

CARTA DO GESTOR



TIVIO
CAPITAL

tvri11.tivio.com

IMOBILIÁRIO

A RE-PERCEPÇÃO DE DALLENBACH



JULHO 2024



Time Imobiliário

Adriano Mantesso

adriano.mantesso@tivio.com

Steven Shieh, CFA

steven.shieh@tivio.com

Victor Cioban, CGA

victor.cioban@tivio.com

Tiago Sardinha

tiago.regina@tivio.com

Time Research

Enrico Trotta

enrico.trotta@tivio.com

Pedro Hajnal

pedro.hajnal@tivio.com

Davi Cunha

davi.cunha@tivio.com

A RE-PERCEPÇÃO DE DALLENBACH

O experimento de *Dallenbach* e o fechamento das agências bancárias no Brasil

Durante o evento SXSW (*South by Southwest*) de 2022, considerado um dos maiores eventos de tecnologia, música, inovações e cultura do mundo, a fundadora e CEO do *Future Today Institute* Amy Webb começou a sua palestra falando sobre um dos experimentos mais famosos da psicologia experimental de Karl Dallenbach.

Karl Dallenbach foi um psicólogo estadunidense que buscava compreender, na década de 1950, por que, enquanto algumas pessoas enxergam certas coisas, outras veem coisas diferentes e tem percepções distintas mesmo quando apresentadas às mesmas informações.

Um desses seus estudos foi chamado posteriormente de **“Re-Percepção de Dallenbach”**, e o principal achado desse experimento é que, ao ser confrontado, pela primeira vez, com uma imagem confusa, o cérebro humano reconhece apenas dados sensoriais brutos.

Para tangibilizar o experimento, vamos às imagens apresentadas por Amy Webb no evento SXSW.

1



“

A re-percepção nos ajuda a lidar com a ambiguidade e a incerteza, para que possamos tomar melhores decisões no presente”

Amy Webb

2



◀ Ao analisar a imagem #1, o que você realmente enxerga? Se você nunca viu essa imagem previamente e/ou escutou sobre esse estudo, provavelmente terá dificuldade para encontrar algum padrão e a figura que realmente está oculta na imagem.

Isso acontece porque o cérebro acaba se concentrando nos pontos escuros, no dado sensorial bruto que se destaca. Todos os espaços em branco acabam sendo subjugados na percepção do todo, nos impossibilitando de ver a famosa “Vaca de Dallenbach”.

◀ O processo de re-percepção está no fato de que depois que você visualizou a figura oculta, sua mente não consegue mais deixar de vê-la. Se virarmos a imagem de ponta-cabeça (imagem #2), você ainda continua visualizando a “Vaca de Dallenbach”, certo?

E o que esse experimento tem a ver com a Carta do Gestor do nosso time Imobiliário? O experimento é um ótimo paralelo para fazermos a re-percepção do portfólio de agências bancárias do nosso fundo Tivio Renda Imobiliária (TVRI11), especialmente num cenário de digitalização bancária e de meios de pagamento. A re-percepção do portfólio de agências do TVRI11 é o tema desta Carta do Gestor.

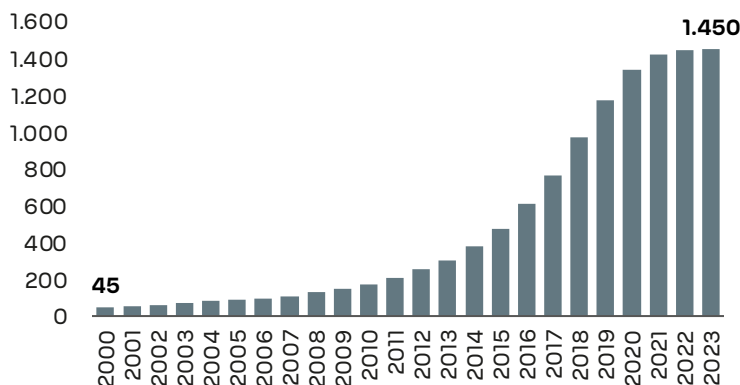
O surgimento dos *neobanks* e *fintechs*, e a ameaça às agências bancárias

O Brasil passou por uma verdadeira revolução no ecossistema bancário ao longo dos últimos 10 anos, impulsionado pela: i) aceleração da digitalização do setor com *neobanks* e *fintechs*, em parte ajudado pelo volume crescente de investimentos direcionado às *startups* de tecnologia no setor por fundos de venture capital; e ii) agenda do Banco Central Brasileiro de aumentar a competição no setor e a inclusão financeira da população mediante flexibilização da regulação e criação de um sistema de pagamentos instantâneos (PIX).

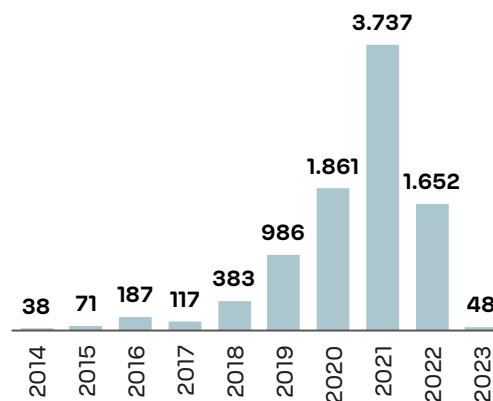
Com relação ao surgimento de *neobanks* a *fintechs*, o Brasil apresentava 1.450 *fintechs* ao final de 2023, representando um crescimento anual composto (CAGR) de 16,3% desde os anos 2000. Em termos de volume de investimentos, o pico de funding direcionado à *fintechs* atingiu USD 3.7 bilhões em 2021, impulsionado em grande parte pelo IPO de *neobanks* como Nubank, bancos digitais que se propunham a revolucionar o meio físico bancário ao abrir contas bancárias digitais com poucos cliques e sem custo para pessoas físicas.

Os *neobanks* surgiam como o primeiro grande fator de ameaça às agências bancárias físicas. Qual seria o impacto nas agências físicas se você agora consegue abrir uma conta bancária pelo seu *smartphone*?

Evolução do número de *fintechs* no Brasil (2000-2023)



Investimento em *fintechs* (em USD milhões)

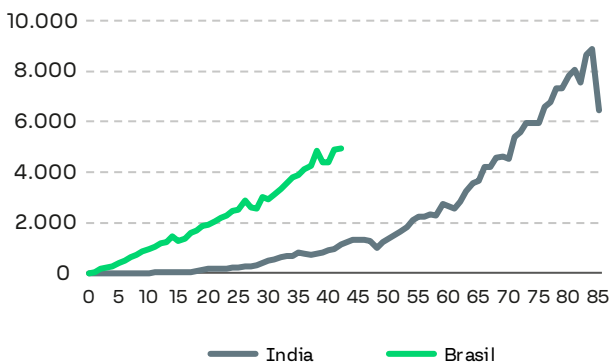


Outro fator fundamental para a digitalização do setor financeiro do país foi o lançamento do PIX pelo Banco Central em Novembro de 2020, suportada pela agenda da entidade em digitalizar os meios de pagamentos com foco em reduzir custos transacionais, aumentar a competição e eficiência no segmento, e acelerar a inclusão financeira da população com uma estrutura de pagamentos instantâneos e de baixo custo.

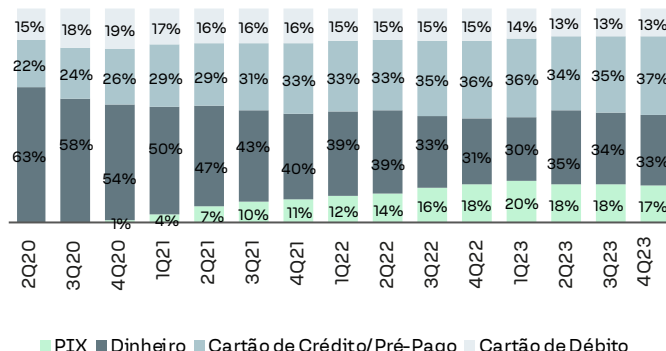
O PIX hoje é considerado o sistema de pagamento instantâneo que mais cresce globalmente, contando com mais de 150 milhões de usuários pessoa física e revolucionando os pagamentos P2P (*peer-to-peer*) e P2B (*peer-to-business*) no Brasil. Só para se ter ideia, o número de usuários pessoa física girava em torno de 88 milhões há apenas três anos atrás, e hoje 76% da população brasileira já utilizou o PIX ao menos uma vez.

