

Suno FIs

Conteúdo extraído da edição #312, exclusiva para assinantes

Publicado em 15/02/2023

Resumo

Continuamos atualizando os assinantes em relação aos setores presentes na indústria de fundos imobiliários. Nesta semana, trazemos informações sobre o setor de varejo, que engloba FIs de **shoppings centers e renda urbana**.

Boa leitura.

Varejo (shopping center e renda urbana)

VISÃO SETORIAL

No relatório desta semana, optamos por consolidar o setor de varejo no mercado de fundos imobiliários entre os ativos de shoppings centers bem como aqueles ligados à renda urbana. Mas, o que nos levou a este posicionamento? Entendemos que o varejo, em geral, deve ser percebido sob a ótica de seu “ponto comercial” e a adaptabilidade dos negócios que podem transitar por estes ativos ao longo dos ciclos.

Ou seja, a área locável de uma “loja de rua” permite que diversos negócios possam ser adaptáveis às necessidades daquela região. Da mesma forma, uma loja de um shopping center pode receber diversos tipos de locatários, de diversas naturezas (consumo, entretenimento, alimentação, entre outras). Lembrando que, normalmente, estes ativos foram desenvolvidos dentro dos centros urbanos e o constante aumento do adensamento populacional ao longo do tempo tende a gerar cada vez mais valor ao passo que a gestão ativa seja efetivamente colocada em prática.

Entendemos que, do ponto de vista imobiliário, este segmento possui ativos que são os mais defensivos no longo prazo, especialmente aqueles que se encontram em regiões maduras (“geração de renda”) como também aqueles que estão posicionados em novos vetores decrescimento das cidades (“ganho patrimonial”).

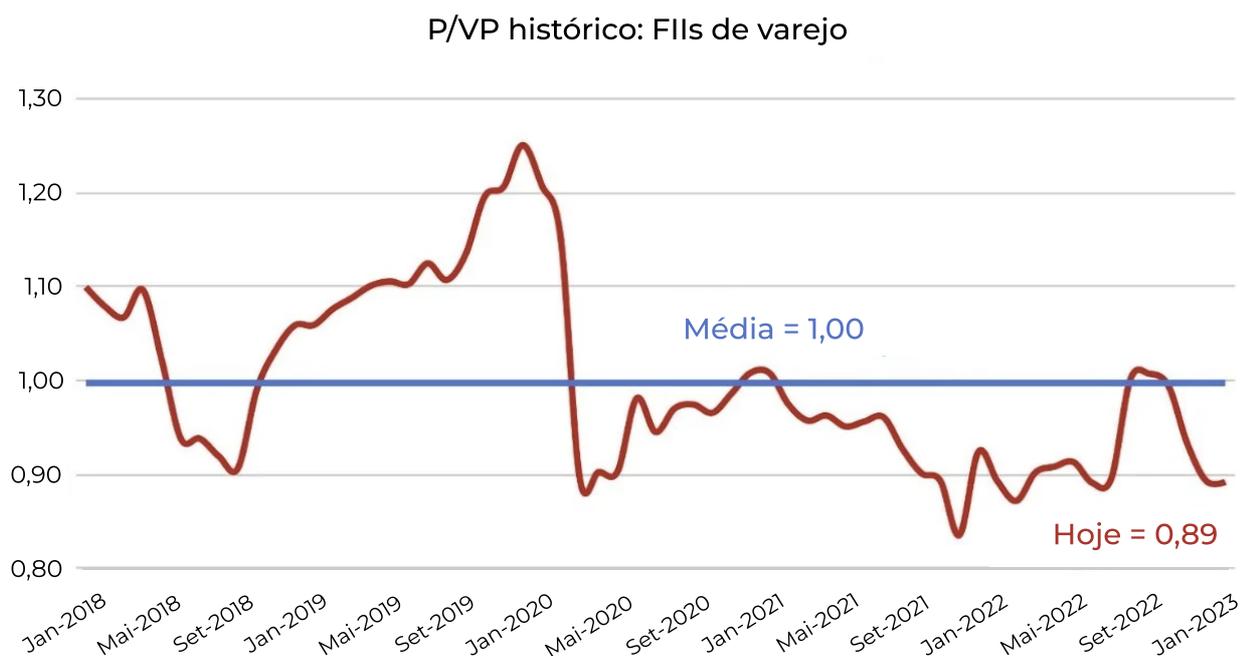
Embora os shoppings centers sejam um setor antigo no mercado, foram poucos os gestores que, efetivamente, conseguiram se desenvolver e criar portfólios robustos em que pese o fato determos ao menos cinco grandes FIs com um porte e uma estrutura de capital mais alinhada à esta nova geração do mercado listado.

