muito espaço para se desenvolver. Para ilustrar esse potencial, temos abaixo um breve comparativo dos FIIs com os REITs (*Real Estate Investment Trust*), veículo de investimento imobiliário americano e que foi a base para criação dos FIIs.

REITs vs. FIs

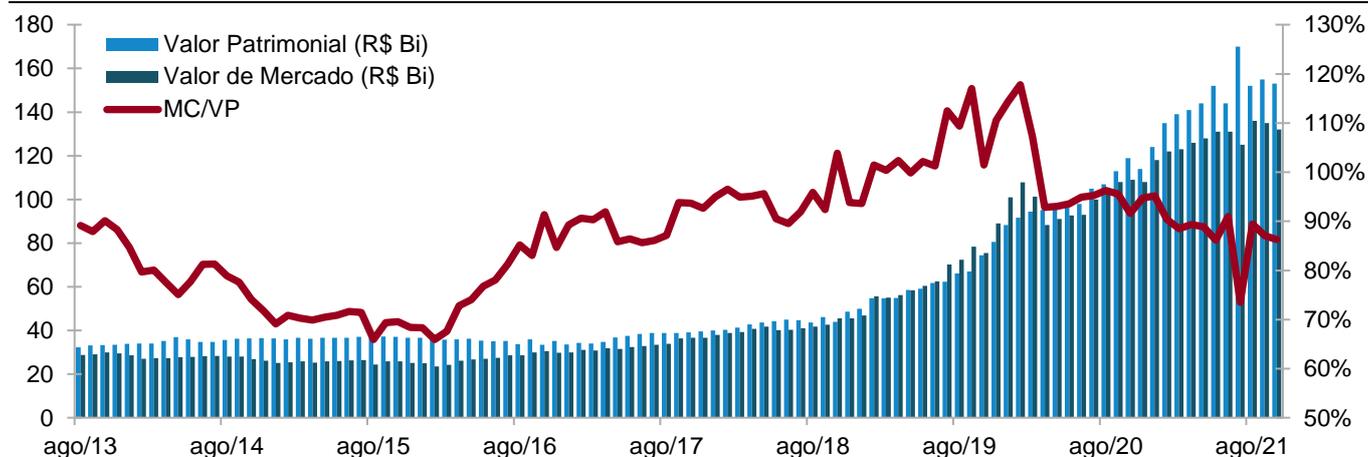
	REITs (EUA)	FIs (Brasil)	REITs vs. FIs
População (2019)	327 milhões	210 milhões	1,6x maior
PIB (2019)	US\$ 20,5 trilhões	US\$ 1,4 trilhão	15x maior
Valor de Mercado dos REITs e FIs	US\$ 1,1 trilhão (5,5% do PIB)	US\$ 18,3 bilhões (1,3% do PIB)	55x maior
Número de Investidores	87 milhões (27% da pop.)	1 milhão (0,48% da pop.)	87x maior
Número de Propriedades	520.000	656	793x maior
Principal Índice	FTSE NAREIT All Equity Index	IFIX	-
Número de Fundos no Índice	219	81	1,7x maior
Volume Médio Diário Negociado	US\$ 12,5 bilhões (Giro mensal = 22%)	US\$ 35 milhões (Giro mensal = 5%)	297x maior

Fonte: XP e NAREIT, Bloomberg, 22/09/20 – Taxa de Câmbio 5,47 (22/09/20)

Performance dos Fundos Imobiliários

O mercado de FII tem passado por um período desafiador devido a pandemia de COVID-19, principalmente fundos de tijolo mais concentrados no segmento corporativo e de shoppings, que voltaram a apresentar *valuations* com grande desconto (na faixa de 20 – 40%) e atingindo patamares inferiores ao custo de reposição, algo não visto desde 2016.

Valor Patrimonial Vs. Valor de Mercado



Fonte: B3, Comdinheiro e WHG

Nesse sentido identificamos atualmente 4 dos principais indicadores da indústria em patamares historicamente favoráveis, sendo eles:

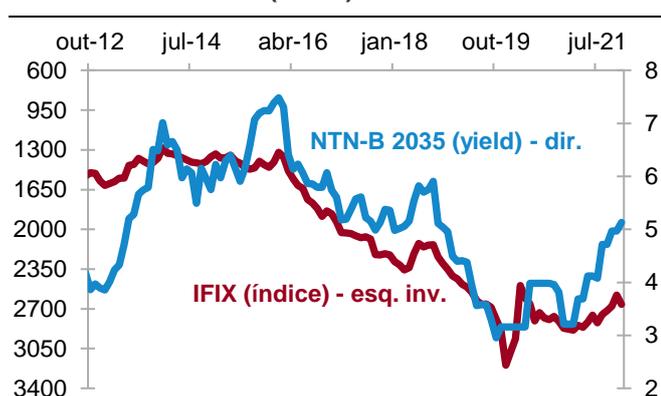
- (i) Desconto sobre o valor patrimonial;
- (ii) Renda imobiliária abaixo do valor histórico, ou seja, valores por m² de locação nominalmente baixo;
- (iii) *Dividend yield* nominal em patamar elevado, acima de 9,5% para diversos segmentos; e
- (iv) *Spread* do *Dividend yield* sobre a NTN-B de 10 anos (acima de 450 bps).

