



Fundos Imobiliários

Carteira Recomendada

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Julho 2025



Carteira Recomendada de Fundos Imobiliários



Cenário externo

Nos Estados Unidos, as pautas econômicas se concentram em três frentes: geopolítica (desdobramentos do cessar-fogo entre Israel e Irã), tarifária (início das tarifas recíprocas) e fiscal (avanço da “Big Beautiful Bill” no Congresso). Em meio a esse ambiente, o FOMC manteve a taxa de juros em 4,25%-4,50%, destacando que, apesar do arrefecimento inflacionário recente - com o CPI de maio subindo apenas 0,08% m/m (2,35% a/a) e o núcleo em 0,13% - a elevada incerteza tarifária segue exigindo cautela. Na última reunião, o destaque foi a revisão do Summary of Economic Projections, que elevou a expectativa de inflação para 3,0% em 2025. Paralelamente, o PCE de maio apontou leve desaceleração do consumo e um deflator em +0,14% m/m, reforçando a percepção de um quadro inflacionário mais benigno, mas sujeito a potenciais pressões vindas das tarifas. Diante desse cenário, nossos economistas seguem projetando um único corte de 25 bps em dezembro, levando a taxa para 4,00%-4,25%.

Cenário doméstico

No cenário doméstico, o Comitê de Política Monetária (Copom) elevou a taxa Selic em 25 bps, para 15,00% ao ano, sinalizando o encerramento do ciclo de aperto monetário, mas mantendo uma postura significativamente contracionista por um período prolongado, termo reforçado na comunicação do comitê. A decisão refletiu a combinação de inflação ainda acima da meta, expectativas desancoradas e resiliência da atividade e do mercado de trabalho, apesar de sinais iniciais de moderação no crescimento. A ata da reunião, divulgada posteriormente, corroborou a visão de que grande parte do aperto monetário implementado ainda será transmitido à economia nos próximos trimestres, justificando uma pausa condicional nos ajustes. O Copom reiterou que segue atento a eventuais deteriorações do cenário, mas considera o limiar elevado para novos aumentos de juros, enquanto descarta qualquer flexibilização prematura. Diante disso, nossa equipe de economistas projeta a manutenção da taxa Selic em 15,00% ao ano até o final de 2025.

Performance

Nossa carteira apresentou alta de 1,01% em junho, superior ao Ifix, que registrou alta de 0,63% no mesmo período.

Alterações na carteira

Estamos realizando as seguintes alterações em nossa carteira recomendada: (i) saída de VGIR11 (2,0%); e (ii) aumento de posição em KNCR11 (2,0%).

BTG Pactual Equity Research

Daniel Marinelli

Banco BTG Pactual

Matheus Oliveira

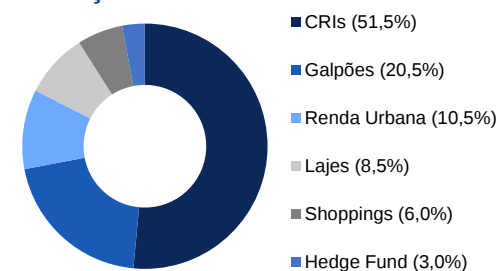
Banco BTG Pactual

Carteira recomendada

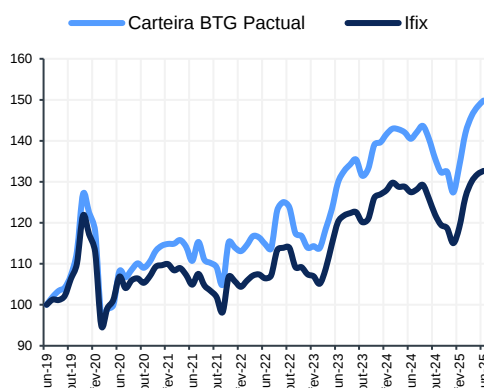
Ticker	Part.	P/VPA	DY ¹
BTCI11	7,0%	0,91x	12,8%
KNCR11	15,5%	1,03x	13,7%
KNIP11	8,5%	0,99x	10,6%
CLIN11	3,5%	0,96x	14,8%
RBRR11	9,0%	0,96x	12,1%
RBRY11	8,0%	0,99x	13,8%
VILG11	6,0%	0,76x	9,8%
BRCO11	4,5%	0,93x	11,4%
BTLG11	10,0%	0,96x	9,4%
BRCR11	3,5%	0,49x	11,6%
PVBI11	5,0%	0,72x	7,9%
HGBS11	3,5%	0,92x	9,6%
GZIT11	2,5%	0,50x	20,3%
TRXF11	7,0%	1,00x	17,7%
HGRU11	3,5%	0,99x	14,9%
BTHF11	3,0%	0,86x	12,6%
Total	100%	0,92x	12,5%

¹Dividend yield anualizado

Alocação setorial



Performance



Índice

Alterações na carteira	4
Cenário econômico	4
Estratégia de Alocação.....	5
Performance histórica e resultados do mês	7
Carteira recomendada.....	8
Recomendações	10
BTCI11.....	10
KNCR11.....	10
KNIP11.....	10
CLIN11.....	10
RBRR11.....	10
RBRY11	10
BTLG11.....	11
VILG11.....	11
BRCO11.....	11
PVBI11.....	11
BRCR11.....	11
HGBS11.....	12
GZIT11.....	12
HGRU11	12
TRXF11.....	12
BTHF11.....	12
Gestoras.....	13
Avaliação dos fundos	14
Riscos.....	14
Glossário	15
Disclaimers.....	16

Alterações na carteira

Estamos realizando as seguintes alterações em nossa carteira recomendada: (i) saída de VGIR11 (2,0%); e (ii) aumento de posição em KNCR11 (2,0%).

Para a carteira recomendada do mês de julho, encerramos nossa exposição ao FII VGIR11 após este apresentar alta de 5,5% desde a sua inclusão em maio deste ano, gerando um *alpha* de 3,4% ante o Ifix, que registrou alta de 2,1% no mesmo período. Visando manter a estratégia de alocação setorial da carteira, elevamos em 2,0% nossa exposição ao KNCR11 (atingindo a exposição de 15,5% na carteira), buscando maior defensividade e a manutenção da exposição em ativos indexados ao CDI na carteira.

Como resultado das movimentações, nossa carteira passa a ser formada por 16 ativos, apresentando liquidez média diária de R\$ 4,7 milhões e *dividend yield* médio ponderado de 12,5%.

Exposição setorial – Carteira BTG vs. IFIX

Sector	Mês Anterior	Alterações	Mês Atual	Bench.
-	-	Δ	-	IFIX
Recebível	51,5%	0,0%	51,5%	37,6%
Galpão Logístico	20,5%	0,0%	20,5%	15,1%
Renda Urbana	10,5%	0,0%	10,5%	5,3%
Laje Corporativa	8,5%	0,0%	8,5%	7,8%
Hedge Fund	3,0%	0,0%	3,0%	7,0%
Shopping Center	6,0%	0,0%	6,0%	12,8%
Total	100%	-	100%	-

Fontes: Economatica e BTG Pactual.

Estatísticas históricas – Carteira BTG vs. IFIX

Estatísticas Históricas		
Métricas (cálculo mensal)	Carteira	IFIX
Média anualizada do retorno	7,9%	5,6%
Desvio padrão anualizado	13,5%	12,0%
Mediana anual do retorno	10,7%	5,8%
Assimetria	-0,8	-0,8
Máximo	12,4%	10,6%
Mínimo	-17,7%	-15,8%
Máximo drawdown	-23,6%	-22,0%
Tracking Error	3,5%	-

Fontes: Economatica e BTG Pactual.

