

necton

BTIR11

Financiamento imobiliário com foco em qualidade e localização

Equity Research:

Daniel Marinelli
Matheus Oliveira

19/10/2022

btg **pactual**
digital

Financiamento imobiliário com foco em qualidade e localização

Objetivo do fundo

O FII BTG Pactual Crédito para Incorporação (BTIR11) será um fundo imobiliário de recebíveis com objetivo de investir majoritariamente em operações de dívida para o financiamento de incorporação residencial de alto padrão em São Paulo (capital), com foco na qualidade e na localização dos projetos. A estratégia do fundo será dividida em três vertentes: (i) aquisição de terrenos; (ii) financiamento de obra, concedendo recursos para a construção do imóvel; e (iii) antecipação de recebíveis após o incorporador concluir as obras e entregar as chaves aos compradores. Assim, o fundo atuará em todo o ciclo de desenvolvimento imobiliário. Ademais, o fundo será negociado no mercado de balcão organizado.

Oferta pública

O fundo está realizando sua 1ª emissão de cotas (ICVM 400) para levantar R\$ 350 milhões, que serão destinados à compra de certificados de recebíveis imobiliários. O *pipeline* indicativo de aquisições contém 22 operações que somam o montante de ~R\$ 565 milhões (cerca de 1,6x do montante base da oferta), sendo que mais 50% da oferta base possui operações para liquidação imediata. As operações terão foco em São Paulo (capital), e poderão contar com garantias, tais como: (i) alienação fiduciária; (ii) alienação das ações da incorporadora/SPE; (iii) cessão fiduciária dos contratos; (iv) recebíveis do empreendimento/financiamento; (v) fundos de reserva; (vi) seguros de obra; e (vii) fiança dos sócios. Além disso, a gestão terá flexibilidade para investir em diferentes indexadores e ajustar a exposição do fundo dependendo do cenário econômico, como, por exemplo, alocar em ativos pós-fixados nesse momento de taxa de juros elevada. Por fim, as taxas de aquisição giram em torno de CDI + 4,8% ao ano e IPCA + 10,4% ao ano, o que gera o *dividend yield* estimado de 17,8% no primeiro ano, segundo o estudo de viabilidade. Importante destacar que o fundo também poderá gerar possíveis ganhos de capital com a venda das operações, além de *triggers* para ganhos adicionais nos papéis: a gestão poderá trabalhar alguns mecanismos de prêmios acima das taxas de aquisição das operações.

Cenário macroeconômico

O crédito imobiliário segue estruturalmente forte, em virtude do acesso mais fácil e taxas de financiamento abaixo dos maiores níveis históricos. A acessibilidade para compradores de casas continua decente, de forma que as prestações das hipotecas correspondem a 28% da renda das famílias (vs. 30% historicamente). Soma-se a isso, um arrefecimento atual no custo de construção e da queda do volume de distratos, o que é favorável para a operação das incorporadoras. Sobre os FIIs de recebíveis, esses continuam sendo excelentes veículos para surfar o momento atual, com ótimo carregamento, baixa volatilidade e isentos de imposto de renda nas distribuições de rendimento para pessoa física.

Características	
Fundo:	FII – ICVM 472
Código:	BTIR11
Gestora:	BTG Pactual Asset Management
Administradora:	BTG Pactual S.F. DTVM
Público-alvo:	Investidores em geral
Prazo do fundo:	Indeterminado
Negociação:	Balcão organizado
Taxas do fundo	
Administração:	1,2% a.a. sobre PL
Performance:	20% > Benchmark¹
Informações sobre a oferta	
Montante base:	R\$ 350 milhões
Montante mínimo:	R\$ 30 milhões
Lote adicional:	R\$ 70 milhões
Preço de emissão:	R\$ 10/cota
Início da reserva:	14/10/2022
Fim da reserva:	26/10/2022

Sumário

Características do fundo.....	
Objetivo.....	
Gestão	
Processo de investimento	
Estratégia de investimento	
Características da oferta.....	
Informações essenciais	
Destinação dos recursos	
Cenário econômico e setorial	
Comparáveis	
Pontos de sensibilidade.....	
<i>Disclaimers</i>	



Características do fundo

Objetivo

O BTG Pactual Crédito para Incorporação FII (BTIR11) terá como objetivo o investimento majoritário em Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) que estejam vinculados ao mercado de incorporação, aquisições de terrenos e de financiamento de obras, podendo ainda investir em cotas de outros Fundos de Investimento Imobiliário (FIIs) e outros ativos financeiros atrelados ao mercado imobiliário. O fundo será administrado pela BTG Pactual Serviços Financeiros DTVM, que possui mais de R\$ 500 bilhões de ativos sob administração, especializada na prestação de serviços de administração fiduciária, controladoria e escrituração. O fundo possuirá uma taxa de administração de 1,20% calculada sobre seu valor patrimonial e uma taxa de performance equivalente a 20% do que exceder IPCA + 6,0% ao ano.

As cotas subscritas serão liquidadas através do mercado de balcão organizado e, portanto, não serão negociadas na Bolsa de Valores. Isso significa que as cotas não terão a volatilidade do mercado secundário, mas, por outro lado, a liquidez do fundo será mais restrita – caso seja necessário, a corretora atuará como intermediária na busca por compradores e vendedores do fundo. Olhando para frente, a gestão tem a expectativa de listar o veículo na Bolsa no futuro, possivelmente em um momento de acomodação de riscos. Em termos dos pagamentos de proventos, estes serão isentos de imposto de renda para pessoa física e distribuídos mensalmente pelo fundo.