Já o setor de renda urbana é bastante jovem – apenas nos últimos três ou quatro anos é que, de fato, estamos observando os gestores buscarem esta estratégia em direção às suas decisões de investimentos.

Atualmente, cerca de 8% do IFIX são fundos de shoppings centers e 4% direcionados à renda urbana. Quando consolidamos ambos os setores, é possível verificar que, historicamente, foi um nicho que negociou, em média, alinhado aos seus respectivos valores patrimoniais ($P/VP= 1$).

Todavia, entre a primeira e a segunda ondas da Covid-19, estes ativos foram negociados em seus menores múltiplos. Embora agora não estejamos na mínima dos últimos cinco anos, fica evidente que o desconto patrimonial é relevante ($P/VP= 0,89$), oferecendo uma oportunidade aos investidores com horizonte de longo prazo face à previsibilidade dos rendimentos e às reavaliações patrimoniais positivas que temos percebido nos FIs varejistas nestes últimos meses.

No gráfico abaixo, destacamos o P/VP histórico dos FIs de varejo.

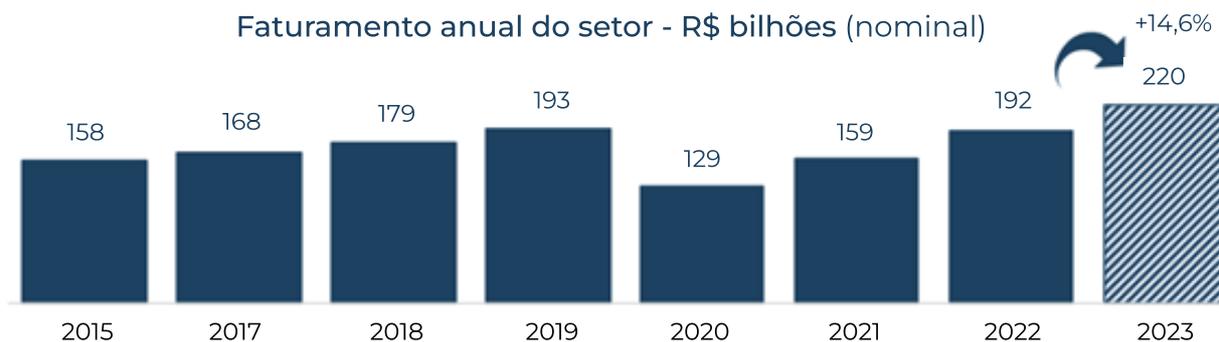


Fonte: Economatica. Elaboração: Suno Research.

Sendo objetivos, o fechamento temporário das lojas em 2020 pressionou o valuation destes ativos. No entanto, essa assimetria vem sendo superada face à consistência dos resultados obtidos e, considerando os preços atuais, os principais FIs voltados ao varejo (shoppings e renda urbana) oferecem uma **margem de segurança** favorável em nossa visão.

- **Importante** – Temos uma leitura de que esse tipo de ativo é defensivo, embora a pandemia tenha gerado um certo desconforto aos cotistas, mesmo que momentâneo e circunstancial. Todavia, entendemos que foi um evento não recorrente e que, em tese, não deveria compor de maneira definitiva a matriz de riscos dos investidores.

Nos dois gráficos abaixo, é possível verificar a consistência do crescimento do faturamento do setor, observando que o resultado de 2022 já se encontra bem próximo ao patamar pré-pandemia.



Fonte: ABRASCE (Relatório Gerencial – HGBS11 – Hedge)



Fonte: ABRASCE (Relatório Gerencial – HGBS11 – Hedge)

Note também uma redução gradativa do nível de vacância abaixo, o que reforça a confiança dos players em relação aos shoppings centers – este indicador é importante, pois áreas vagas em shoppings centers são onerosas na composição do resultado líquido operacional. Assim, entendemos que a eficiência no setor melhorou nestes últimos 12 meses.