Cenário econômico

Nos Estados Unidos, as pautas econômicas que vêm atraindo a atenção do mercado se concentram em três frentes: geopolítica (com os desdobramentos do cessar-fogo entre Israel e Irã), tarifária (diante do início das tarifas recíprocas) e fiscal (com o avanço da “Big Beautiful Bill” no Congresso, que adiciona incertezas às projeções orçamentárias). Em meio a esse ambiente, o FOMC manteve a taxa de juros em 4,25-4,50%, destacando que, apesar do arrefecimento inflacionário recente, com o CPI de maio subindo apenas 0,08% m/m (2,35% a/a), a elevada incerteza tarifária segue exigindo cautela. Na última reunião, o destaque foi a revisão do Summary of Economic Projections (SEP), que elevou a expectativa de inflação para 3,0% em 2025 e 2,4% em 2026. Paralelamente, o PCE de maio apontou leve desaceleração do consumo e um deflator em +0,14% m/m, reforçando a percepção de um quadro inflacionário mais benigno, mas ainda sujeito a potenciais pressões vindas das tarifas nos próximos meses. Diante desse cenário, nossos economistas seguem projetando um único corte de 25 bps em dezembro, levando a taxa para 4,00%-4,25%.

No cenário doméstico, o Comitê de Política Monetária (Copom) elevou a taxa Selic em 25 bps, para 15,00% ao ano, sinalizando o encerramento do ciclo de aperto monetário, mas mantendo uma postura significativamente contracionista por um período prolongado, termo reforçado na comunicação do comitê. A decisão refletiu a combinação de inflação ainda acima da meta, expectativas desancoradas e resiliência da atividade e do mercado de trabalho, apesar de sinais iniciais de moderação no crescimento. A ata da reunião, divulgada posteriormente, corroborou a visão de que grande parte do aperto monetário implementado ainda será transmitido à economia nos próximos trimestres, justificando uma pausa condicional nos ajustes. O Copom reiterou que segue atento a eventuais deteriorações do cenário, mas considera o limiar elevado para novos aumentos de juros, enquanto descarta qualquer flexibilização prematura. O ambiente externo continua adverso e incerto, marcado por volatilidade global e riscos fiscais e comerciais nos EUA, o que reforça a necessidade de cautela adicional na condução da política monetária. Diante disso, nossa equipe de economistas projeta a manutenção da taxa Selic em 15,00% ao ano até o final de 2025.

Em relação à inflação, os indicadores mais recentes apontaram uma trajetória um pouco mais benigna. O IPCA de maio registrou alta de 0,26% no mês (5,32% em 12 meses), influenciado principalmente pela queda nos preços de bens industriais e pela deflação sazonal de alimentos *in natura*. O IPCA-15 de junho também surpreendeu positivamente, repetindo alta de 0,26% no mês (5,27% em 12 meses), com desaceleração na inflação de serviços – ainda que permaneça em níveis elevados – e alívio adicional nos bens industriais. Esses dados corroboram a avaliação do Copom de que, apesar de alguma moderação recente, a inflação de serviços e as expectativas permanecem incompatíveis com a convergência à meta (3,0%), justificando a manutenção de juros altos para conter pressões persistentes. Assim, nosso time de economistas projeta o IPCA de 2025 em 5,1%.

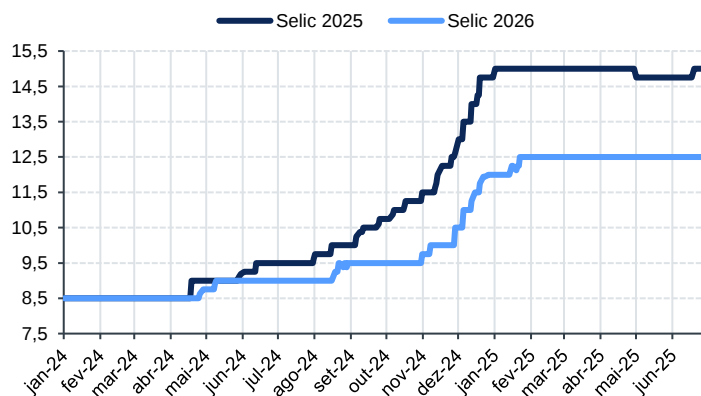
Em relação à Medida Provisória (MP) 1303/25, o governo propôs alterações relevantes na tributação de FIIs e Fiagros. O texto prevê que, a partir de 2026, as novas cotas integralizadas passarão a ser tributadas com uma alíquota de 5% sobre os rendimentos distribuídos e 17,5% sobre o ganho de capital apurado em Bolsa. Apesar de não impactar imediatamente o fluxo de dividendos, esse tema deve seguir pressionando o mercado no curto prazo, até maior clareza sobre a tramitação do Congresso e eventuais ajustes no texto da MP.

BTG Pactual: Projeções Macroeconômicas

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
PIB (%, a/a real)	4,76%	2,90%	2,90%	3,40%	1,90%	1,50%
Desemprego (%)	11,10%	7,90%	7,40%	6,20%	7,20%	7,80%
IPCA (%, a/a)	10,06%	5,79%	4,62%	4,83%	5,10%	4,50%
Selic (%, a/a)	9,25%	13,75%	11,75%	12,25%	15,00%	12,00%
Dívida Bruta (% do PIB)	77,3%	71,7%	74,4%	76,1%	79,57%	82,68%

Fonte: BTG Pactual.

Boletim Focus: Mediana das projeções da Selic terminal (%)



Fontes: Boletim Focus e BTG Pactual.

Estratégia de Alocação

Mesmo nesse cenário tributário de maior incerteza, o mercado apresentou desempenho positivo e reduziu, em média, o desconto dos fundos sobre o valor patrimonial. Esse movimento de recuperação de preços, somado a queda nas taxas dos títulos do governo ($\sim$ IPCA + 7% ao ano), comprimiu o prêmio de risco dos fundos de tijolo, que agora retornam à média histórica, o que indica um mercado mais ajustado do que vimos no início de 2025. Nesse contexto, reforçamos a necessidade de priorizar ativos com fundamentos sólidos, boa qualidade operacional e capacidade de sustentar rendimentos consistentes ao longo do tempo. Olhando para a frente, acreditamos que a valorização potencial nas cotas dos fundos será suportada por novos fechamentos na taxa de juros real, buscando fechar a diferença atual dos seus valores patrimoniais.

Para o segundo semestre de 2025, seguimos com preferência por fundos de recebíveis, especialmente aqueles indexados ao CDI e com perfil de risco *high grade*, além de fundos de galpões logísticos e shopping centers descontados que apresentem diferenciais evidentes de qualidade e gestão. Mesmo diante do ambiente de precificação mais ajustada, entendemos que as melhores oportunidades continuam concentradas nesses segmentos, com destaque especial para os fundos maiores que apresentam diversificação do portfólio e ampla liquidez no mercado secundário. A seguir, detalhamos nossas perspectivas para cada segmento:

Recebíveis Imobiliários



Destacamos a ampla liquidez, a alta diversificação das carteiras e o patamar atrativo de dividendos como os principais pilares na tese de investimento dos fundos de crédito. Com a alta recente das taxas de juros, avaliamos que os fundos de recebíveis indexados ao CDI devem elevar suas distribuições ao longo do 2S25. Além disso, enxergamos oportunidades relevantes nos fundos atrelados à inflação, que negociam, em média, com taxas atrativas de IPCA + 10% ao ano, que entregam dividendos competitivos e com potencial de ganhos substanciais em caso de fechamento da curva real de juros. Em contrapartida, temos intensificado nossos esforços na análise do risco de crédito dos fundos, uma vez que temos identificado operações que apresentam desafios nesse ambiente de juros elevados. Portanto, nossa preferência permanece voltada para ativos de perfil *high grade*.