Gestão

A gestão do BTG Pactual Crédito para Incorporação FII será feita pela BTG Pactual Asset Management, instituição que conta com mais de R\$ 260 bilhões de ativos sob gestão. Especificamente na área de ativos imobiliários, a BTG Pactual Asset Management se situa como um dos principais *players* do mercado global, tendo sido reconhecida internacionalmente como a melhor gestora de investimentos pela revista *Euromoney Real Estate* em 2017, e recebido outros prêmios nacionais, como o Master Imobiliário em 2017 e *Master Imobiliário* em 2021.

A gestora possui cerca de 35 profissionais na área de Real Estate oriundos das mais diversas áreas de atuação, respaldados por todo o suporte da estrutura do BTG Pactual (jurídico, crédito proprietário, risco de crédito, ESG e *back office*). A equipe de fundos imobiliários é responsável pela gestão de aproximadamente R\$ 24 bilhões, incluindo outros fundos de recebíveis imobiliários (BTCR11 e FEXC11), além de grandes nomes como BC Fund (BRCR11), BTG Pactual Fundo de Fundos (BCFF11) e BTG Pactual Logística (BTLG11).

Responsáveis pela gestão

<p>Allan Hadid Managing Partner Chairman of Real Estate</p>	<p>Sócio do BTG Pactual e COO da BTG Pactual Global Asset Management. Antes de se juntar ao BTG Pactual, Allan teve passagem pela BRZ Investimentos como CEO, membro do conselho de administração da PAR Corretora de Seguros, sócio na GP Investments e gestor de investimentos da mesa proprietária do Banco Matrix. É economista pela Pontifícia Universidade Católica (PUC-RJ).</p>
<p>Michel Wurman Managing Partner Head of Real Estate</p>	<p>Sócio do BTG Pactual, é responsável pela área imobiliária do BTG Pactual. Foi CEO interino das Lojas Leader em 2015 e VP da PDG Realty de 2007 a 2012. Foi Portfolio Manager de Real Estate e Venture Capital no BTG Pactual de 2001 a 2007, atuou como Diretor da LatinTech Capital até 2001 e como professor de MBA da Ibmec até 2003. É economista pelo Ibmec do Rio de Janeiro.</p>
<p>Fernando Crestana Associate Partner Illiquid Assets</p>	<p>Associado do BTG Pactual e Head de Fundos de Renda de Real Estate (REITs). Antes de ingressar no BTG Pactual, atuou na gestão de fundos imobiliários na Brazilian Capital e na Rio Bravo. É formado em Administração pela Fundação Getulio Vargas (FGV), pós-graduado em Real Estate pela Universidade de São Paulo (Poli-USP) e tem especialização em Real Estate pela University of Salford, Manchester (UK).</p>
<p>Gabriela Nogueira Director Illiquid Assets</p>	<p>Diretora do BTG Pactual e gestora do BTG Pactual Fundo de CRI, BTG Pactual Crédito Imobiliário e FII Hotel Maxinvest. Antes de ingressar no BTG Pactual, trabalhou com incorporação na Gafisa, além de estruturação e gestão de operações de securitização na RB Capital. É formada em Engenharia Civil pelo Instituto Mauá de Tecnologia, com pós-graduação em Economia pela Fundação Getulio Vargas (FGV).</p>

Fontes: Prospecto do fundo e BTG Pactual.

Processo de investimento

O processo de investimento do BTG Pactual Crédito para Incorporação FII (BTIR11) segue cinco pilares: (i) originação; (ii) avaliação; (iii) diligência; (iv) comitê de investimento; e (v) monitoramento.

Na etapa inicial, o time de gestão origina oportunidades via redes de relacionamento bem capilarizadas com parceiros, corretores especializados, proprietários e demais agentes do mercado imobiliário. Posteriormente, os gestores avaliam as melhores oportunidades, alinhados com a política de investimentos do fundo (e.g., ativos que estejam vinculados ao mercado de incorporação). Nessa etapa, o time percorre todas as características do cenário macroeconômico, como projeções de inflação e juros, além de análises financeiras das operações na busca por papéis que apresentem a melhor relação de risco vs. retorno. Como a maior parte das operações são estruturadas internamente, a gestão tem a capacidade de negociar taxas, prazos, garantias e *covenants* obrigatórios para mitigação de riscos. O grande diferencial para garantir um perfil de risco eficiente das operações são as garantias, que são estabelecidas com elevado grau de criteriosidade. Adicionalmente, todas as operações selecionadas precisam passar por um processo de diligência técnica e revisão detalhada dos documentos da operação, inclusive sob critérios ESG.

Por fim, as oportunidades são analisadas, discutidas e aprovadas pelo comitê de investimentos do fundo, que conta com diversos sócios seniores do BTG Pactual e participação do time técnico (e.g., engenheiros). Em caso de aprovação pelo comitê e aquisição da operação, os gestores passam a avaliar periodicamente o ativo com eventuais reciclagens de portfólio se fizer sentido.

Comitê de investimentos



Fontes: Prospecto do fundo e BTG Pactual.

Estratégia de investimento

A estratégia do fundo será dividida em três vertentes: (i) aquisição de terrenos (até 90% do PL); (ii) financiamento de obras (até 90% do PL); e (iii) antecipação de recebíveis (até 25% do PL). Assim, o fundo atuará em todo o ciclo de desenvolvimento imobiliário, o que abre diversas oportunidades de investimento.