Fonte: ABRASCE (Relatório Gerencial – HGBS11 – Hedge)

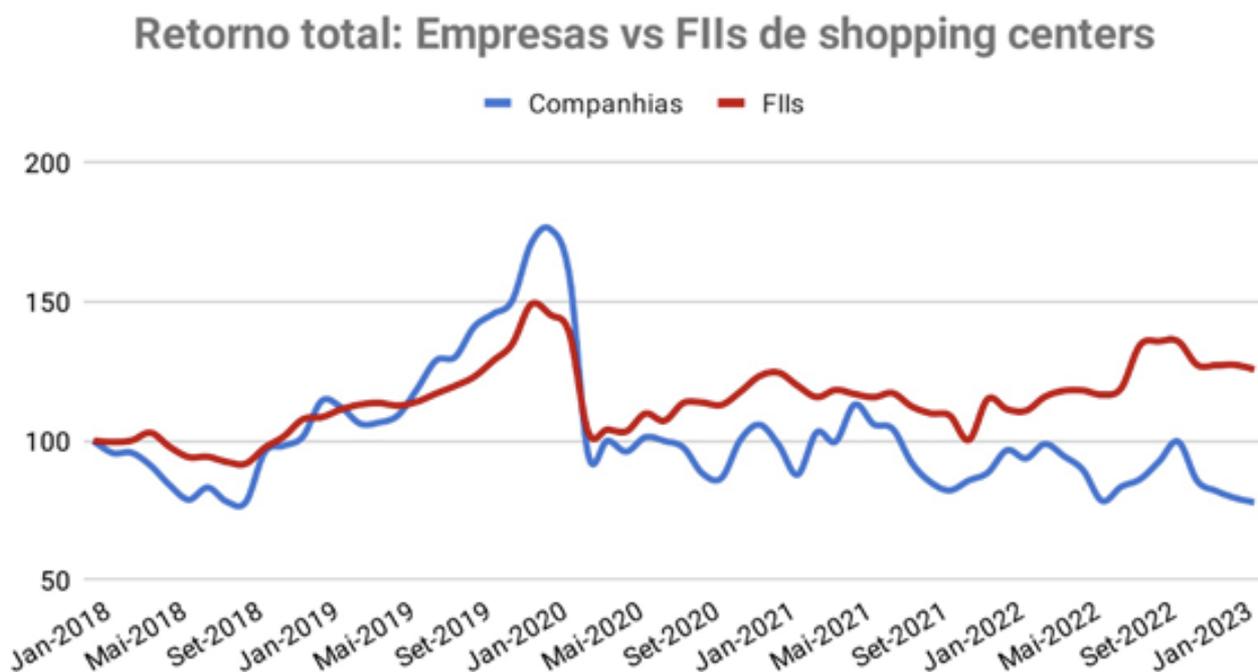
Já quanto à movimentação de pessoas, a qual pode ser observada no gráfico abaixo, observe que ainda há espaço para que este indicador melhore ao passo que os shoppings sigam buscando alternativas criativas para atrair novos fluxos. Claro, é um desafio, mas, por outro lado, mesmo que menos pessoas estejam transitando, o consumo tem sido maior em termos relativos, o que denota uma mudança geral no perfil dos visitantes.



Fonte: ABRASCE (Relatório Gerencial – HGBS11 – Hedge)

Vale adicionar que, historicamente, os FIIs do setor de shoppings centers, por exemplo, têm conseguido entregar resultados totais maiores do que as empresas listadas. No gráfico a seguir, foram selecionados os maiores FIIs de shoppings do mercado e comparados com as principais empresas do setor.

O gráfico evidencia essa eficiência dos FIIs, que, em geral, conseguem combinar uma boa geração de renda com valorização patrimonial. Para nós, parte desta explicação está ligada ao fato de que as estruturas operacionais e financeiras de um FII são, via de regra, mais “leves” do que as de uma companhia.



Fonte: Economática. Elaboração: Suno Research.

- **Importante** – Entendemos que, nas condições de preços atuais, as margens das principais ações de shoppings negociadas na B3 se mostram atrativas e com elevado potencial de ganho. Porém, é importante considerar que essa premissa não é objeto de estudo e análise neste relatório. Sendo assim, não queremos aqui concluir que sejam investimentos excludentes. O foco central do gráfico acima foi reforçar que os FIIs de shoppings possuem eficiência do ponto de vista operacional e financeiro, quando comparados com as companhias listadas.