Galpões Logísticos



O ano de 2025 iniciou-se com uma leve desaceleração nos indicadores operacionais do segmento, movimento que consideramos natural após a forte performance dos últimos trimestres. Apesar da alta pontual na vacância em regiões centrais, a demanda segue firme nos principais eixos logísticos, favorecendo a absorção de novos espaços ao longo do ano. Seguimos otimistas com a estabilização da ocupação, vislumbramos novos aumentos no preço de locação e mantemos preferência por ativos no raio de até 60 km de São Paulo.

Lajes Corporativas



O segmento segue apresentando melhora gradual nos indicadores de vacância e preços de locação, ainda que com expectativa de absorção mais comedida ao longo de 2025, diante do cenário macroeconômico e de novas entregas previstas. As regiões *prime* continuam sustentadas por alta ocupação e maior capacidade de reajuste nos aluguéis, enquanto áreas secundárias tendem a captar demanda via movimento de *flight-to-cost*. Mantemos visão construtiva para fundos expostos à Faria Lima, Pinheiros e Vila Olímpia, sendo opções mais conservadoras e voltadas para renda.

Shopping Centers



O segmento de shopping centers inicia 2025 mostrando resiliência, apesar do cenário de juros elevados que tende a limitar o consumo. A vacância segue baixa, as vendas se mantêm firmes e os custos de ocupação controlados, apoiados por um mercado de trabalho ainda aquecido e condições de crédito favoráveis. Continuamos com uma visão positiva para a manutenção de dividendos consistentes ao longo do ano.

Renda Urbana



O segmento de renda urbana deve seguir mostrando resiliência no segundo semestre de 2025, sustentado pela previsibilidade de contratos atípicos de longo prazo e pelo potencial de reciclagem de portfólio via venda de ativos a investidores estratégicos ou pessoas físicas. Esses fatores continuam favorecendo a manutenção de dividendos competitivos, configurando uma alternativa atrativa para estratégias conservadoras de geração de renda.

Fundo de Fundos e Hedge Funds

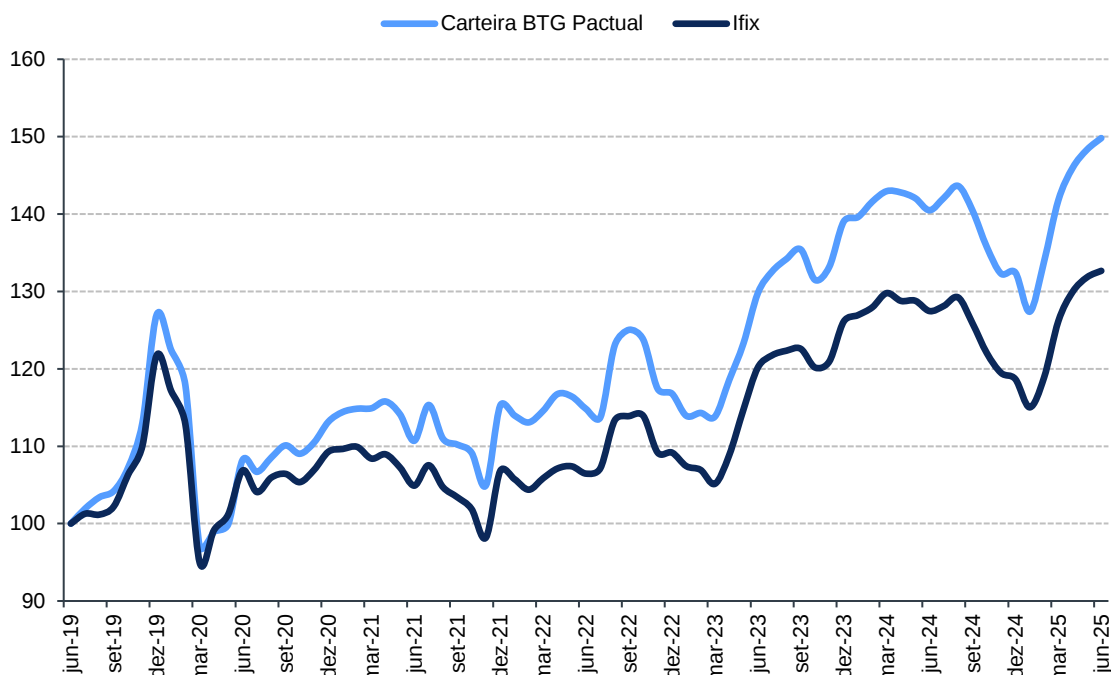


Para o segundo semestre de 2025, vemos um ambiente mais favorável para FOFs e Hedge Funds, com a recuperação dos preços reduzindo distorções e criando espaço para operações táticas e potenciais ganhos de capital. O *dividend yield* deve permanecer competitivo, enquanto a manutenção dos juros em patamar elevado por período prolongado tende a seguir influenciando a precificação dos ativos investidos.

Performance histórica e resultados do mês

Fundo	Peso	Retorno
Código	(%)	(%)
BTCI11	7,0%	1,09%
KNCR11	13,5%	1,72%
KNIP11	8,5%	0,75%
CLIN11	3,5%	2,81%
RBR11	9,0%	2,18%
RBRY11	8,0%	3,43%
VGIR11	2,0%	2,34%
VILG11	6,0%	-0,51%
BRCO11	4,5%	1,63%
BTLG11	10,0%	0,36%
BRCR11	3,5%	-2,80%
PVBI11	5,0%	-3,80%
HGBS11	3,5%	0,20%
TRXF11	7,0%	1,38%
HGRU11	3,5%	2,64%
GZIT11	2,5%	-1,32%
BTHF11	3,0%	2,22%
Total	100%	1,01%

Performance histórica (base 100)



	Janeiro	Fevereiro	Março	Abril	Mai	Junho	Julho	Agosto	Setembro	Outubro	Novembro	Dezembro	No ano	Desde o início
2025														
BTG	-3,81%	5,07%	5,92%	2,96%	1,61%	1,01%	-	-	-	-	-	-	13,12%	49,81%
IFIX	-3,07%	3,34%	6,14%	3,01%	1,44%	0,63%	-	-	-	-	-	-	11,79%	32,66%
2024														
BTG	0,42%	1,43%	0,95%	-0,12%	-0,51%	-1,10%	1,14%	1,09%	-2,20%	-3,36%	-2,54%	0,11%	-4,74%	32,43%
IFIX	0,67%	0,79%	1,43%	-0,77%	0,02%	-1,04%	0,52%	0,86%	-2,58%	-3,06%	-2,11%	-0,67%	-5,89%	18,67%
2023														
BTG	-2,46%	0,32%	-0,42%	4,16%	4,00%	5,25%	2,17%	1,22%	0,92%	-2,91%	1,30%	4,37%	19,02%	39,02%
IFIX	-1,60%	-0,45%	-1,69%	3,52%	5,43%	4,71%	1,33%	0,49%	0,20%	-1,97%	0,66%	4,25%	15,50%	26,10%
2022														
BTG	-1,11%	-0,78%	1,32%	1,89%	-0,27%	-1,38%	-0,94%	8,17%	1,64%	-1,03%	-5,11%	-0,53%	1,35%	16,80%
IFIX	-0,99%	-1,29%	1,42%	1,19%	0,26%	-0,88%	0,66%	5,76%	0,49%	0,02%	-4,15%	0,00%	2,22%	9,18%
2021														
BTG	1,10%	0,38%	0,04%	0,77%	-1,43%	-3,00%	4,18%	-3,78%	-0,69%	-0,95%	-3,88%	9,83%	1,83%	15,25%
IFIX	0,32%	0,25%	-1,38%	0,51%	-1,56%	-2,19%	2,51%	-2,63%	-1,24%	-1,47%	-3,64%	8,78%	-2,28%	6,80%
2020														
BTG	-3,58%	-3,73%	-17,69%	1,97%	0,99%	8,29%	-1,42%	1,72%	1,46%	-0,98%	1,34%	2,42%	-10,89%	13,17%
IFIX	-3,76%	-3,69%	-15,85%	4,39%	2,08%	5,59%	-2,61%	1,79%	0,46%	-1,01%	1,51%	2,19%	-10,24%	9,29%
2019														
BTG	-	-	-	-	-	-	1,94%	1,44%	0,78%	2,89%	5,41%	12,37%	27,01%	27,01%
IFIX	-	-	-	-	-	-	1,27%	-0,11%	1,04%	4,01%	3,52%	10,63%	21,76%	21,76%