Hoje no segmento P2B (*peer-to-business*), as transações com PIX tem uma participação de 17% do total, frente a 33% de transações com dinheiro e 50% de transações com cartões de débito e crédito. Como referência, na época do lançamento do PIX as transações com dinheiro representavam 58% do total, demonstrando que o PIX tem ganhado participação na forma de pagamento das pessoas desde a sua criação.

PIX Vs. RTP* (milhões de transações por mês; em meses pós-lançamento do pagamento instantâneo)



Participação do PIX em transações P2B



O lançamento do PIX acaba sendo, na nossa visão, o segundo grande fator de ameaça às agências bancárias físicas no Brasil. Qual é o impacto nas agências bancárias se você agora não precisa mais retirar dinheiro e possui uma alternativa de pagamento muito mais rápida, eficiente e barata do que boleto/DOC/TED e cheque?

E o mais importante, qual é o impacto combinado do surgimento dos *neobanks/fintechs* e o lançamento do PIX no portfólio de agências bancárias dos bancos públicos e privados? É isso que discutimos a seguir.

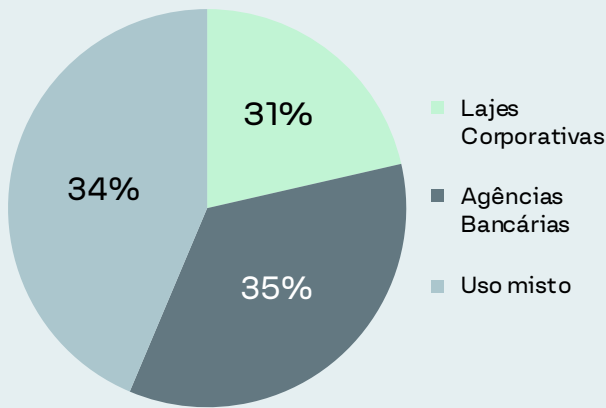
O fechamento das agências bancárias no Brasil e o dado sensorial bruto

O Banco Central disponibiliza mensalmente o número de agências bancárias físicas abertas no Brasil por instituição financeira e por cidade desde 2008, sendo possível analisar a evolução do número de agências bancárias desde o surgimento dos *neobanks/fintechs* e o lançamento do PIX no Brasil.

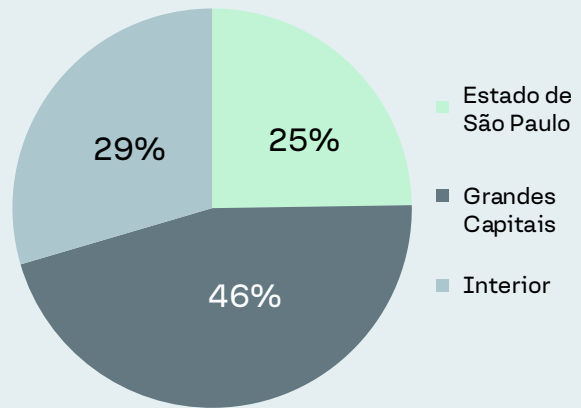
Apesar da série de dados ter algumas quebras, em parte por fusões e aquisições ocorridas no período, é uma das melhores fontes para mapear o real impacto do meio digital no meio físico bancário. Lembrando que o nosso portfólio do TVRI11 é hoje, em termos de área bruta locável (ABL), 35% concentrado em agências bancárias, 31% em lajes corporativas, e 34% em imóveis de uso misto (agência bancária + corporativo).

Em termos de exposição por região, 25% do portfólio está localizado na cidade de SP, 46% em outras grandes capitais (Rio de Janeiro, Belo Horizonte, Porto Alegre, etc.), e 29% em outras cidades no interior dos Estados.

TVRII1: Tipo de imóveis (% do ABL)

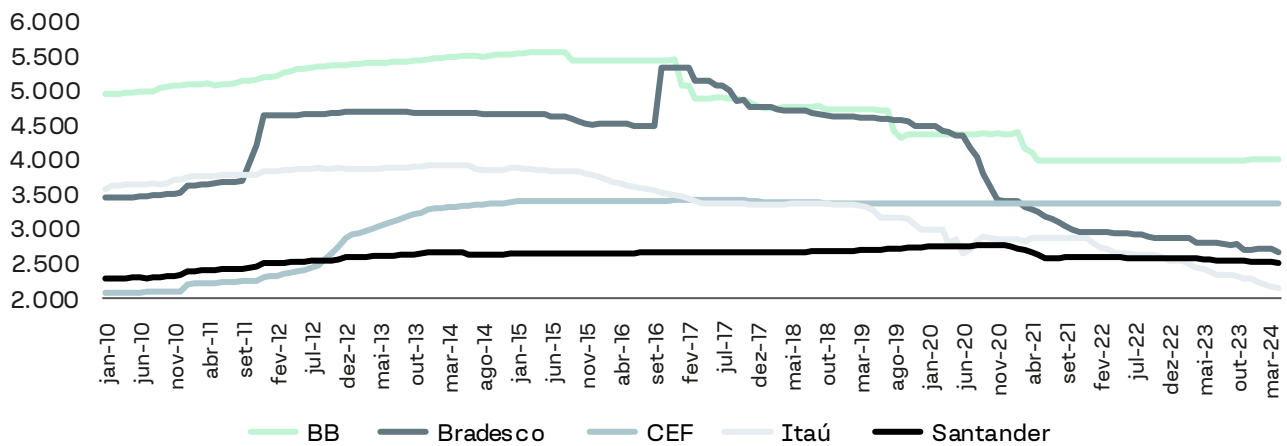


TVRII1: Localização geográfica (% do ABL)



Analisando os dados de agências bancárias disponibilizados pelo Banco Central desde 2010, é possível notar crescimento expressivo no número de agências das principais instituições financeiras do país (Itaú, Bradesco, Santander, Caixa Econômica Federal e Banco do Brasil) até 2016, com crescimento agregado de 24% no período. Além disso, fica clara a aceleração no fechamento das agências a partir de 2017. Desde Janeiro de 2017 até Abril de 2024, o número total de agências bancárias físicas no Brasil reduziu cerca de 26%.

Brasil: Evolução do número total de agências bancárias (2010-2024)



Ao olhar o dado sensorial bruto que trata a evolução do número total de agências bancárias no Brasil, em referência ao experimento de Dallenbach, fica claro a aceleração no fechamento das mesmas a partir de 2017, destacando em parte o impacto que a digitalização dos meios de pagamentos e *neobanks/fintechs* tiveram no meio físico. É evidente que há correlação entre os fatores quando analisamos os dados apresentados.

Esses são os dados sensoriais brutos, os pontos escuros nos quais o nosso cérebro tende a se concentrar, o que a grande maioria consegue enxergar. As perguntas que ficam são: O que os espaços em branco, que acabam sendo subjugados na percepção do todo, podem nos dizer? Qual a re-percepção que devemos ter para visualizar a análise oculta nos dados brutos de fechamento de agências bancárias no Brasil?

Os espaços em branco e a re-percepção das agências bancárias do fundo TVRI11

Na nossa visão, para entendermos onde estão os espaços em branco e como podemos fazer a re-percepção do fechamento das agências bancárias no Brasil, principalmente a partir de 2017, é fundamental analisar a evolução das agências sob três óticas distintas, porém que são complementares para entendimento do todo.

A primeira é avaliar como foi a evolução considerando o agrupamento de bancos privados e públicos, especialmente considerando que nosso portfólio de agências hoje é 100% locado para o Banco do Brasil, e as estratégias com relação à importância do meio físico no atendimento ao cliente podem variar por banco.