É indispensável lembrar que cada investimento deve ser avaliado individualmente e que a decisão de investir em um FII de shopping, por exemplo, não exclui a possibilidade de investir em ações do mesmo setor. Como especialistas em fundos imobiliários, recomendamos que cada investidor analise seu perfil de investimento, objetivos e estratégias antes de tomar qualquer decisão de investimento.

Também reforçamos que estar atento aos sinais dos setores e contar com a ajuda de especialistas em fundos imobiliários pode ser um grande diferencial na hora de investir em fundos imobiliários. Há diversas modalidades e ativos disponíveis no mercado atualmente, e a escolha do melhor investimento pode ser uma tarefa complexa. Por isso, sempre indicamos [buscar informações e análises](#) de profissionais experientes e qualificados, que podem ajudar a tomar a melhor decisão de investimento para cada caso específico.

Da mesma forma que temos mais segurança com esse setor, entendemos que é essencial a prática de uma gestão mais ativa, tanto em relação ao monitoramento dos imóveis como também pela condição de mantê-los competitivos. É importante que os gestores tenham times técnicos de engenharia e que possam manter rotinas de acompanhamento das propriedades.

Nos shoppings centers, especificamente, os operadores são fundamentais para manter um mix saudável de lojas e planos recorrentes de investimentos ([CapEx](#)) – os equipamentos ficam defasados com o tempo e precisam acompanhar a evolução de mercado a fim de preservar a atratividade da operação perante o seu respectivo público-alvo.

Adicionalmente, um shopping center bem administrado, com um tempo, tende a ficar cada vez eficiente. O gestor, em parceria com o operador, deve se preocupar em manter um mix híbrido entre vendas, entretenimento e alimentação, valendo-se ainda da possibilidade de deixá-lo temático diante das sazonalidades atinentes ao varejo. Ou seja, os shoppings centers são ativos que exploram resultados em diversas naturezas, tanto imobiliárias quanto dos negócios que podem derivar da operação propriamente dita.

- **Importante** – Alguns investidores sempre nos questionam em relação aos riscos associados ao comércio eletrônico. Contudo, nos parece cada vez mais evidente de que o foco é o modelo [omnichannel](#), tendo uma integração completa entre os meios de vendas e comunicação – isto é, nos parece uma tendência adicional de que os shoppings centers estão se transformando em verdadeiros [marketplaces](#) e, por estarem inseridos em centros urbanos, ganham ainda valor do ponto de vista logístico. Resumidamente, são FIIs os quais avaliamos ser essenciais no longo prazo na composição de carteiras diversificadas previdenciárias.

Em termos de distribuição de rendimentos, 2019 foi um “ano de ouro”, pois havia diversos indicadores favoráveis para o consumo. Como pode ser observado no gráfico logo abaixo, 2020e 2021 já foram anos extremamente desafiadores. Contudo, ao longo de 2022, pudemos perceber uma nova fase de consolidação do setor.

No acumulado, seguimos um pouco abaixo de 2019, lembrando que estamos considerando uma média geral dos FIIs presentes no IFIX. Ainda assim, entendemos que o crescimento desde o segundo semestre de 2022, além das projeções orçadas para 2023, evidencia que devemos buscar crescimentos reais, sobretudo pelas recentes reavaliações patrimoniais. Some isso ao fato de que, em uma carteira mais seletiva, a tendência é que as médias já estejam em patamares superiores.

Distribuição ponderada: FIIs de varejo



Fonte: Economática. Elaboração: Suno Research.

Vale considerar que há um subsetor que pode estar inserido dentro do segmento de renda urbana e nos desperta alguma preocupação: aqueles relacionados às agências bancárias. Em primeiro lugar, alguns desses imóveis possuem lojas e sobrelojas, mas são ativos mais voltados, em sua essência, ao segmento corporativo, uma vez que alocam colaboradores que exercem funções administrativas dos bancos.

Outros desses imóveis podem ser vistos e comparados mais às clássicas “lojas de rua”, o que nos deixa mais confortáveis, tanto que diversos deles vêm conseguindo ter seus contratos renovados, mesmo que a preços por metro quadrado inferiores aos contratos originalmente firmados. Alguns, inclusive, sendo vendidos, reforçando a nossa leitura de que são propriedades que possuem uma certa atratividade em seus mercados locais.

