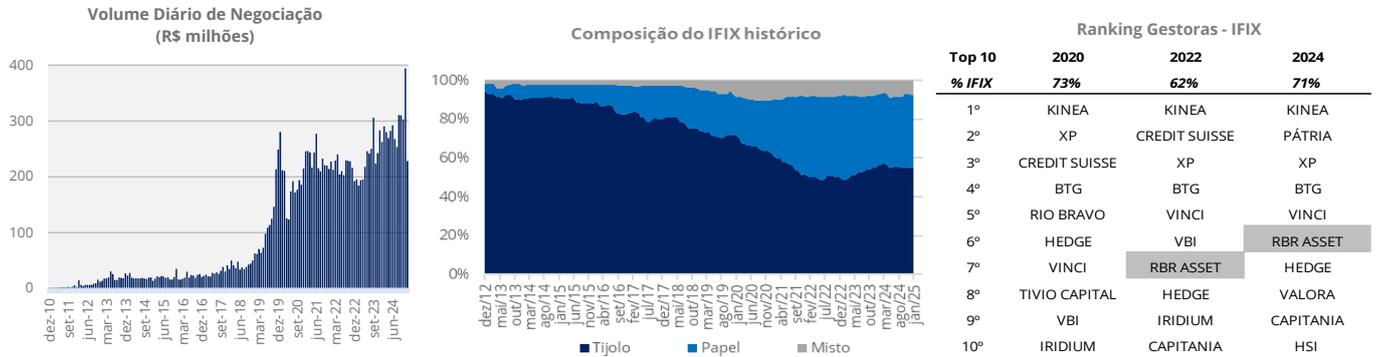


Evolução dos Fundos Imobiliários

A indústria de FIIs é relativamente recente; o IFIX teve início no final de 2010. Em pouco mais de 15 anos de história, os Fundos Imobiliários ganharam relevância e notoriedade, atingindo mais de **R\$ 300 milhões negociados por dia**, com um **valor total de R\$ 140 bilhões** e mais de **2,7 milhões de investidores**. Cada vez mais, institucionais de outros segmentos iniciaram a cobertura e o investimento no setor, incluindo: **fundos de pensão, fundos multimercado e índices internacionais**.

A evolução da indústria também passa pela **consolidação de novos setores**. Inicialmente, o IFIX era basicamente composto por FIIs de Tijolo, vários deles **fundos passivos e/ou monoativos**. Ao longo do tempo, os fundos de gestão ativa dominaram o índice, assim como novos setores como os fundos de CRIs, FOFs e, recentemente, Hedge Funds. Atualmente a **Classe de Tijolo representa 55% do índice** e a **Classe de Papel (CRIs, FOFs, Hedge Funds) 45%**.



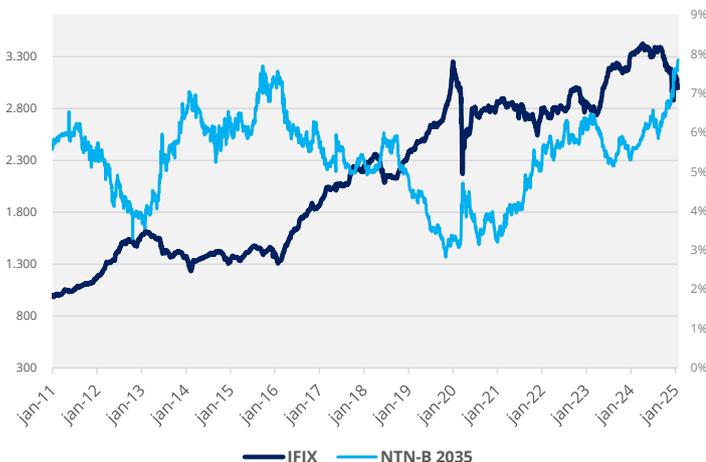
Também sob a ótica das gestoras com fundos no IFIX, movimentos interessantes ocorreram desde a pandemia até hoje. Em 2020, as 10 maiores gestoras administravam **73% do índice**, enquanto 17% estavam sob gestão de outras 24 gestoras, **totalizando 34 no IFIX**. Com o aumento da liquidez e condições macroeconômicas favoráveis em 2021 e 2022, **novas gestoras entraram no mercado**, reduzindo a **concentração das 10 maiores para 62%** e ampliando o **número total de gestoras para 50**. Já em 2023 e 2024, os principais veículos ganharam mais espaço com emissões acima de R\$ 1 bilhão, elevando novamente a concentração entre as **10 maiores para 71%**, além de um movimento de **consolidação de gestoras liderado pelo Pátria**.