O foco será o mercado residencial, de forma que o regulamento do fundo estabelece uma exposição de até 100% de seu portfólio nesse tipo de segmento. No entanto, caso haja oportunidades em outros setores, o fundo poderá investir em menor escala em ativos corporativos que visam a incorporação de shopping centers, galpões logísticos ou lajes corporativas, respeitando o limite máximo de concentração por segmento e tipo de estratégia.

Sobre as características das operações, o investimento alvo será em ativos de alto padrão, localizados na região Sudeste com, no mínimo, 50 mil habitantes. Destinchando ainda mais a estratégia, a gestão irá privilegiar projetos de excelente qualidade em São Paulo (capital), o que reforça o elevado nível de liquidez das garantias. Esse ponto é importante, pois ajuda a mitigar riscos de inadimplência, além de casos hipotéticos de vencimento antecipado dos papéis e potencial execução de garantia, já que a gestão terá maior facilidade de comercialização dos imóveis.

Limites de concentração

	Aquisição de terrenos	Financiamento de obras	Antecipação de recebíveis
 Objetivo	Financiamento da aquisição de terrenos para a incorporação	Financiamento para capital de giro, matérias-primas e custos de obras	Antecipação do fluxo a ser recebido pelo incorporador pelas vendas
 Concentração	Até 90% do PL	Até 90% do PL	Até 25% do PL
 Municípios	+ de 200 mil hab.	+ de 200 mil hab.	+ de 50 mil hab.
 Localização	Até 100% no Sudeste Até 50% no Centro-Oeste Até 50% no Sul Até 33% no Nordeste Até 10% no Norte	Até 100% no Sudeste Até 50% no Centro-Oeste Até 50% no Sul Até 33% no Nordeste Até 10% no Norte	Até 100% no Sudeste Até 50% no Centro-Oeste Até 50% no Sul Até 33% no Nordeste Até 10% no Norte
 Padrão construtivo	Até 90% em alto padrão Até 65% em médio padrão Até 25% em moradia popular	Até 90% em alto padrão Até 65% em médio padrão Até 25% em moradia popular	Até 10% em alto padrão Até 50% em médio padrão Até 100% em moradia popular
 Imóvel	Até 100% em residenciais Até 25% em shoppings Até 25% em corporativos Até 25% em galpões	Até 100% em residenciais Até 25% em shoppings Até 25% em corporativos Até 25% em galpões	Até 100% em residenciais Até 25% em shoppings Até 25% em corporativos Até 25% em galpões

Fontes: Prospecto do fundo e BTG Pactual.

Adicionalmente, a gestão terá um olhar minucioso nas garantias dos projetos. As garantias vinculadas a cada operação variam de acordo com sua estratégia, com razão mínima de 110% de garantia em relação ao valor investido e alienação fiduciária em todos os projetos – imóveis dados em garantias que podem ser leiloados em caso de não pagamento da dívida.

Além disso, a gestão poderá negociar: (i) garantias referentes à alienação das ações da empresa incorporadora/SPE para quitar a dívida não paga; (ii) cessão de recebíveis dos contratos de compra das unidades (e.g., recebíveis dos empreendimentos e financiamentos); (iii) fundo de juros e de reserva, adicionando mais um nível de segurança nas operações; (iv) fundo de obra, composto por valores integralizados e liberados de acordo com o andamento da obra; (v) seguro de obra, em caso de algum risco de engenharia e responsabilidade civil; e (vi) fiança dos sócios da SPE, que obriga os sócios a pagar o montante devido da dívida.

Estrutura de garantias

Garantias	Aquisição de terrenos	Financiamento de obras	Antecipação de recebíveis
Razão de garantia	No mínimo 110%	No mínimo 110%	No mínimo 140%
Alienação fiduciária dos imóveis	✓	✓	✓
Ações da empresa incorporadora	✓	✓	
Cessão dos contratos	✓	✓	✓
Reserva de juros	✓	✓	
Reserva de obras	✓	✓	
Seguro de obras	✓	✓	
Fiança dos sócios	✓	✓	✓

Fontes: Prospecto do fundo e BTG Pactual.

Características da oferta

Informações essenciais

O fundo está realizando sua primeira emissão de cotas, e conta com um pipeline indicativo com 22 CRIs com remuneração média de CDI + 4,8% ao ano e IPCA + 10,4% ao ano e *duration* média de 3 anos. A oferta-base mira a captação total de R\$ 350 milhões, através da emissão de 35 milhões de cotas, ao custo de R\$ 10 por cota. A oferta será destinada a investidores em geral, sendo estipulada a quantidade mínima para subscrição de 5 cotas, perfazendo o investimento mínimo de R\$ 50. A manutenção da oferta está condicionada à subscrição do montante mínimo de R\$ 30 milhões, equivalente a 3 milhões de cotas. Além disso, o coordenador líder poderá aumentar a quantidade total de cotas em até 20% no caso de excesso de demanda (acréscimo de 7 milhões de cotas), ou seja, acréscimo de R\$ 70 milhões, que poderá totalizar a captação potencial de R\$ 420 milhões.

Informações da oferta

Oferta pública	Oferta Pública da 1ª emissão do BTG Pactual Crédito para Incorporação FII
Modalidade da oferta	CVM 400
Montante da oferta	R\$ 350.000.000,00
Quantidade de cotas	Até 35.000.000 cotas
Montante mínimo da oferta	R\$ 30.000.000,00
Lote adicional	A oferta poderá ser acrescida em até 20% no caso de excesso de demanda
Valor unitário das cotas	O valor de subscrição é de R\$ 10 por cota
Investimento mínimo por investidor	O investidor deverá adquirir ao menos 5 cotas, com valor equivalente a R\$ 50

Fontes: Prospecto do fundo e BTG Pactual.