- **Importante** – Em nossa leitura, a renda urbana tradicional não contempla uma plena exposição a agências bancárias – há de se avaliar caso a caso. Entendemos que se trata de um nicho específico que ganhou tração em 2012 na indústria de FIIs, mas que vem, de forma gradativa, reciclando e/ou transformando os seus portfólios, embora boa parte dos mandatos dos gestores seja, de fato, manter exposição ao setor bancário. Sendo assim, vale colocar uma ressalva neste relatório de que a nossa preferência de acompanhamento é por ativos (e gestores) que estejam buscando um posicionamento mais ativo em direção a imóveis mais adaptáveis, com terrenos mais amplos e capacidade de expansões.

Um outro subsetor que sempre nos questionam é o educacional. Desde a pandemia, quando escolas e faculdades foram fechadas, alguns investidores assumiram, assim como nos shoppings centers, que esse risco seria permanente.

A nossa leitura é de que, se o ativo tiver um valor imobiliário implícito para a operação, sobretudo por estar presente em terrenos amplos inseridos nos centros urbanos, esses imóveis têm um importante valor agregado. Via de regra, são aluguéis relativamente competitivos em si e que permitem que o grupo econômico possa alcançar o seu público de forma adequada, podendo manter duas plataformas ativas – presencial e digital (remota).

Obviamente, é importante acompanhar os vencimentos dos contratos e renovatórias. Como, geralmente, são aluguéis por metro quadrado mais baixos, há pouco espaço para quedas bruscas. Sendo assim, o maior valor a ser monitorado é ter segurança da relevância das operações.

Quanto ao subsetor de supermercados e atacarejos, entendemos que são imóveis com elevado potencial de geração de valor no longo prazo. O ponto comercial costuma ser protegido por contratos de longuíssimo prazo e o locatário visa a manter sua presença naquela região.

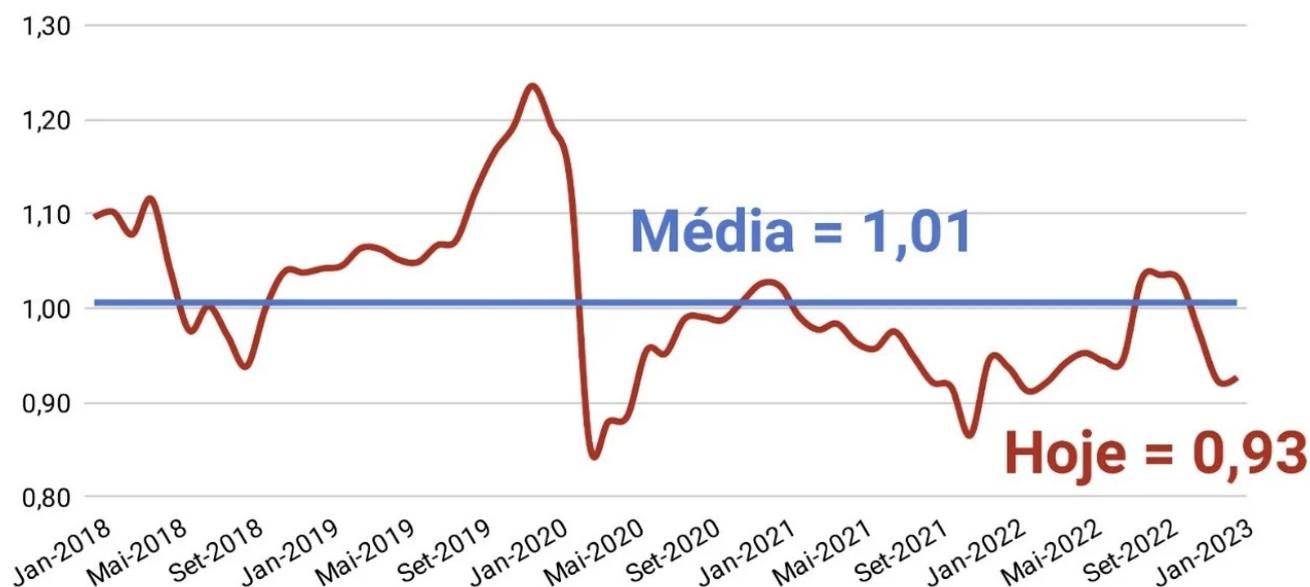
Alguns desses ativos já se encontram em regiões maduras e consolidadas, outros estão em direção a vetores de crescimento das cidades, entendendo que, em uma ou duas décadas, serão “abraçados” pelas cidades. Seguimos confortáveis, sendo que o ponto de atenção é monitorar a qualidade de crédito e saúde financeira dos locatários. Some isso ao potencial construtivo face ao tamanho do terreno vis-à-vis a área construída, que, via de regra, adiciona uma camada de proteção aos fundos.