A segunda forma é analisar como cada instituição financeira se comportou ao longo do período para ter maior granularidade na evolução das agências bancárias e entender se há grandes diferenças e/ou *outliers*. Assim entendemos o ritmo de crescimento na fase de expansão das agências e qual foi o ajuste realizado até então.

E por fim, **a terceira** é segmentar a evolução do número de agências por cidades e/ou grupo de cidades, com o objetivo de entender se houve diferenças estruturais entre cidades e regiões considerando que o portfólio de agências do TVRI11 é diversificado regionalmente.

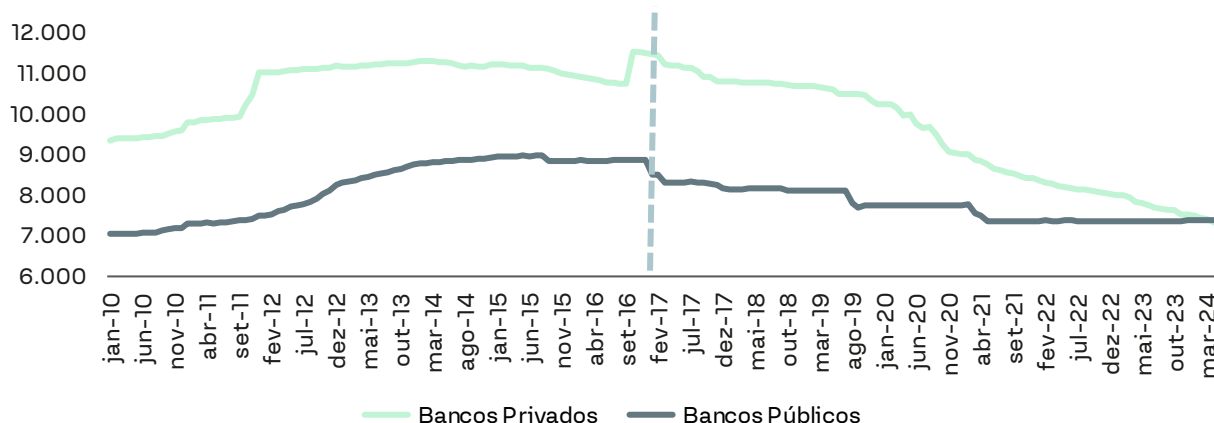
Espaço em branco #1: bancos públicos x bancos privados

Sob a primeira ótica mencionada, analisando a evolução por grupo de bancos (privados x públicos), conforme apresentado abaixo, fica evidente que o ritmo de fechamento de agências pelos bancos privados foi muito mais intenso comparativamente aos bancos públicos. De 2017 até abril deste ano, os bancos privados reduziram em 36% o número total de agências, contra uma redução de apenas 13% para os bancos públicos.

É de se notar que, durante o período de expansão das agências bancárias físicas (2010-2016), o ritmo de crescimento entre bancos públicos e privados foi similar, com os públicos aumentando o número total de agências em 26%, contra 23% dos bancos privados.

Outro ponto interessante de se analisar é que, a partir de maio de 2021, o número total de agências dos bancos públicos permaneceu praticamente igual, indicando estabilização no processo de fechamento de agências iniciado em 2017. Esse movimento é contrastante com os bancos privados que continuaram acelerando o fechamento de agências, reduzindo em 16% o número de agências físicas desde maio de 2021.

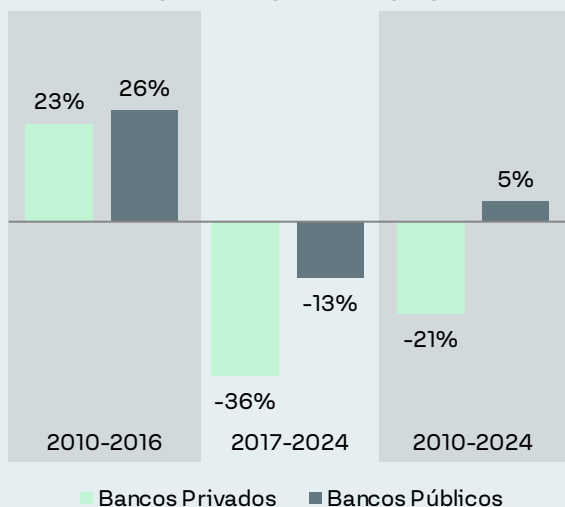
Brasil: Evolução do número de agências bancárias (Bancos Privados x Bancos Públicos, 2010-2024)



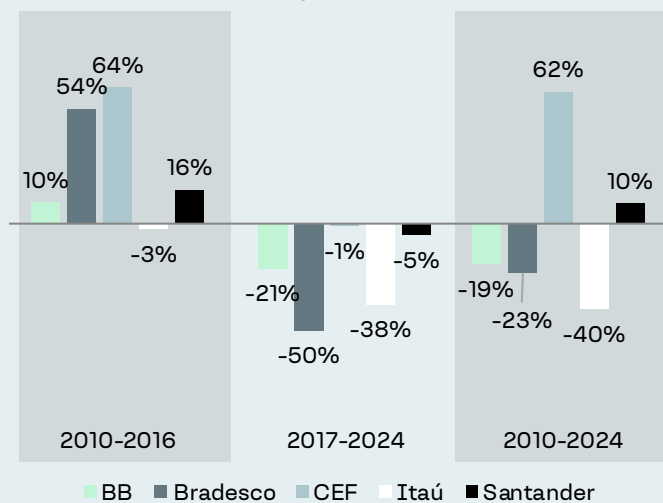
Espaço em branco #2: evolução das agências por banco por período

Sob a segunda ótica mencionada, como demonstrado abaixo, analisamos com mais granularidade como foi o movimento de expansão e redução de agências bancárias dos bancos públicos e privados da nossa amostra. Nota-se que a Caixa Econômica Federal (CEF) foi o grande ponto fora da curva tanto na fase de expansão (2010-2016) das agências físicas quanto na fase de fechamento (2017-2024) das agências iniciado em 2017.

Variação no número de agências bancárias por tipo de banco (privados x públicos) e por período



Evolução do número de agências bancárias por banco e período



Só para se ter referência, a CEF praticamente não reduziu o número total de agências bancárias físicas no período de 2017 a 2024, mesmo tendo apresentado o crescimento mais forte dentre os bancos analisados durante o período de expansão (2010-2016).

Além disso, podemos tirar outras duas conclusões importantes com essa análise: i) o Banco do Brasil foi o segundo banco que menos cresceu agências no período de expansão (+10% entre 2010-2016, apenas menor que Itaú e relevantemente menor que CEF); e ii) o Banco do Brasil foi um dos bancos que mais reduziu o número de agências em termos relativos no período de fechamento de agências, considerando que os números do Bradesco acabam sofrendo distorções por conta da aquisição do HSBC em 2016. O movimento do BB também pode ser explicado pelo fechamento de agências vindo da aquisição da Nossa Caixa em 2008.

Espaço em branco #3: evolução das agências por grupo de cidades

Por fim, para entendermos onde estão os espaços em branco e como podemos fazer a total re-percepção do fechamento das agências bancárias no Brasil a partir de 2017, é fundamental trazer à tona a terceira ótica proposta e segmentar a evolução do número de agências em três grandes grupos/tiers, divididos por cidades.

Os grupos são: i) **Tier 1**: cidade de São Paulo; ii) **Tier 2**: grandes capitais ex-São Paulo (Rio de Janeiro, Belo Horizonte, Porto Alegre, Campo Grande, Florianópolis, Belém, Manaus, Brasília, Fortaleza, Curitiba, Goiânia, Cuiabá, Campinas); e iii) **Tier 3**: outras cidades/interior dos estados (Araçatuba, Sorocaba, Aracaju etc.).