Ao analisar o retorno total histórico, o **IFIX triplicou o capital dos investidores**, mesmo atravessando crises econômicas e políticas, como as de 2015-2016, a COVID-19 e a forte inflação. Isso simboliza a **essência dos Fundos Imobiliários: prédios comerciais e residenciais, galpões, CRIs e shoppings, que protegem o capital do investidor no longo prazo, inclusive contra a inflação**. Por isso, o mercado imobiliário representa a **maior alocação de capital do mundo**.



No mesmo período, o **IFIX apresentou 2,7 vezes o retorno do Ibovespa**. No entanto, talvez o mais relevante seja a diferença de risco: a **volatilidade anualizada do IFIX é de apenas 7,95%**, enquanto o IBOV apresenta uma **volatilidade de 23,6%**. Com isso, os **fundos imobiliários entregaram um retorno próximo de três vezes o do Ibovespa, com três vezes menos risco**.

Entendendo o momento atual



Para entender o cenário atual, é importante compreender a relação dos FIIs com o cenário macroeconômico, representado pela NTN-B. **Ativos imobiliários, em geral, são comparados aos bonds long duration**, no nosso caso, à NTN-B de longo prazo. Isso porque repassam a inflação em seus aluguéis, protegem o principal e fornecem um **yield** recorrente. Com isso, é natural que as **variações do Tesouro sirvam como benchmark para a precificação dos FIIs**, conforme evidenciado no gráfico ao lado.

Em agosto de 2024, a **NTN-B 2035 chegou a ser negociada a 5,80%**. Desde então, a sequência de notícias negativas referentes aos riscos fiscais, somada à turbulência internacional, com o agravamento de conflitos armados e guerras comerciais, culminou na negociação da **NTN-B a 7,8%**, a **maior taxa dos últimos 15 anos**, comparável apenas aos níveis de 2015-16, **refletindo o aumento do risco-país**.

Com isso, os FIIs, assim como praticamente todas as classes de ativos no Brasil, refletiram o aumento do risco com queda nos preços na bolsa.

Queda do IFIX



Em janeiro de 2025, o IFIX está sendo negociado com um desconto superior a **18% em relação ao seu valor patrimonial**, um patamar inferior ao do pico da pandemia, quando o **desconto foi de 16%**, próximo à **crise de 2015-16 (24%)**. Vale lembrar que, atualmente, o índice é composto por **45% de FIs de Papel**, que, por natureza, deveriam ser menos impactados em momentos de estresse.

Analisando separadamente, os **FIs de Papel no IFIX** estão sendo negociados com um **desconto de 12%**, enquanto os FIs de Tijolo apresentam um **desconto de 21%**. No pico da pandemia, esses valores chegaram a 14,5% e 17,8%, respectivamente.

Um ponto de atenção importante é avaliar os riscos de cada operação para determinar se o impacto atual é fundamentado em questões estruturais. Como cerca de **65% do fluxo de compras e vendas de FIs é gerado por investidores pessoa física**, é compreensível que ocorram **distorções na precificação de ativos**, tanto de forma positiva quanto negativa.

Overshooting

No paralelo com 2015-16, a situação econômica era outra. Vimos queda do PIB de -3,15% em 2015 e -2,90% em 2016.

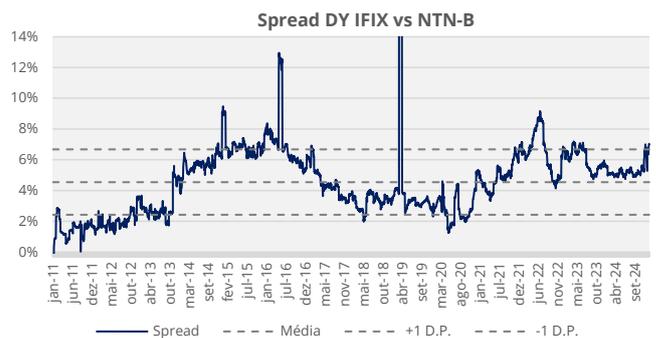
Naquele cenário, mesmo portfólios premium de shoppings enfrentaram **quedas no valor real de vendas de -8,0%** em 2015 e **-4,15%** em 2016. O impacto negativo no setor logístico foi evidenciado pelo **maior nível de vacância (21,8%)** dos últimos 12 anos, além da queda nos **preços médios de locação de -3,6%**. Como a inflação de 2016 foi de 6,3%, o **impacto real negativo foi de -9,3%**. Fora os anos de pandemia, 2016 foi o **único ano em que tivemos absorção líquida negativa (-120 mil m²) no setor corporativo em SP**.