De toda forma, em um pior cenário, entendemos que são operações que podem ser vendidas a outros grupos econômicos. Portanto, o impacto real no fluxo de caixa tenderia a ser mitigado. Mesmo assim, é importante que estes FIIs busquem maximizar a diversificação interna em seus portfólios.

Ademais, há bastante espaço para que os FIs dessa natureza acessem diversos subsetores, como clínicas de saúde, por exemplo, no qual acreditamos que existe uma “avenida decrescimento” a ser explorada no Brasil pelos fundos imobiliários.

Na imagem abaixo, vale observar que as nossas recomendações (Carteira Recomendada e Lista Alternativa Positiva) negociam com uma relação P/VP= 0,93. Isso reforça que as nossas escolhas se mostraram melhor defendidas do que a média do mercado, com P/VP= 0,89.

P/VP histórico: FIs de varejo recomendados



Fonte: Economatica. Elaboração: Suno Research.

De toda forma, seguimos enxergando esses FIs como boas opções para o momento, sobretudo pelo fato de que temos visto reavaliações patrimoniais positivas, mesmo em um cenário em que a taxa de desconto esteja alta.

Ou seja, quando ocorrer um fechamento dos juros suficientemente capaz de impactar a taxa de desconto no processo de cálculo de *valuation* dos ativos, esperamos que essas cotas patrimoniais se elevem. No entanto, é importante colocar uma ressalva de que isso irá depender da capacidade de crescimento das empresas e confiança quanto aos investimentos em suas operações.

Já dissemos algumas vezes, mas vale repetirmos: os fundos imobiliários têm uma forte correlação com o crescimento do país. Para que as companhias que compõem esses fundos cresçam, é necessário que o país também cresça, proporcionando um ambiente econômico propício para o desenvolvimento dos negócios e para o aumento dos aluguéis pagos pelos inquilinos.

Além disso, é **importante estarmos atentos às empresas** que fazem parte dos fundos imobiliários. Afinal, são elas que geram a receita que compõe o rendimento dos fundos. Contar com uma casa de análises que busca estudar os fundos imobiliários e as empresas pode ser uma ótima solução para o investidor que busca estar inserido em um ambiente de conhecimento amplo e tomar decisões cada vez mais assertivas com base em materiais preparados por especialistas no assunto.



Marcos Baroni

Head de Fundos
Imobiliários
CNPI 2247



Pedro Dafico

Analista
CNPI 2378



Victor Montezuma

Head de Análise
CNPI 2659



Tiago Reis

Fundador
CNPI 2853

Disclaimer

Os analistas de valores mobiliários responsáveis pela elaboração deste relatório de análise declaram, nos termos da Resolução nº 20 de 2021, que as recomendações propostas refletem única e exclusivamente suas opiniões pessoais e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à Suno Research e empresas do conglomerado. Os analistas de valores mobiliários envolvidos na elaboração do relatório (e/ou seus cônjuges ou companheiros) são titulares de valores mobiliários objeto do relatório, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros. A Suno S.A. é uma empresa regularmente constituída, habilitada e credenciada pela CVM, Comissão de Valores Mobiliários, no âmbito da Resolução CVM N° 20 de 2021. A composição da sociedade empresarial contempla a segregação de atividades e a atuação independente das empresas coligadas, e empresas pertencentes ao conglomerado. Ainda que as informações constantes deste material possam auxiliar ou influenciar investidores no processo de tomada de decisão de investimento, o investidor deve buscar entidades e profissionais credenciados e/ou habilitados nos órgãos competentes de sua jurisdição, para a correta verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao seu perfil de cliente, da mesma maneira que, a adoção e implementação das recomendações de investimento. Este material é de uso exclusivo dos assinantes da Suno Research, a reprodução total ou parcial do conteúdo e deste relatório em qualquer meio de comunicação, eletrônico ou impresso, sem autorização expressa do autor da Suno Research é proibida. A Suno Gestora de Recursos S.A. (Suno Asset Management) é assinante dos relatórios da Suno Research, tal fato é reportado à entidade credenciadora nos termos dos incisos I, II do art. 18 da Resolução CVM 20 de 2021. A reprodução não autorizada pode ser considerada uma infração grave ou uma violação e está sujeita às penalidades aplicáveis nos termos da lei.