Fontes: Economatica e BTG Pactual. Data-base: 30 de junho de 2025.

Carteira recomendada

Dividend yield anualizado

12,5%

Dividend yield LTM

11,1%

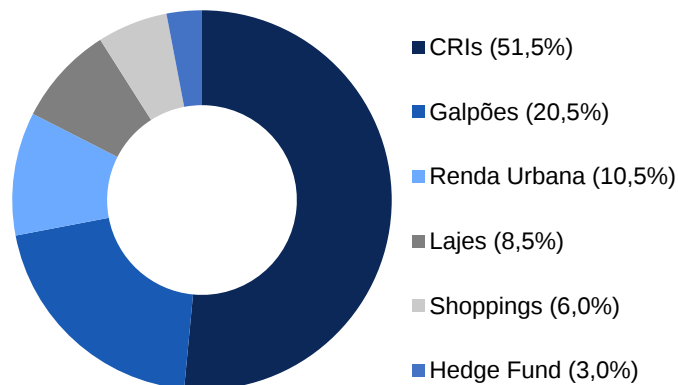
Volume diário médio

R\$ 4,7 MM

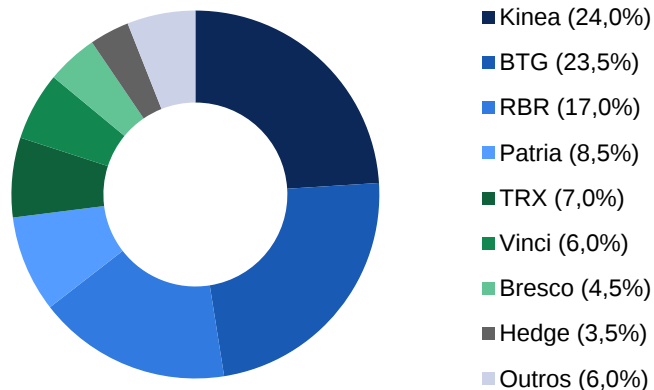
Volatilidade anualizada

13,5%

Exposição por segmento



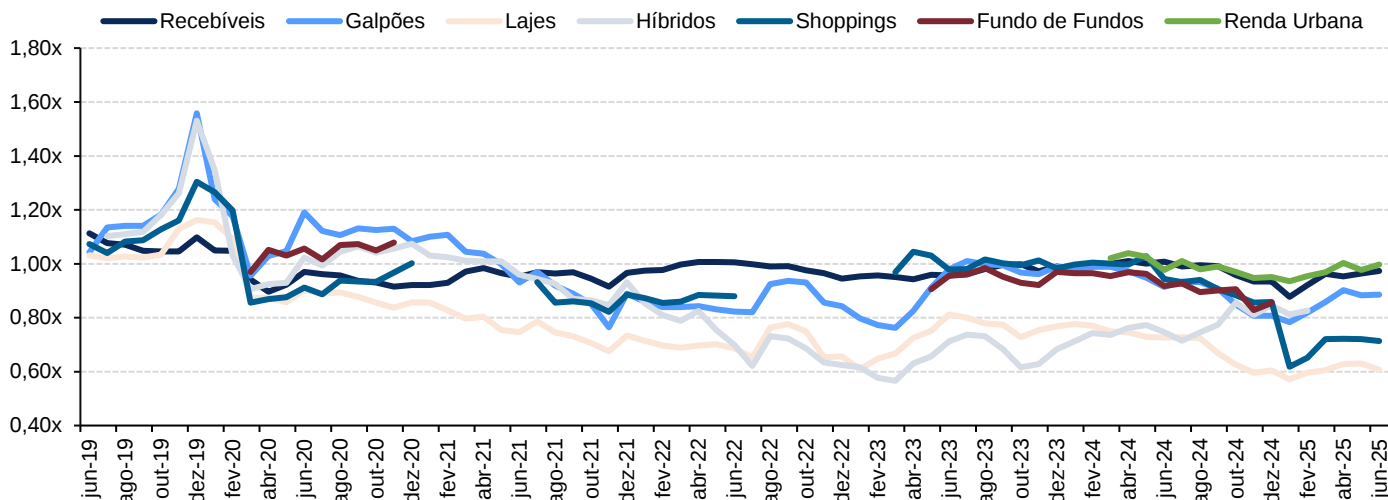
Exposição por gestora



Fundo	Peso	Características		Preço	P/VPA	Liquidez	Dividend Yield		Performance	
Código	(%)	Gestora	Segmento	-	-	R\$ milhares	Anualizado	LTM	1M (%)	12M (%)
BTCI11	7,0%	BTG Pactual	Recebíveis	9,2	0,91x	1.598	12,8%	12,1%	1,1%	3,9%
KNCR11	15,5%	Kinea	Recebíveis	105,2	1,03x	11.181	13,7%	11,7%	1,7%	11,9%
KNIP11	8,5%	Kinea	Recebíveis	91,0	0,99x	5.630	10,6%	12,2%	0,8%	6,7%
CLIN11	3,5%	Clave	Recebíveis	93,0	0,96x	1.070	14,8%	13,2%	2,8%	11,7%
RBRR11	9,0%	RBR	Recebíveis	89,0	0,96x	2.593	12,1%	11,9%	2,2%	10,2%
RBRY11	8,0%	RBR	Recebíveis	95,4	0,99x	2.336	13,8%	12,6%	3,4%	11,1%
VILG11	6,0%	Vinci	Galpões Logísticos	85,8	0,76x	1.630	9,8%	9,0%	-0,5%	13,0%
BRCO11	4,5%	Bresco	Galpões Logísticos	110,2	0,93x	3.296	11,4%	9,5%	1,6%	7,0%
BTLG11	10,0%	BTG Pactual	Galpões Logísticos	99,9	0,96x	6.714	9,4%	9,4%	0,4%	10,3%
BRCR11	3,5%	BTG Pactual	Lajes Corporativas	42,3	0,49x	1.319	11,6%	13,6%	-2,8%	-5,6%
PVBI11	5,0%	Patria	Lajes Corporativas	76,2	0,72x	3.588	7,9%	8,8%	-3,8%	-10,4%
HGBS11	3,5%	Hedge	Shoppings	19,9	0,92x	2.333	9,6%	9,7%	0,2%	3,7%
GZIT11	2,5%	Gazit	Shoppings	46,0	0,50x	488	20,3%	20,3%	-1,3%	-2,0%
TRXF11	7,0%	TRX	Renda Urbana	102,7	1,00x	6.411	17,7%	12,5%	1,4%	11,1%
HGRU11	3,5%	Patria	Renda Urbana	124,8	0,99x	3.680	14,9%	9,6%	2,6%	7,3%
BTHF11	3,0%	BTG Pactual	Hedge Fund	8,8	0,86x	3.771	12,6%	-	2,2%	-
Total	100%			-	0,92x	4.709	12,5%	11,1%	-	-