Tier 1
Cidade de São Paulo

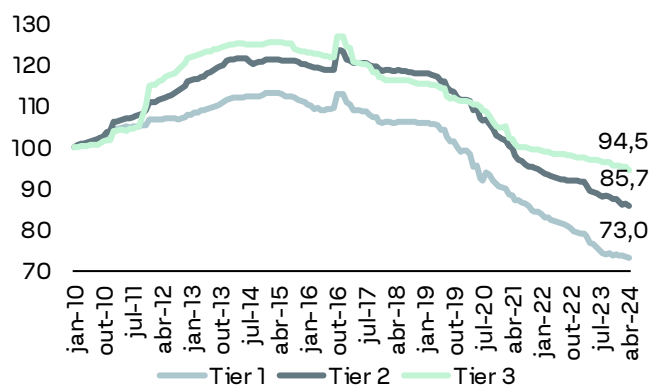
Tier 2
grandes capitais ex-São Paulo (Campinas, Rio de Janeiro, Belo Horizonte, Porto Alegre, Campo Grande, Florianópolis, Belém, Manaus, Brasília, Fortaleza, Curitiba, Goiânia, Cuiabá)

Tier 3
outras cidades/interior dos Estados (Araçatuba, Sorocaba, Aracaju, etc.).

Variação % no número de agências bancárias por grupo de cidades (Tier 1 x Tier 2 x Tier 3, período 2017-2024)

Δ % (2017-2024)	Tier 1	Tier 2	Tier 3
Banco do Brasil	-32%	-16%	-22%
Bradesco	-51%	-53%	-15%
CEF	-1%	-2%	+68%
Itaú	-50%	-48%	-28%
Santander	-19%	-17%	+13%
Total	-34%	-29%	-24%

Evolução do número de agências bancárias por grupo de cidades (Tier 1 x Tier 2 x Tier 3, Base 100)



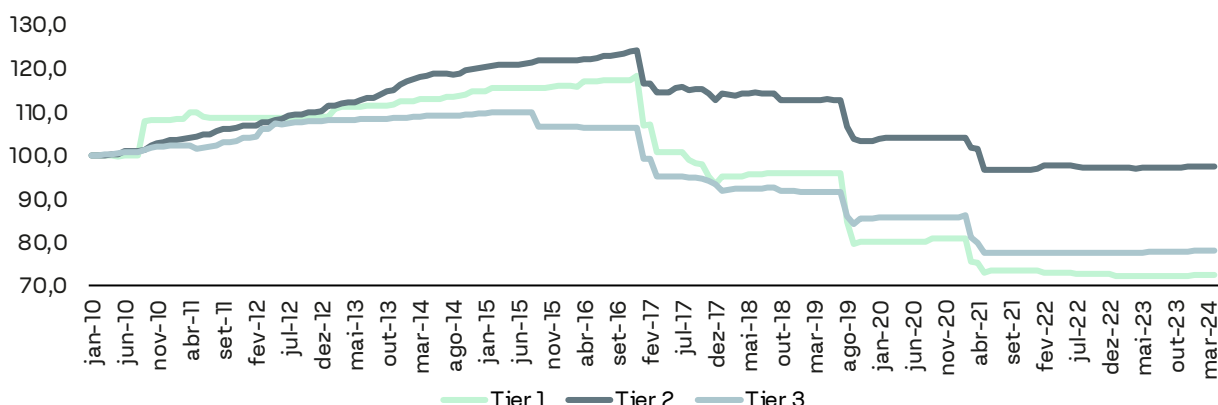
Analisando a evolução do número de agências considerando a granularidade geográfica, fica claro que: i) a cidade de São Paulo (*Tier 1*) foi a região que apresentou a redução mais significativa em números de agências físicas desde 2017, terminando Abril/2024 com um número 27% menor ao apresentado em Janeiro/2010; ii) o interior (ou cidades no interior dos Estados – *Tier 3*) foi a região que menos fechou agências desde 2017, com bancos como Caixa Econômica Federal e Santander inclusive expandindo o número de agências no período.

Além disso, o fechamento de agências físicas parece ter sido mais forte em regiões em que o PIB per capita é maior. Como referência, o PIB/Capita médio do *Tier 1* foi de \$ 66.873 em 2021, versus R\$ 43.602 para o *Tier 2* e R\$ 40.019 para o *Tier 3*. Apesar de ser uma hipótese, isso pode indicar que o fenômeno de digitalização tem sido mais acentuado em cidades com maior renda, acelerando o fechamento de agências pelos bancos nessas regiões.

Adicionalmente, outro ponto importante nessa análise regional é também tentar entender como tem sido a evolução do número de agências bancárias ao longo dos últimos anos pelo nosso principal locatário, o Banco do Brasil, para avaliar se há alguma tendência ou sinal de estabilização nos fechamentos de agências bancárias.

Essa análise se mostra importante, especialmente considerando que a Caixa Econômica Federal tem sido um ponto fora na curva na análise e pode distorcer o comportamento do número de agências dos bancos públicos. Olhando para o gráfico abaixo vemos que o Banco do Brasil estabilizou o número de agências nos últimos 3 anos, independentemente da localização, sendo um ótimo indicativo de que boa parte do ajuste já foi feito.

Banco do Brasil: Evolução do número de agências bancárias desde 2010 (Tier 1 x Tier 2 x Tier 3, Base 100)



Fonte: Tivio Capital, Banco Central do Brasil.

Conclusões: juntando o dado sensorial bruto e os espaços em branco

Em suma, a re-percepção das agências bancárias no Brasil, nos utilizando dos dados do Banco Central, trazem três conclusões importantes para o nosso portfólio do TVRI11, especialmente considerando que nossos imóveis estão com a locação concentrada no Banco do Brasil:

- i. os bancos públicos reduziram o número de agências num ritmo bem menor do que os privados, demonstrando que o meio físico ainda tem sido importante na estratégia dos mesmos, mesmo considerando que tais bancos também tem investido em digitalização ao longo dos últimos anos.
- ii. o Banco do Brasil estabilizou o número de agências bancárias desde Maio/21, inclusive voltando a expandir levemente o número de agências desde Abril/2023. Isso indica que boa parte do ajuste de agências bancárias já parece ter sido feito após a aquisição da Nossa Caixa, e corrobora com o fato de que o Banco do Brasil não nos devolveu nenhuma agência bancária no TVRI11 desde 2022.
- iii. o movimento de fechamento de agências físicas bancárias no interior dos Estados foi mais suave quando comparado à cidade de São Paulo e às outras grandes capitais para quase todos os bancos analisados. A única exceção foi o Banco do Brasil, que apresentou um decréscimo menor nas grandes capitais (*Tier 2*). Isso é positivo considerando que quase metade do portfólio do TVRI11 está nesse *Tier* de cidades.

As perguntas que ainda permanecem são: E se o processo de fechamento de agências bancárias voltar a acontecer, principalmente considerando que o movimento vem sendo mais forte na cidade de São Paulo e nas grandes capitais? Como que o portfólio do TVRI11 pode se proteger e/ou estaria protegido nesse cenário?

A resposta para essas perguntas passam por mais uma re-percepção do portfólio do fundo, mais um dado sensorial que quase nunca é notado e hoje não parece estar precificado na cota do TVRI11. A re-percepção final passa por entender que uma parte do portfólio de agências do fundo hoje tem potencial para incorporação imobiliária, principalmente em São Paulo. É sobre isso que falamos na parte final dessa nossa Carta do Gestor.

O dado sensorial final: o potencial de redesenvolvimento no portfólio

O dado sensorial final para ressignificarmos o portfólio de agências bancárias do TVRI11 é composto por mais um fato: de que há potencial de redesenvolvimento de algumas agências bancárias nas quais o preço do terreno subiu significativamente ao longo dos últimos anos, viabilizando incorporação imobiliária.

Considerando que a cidade de São Paulo foi a região (*Tier 1*) que apresentou a maior redução no número de agências desde 2010, como mostrado anteriormente, nossa análise sobre potencial de incorporação imobiliária será concentrada na mesma, focando na valorização imobiliária em bairros onde possuímos agências bancárias. Dividimos a análise em três passos, apresentados a seguir.

Passo #1: Quais são as agências bancárias na cidade de São Paulo?