Em suma, os preços dos FIs foram afetados com base em argumentos fundamentalistas: as **operações foram intensamente impactadas**.

De forma oposta, em 2024, o mesmo portfólio premium de shoppings mencionado apresentou um **crescimento médio de vendas de 3,3% acima da inflação**. O setor logístico atingiu o **menor nível de vacância da história (8,17%)**. Até mesmo o setor de lajes corporativas, que foi extremamente impactado pela pandemia, teve o **melhor ano de absorção líquida já registrado, com mais de 484 mil m² em SP**.

Mesmo com uma série de notícias operacionais positivas, podemos observar no gráfico acima que os Fundos Imobiliários estão sendo negociados em patamares similares aos de 2015-16. O **Dividend Yield do IFIX atual supera 14,8% a.a.**, gerando um **spread de 7,0% em relação à NTN-B mais alta dos últimos 15 anos**.

Na visão da RBR, podemos estar diante de um **'overshooting'**, uma **reprecificação exagerada dos preços dos FIs**, em que os **fundamentos operacionais não estão sendo devidamente considerados**.



Diferentes setores, diferentes upsides

O IFIX pode ser dividido em dois clusters principais: **Tijolo (55%)** e **Papel (45%)**.

Separamos a classe de Tijolo nos cinco principais setores apresentados ao lado. A análise é composta pelos fundos mais representativos de cada setor.

De modo geral, os setores de Tijolo estão sendo negociados com um **Dividend Yield entre 10% e 12%**. Além disso, com o reajuste dos contratos de aluguel pela inflação, podemos inferir um carregamento de **IPCA + 10% a 12%**.

Adicionalmente, avaliamos o valor justo de cada ativo dentro de cada fundo. Essa avaliação gera um **Fair Cap Rate*** para os fundos e, consequentemente, para os setores. No ano passado, praticamente todas as transações imobiliárias no mercado privado ocorreram com **Cap Rates próximos de 8,0% a 9,0%**, em linha com nossas avaliações.



O objetivo de estimarmos o valor justo dos ativos é compará-lo ao valor implícito negociado na bolsa, permitindo uma estimativa de ganho de capital ao longo do tempo. O **Implied Cap Rate** leva em consideração os preços de mercado, que estão depreciados, resultando em uma distorção expressiva em relação ao **Fair Cap Rate**. O **ganho de capital estimado (Upside) varia entre 20% e 40%**, com expectativa de realização ao longo do tempo.

Se assumirmos uma premissa conservadora de convergência ao valor justo em um período de cinco anos e somarmos o carregamento evidenciado acima, projetamos uma **TIR de 20% a 30% ao ano para o setor de Tijolo**.

* Cap Rate é a principal métrica de avaliação de um ativo imobiliário, o cálculo é feito da seguinte forma: NOI / Valor do ativo

- Fair Cap Rate é a projeção de Cap Rate justo estimada pelo processo proprietário de análise da RBR;
- Implied Cap Rate = NOI ativo / EV, Enterprise Value = (Market cap + Dívidas - Caixa)

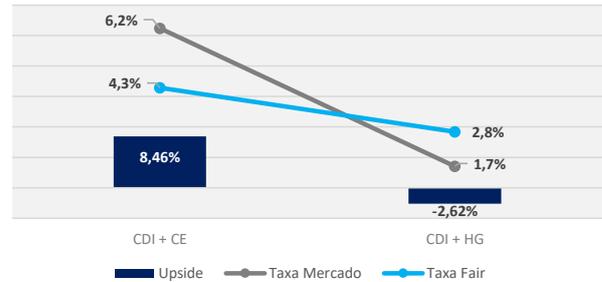
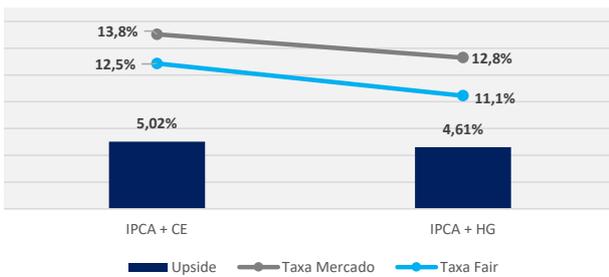
FIs de Papel também valem a pena?