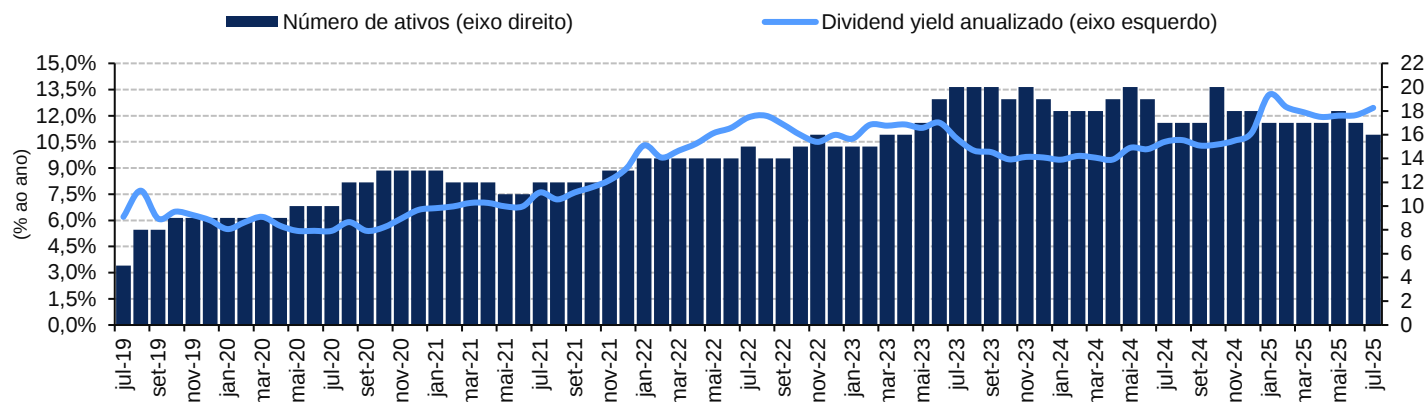
Fontes: Economatica e BTG Pactual. Data-base: 30 de junho. Glossário pode ser acessado [aqui](#).

Carteira Recomendada – Histórico de P/VPA dos ativos (desde o início)



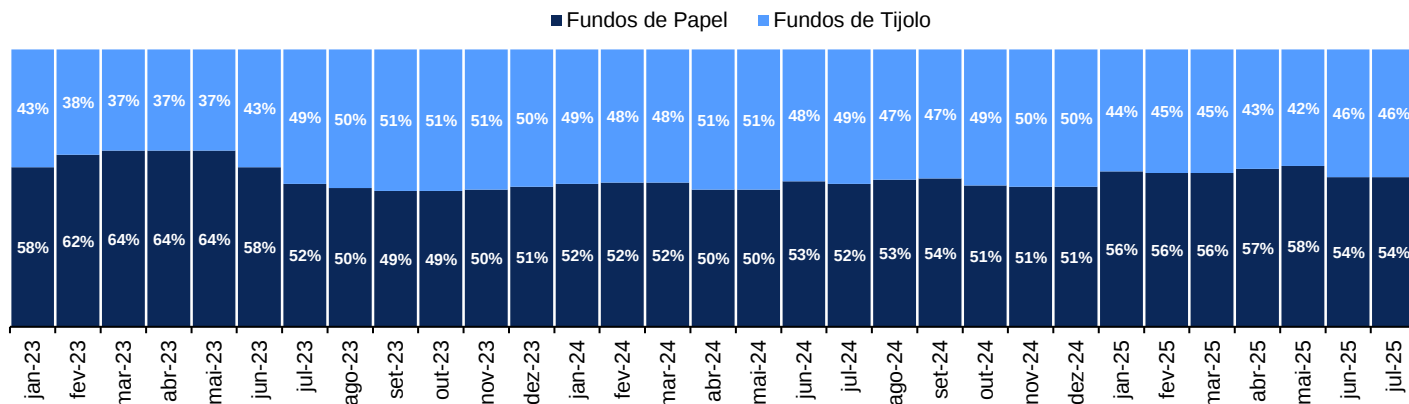
Fonte: BTG Pactual.

Carteira Recomendada – Histórico de *dividend yield* anualizado e número de ativos (desde o início)



Fonte: BTG Pactual.

Carteira Recomendada – Histórico de alocação entre tipos de FIIs (desde jan/23)



Fonte: BTG Pactual. *Papel considera exposição em FIIs de recebíveis e FOFs.

Recomendações

Recebíveis imobiliários (CRIs)

Fundo	Tese de alocação	Análises
BTCI11	Nossa recomendação para o BTCI11 está sustentada nos seguintes pilares: (i) carteira de crédito pulverizada e atrelada a devedores de primeira linha (<i>high grade</i>); (ii) excelente equipe de gestão; (iii) estrutura de garantias robustas; (iv) possibilidade de ganhos adicionais através do giro de suas posições no mercado secundário; e (v) estratégia de alocação híbrida, visando investir em CRIs indexados à inflação e ao CDI.	Site
KNCR11	Nossa recomendação para o KNCR11 se baseia nos seguintes pilares: (i) grande representatividade no segmento de recebíveis; (ii) excelente liquidez, sendo um dos mais negociados de toda a indústria; (iii) carteira formada com o viés de carregamento, ou seja, pela aquisição de ativos que devem ser levados até seu vencimento; (iv) estruturação própria, permitindo a negociação de garantias adicionais e taxas mais atrativas; e (v) alocação em ao menos 50% de todas as operações da carteira, permitindo ao fundo aprovar qualquer tema relevante aos créditos em assembleia de devedores.	Site
KNIP11	Nossa recomendação para o KNIP11 se baseia nos seguintes pilares: (i) grande representatividade no segmento de recebíveis (o fundo possui mais de R\$ 7 bilhões de patrimônio investido); (ii) excelente liquidez; (iii) carteira diversificada; (iv) capacidade de estruturação e origem própria; (v) estrutura sólida de garantias; (vi) devedores com bom risco de crédito; e (vii) carregamento atrativo.	Site
CLIN11	Nossa recomendação para o CLIN11 se baseia nos seguintes fatores: (i) excelente equipe de gestão, com ampla experiência no setor imobiliário; (ii) garantias robustas, majoritariamente localizadas no estado de São Paulo; (iii) possibilidade de ganhos adicionais através do giro de suas posições no mercado secundário (leia-se marcação a mercado); e (iv) devedores com bom risco de crédito.	Site
RBRR11	Sobre nossa recomendação para o RBRR11, ela está associada aos seguintes fatores: (i) carteira de ativos diversificada; (ii) garantias robustas e localizadas em regiões <i>premium</i> ; (iii) time de gestão de ponta, com experiência no setor imobiliário; (iv) alocação segregada em diferentes estratégias; e (v) boa liquidez.	Site
RBRY11	Nossa recomendação para o RBRY11 está firmada nos seguintes pilares: (i) carteira de crédito pulverizada; (ii) garantias sólidas e localizadas majoritariamente no estado de São Paulo; (iii) excelente time de gestão; (iv) perfil de risco médio que segue entregando rendimentos consistentes; (v) grande capacidade de origem de novas operações, o que possibilita a negociação de garantias e taxas mais atrativas; e (vi) ótima liquidez.	Site