Na cidade de São Paulo, nosso portfólio do TVRI11 é representado por 16 agências bancárias. Essas agências bancárias na cidade de São Paulo estão localizados em 16 bairros diferentes, totalizando 42.751 m² de área bruta locável (ABL), ou 13,7% do portfólio total (dados de Junho/2024).

Portfólio TVRI11: Agências bancárias na cidade de São Paulo

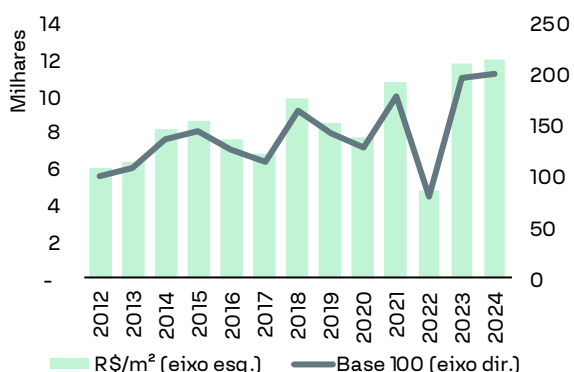
#	Imóvel	Cidade	Bairro	Estado	Tipo	ABL
1	Agência Ana Rosa	São Paulo	Vila Mariana	SP	RU	1.527
2	Agência Paraíso	São Paulo	Paraíso	SP	RU	1.455
3	Agência Praça da Árvore	São Paulo	Mirandópolis	SP	RU	1.506
4	Agência Ipiranga	São Paulo	Ipiranga	SP	LC + RU	6.540
5	Agência Santo Amaro Paulista	São Paulo	Santo Amaro	SP	RU	4.652
6	Agência Brooklin Paulista	São Paulo	Brooklin Novo	SP	RU	1.843
7	Agência Moema	São Paulo	Indianópolis	SP	RU	2.259
8	Agência Freguesia do Ó	São Paulo	Vila Albertina	SP	RU	2.259
9	Agência Nossa Senhora da Lapa	São Paulo	Lapa	SP	RU	2.397
10	Agência Campos Elísios	São Paulo	Campos Elíseos	SP	RU	5.669
11	Agência Casa Verde	São Paulo	Casa Verde	SP	RU	2.060
12	Agência Santana	São Paulo	Santana	SP	RU	1.785
13	Agência Bom Retiro	São Paulo	Bom Retiro	SP	RU	2.662
14	Agência Penha Franca	São Paulo	Penha de França	SP	RU	1.534
15	Agência Vila Carrão	São Paulo	Vila Carrão	SP	RU	2.483
16	Agência Pinheiros	São Paulo	Pinheiros	SP	RU	2.120
Total	-	-	-	-	-	42.751

Passo #2: Qual foi a valorização dos imóveis residenciais na cidade de São Paulo desde 2012?

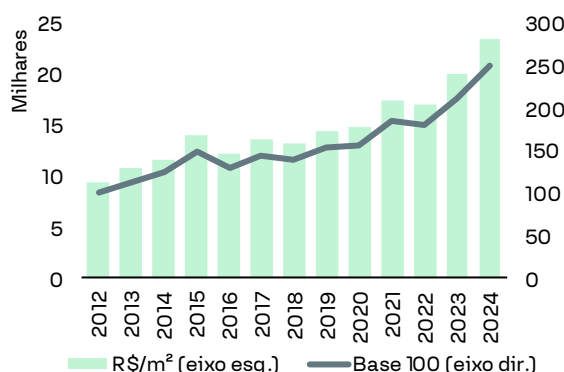
É importante destacar que nem todas as agências bancárias listadas acima possuem potencial de redesenvolvimento imobiliário no curto-prazo, mas analisamos a valorização imobiliária considerando a cidade de São Paulo de forma agregada para capturar o potencial de todas as agências no longo-prazo.

Ao analisar a evolução consolidada do preço por m² estimado de terrenos, e dos lançamentos de imóveis residenciais de média/alta renda desde 2012, vemos que o preço do terreno subiu 2,0x, enquanto os preços dos imóveis residenciais multiplicaram por 2,5x. Os dados mostram claramente a valorização imobiliária na cidade de São Paulo desde o IPO do TVRI11.

Evolução do preço de terreno na cidade de São Paulo (R\$/m²) – desde 2012



Evolução do preço de lançamentos residenciais na cidade de São Paulo (R\$/m²) – desde 2012



Fonte: Tivio Capital, Geolmovel e Brain. *RU = agência bancária, LC = laje corporativa.

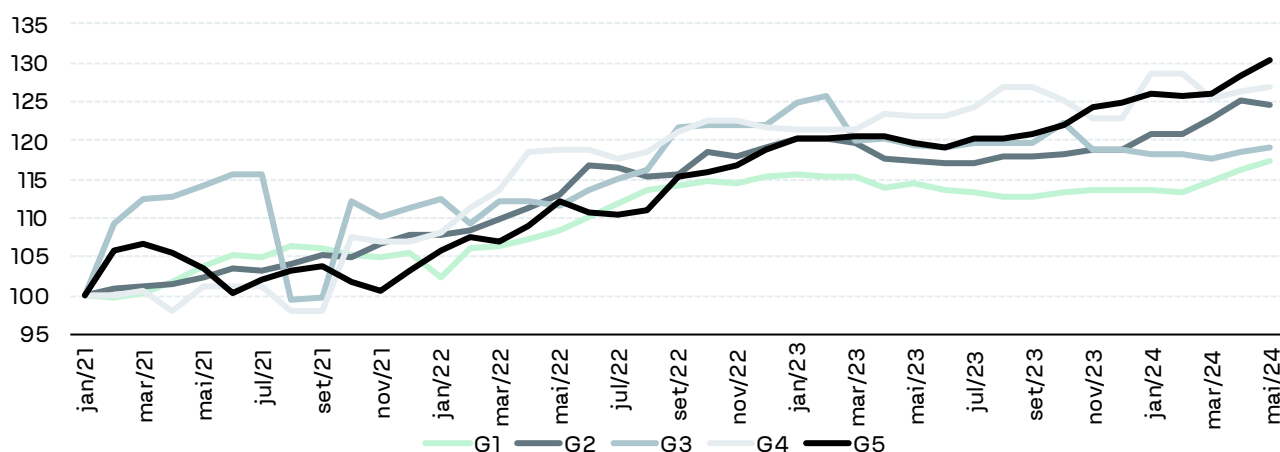
Outro ponto interessante de se destacar é que a valorização imobiliária, olhando tanto para preço de terrenos e preço de lançamentos residenciais, em termos consolidados, acelerou desde 2017, ano em que o processo de fechamento das agências bancárias pelos bancos privados e públicos aumentou na cidade de São Paulo.

Passo #3: Como foi a evolução do preço do m² nos bairros das agências em SP?

Como forma de entender a evolução do preço do m² de lançamentos residenciais na cidade de São Paulo nos bairros onde possuímos agências bancárias, estamos agrupando as agências na cidade em 5 grupos diferentes, considerando a proximidade geográfica entre os bairros. Estamos analisando os dados desde 2021, ano em que nossa base de dados possui mais granularidade quanto a evolução de preços de m² residenciais por bairro.

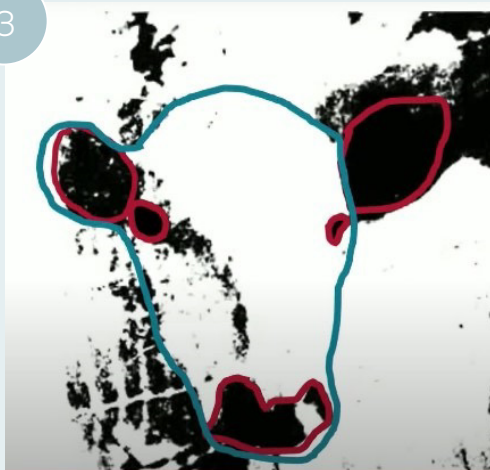
Esses 5 grupos são: i) **Grupo 1 (G1)**: Vila Mariana, Paraíso, Mirandópolis e Ipiranga; ii) **Grupo 2 (G2)**: Santo Amaro, Brooklin Novo e Moema; iii) **Grupo 3 (G3)**: Vila Albertina, Lapa, Campos Elíseos, Casa Verde, Santana e Bom Retiro; iv) **Grupo 4 (G4)**: Penha da França e Vila Carrão; e v) **Grupo 5 (G5)**: Pinheiros.