Destinação dos recursos

O *pipeline* indicativo da aquisição é composto por 22 CRIs. A estratégia inicial será focar nas operações residenciais de financiamento para aquisição de terrenos (50% do PL) e desenvolvimento de obra (43%). O restante dos recursos captados (7%) será destinado à antecipação de recebíveis das incorporadoras. No total, são aproximadamente R\$ 566 milhões em operações já mapeadas, o que representa aproximadamente 1,6 vezes a oferta-base, mitigando, portanto, o risco de alocação da oferta. Sobre a velocidade de investimento, o *pipeline* conta com 8 CRIs (~R\$ 187 milhões) para liquidação imediata após a conclusão da emissão de cotas, o que representa aproximadamente 53% da oferta base. Segundo o estudo de viabilidade, a alocação integral dos recursos deve ser feita em até 2 meses.

Em termos dos indexadores, o fundo terá mandato híbrido e possibilidade de alocar em diferentes indexadores, o que possibilita a gestão surfar de forma eficiente todos os ciclos financeiros. O *pipeline* conta com aproximadamente 66% dos papéis indexados ao IPCA e 34% atrelado ao CDI, porém, a flexibilidade da gestão possibilita privilegiar alocações em operações pós-fixadas desde o início do fundo, especialmente nesse momento de custo de oportunidade elevado (taxa Selic a 13,75% ao ano). Assim, nada impede do portfólio começar com maior alocação em operações indexadas ao CDI. Sob outra ótica, os investimentos atrelados ao IPCA poderiam apresentar ganho de capital em um cenário de fechamento da curva longa de juros. A *duration* média do portfólio é de 3 anos, bem como taxas médias de aquisição dos papéis atrativas e equivalentes a CDI + 4,8% ao ano e IPCA + 10,4% ao ano.

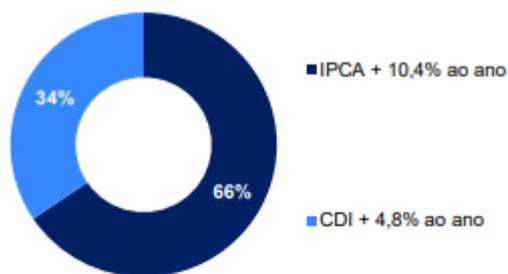
Dentre as regiões, a parte majoritária dos ativos está localizada na cidade de São Paulo (77% do PL), enquanto o restante está posicionado no Rio de Janeiro (16% do PL) e em Santa Catarina (7% do PL). Portanto, o portfólio irá focar na principal praça imobiliária do país (São Paulo), o que eleva o nível de conforto da gestão em processos de execução de garantia devido a elevada liquidez dos imóveis. Como já mencionado, todas as operações serão estruturadas com garantias.

Pipeline de aquisição

Ativo	Projeto	UF	Categoria	Volume (R\$ mm)	Taxa	Índice
CRI 1	Terreno	SP	Residencial	47	11.0%	IPCA
CRI 2	Incorporação	RJ	Residencial	40	9.0%	IPCA
CRI 3	Incorporação	SP	Residencial	20	4.5%	CDI
CRI 4	Terreno	SP	Residencial	20	9.5%	IPCA
CRI 5	Incorporação	SP	Residencial	20	4.5%	CDI
CRI 6	Incorporação	SP	Residencial	20	4.3%	CDI
CRI 7	Incorporação	SP	Residencial	10	4.3%	CDI
CRI 8	Incorporação	SP	Residencial	10	4.3%	CDI
CRI 9	Incorporação	SP	Residencial	65	6.0%	CDI
CRI 10	Incorporação	SP	Residencial	10	10.0%	IPCA
CRI 11	Incorporação	RJ	Residencial	50	4.0%	CDI
CRI 12	Recebíveis	SC	Residencial	40	12.0%	IPCA
CRI 13	Terreno	SP	Residencial	32	11.0%	IPCA
CRI 14	Terreno	SP	Residencial	20	12.0%	IPCA
CRI 15	Terreno	SP	Residencial	20	11.0%	IPCA
CRI 16	Terreno	SP	Residencial	18	11.0%	IPCA
CRI 17	Terreno	SP	Residencial	35	10.0%	IPCA
CRI 18	Terreno	SP	Residencial	32	9.5%	IPCA
CRI 19	Terreno	SP	Residencial	21	9.5%	IPCA
CRI 20	Terreno	SP	Residencial	17	9.5%	IPCA
CRI 21	Terreno	SP	Residencial	12	9.5%	IPCA
CRI 22	Terreno	SP	Residencial	7	11.0%	IPCA
Total	-	-	-	566	-	-

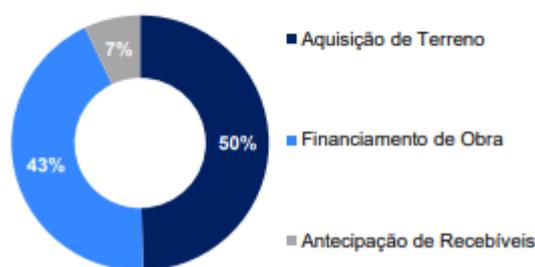
Fontes: Prospecto do fundo e BTG Pactual.