Galpões logísticos

Fundo	Tese de alocação	Análises
BTLG11	Nossa sugestão de compra para o BTLG11 segue os seguintes fundamentos: (i) grande exposição ao estado de São Paulo, em regiões próximas à capital; (ii) carteira de locatários diversificada em seus setores de atuação e com alta qualidade creditícia; (iii) geração de valor no longo prazo através de reformas e expansões de seus ativos; (iv) contratos de longo prazo com seus inquilinos; (v) imóveis de alto padrão; e (vi) ótima liquidez no mercado secundário.	Site
VILG11	A nossa sugestão para o VILG11 é pautada pelos seguintes fatores: (i) portfólio diversificado em diversas regiões do país, com maior exposição ao distrito de Extrema (MG); (ii) carteira de locatários pulverizada, mas com grande exposição ao segmento de e-commerce; (iii) exposição a contratos típicos que, associados à maior demanda por galpões, podem auxiliar na elevação dos aluguéis do fundo no médio prazo; e (iv) excelente liquidez no mercado secundário.	Site
BRCO11	Nossa sugestão de compra para o BRCO11 é baseada nos seguintes pilares: (i) grande exposição ao estado de São Paulo, especialmente em regiões próximas à capital; (ii) exposição a contratos atípicos, que trazem previsibilidade à parte das receitas do fundo; (iii) imóveis de altíssimo padrão; (iv) possibilidade de geração de valor no longo prazo através de reformas e expansões em seus ativos; e (v) boa liquidez no mercado secundário.	Site

Lajes corporativas

Fundo	Tese de alocação	Análises
PVBI11	Nossa recomendação para o VBI Prime Properties é pautada pelos seguintes fundamentos: (i) um dos melhores portfólios de imóveis do mercado de FIIs; (ii) ativos localizados em regiões resilientes e com alta demanda; (iii) locatários com excelente qualidade creditícia; (iv) possibilidade de ganhos adicionais através da alienação de ativos; e (v) alta liquidez.	Site
BRCR11	Nossa recomendação para o BRCR11 é pautada pelos seguintes fundamentos: (i) um dos maiores fundos de lajes corporativas da indústria, com mais de R\$ 2 bilhões de patrimônio líquido; (ii) carteira diversificada em vários ativos; (iii) cenário de médio prazo positivo para a recuperação do segmento de lajes corporativas; e (iv) ótima liquidez.	Site

Shopping centers

Fundo	Tese de alocação	Análises
HGBS11	Nossa recomendação de compra para o HGBS11 segue os seguintes pilares: (i) portfólio de shopping centers localizados em regiões maduras; (ii) carteira diversificada em ativos dominantes, com maior exposição ao estado de São Paulo; (iii) baixo nível de alavancagem; (iv) alta liquidez no mercado secundário; e (v) boa performance operacional dos shoppings.	Site
GZIT11	Nossa tese de investimento para o GZIT11 se baseia nos seguintes fatores: (i) posição de controle com possibilidade de geração de ganhos operacionais com a gestão ativa do portfólio; (ii) portfólio formado por ativos localizados em São Paulo, principal mercado consumidor do país; e (iii) expectativa de rendimentos estáveis até o final de 2025 e de ~13% de rendimento anualizado a partir de 2026, patamar superior aos que os fundos do mesmo segmento entregam atualmente.	Site

Renda urbana

Fundo	Tese de alocação	Análises
HGRU11	Nossa recomendação para o HGRU11 está firmada nos seguintes pilares: (i) portfólio diversificado, com grande participação no estado de São Paulo; (ii) exposição aos segmentos de varejo alimentício, educação e vestuário; (iii) exposição a contratos atípicos de longo prazo; (iv) possibilidade de ganhos adicionais por meio da venda de imóveis; e (v) alta liquidez no mercado secundário.	Site
TRXF11	Nossa sugestão de compra para o TRXF11 é pautada pelos seguintes fundamentos: (i) portfólio diversificado, com imóveis localizados em regiões maduras e resilientes; (ii) exposição ao segmento de varejo, tendo como contraparte algumas das principais empresas do setor; (iii) exposição a contratos atípicos; (iv) possibilidade de ganhos adicionais por meio da venda de imóveis; e (v) alta liquidez no mercado secundário.	Site

Hedge Fund

Fundo	Tese de alocação	Análises
BTHF11	Nossa tese de investimento para o BTHF11 se baseia nos seguintes fatores: (i) carteira diversificada em vários segmentos do mercado imobiliário (FIIs, CRIs, ações e imóveis); (ii) potencial de valorização graças ao duplo desconto que o fundo negocia; (iii) possibilidade de ganhos adicionais através da alienação de ativos do antigo BCFF11; (iv) alta liquidez no mercado secundário; (v) exposição a estratégias e ativos exclusivos; e (vi) flexibilidade de mandato.	Site

Gestoras



A BTG Gestora de Recursos é o braço de gestão de ativos imobiliários do Banco BTG Pactual. Tem exposição a ativos imobiliários superior a R\$ 10 bilhões, sendo responsável pela gestão de fundos renomados como o BC Fund (BRCR11) e o BTG Pactual Real Estate Hedge Fund (BTHF11).



A Bresco é a maior desenvolvedora e gestora brasileira de empreendimentos logísticos de alto padrão e oferece soluções flexíveis e sustentáveis para empresas e investidores que buscam eficiência e valorizam relações de longo prazo.



Fundada em 2021, a Clave ganhou grande notoriedade por sua atuação na gestão de fundos multimercados, crédito e renda variável. Atualmente, a gestora é responsável pela gestão de mais de R\$ 8 bilhões, distribuídos entre as estratégias de multimercado macro, ações, crédito privado, sistemática e imobiliário.



A Gazit Brasil Asset Management é uma empresa pertencente ao grupo G-City, multinacional israelense listada na Tel Aviv Stock Exchange (TASE:GCT), focada em desenvolvimento residencial, exploração de shoppings centers e imóveis comerciais na América do Norte, Brasil, Israel e Europa. Atualmente, o grupo controlador da Gazit possui quase 90 empreendimentos sob gestão que somam mais de 1,9 milhão de m² de área locável.



Fundada por sócios egressos do CSHG, a Hedge Investments foi responsável pela estruturação de diversos fundos imobiliários nos segmentos de varejo, lajes corporativas, logístico, recebíveis e fundos de fundos. Atualmente, a Hedge tem mais de R\$ 7 bilhões de ativos sob gestão.



A Kinea foi constituída em 2007 pelo Itaú Unibanco e por executivos da gestora visando ser um veículo de investimentos alternativos (Hedge Funds, Private Equity, Fundos de Investimento Imobiliário).



O Patria Investimentos é uma empresa global de gestão de ativos alternativos com mais de R\$ 200 bilhões sob gestão. Há mais de 35 anos no mercado, tem realizado diversos investimentos nas áreas de Private Equity, Infraestrutura, Public Equities, Real Estate e Crédito.



A RBR Asset Management conta com profissionais com larga experiência no setor imobiliário e adota um processo de análise das alocações rigoroso e diligente. Os sócios têm participação nos fundos da gestora, o que alinha os interesses do fundo com os dos cotistas.



Fundada em 2007, a TRX Investimentos é uma gestora de recursos focada no mercado imobiliário e especializada na aquisição, gestão e desenvolvimento de empreendimentos imobiliários no Brasil e nos Estados Unidos.