Exemplo do descompasso entre o preço de ativos reais e o expresso via cotas de FII, foi a transação entre a SYN (ex-CCP) e a Brookfield, em outubro de 2021. Nessa operação, um portfólio de torres AAA na Faria Lima foi negociado por um valor de R\$ 1,8 bilhão, cerca de R\$ 36 mil/m² na área BOMA (somatória da área particular do inquilino, área privativa e a divisão das áreas comuns utilizadas pelos locatários) e com *Cap Rate* de 5,0%, negociação essa em patamares aderentes ao valor patrimonial dos fundos com ativos similares.

Como já mencionado, o mercado de FII possui um grande *driver* além do crescimento econômico, a taxa de juros. Nos gráficos apresentados a seguir, nota-se a correlação negativa da taxa de juros com os FII. O ciclo de alta de juros e a volatilidade no curto prazo não devem mascarar a boa relação de risco e retorno no longo prazo.

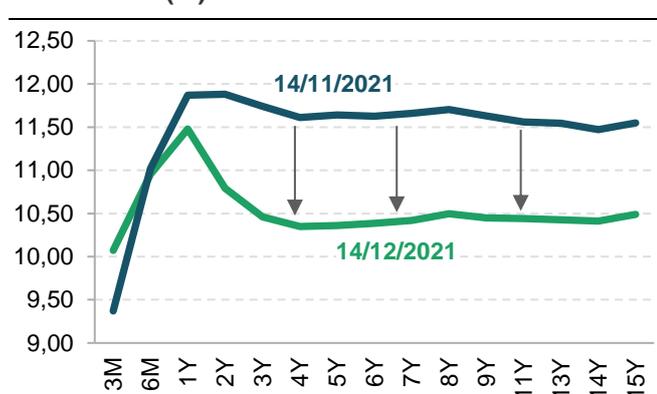
A alta da Selic nos parece bem precificada pelo mercado e o período de revisões sequenciais se aproxima do fim. Isso, conjugado com alguns sinais de fraqueza da atividade econômica, levam a curva de juros a desinclinarse e a mudança na parte longa da curva é o principal determinante para o índice IFIX.

IFIX vs. NTN-B 2035 (% a.a)



Fonte: Bloomberg e WHG

Curva de DI (%)



Fonte: Bloomberg e WHG

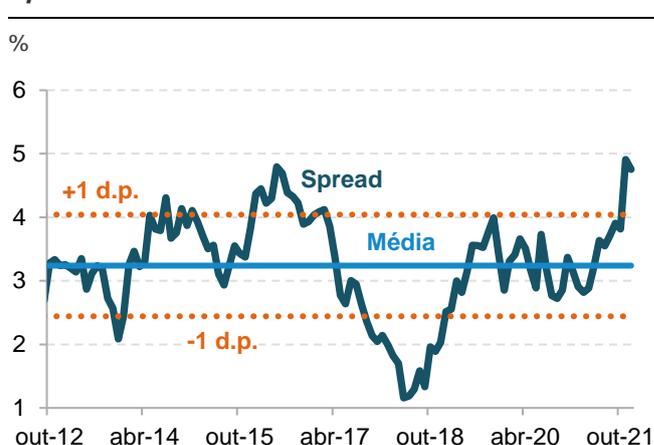
Historicamente o prêmio de risco para alocar em um FII ficou em torno de 3,0% acima do cupom real da NTN-B de 10 anos. Contudo, nesse momento, o *spread* médio do IFIX atingiu patamar acima de 450 bps.

Dividend Yield IFIX vs. NTN-B 10 anos (%a.a)



Fonte: Bloomberg e WHG

Spread IFIX vs. NTN-B

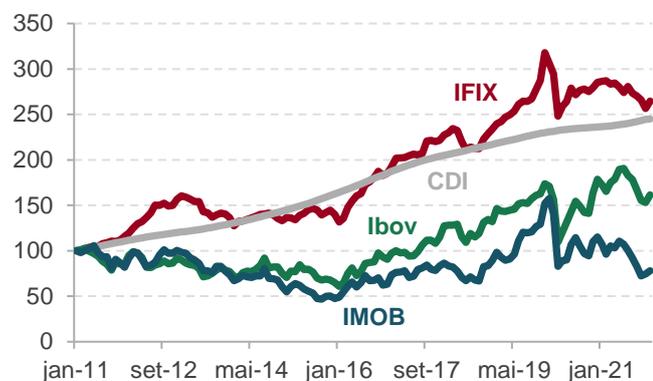


Fonte: Bloomberg e WHG

Outro fato interessante é que a performance histórica do IFIX superou a do Ibovespa, CDI e IMOB, porém com uma volatilidade substancialmente inferior ou, em outras palavras, com um Índice de Sharpe bem acima dos outros.