Alocação por indexador



Fontes: Prospecto do fundo e BTG Pactual.

Alocação por estratégia



Fontes: Prospecto do fundo e BTG Pactual.

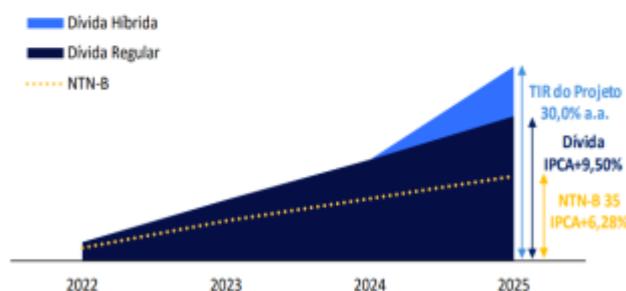
Por fim, o estudo de viabilidade estima o *dividend yield* líquido anualizado de 17,8% no primeiro ano. Esse valor estimado não considera as estratégias de venda dos ativos com ganho de capital em eventuais fechamentos de curva, além da geração de resultado adicional através de “kickers” de rentabilidade elaborados pela gestão. Como exemplo, a gestora elaborou um estudo de caso sobre uma possível operação estruturada que leva em consideração esses mecanismos de ganhos adicionais. No caso, esse projeto divulgado visa o financiamento de uma incorporação residencial de alto padrão na região do Butantã (SP), região de fácil acesso às regiões da Faria Lima e de Pinheiros. A estrutura prevê uma remuneração com pagamento de juros a uma taxa equivalente a IPCA + 9,50% ao ano, adicionada à TIR mínima de 30% ao ano no final do projeto. Assim, a gestão conseguiu alinhar uma remuneração acima da taxa de aquisição do papel, que poderá ser capturada pelos investidores que permanecerem no fundo no longo prazo.

CRI Residencial Butantã

CRI Residencial Butantã	
Estratégia	Incorporação residencial
Projeto	Condomínio de casas de alto padrão
Prazo de obras	24 meses
Prazo de vendas	34 meses
Montante (R\$)	R\$ 50 milhões
Localização	Butantã (SP)
Razão de garantia	110% do valor investido

Fontes: Prospecto do fundo e BTG Pactual.

Estrutura de remuneração



Fontes: Prospecto do fundo e BTG Pactual.

Cenário econômico e setorial

A economia brasileira tem surpreendido positivamente diante da recuperação do mercado de trabalho e dos estímulos fiscais. O Caged tem apontado abertura de novas vagas e sustentado quedas consistentes na taxa de desemprego (~9%), bem como o aumento potencial no consumo das famílias. Assim, foi revisada a projeção de crescimento do PIB para 2023 de 0,3% para 0,9%. Adicionalmente, foi observado um aumento no Índice de confiança da construção em setembro (+3,5 pontos), maior nível desde novembro de 2012. Essa leitura respalda um sentimento de otimismo com o crescimento para a construção para os próximos meses.

Taxa de desemprego



Fontes: FGV, IBGE e BTG Pactual.

Índice de confiança da construção

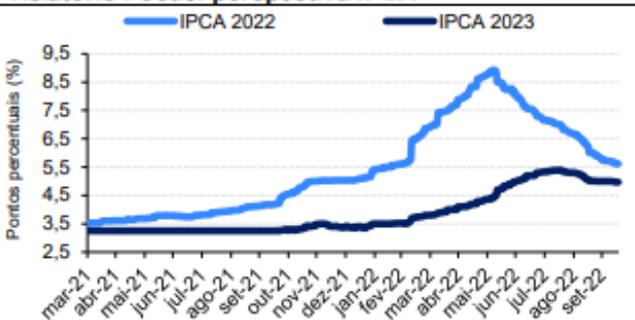


Fontes: FGV e BTG Pactual.

Por outro lado, a falta de clareza sobre a política econômica a ser seguida pelo ganhador das eleições dificulta a projeção da atividade para o próximo ano. Além disso, a expansão do consumo das famílias – impulsionado pelas medidas de estímulo fiscal anunciadas pelo governo –, pode trazer pressões adicionais sobre a inflação em 2023 e limitar o crescimento econômico. Apesar da perspectiva de desaceleração do IPCA no curtíssimo prazo, seguimos atentos à tendência de alta nos preços. A projeção do Focus para o IPCA em 2022 e 2023 é de 5,6% e 4,9%, respectivamente.

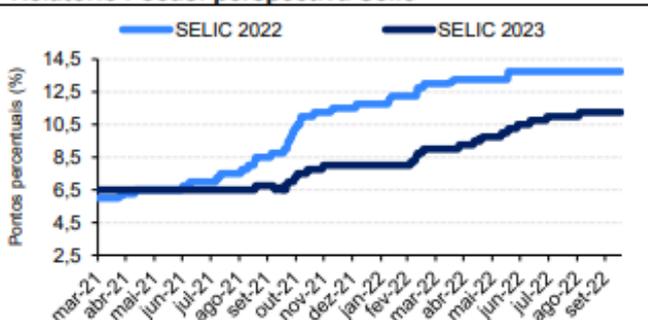
Sobre a política monetária, o Banco Central do Brasil anunciou a manutenção da taxa Selic em 13,75% ao ano na última reunião do Copom. Os sinais de arrefecimento dos problemas nas cadeias globais de suprimento e a queda das commodities têm sugerido que o pior da pressão na inflação de bens pode ter ficado para trás. Contudo, os sinais de recuperação na atividade econômica podem se contrapor a esse efeito, assim como mencionamos anteriormente. Em função desses fatos, a sinalização feita pelo Copom é de prolongar a manutenção da Taxa Básica de Juros nos níveis atuais para os próximos meses.