Fundada em 2009, a Vinci Partners é uma gestora de investimentos alternativos que atua nos segmentos de Private Equity, Real Estate, Infraestrutura, Crédito, Multimercados, Ações, Investments Solutions e Assessoria.

Avaliação dos fundos

Realizamos a escolha dos fundos que compõem a carteira recomendada após profundo processo de análise e avaliação de qualidade dos ativos. Buscamos equilibrar nosso portfólio com fundos que tenham estratégias complementares, proporcionando, além da diversificação setorial (e.g., recebíveis, lajes corporativas, galpões logísticos e shopping centers), exposição a diferentes regiões do país. Iniciamos nosso processo de escolha a partir de análise setorial macroeconômica, com a avaliação do portfólio do fundo em termos de: (i) qualidade e localização dos ativos; (ii) microeconomia da região; (iii) perfil dos locatários/devedores; e (iv) análise dos contratos e das garantias.

Após a análise inicial, realizamos o *valuation* do fundo com o objetivo de entender se ele está precificado corretamente ou se há algum deságio em relação ao seu valor intrínseco calculado a partir do nosso modelo financeiro. Em seguida, realizamos a análise comparativa, avaliando a performance e os múltiplos do fundo em relação a ativos semelhantes e ao seu segmento (e.g., TIR, *FFO yield*, *dividend yield*, P/VPA, preço (R\$/m²), vacância e liquidez).

Depois da precificação e da análise relativa ao mercado, focamos no entendimento da estratégia e na visão da gestão, uma vez que é ela que coordena o fundo no dia a dia. Conversamos diretamente com os gestores com o objetivo de conhecer quais são os desafios e o que tem sido feito para solucioná-los no médio e no longo prazo. Além disso, entendemos que a pulverização entre diferentes gestoras é fundamental para uma carteira diversificada.

Em seguida, buscamos avaliar a relação risco vs. retorno do ativo. Esse balanço é importante, pois nos permite entender quais fundos serão usados para diferentes estratégias dentro da carteira, como posição mais defensiva de preservação do capital, obtenção de renda ou ganho de capital. Por fim, definimos a participação que o ativo terá no portfólio, a nossa preferência recaindo em ativos que tenham qualidade e sejam geridos por um time especializado, com visão de longo prazo e interesses alinhados com os dos cotistas.

Riscos

Risco de Mercado: Conhecido também por “Risco Sistemático”, refere-se ao risco de perdas por fatores que afetam o desempenho geral dos mercados, como impactos macroeconômicos (recessões, taxas de juros, câmbio e inflação), instabilidade política, mudanças na política internacional, reformas estruturais, desastres naturais, entre outros.

Risco de Liquidez: Por mais que os fundos imobiliários sejam muito mais líquidos que os imóveis físicos, existem fundos com maior e menor liquidez (volume financeiro negociado por dia). Nesse sentido, um fundo que tem menor liquidez também tem maior sensibilidade de preço nas operações de compra e venda, ou seja, o preço da cota pode estar sujeito a maior oscilação no mercado secundário.

Risco de Vacância: Os fundos imobiliários são constituídos por uma carteira de imóveis e, dentro desses imóveis, existem inquilinos que realizam os pagamentos de aluguéis. Caso um inquilino desocupe o espaço locado (aumento da vacância física), o fundo irá perder receita imobiliária, pois não haverá mais pagamento de aluguel, além de incorrer em despesas de IPTU e condomínio referentes à saída desse locatário. Nesse sentido, há queda da receita e aumento da despesa, resultando em diminuição do rendimento.

Risco de Crédito: O risco de crédito é a possibilidade de perda referente ao não cumprimento das obrigações contratuais de aluguel ou do pagamento do fluxo de recebível (CRI). Caso um locatário esteja passando por situação financeira de estresse e não consiga honrar os pagamentos do aluguel, o fundo irá incorrer em inadimplência, impactando a receita imobiliária e, conseqüentemente, a distribuição de rendimentos para os cotistas.

Risco de Pré-Pagamento: O risco de pré-pagamento ocorre quando as empresas recompram suas dívidas e tomam novas com taxas mais baratas. No caso dos fundos imobiliários, é quando o devedor do CRI resolve quitar sua dívida antes do vencimento do papel, interrompendo o pagamento de juros incorridos e, conseqüentemente, a rentabilidade do fundo que é o tomador dessa dívida. Para mitigar esse potencial risco, os tomadores impõem multas de pré-pagamento.

Glossário

ABL: Área Bruta Locável.

Benchmark: Índice de referência.

Built-to-Suit (BTS): Operação em que um imóvel é construído sob medida para o futuro locatário.

Cap rate: Taxa de capitalização.

CCV: Contrato de Compra e Venda.

Código: Código de negociação do FII na Bolsa.

Data ex: Data em que as cotas se tornam ex-dividendos.

Dividend yield: Rendimento anual de um FII, calculado pela divisão dos proventos pelo preço de mercado por cota.

Dividend yield (Forward): Rendimento anual de um FII para os próximos 12 meses.

Duration: Prazo médio ponderado de recebimento dos fluxos de caixa dos papéis.

Ebitda: Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização.

Follow-On: Oferta pública subsequente ao IPO.

FFO (Funds From Operation): Geração de caixa de um Fundo Imobiliário.

High Grade: Ativos de renda fixa atrelados a devedores com bom risco de crédito, ou seja, de baixo risco.

High Yield: Ativos de renda fixa atrelados a devedores com risco elevado, consequentemente com maior remuneração.

IFIX: Índice dos Fundos de Investimento Imobiliário.

IPO: Oferta pública inicial.

Leasing spread: Reajuste real no contrato de aluguel.

Liquidez: Capacidade e rapidez com que um ativo é convertido em dinheiro.

LTM: Últimos doze meses.

Loan to Value (LTV): Índice de avaliação de risco, calculado pela relação da dívida com o valor do ativo.

NOI: Lucro operacional líquido.

Pipeline: Conjunto de bens ou ativos que o fundo pretende adquirir.

PL: Patrimônio Líquido do fundo.

Proventos: Rendimentos dos Fundos Imobiliários.

RMG: Renda Mínima Garantida pelo vendedor do ativo.

Sale-Leaseback (SLB): Operação em que um imóvel é simultaneamente vendido e locado de volta ao ex-proprietário.

Taxa de administração: Remuneração dos administradores.

Taxa de gestão: Remuneração dos gestores.

TIR: Taxa Interna de Retorno.

Vacância: Parcela vaga de um imóvel.

P (Valor de Mercado): Valor do fundo negociado no mercado secundário.

P/VPA: Desconto ou prêmio de negociação entre o valor de mercado e o patrimônio líquido.

VPA (Patrimônio Líquido): Valor do fundo segundo análise feita por uma empresa terceira.

Disclaimers

Este relatório foi elaborado pelo Banco BTGPACTUAL S.A. Os números contidos nos gráficos de desempenho referem-se ao passado; desempenho passado não é um indicador confiável de resultados futuros.

Certificado do Analista

Cada analista de pesquisa responsável, no todo ou em parte, pelo conteúdo deste relatório de pesquisa de investimento certifica que:

(i) nos termos do Artigo 21º, da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, todas as opiniões expressas refletem com precisão suas opiniões pessoais sobre esses valores mobiliários ou emissores, e tais recomendações foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação ao Banco BTGPACTUAL S.A. e/ou suas afiliadas, conforme o caso;

(ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas contidas aqui ou vinculada ao preço de qualquer um dos valores mobiliários aqui discutidos.