Preço do m² de Lançamentos residenciais na cidade de São Paulo, dividido por grupo de bairros (Base 100)



Desde 2021, os bairros selecionados de forma agregada valorizaram 24% na média, com o Grupo 5 (G5) apresentando a maior valorização no período (30%). O Grupo 1 (G1) foi o que obteve a menor valorização desde 2021, mas ainda subindo em torno de 17% entre 2021 e 2024.

3



Essa é a parte final da re-percepção do portfólio de agências bancárias do Tivio Renda Imobiliária (TVRI11) que gostaríamos de destacar, em alusão ao experimento de Dallenbach.

◀ Para os que não conseguiram visualizar a famosa “Vaca de Dallenbach”, colocamos ao lado o contorno da imagem oculta que apresentamos no início desta Carta do Gestor. Uma vez vista, é impossível de não a ver mais.

É isso que esperamos com a leitura da nossa Carta do Gestor desse trimestre, que o leitor e o cotista tenham uma percepção nova do portfólio de agências bancárias do TVRI11.

A seguir, falamos sobre o desempenho do fundo desde o início da gestão ativa, e a nova estratégia de crescimento dentro do segmento de Renda Urbana.

TVRI11 e a *outperformance* dos FIIs de Renda Urbana no Brasil

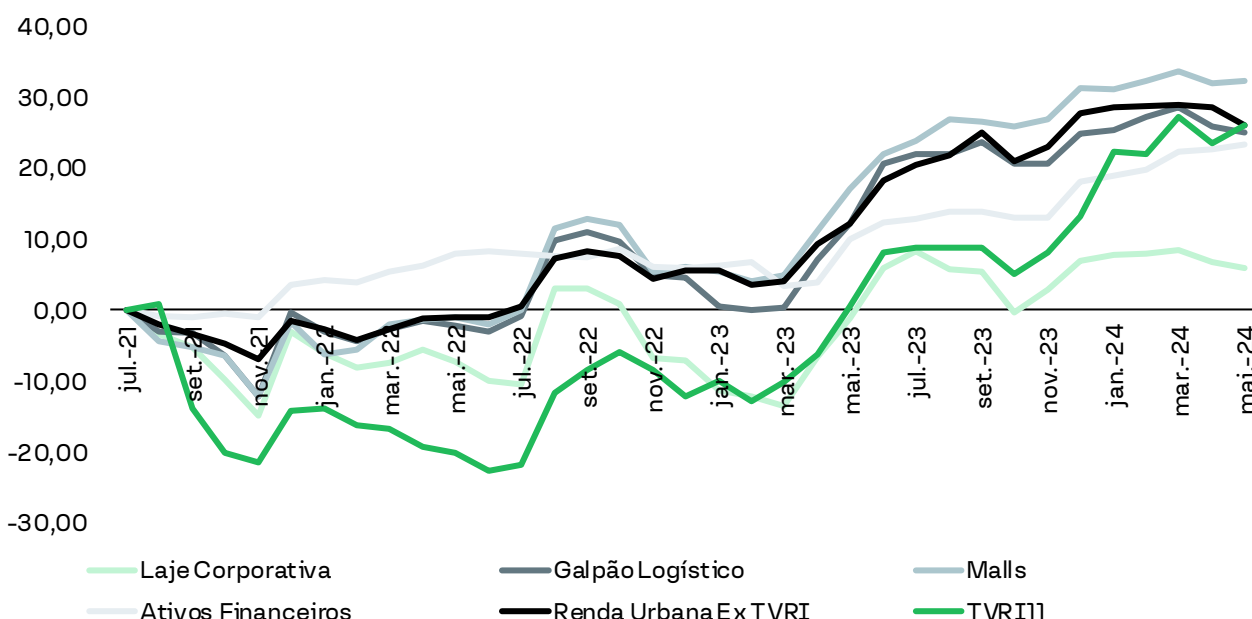
Nesta parte final da nossa Carta do Gestor, gostaríamos de falar um pouco mais sobre: i) a *performance* de cota do Tivio Renda Imobiliária (TVRI11) versus FIIs de outras classes de ativo, especialmente desde que iniciamos a gestão ativa do fundo; e ii) o potencial de Renda Urbana no Brasil além das agências bancárias, e onde acreditamos que as oportunidades de crescimento estarão concentradas ao longo dos próximos anos.

Apesar das preocupações recorrentes com agências bancárias em vista da digitalização no setor financeiro ocorrida ao longo dos últimos anos, nosso fundo Tivio Renda Imobiliária (TVRI11) tem apresentado desempenho superior em valorização de cota quando comparamos com FIIs de outras classes de ativo.

Analisando o desempenho dos fundos de investimento imobiliário (FIIs) desde Julho de 2021, momento no qual o fechamento de agências bancárias do Banco do Brasil se estabilizou como demonstrado nesta Carta do Gestor, nosso fundo TVRI11 só ficou atrás em desempenho para os FIIs de Shoppings, os quais apresentaram recuperação relevante com a reabertura dos ativos e crescimento de receita no período pós-pandemia.

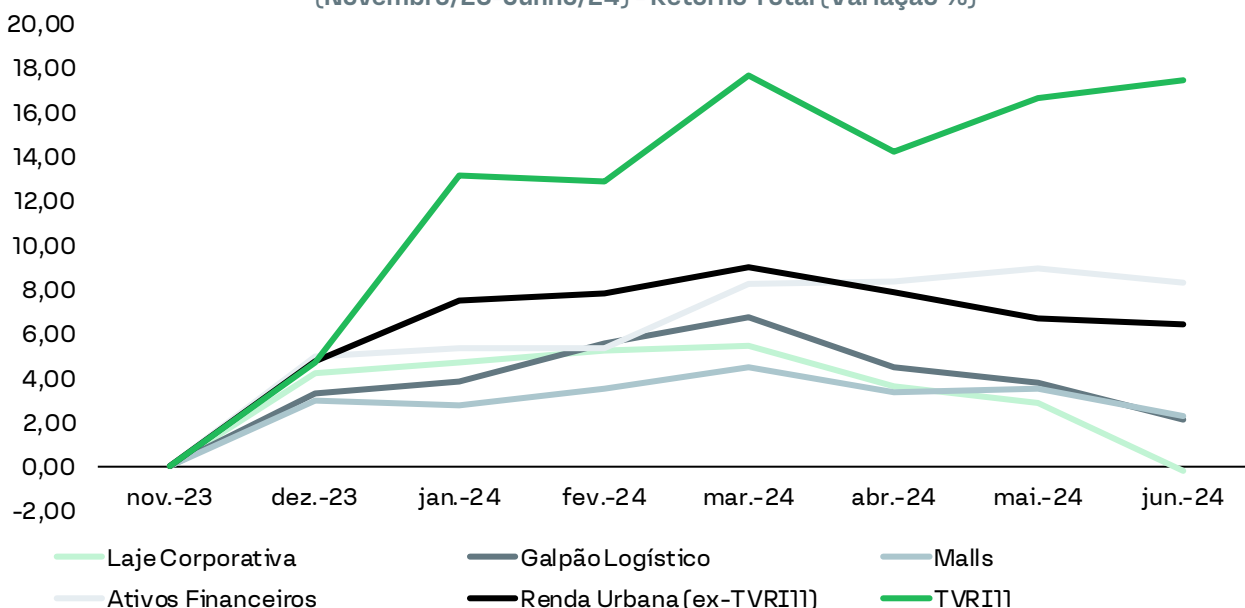
Outro ponto notável é que os FIIs de Renda Urbana apresentaram o segundo melhor desempenho em valorização de cota desde Julho de 2021, mesmo excluindo o efeito do TVRI11. Desde Julho de 2021, a cota do TVRI11 valorizou 26%, vs. 32% para os FIIs de Shoppings, e 26% para os outros FIIs de Renda Urbana.