Relatório Focus: perspectiva IPCA



Fontes: Boletim Focus.

Relatório Focus: perspectiva Selic

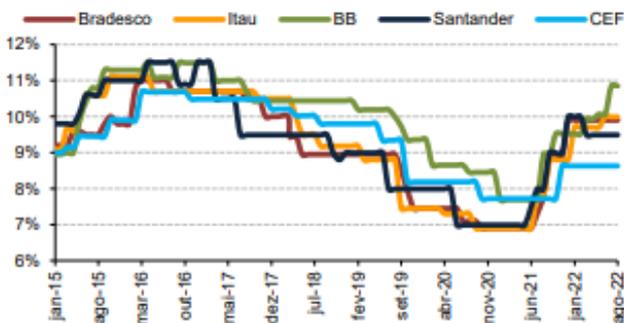


Fontes: Boletim Focus.

A taxa de juros é importante para o mercado imobiliário, uma vez que a construção e compra das unidades são financiadas principalmente por meio de dívidas. Assim, apesar da taxa Selic ter apresentado elevação ao longo dos últimos meses, as taxas de financiamento não subiram na mesma proporção e ainda permanecem abaixo dos maiores níveis registrados no período de 2016 a 2017.

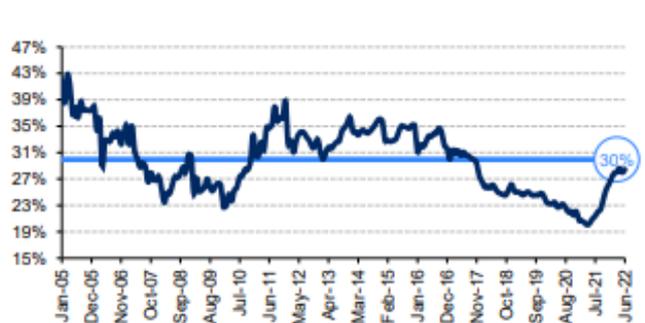
Soma-se a isso, o encerramento do ciclo de alta das taxas de juros e o começo de uma discussão de eventuais cortes no médio prazo. Com tudo na mesa, a acessibilidade dos compradores de casas permanece abaixo da média histórica, o que é positivo para a população. Atualmente, as prestações de hipotecas registram 28% da renda das famílias, abaixo da média de 30%.

Taxas de hipotecas



Fontes: Bradesco, Itaú, Banco do Brasil, Santander, CEF e BTG Pactual.

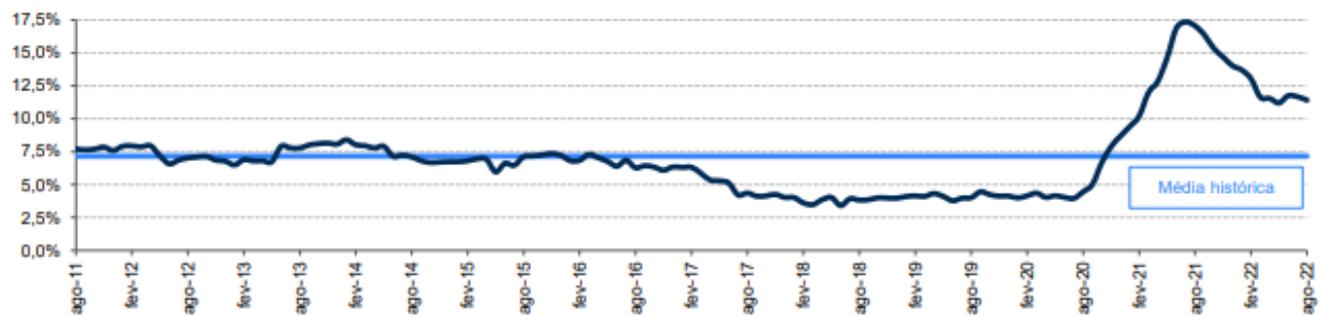
Índice de acessibilidade



Fontes: Bancos, Secovi-SP, IBGE e BTG Pactual.

Por fim, embora o aumento do custo de construção tenha prejudicado a margem das incorporadoras, as construtoras de renda média/alta conseguiram repassar os custos para os preços finais por conta da maior demanda. Além disso, o índice do custo de construção tem apresentado arrefecimento nos últimos meses, o que tende a despressionar a margem das incorporadoras.

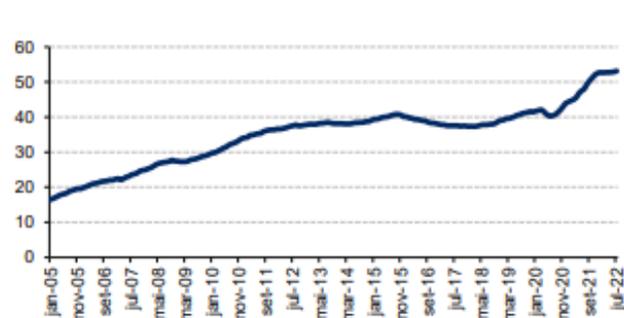
Índice Nacional de Custo de Construção (INCC) - LTM



Fontes: FGV e BTG Pactual.