Diferentemente dos fundos de Tijolo, os fundos de Recebíveis e FOFs possuem marcação mensal a mercado (MTM) do patrimônio líquido (PL), o que faz com que o PL já reflita as variações do mercado. Além disso, como os fundos de recebíveis investem em dívidas, e não em *equities*, deveriam oferecer ainda mais proteção ao capital do investidor.

Na prática, os **FIs de CRI realmente apresentam menor volatilidade**. No entanto, o setor de Recebíveis está **12% abaixo do valor patrimonial**, que já foi impactado negativamente pela marcação da NTN-B. Dessa forma, o **investimento nesses FIs não se configura apenas como uma tese de carregio, mas também como uma oportunidade de ganho de capital**.

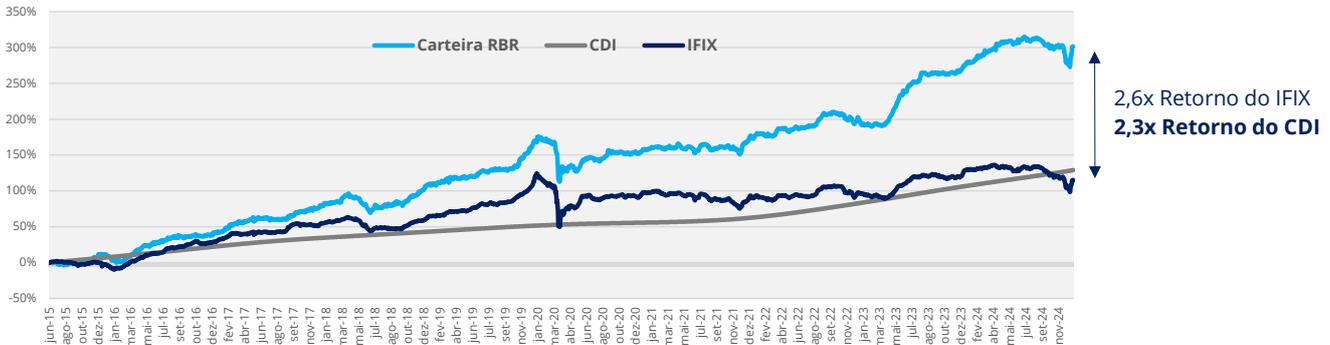
Seguindo uma metodologia semelhante à dos FIs de Tijolo, a análise dos FIs de CRI avalia individualmente cada ativo, definindo uma taxa justa para cada operação com base na curva de juros atual. Partimos do pressuposto de que os preços de mercado convergirão para o valor patrimonial (PL) ao longo do *duration* médio do portfólio (entre 3 e 5 anos), por se tratarem de dívidas com cronograma de pagamentos definidos. Ao somarmos esse desconto à taxa MTM da carteira, obtemos a taxa implícita de mercado. O diferencial entre a taxa de mercado e a taxa justa (*fair*) representa o potencial de valorização (*upside*) de cada FI.

Como demonstrado abaixo, entre as quatro subclasses, apenas os FIs High Grade alocados em CDI estão sendo negociados acima do PL, sendo **vistos como uma alternativa de caixa**. Por fim, ao aplicarmos o desconto de mercado ao retorno estimado pela taxa justa do portfólio ajustada pela *duration*, projetamos **um retorno entre IPCA + 12% e IPCA + 14% para os FIs indexados ao IPCA**.



Performance Histórica - Multiestratégia RBR

A leitura dos ciclos imobiliários, aliada à visão fundamentalista, é a base de todas as decisões da RBR. Iniciamos a gestão das primeiras carteiras administradas **há 10 anos com essa mesma essência**. Principalmente em momentos de crise, a performance da carteira RBR se destacou em relação ao IFIX e ao CDI. Encerramos 2024 com uma **performance total de +301% (15,8% ao ano)**, o que representa **CDI + 6,10% ao ano e IPCA + 9,83% ao ano**.



[Conheça mais sobre a tese](#)

Performance Histórica - Fundos Listados

Em 2024, o **IFIX registrou uma queda de 5,9%**, assim como a carteira RBR mencionada acima. Em períodos desafiadores, os fundamentos dos investimentos tendem a se destacar. O **RBR Alpha (RBRF11)** e o **RBR Hedge Fund (RBRX11)** apresentaram a **melhor performance na métrica PL + Dividendos em 2024 em comparação com seus pares**. Embora possuam fontes de retorno distintas, compartilham a mesma base estratégica: **leitura de ciclos imobiliários** e uma **abordagem fundamentalista**.