Desempenho de Cota dos Fundos Imobiliários (FIIs): TVRI11 x Outras Classes de Ativo (Julho/21-Junho/24) - Retorno Total (Variação %)



Por fim, vale destacar que o fundo TVRI11 tem apresentado desempenho bem superior aos outros fundos de Renda Urbana e fundos de outras classes de ativos desde Novembro de 2023, período no qual nosso fundo passou de gestão passiva para gestão ativa. Desde Novembro de 2023, a cota do TVRI11 valorizou 17%, vs. 6% quando comparado aos outros FIIs de Renda Urbana, e 8% dos fundos de papéis/CRIs. Isso vai em linha com os objetivos da gestão ativa de gerar valor ao cotista também com compras e vendas de imóveis.

Desempenho de Cota dos Fundos Imobiliários (FIIs): TVRI11 x Outras Classes de Ativo (Novembro/23-Junho/24) - Retorno Total (Variação %)



A nova estratégia do TVRI11 e o potencial de Renda Urbana no Brasil

Na nossa visão, o potencial de Renda Urbana no Brasil é enorme, e envolve outros tipos de ativos além de agências bancárias, apesar de acreditarmos que o nosso portfólio de agências locado para o Banco do Brasil está bem resguardado, como demonstrado nas análises apresentadas nesta Carta do Gestor.

Isto posto, nós da Tivio Capital iremos focar a nova estratégia de crescimento do Tivio Renda Imobiliária (TVRI11) dentro de outros segmentos de Renda Urbana que possuem potencial de crescimento, e que são mais resilientes à ciclos econômicos, e efeitos de digitalização como o *e-commerce*, por exemplo.

Estes segmentos são: i) varejo essencial: supermercados, atacarejos, fast-food, e farmácias; e ii) serviços essenciais: clínicas de saúde, hospitais de retaguarda, academias, pet shops e bricolagem. Adicionalmente, nós evitaremos exposição à ativos de renda urbana que tem concentração em setores historicamente mais impactados pelo *e-commerce*, como lojas de moda, e lojas de eletrodomésticos e/ou linha branca.

Estratégia do TVRI11: Foco de atuação dentro de Renda Urbana

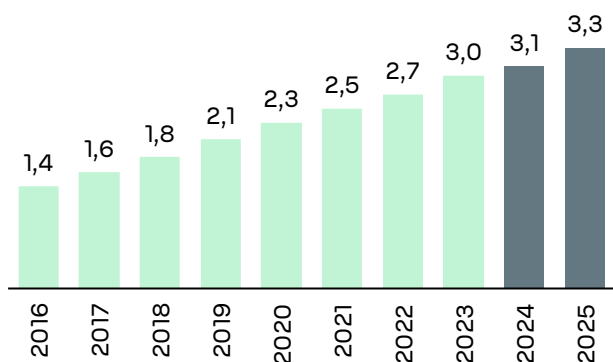
Estratégia TVRI11	Foco TVRI11		Não Estratégico
	Varejo Essencial	Serviços Essenciais	Outros
Segmentos Renda Urbana	Mini-mercados Supermercados Atacarejos Fast-food Farmácias	Clínicas de saúde Hosp. Retaguarda Academias Pet shops Bricolagem	Moda Linha Branca
Racional	Resilientes à ciclos econômicos e ao e-commerce		Sensíveis à ciclos econômicos e ao e-commerce

Fonte: Tivio Capital, Bloomberg.

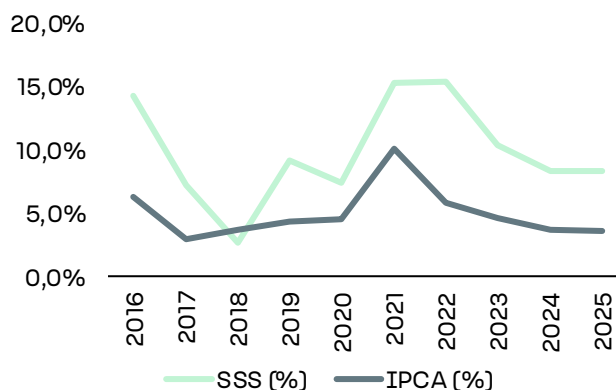
Como forma de tangibilizar o potencial de Renda Urbana nesses segmentos e os motivos pela adoção da nova estratégia, analisamos os seguintes dados públicos: i) evolução do número de lojas da Raia Drogasil, com o intuito de mensurar o crescimento histórico dos locatários concentrados no segmento de farmácias; ii) evolução do número de lojas *cash & carry* do grupo Carrefour e do Assaí para quantificar o crescimento do Atacarejo; iii) evolução do número de lojas “Minuto Pão de Açúcar” do Grupo Pão de Açúcar (GPA), com o objetivo de analisar a evolução dos supermercados de menor porte nos centros urbanos.

Renda Urbana Case #1: Raia Drogasil e o crescimento das Farmácias no Brasil

Raia Drogasil: Evolução do número de lojas (em milhares)



Raia Drogasil: Evolução do Same-Store Sales (SSS)

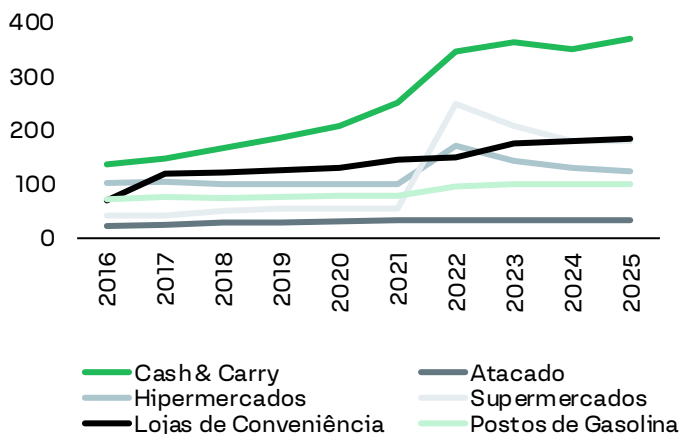


Entre 2016 e 2023, a Raia Drogasil apresentou um crescimento anual composto (CAGR) de 11% em número de lojas, destacando a forte expansão da sua rede de farmácias no período. Além disso, nota-se um crescimento de vendas mesmas-lojas (ou SSS, *same-store sales*) significativamente acima da inflação desde 2016.

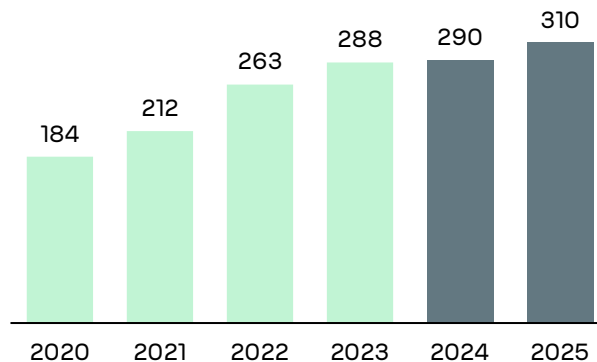
As projeções do consenso da Bloomberg ainda indicam expansão para o número de lojas da Raia Drogasil adiante, com crescimento anual de 4% em 2024 e 9% em 2025, respectivamente. Em termos de vendas mesmas-lojas (SSS), a expectativa é de crescimento real em 2024 e 2025, destacando a perspectiva positiva para o segmento de farmácias, como evidenciado nos números do maior *player* em faturamento no Brasil.