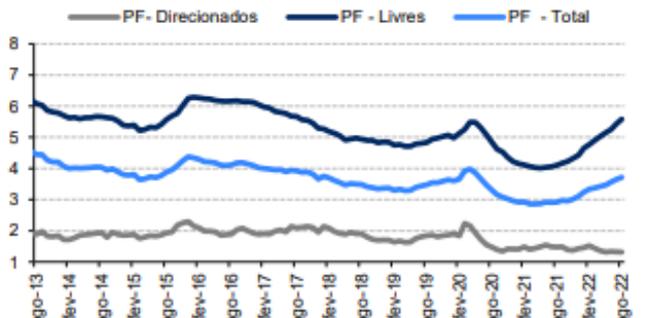
Em contrapartida, sinalizamos que o aperto das condições financeiras deve ser um risco nesse momento. O endividamento das famílias deve ser o principal ponto de atenção para os próximos meses, uma vez que aumenta o risco para a manutenção de inadimplência em níveis mais altos no curtíssimo prazo.

Endividamento das famílias (%)



Fontes: BCB e BTG Pactual.

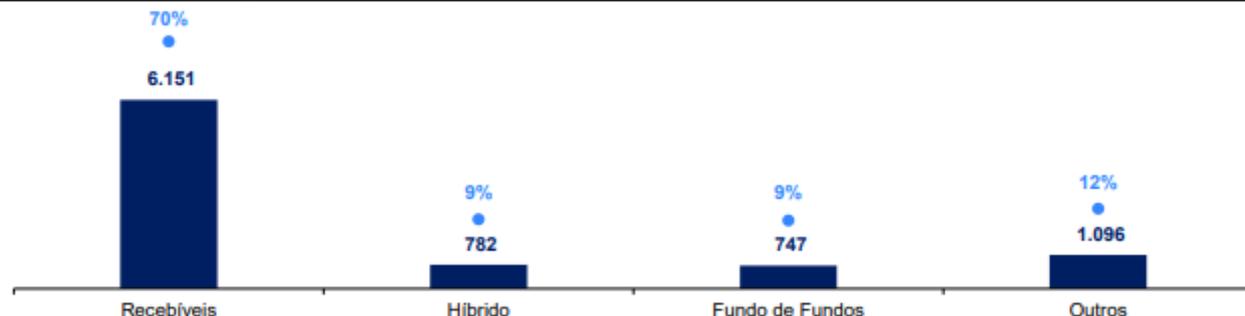
Inadimplência pessoas físicas (%)



Fontes: BCB e BTG Pactual.

Especificamente para os fundos imobiliários, acreditamos que o contexto macroeconômico descrito continue favorável para os fundos de recebíveis *vis-à-vis* as alocações em fundos de tijolo pelo menos no curto prazo, especialmente para os fundos com garantias da qualidade. O carregamento dessa classe de ativos deve permanecer atrativo e com baixa volatilidade, se configurando em excelente ativo defensivo para um cenário ainda de riscos. No total, 70% do volume total captado via ofertas públicas foi levantado por fundos de recebíveis em 2022, o que reforça o apetite dos cotistas por veículos que investem em dívidas do mercado imobiliário.

Oferta primária por segmento (R\$ milhões)



Fontes: CVM e BTG Pactual.

Comparáveis

Realizamos uma análise relativa com os comparáveis do BTG Pactual Crédito para Incorporação (BTIR11), selecionando fundos imobiliários listados em Bolsa que possuem riscos parecidos (e.g., risco de desenvolvimento) para comparar os principais indicadores dos portfólios. Importante destacar que a principal diferença entre os veículos selecionados e o BTIR11 é o ambiente de negociação dos fundos, uma vez que o BTIR11 será um ativo cetipado e não irá negociar suas cotas no mercado secundário da Bolsa. Isso implica que o fundo não será afetado pela volatilidade do mercado secundário de fundos imobiliários, mas ficará com liquidez mais restrita no relativo. Adicionalmente, vale mencionar que o BTIR11 irá montar inteiramente sua carteira em um momento de pico de juros, diferente do portfólio dos demais fundos.

Comparativo de portfólio

Fundo	Exposição	Portfólio	Duration	Indexadores	Spread médio (% a.a.)	
					CDI +	IPCA+
-	Maior participação	Ativos	Anos	Estratégia		
Média de comparáveis	Residencial (Brasil)	41	3,2	Inflação	4,6%	8,8%
BTIR11'	Residencial (São Paulo)	12	3,0	Híbrido	4,8%	10,4%

Fontes: Relatórios gerenciais e prospecto do fundo. 'Levando em consideração a captação da oferta-base.