Performance IFIX vs. Outros Ativos

1/jan/11 = 100



	Média 2011 -2021	
	Retorno	Volatilidade
IFIX	9,2%	11,1%
Ibovespa	4,9%	22,3%
IMOB	-2,2%	28,6%

Fonte: Bloomberg e WHG

Conclusões

A indústria de fundos imobiliários se manteve na trajetória de recuperação iniciada em 2016, consolidando-se cada vez mais nas carteiras e apresentando, em um ano desafiador, uma ampliação no número de investidores, constância na captação de novos recursos e diversificação de carteiras. Apesar disso, a indústria deve apresentar uma desaceleração no curto prazo devido à dificuldade dos fundos de tijolo em realizarem novas emissões enquanto suas cotas se mantiverem com descontos relevantes em relação ao seu valor patrimonial. Já os fundos de crédito devem dominar as ofertas em 2022 por se beneficiarem com a alta da taxa de juros e seguirem protegidos da inflação.

Ademais, ao analisarmos os desdobramentos ao longo desse ano, existem muitos desafios no setor imobiliário e o mercado turbulento promoveu grande aprendizado e quebras de paradigma, conforme apresentado no **Economic Insights de fev/21**. O setor logístico apresentou boa performance com a expansão, principalmente do comércio eletrônico, assim como o residencial que, após um breve momento de apreensão com os efeitos da pandemia, entregou um ano forte em lançamentos e vendas de unidades, em especial na cidade de São Paulo.

Já o setor corporativo, iniciou 2020 com uma perspectiva de redução na taxa de vacância e aumento nos preços de locação, perspectiva essa frustrada ou ao menos postergada no curto prazo, na nossa visão. Por fim, os shoppings esperavam melhores resultados, principalmente decorrente do esperado crescimento de PIB e aumento do consumo, mas foram severamente impactados. Em nossa opinião, tal retomada e melhorias foram postergados para 2022, com ajustes na composição das lojas, adaptação dos serviços e opções de lazer.

Não obstante, acreditamos que ainda estamos no início dessa trajetória de um mercado com grande potencial, sendo necessário para os fundos e gestores uma boa governança, transparência na comunicação, diversificação e claro bons ativos para manter a rota de crescimento da renda e patrimônio dos FII.

Este material de divulgação é meramente informativo e foi elaborado para os clientes da Wealth High Governance (“WHG”), e não considera objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades individuais e particulares e não contém todas as informações que um investidor em potencial deve considerar ou analisar antes de investir. Este material foi elaborado pela equipe de gestão de fundos de investimento (“time de gestão”) da Wealth High Governance Capital Ltda. (“WHG Capital”), empresa responsável pela gestão de fundos de investimento. Os parâmetros aqui descritos são meramente referenciais e exemplificativos, podendo ser alterados pela WHG Capital a seu exclusivo critério, a qualquer momento, sem prévio aviso. O material foi preparado com base em informações públicas, dados desenvolvidos internamente e outras fontes externas e não deve ser entendido como análise de valor mobiliário, consultoria de investimentos, material promocional, solicitação de compra ou venda, oferta ou recomendação de qualquer ativo financeiro ou investimento ou sugestão de alocação ou adoção de estratégias por parte dos destinatários. Recomendamos uma consulta a profissionais especializados para uma análise específica e personalizada antes da sua decisão sobre produtos, serviços e investimentos. Este material pode apresentar conclusões e opiniões feitas sob determinadas premissas. Ainda que o time de gestão da WHG acredite que essas premissas sejam razoáveis e factíveis, não pode assegurar que sejam precisas ou válidas em condições de mercado no futuro ou, ainda, que todos os fatores relevantes tenham sido considerados na determinação dessas conclusões, opiniões, sugestões, projeções e hipóteses. A reprodução total ou parcial desta publicação é expressamente proibida, exceto com a autorização da WHG.



Wealth High Governance

Andrew Reider

Chief Investment Officer (CIO)
andrew.reider@whg.com.br

Fernando Fenolio

Economista-chefe
fernando.fenolio@whg.com.br

Tony Volpon

Estrategista-chefe
tony.volpon@whg.com.br

Bruno Diniz

Head de Produtos
bruno.diniz@whg.com.br