Renda Urbana Case #2: Carrefour, Assaí e a tendência do Atacarejo Brasileiro

Carrefour: Número de lojas por tipo



Assaí: Evolução do número total de lojas

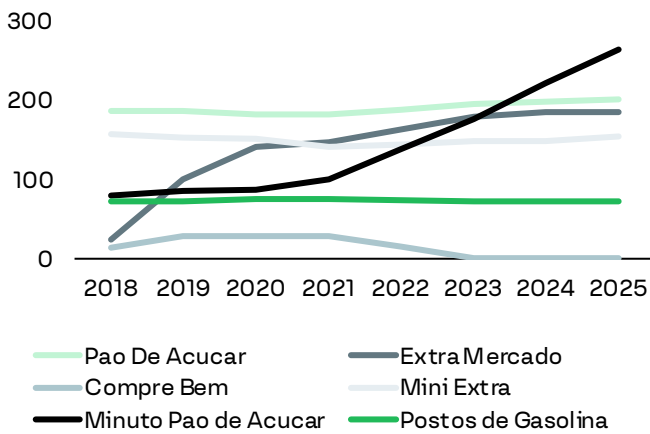


Como forma de avaliar a evolução e potencial do Atacarejo no Brasil, representado pela categoria *cash & carry*, analisamos os dados de Carrefour e Assaí. Entre 2016 e 2023, a categoria *cash & carry* foi a que mais cresceu dentro do grupo Carrefour, apresentando CAGR de 15% em termos de números de lojas no período. Analogicamente, olhando os dados históricos entre 2020 a 2023, o grupo Assaí entregou crescimento similar, com o número total de lojas crescendo na média de 16% ao ano no período.

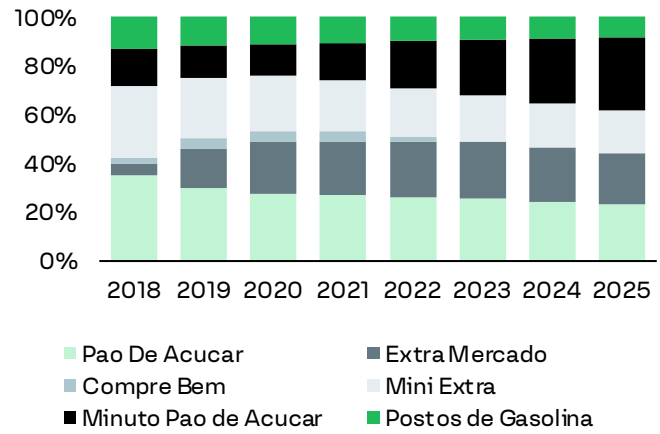
Outro dado interessante é que as lojas de conveniência, que podemos em parte fazer comparação com os mini mercados do grupo GPA a seguir, foi outra das categorias de lojas do grupo Carrefour que mais cresceu no Brasil entre 2016 e 2023 (CAGR de 14% no período). Além disso, a categoria “supermercados”, outro foco da estratégia do nosso fundo TVRI11 quando falamos em renda urbana, evoluiu significativamente dentro da estratégia do Carrefour no período, especialmente dado a aquisição do Grupo Big em 2022.

Renda Urbana Case #3: GPA e os Minimercados no grandes centros urbanos

GPA: Evolução do número de lojas por tipo



GPA: Participação de cada tipo de loja no total



Por fim, queremos destacar o crescimento ao longo dos últimos anos dos minimercados, tendência secular em grandes centros urbanos brasileiros que contou recentemente com a entrada de *players* internacionais como a rede Oxxo, que nasceu da *joint-venture* entre Raízen e o grupo Mexicano FEMSA Comercio.

Para isso, analisamos a evolução dos números do Grupo Pão de Açúcar (GPA) entre 2018 e 2023, com destaque para o “Pão de Açúcar Minuto”, loja em formato de minimercado que tem ganhado representatividade dentro da estratégia do grupo. Lembrando que os números do GPA acabam sendo distorcidos por movimentos estratégicos e de M&A em 2022, os quais estão sendo excluídos na análise.

Entre 2018 e 2023, o número de lojas do “Pão de Açúcar Minuto” foi o que mais cresceu, apresentando crescimento anual ponderado (CAGR) de 17,4% no período, representando 23% do total de lojas do GPA em 2023 (vs. 15% em 2018). A perspectiva de crescimento desta categoria de loja segue favorável para 2024 e 2025, com o consenso de mercado indicando um CAGR de 22,2% de 2023 a 2025.

Em resumo, a evolução recente dos segmentos de farmácias, atacarejo e minimercados reforça a nossa visão de que Renda Urbana continua sendo uma classe de ativo interessante para investir dentro dos Fundos Imobiliários (FIIs). Apesar de continuarmos confortáveis com nosso portfólio de agências bancárias dentro do TVRI11, buscaremos, dentro da nossa nova estratégia com a gestão ativa, aumentar exposição à estes outros segmentos dentro de Renda Urbana de forma a diversificar risco e gerar valor para os nossos cotistas.

Disclaimer

Este material foi elaborado pela Tivio Capital Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. ("TIVIO CAPITAL"). Este material é destinado aos seus receptores, fornecido unicamente para fins comerciais, não constituindo compromisso, indicação ou recomendação para iniciar ou encerrar qualquer transação. Este conteúdo não deve ser reproduzido no todo ou em parte, redistribuído ou transmitido para qualquer outra pessoa sem o consentimento prévio da TIVIO CAPITAL. Este documento não é, e não deve ser interpretado como, uma oferta de venda ou solicitação de uma oferta de compra de qualquer título ou valor mobiliário. A TIVIO CAPITAL, seus acionistas e demais empresas coligadas se eximem de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização deste material, de seu conteúdo e da realização de operações com base neste material.

Consulte o documento de tributação para Fundos de Investimento para mais informações sobre a tributação aplicável, inclusive a regra aplicável em eventual desequilíbrio, este documento está disponível em <https://tivio.com/documentos/>. A descrição acima não pode ser considerada como objetivo do fundo. Todas as informações legais podem ser observadas no regulamento do fundo, disponíveis no site <https://tivio.com/fundos/>. Os indicadores aqui apresentados devem ser utilizados como referência econômica e não parâmetro objetivo do fundo. Principais Fatores de Risco: (i) Crédito: risco de os emissores dos ativos financeiros e/ou das contrapartes não cumprirem suas obrigações de pagamento e/ou de liquidação das operações contratadas; (ii) Liquidez: risco de redução ou inexistência de demanda pelos ativos financeiros nos respectivos mercados em que são negociados; (iii) Mercado: Risco de oscilações decorrentes das flutuações de preços e cotações de mercado; (iv) Derivativos: pode não resultar nos efeitos desejados, devido a fatores como: descolamento entre o preço do derivativo e seu ativo objeto; alterações nas condições de negociação ou liquidação devido à interferência de órgãos reguladores ou dos mercados organizados onde são negociados; (v) Tratamento Tributário de Longo Prazo: O tratamento aplicável ao investidor depende da manutenção da carteira de ativos com prazo médio superior a 365 dias. Não há garantia de que o fundo terá o tratamento tributário de longo prazo. Leia a lâmina de informações essenciais, se houver, e o regulamento antes de investir. Estes documentos podem ser encontrados no site <https://tivio.com/fundos/>. Leia previamente as condições de cada produto antes de investir. Os investimentos apresentados podem não ser adequados aos seus objetivos, situação financeira ou necessidades individuais. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos.

Para avaliação da performance de fundo(s) de investimento(s), é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador, do gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou do Fundo Garantidor de Crédito (FGC). O preenchimento do formulário API – Análise de Perfil do Investidor ou Suitability é essencial para garantir a adequação do perfil do cliente ao produto de investimento escolhido. Os indicadores aqui apresentados devem ser utilizados como referência econômica e não parâmetro objetivo do fundo. Material de Divulgação.

Dúvidas, sugestões e reclamações, entre em contato com o Serviço de Atendimento ao Cliente pelo telefone 0800 728 0083 ou pelo e-mail sac@bv.com.br. Deficientes Auditivos e de Fala: 0800 701 8661. Se desejar entrar em contato com a Ouvidoria, ligue para 0800 707 0083 (Deficientes Auditivos e de Fala: 0800 701 8661)

TIVIO

CAPITAL

www.tivio.com