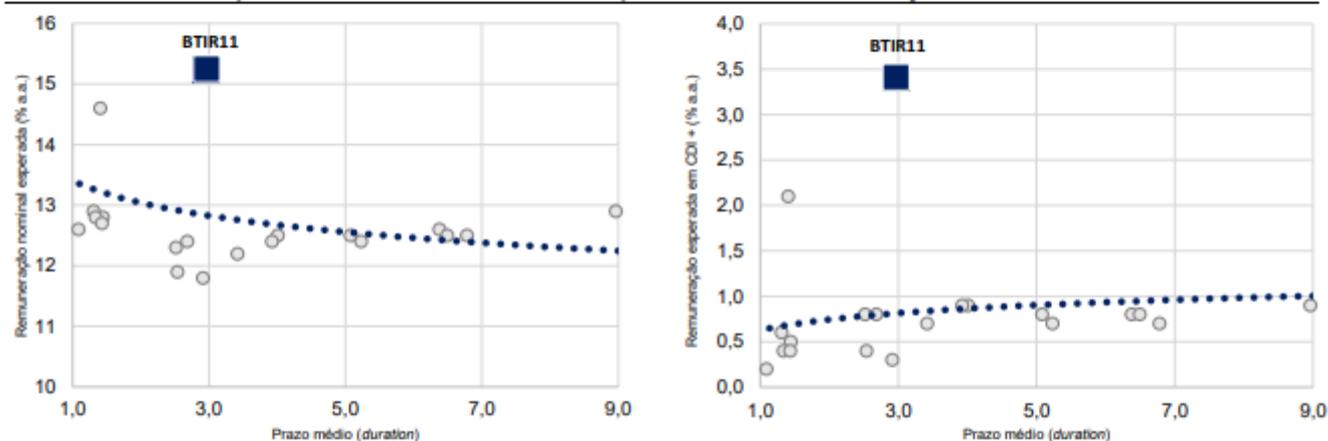
Em termos de alocação, o BTIR11 pretende investir majoritariamente em operações residenciais em São Paulo (capital), diferentemente dos outros fundos que possuem exposição a ativos residenciais ao redor do Brasil, bem como ativos atrelados ao mercado de multipropriedade e loteamentos. A estratégia do BTG Pactual Crédito para Incorporação é focar na principal região financeira do país, que apresenta sólida demanda imobiliária e, portanto, maior resiliência em períodos de incertezas econômicas.

Sobre o número de ativos em portfólio, o BTIR11 deverá ter em torno de 12 papéis em carteira, abaixo da média do mercado que registra 41 operações, uma vez que esses fundos já realizaram diversas emissões de cotas. Naturalmente, o BTIR11 poderá realizar novas ofertas no futuro e pulverizar mais o portfólio. Já em relação ao prazo médio ponderado das operações, o BTG Pactual Crédito para Incorporação apresenta 3 anos de *duration*, que é levemente mais curta que a média dos comparáveis (vs. 3,2 anos).

Em relação aos indexadores, o BTIR11 será um fundo híbrido que poderá ter alocações em CDI e IPCA, diferentemente da média dos seus pares que possuem exposição majoritária em inflação. Isso possibilita ao fundo mesclar os indexadores de forma a surfar os diferentes ciclos financeiros do mercado, como, por exemplo, investir em mais operações atreladas ao CDI nesse momento de elevada taxa de juros. Por fim, os spreads médios das operações do BTIR11 são acima dos demais fundos: (i) CDI + 4,8% ao ano (vs. 4,6% ao ano); e (ii) IPCA + 10,4% ao ano (vs. 8,8% ao ano). Importante destacar que o BTG Pactual Crédito para Incorporação ainda terá possíveis *triggers* de *kicker* nas operações, acrescentando rentabilidade aos ativos, o que não é uma prática comum nos fundos comparáveis.

Além da comparação natural com outros fundos imobiliários, realizamos uma análise de remuneração atual dos títulos disponíveis para investidores pessoas físicas no mercado secundário. Considerando a amostra de todos os CRIs que possuem taxa Anbima, o carregamento médio dos papéis gira em torno de CDI + 0,50% a CDI + 1,0% ao ano (isento de imposto assim como os FIIs). Naturalmente, a remuneração dos CRIs em questão contempla principalmente emissores maiores e com menor risco de crédito, de forma que a remuneração esperada desses papéis tende a ser menor do que os produtos ofertados para investidores institucionais. Portanto, o BTIR11 serve como alternativa para acessar títulos e estruturas diferentes do que os investidores de varejo conseguem investir.

BTIR11 vs. CRIs disponíveis no mercado secundário para investidores de varejo



Fontes: Prospecto do fundo, Anbima e BTG Pactual. Notas: Considera apenas títulos que possuem taxa Anbima. As taxas foram convertidas em PRÉ e CDI+ utilizando a curva de juros futuros do dia 13-out-22.

Pontos de sensibilidade

Destacamos abaixo os principais riscos que porventura possam se materializar na estratégia do fundo. Para acessar todos os riscos referente a oferta, verifique a seção dos Fatores de Risco no prospecto da oferta.

- **Risco de liquidez:** baixa liquidez no mercado secundário de balcão com dificuldade de negociar as cotas.
- **Risco de oferta pública:** o fundo pode não captar a totalidade dos recursos previstos ou adquirir os ativos fora dos termos apresentados no prospecto de emissão e impactar a projeção de distribuição de rendimentos.
- **Risco de mercado:** fatores macroeconômicos e políticos podem impactar o desempenho do fundo, como: recessão, instabilidade política e mudanças nas taxas de juros. Alterações desses fatores podem impactar a marcação a mercado dos ativos investidos.
- **Risco de crédito:** o fundo está sujeito ao risco de crédito dos devedores, por conta da deterioração do cenário econômico ou outros fatores que afetem as condições financeiras dos emissores. Em caso de calote, o fluxo de pagamentos dos recebíveis é afetado e, conseqüentemente, impacta negativamente a distribuição de rendimentos.

Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável da Necton Investimentos S.A CVMC ("Necton").

- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

Disclaimer Global

Esse relatório foi preparado pelo BTG Pactual Digital para ser distribuído pelo próprio BTG Pactual Digital ou suas empresas afiliadas e subsidiárias, somente no Brasil. O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual digital não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual digital não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual digital e os seus clientes. O BTG Pactual digital ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

Certificação dos analistas: Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTG Pactual 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 aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

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