Parte da remuneração do analista provém dos lucros do Banco BTGPACTUAL S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, consequentemente, das receitas decorrentes de transações detidas pelo Banco BTGPACTUAL S.A. e/ou suas afiliadas. Quando aplicável, o analista responsável por este relatório, certificado de acordo com a regulamentação brasileira, será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será dele o primeiro nome na lista de assinaturas.

Disclaimer Global

Este relatório foi preparado pelo Banco BTGPACTUAL S.A. ("BTGPACTUAL S.A.") para distribuição apenas sob as circunstâncias permitidas pela lei aplicável. Este relatório não é direcionado a você se o BTGPACTUAL estiver proibido ou restrito por qualquer legislação ou regulamentação em qualquer jurisdição de disponibilizá-lo a você. Antes de lê-lo, deve se certificar de que o BTGPACTUAL tem permissão para fornecer material de pesquisa sobre investimentos a você de acordo com a legislação e os regulamentos relevantes. Nada neste relatório constitui uma representação de que qualquer estratégia de investimento ou recomendação aqui contida é adequada ou apropriada às circunstâncias individuais de um destinatário ou, de outra forma, constitui uma recomendação pessoal. É publicado apenas para fins informativos, não constitui um anúncio e não deve ser interpretado como uma solicitação, oferta, convite ou incentivo para comprar ou vender quaisquer valores mobiliários ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição.

Os preços neste relatório são considerados confiáveis na data em que ele foi emitido e são derivados de um ou mais dos seguintes pontos de referência:

(i) fontes conforme expressamente especificadas ao lado dos dados relevantes;

(ii) o preço cotado no principal mercado regulamentado para o valor mobiliário em questão;

(iii) outras fontes públicas consideradas confiáveis; e

(iv) dados proprietários do BTGPACTUAL ou dados disponíveis para o BTGPACTUAL.

Todas as outras informações aqui contidas são consideradas confiáveis na data em que este relatório foi emitido e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. Nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é fornecida em relação à precisão, integridade ou confiabilidade das informações aqui contidas, exceto com relação àquelas relativas ao Banco BTGPACTUAL S.A., suas subsidiárias e afiliadas, nem pretende ser uma declaração completa ou resumo dos valores mobiliários, mercados ou desenvolvimentos referidos no relatório.

Em todos os casos, os investidores devem conduzir sua própria investigação e análise de tais informações antes de tomar ou deixar de tomar qualquer ação em relação aos valores mobiliários ou mercados analisados neste relatório. O BTGPACTUAL não assume que os investidores obterão lucros, nem compartilhará com os investidores quaisquer lucros de investimentos nem aceitará qualquer responsabilidade por quaisquer perdas de investimentos. Os investimentos envolvem riscos, e os investidores devem exercer prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTGPACTUAL não aceita obrigações fiduciárias para com os destinatários deste relatório e, ao comunicá-lo, não está agindo na qualidade de fiduciário. O relatório não deve ser considerado pelos destinatários como um substituto para o exercício de seu próprio julgamento. As opiniões, estimativas e projeções aqui expressas constituem o julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data em que o relatório foi emitido e, portanto, estão sujeitas a alterações sem aviso prévio e podem divergir ou ser contrárias às opiniões expressas por outras áreas de negócios ou grupos do BTGPACTUAL em decorrência da utilização de diferentes premissas e critérios. Como as opiniões pessoais dos analistas podem diferir umas das outras, o Banco BTGPACTUAL S.A., suas subsidiárias e afiliadas podem ter emitido ou emitir relatórios inconsistentes e/ou chegar a conclusões diferentes das informações aqui apresentadas. Quaisquer opiniões, estimativas e projeções não devem ser interpretadas como uma representação de que os assuntos ali referidos ocorrerão.

Os preços e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a alterações sem aviso prévio. A pesquisa iniciará, atualizará e encerrará a cobertura exclusivamente a critério da Gerência de Pesquisa do Banco de Investimentos do BTGPACTUAL. A análise contida neste documento é baseada em numerosas suposições. Suposições diferentes podem resultar em resultados substancialmente diferentes. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração deste relatório pode(m) interagir com o pessoal da mesa de operações, pessoal de vendas e outros públicos com a finalidade de coletar, sintetizar e interpretar informações de mercado. O BTGPACTUAL não tem obrigação de atualizar ou manter atualizadas as informações aqui contidas, exceto quando encerrar a cobertura das empresas abordadas no relatório. O BTGPACTUAL conta com barreiras de informação para controlar o fluxo de informações contidas em uma ou mais áreas dentro do BTGPACTUAL para outras áreas, unidades, grupos ou afiliadas do BTGPACTUAL.

A remuneração do analista que preparou este relatório é determinada pela gerência de pesquisa e pela alta administração (não incluindo banco de investimento). A remuneração dos analistas não se baseia nas receitas de banco de investimento, no entanto, a remuneração pode estar relacionada às receitas do BTGPACTUAL Investment Bank como um todo, do qual fazem parte os bancos de investimento, vendas e negociação.

Os valores mobiliários aqui descritos podem não ser elegíveis para venda em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Opções, produtos derivativos e futuros não são adequados para todos os investidores, e a negociação desses instrumentos é considerada arriscada. Títulos garantidos por hipotecas e ativos podem envolver um alto grau de risco e podem ser altamente voláteis em resposta a flutuações nas taxas de juros e outras condições de mercado. O desempenho passado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. Se um instrumento financeiro for denominado em uma moeda diferente da moeda de um investidor, uma alteração nas taxas de câmbio pode afetar adversamente o valor ou preço ou a receita derivada de qualquer título ou instrumento relacionado mencionado neste relatório, e o leitor deste relatório assume qualquer risco cambial.

Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer investidor em especial. Os investidores devem obter aconselhamento financeiro independente segundo suas próprias circunstâncias particulares antes de tomar uma decisão de investimento com base nas informações aqui contidas. Para aconselhamento sobre investimentos, execução de negócios ou outras questões, os clientes devem entrar em contato com seu representante de vendas local. Nem o BTGPACTUAL nem qualquer de suas afiliadas, nem qualquer um de seus respectivos diretores, funcionários ou agentes aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda ou dano decorrente do uso de todo este relatório ou de parte dele.

Quaisquer preços declarados neste relatório são apenas para fins informativos e não representam avaliações de títulos individuais ou outros instrumentos. Não há representação de que qualquer transação possa ou não ter sido afetada a esses preços, e quaisquer preços não refletem necessariamente os livros e registros internos do BTGPACTUAL ou avaliações baseadas em modelos teóricos e podem ser baseados em certas suposições. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído a qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o consentimento prévio por escrito do BTGPACTUAL, e o BTGPACTUAL não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito. Informações adicionais relacionadas aos instrumentos financeiros discutidos neste relatório estão disponíveis mediante solicitação.

O BTGPACTUAL e suas afiliadas mantêm acordos para administrar conflitos de interesse que possam surgir entre eles e seus respectivos clientes e entre seus diferentes clientes. O BTGPACTUAL e suas afiliadas estão envolvidos em uma gama completa de serviços financeiros e relacionados, incluindo serviços bancários, bancos de investimento e prestação de serviços de investimento. Dessa forma, qualquer membro do BTGPACTUAL ou de suas afiliadas pode ter interesse relevante ou conflito de interesse em quaisquer serviços prestados a clientes pelo BTGPACTUAL ou por tal afiliada. As áreas de negócios dentro do BTGPACTUAL e entre suas afiliadas operam independentemente umas das outras e restringem o acesso do(s) indivíduo(s) específico(s) responsável(is) por lidar com os assuntos do cliente a determinadas áreas de informações quando isso é necessário para administrar conflitos de interesse ou interesses materiais.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse: www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx