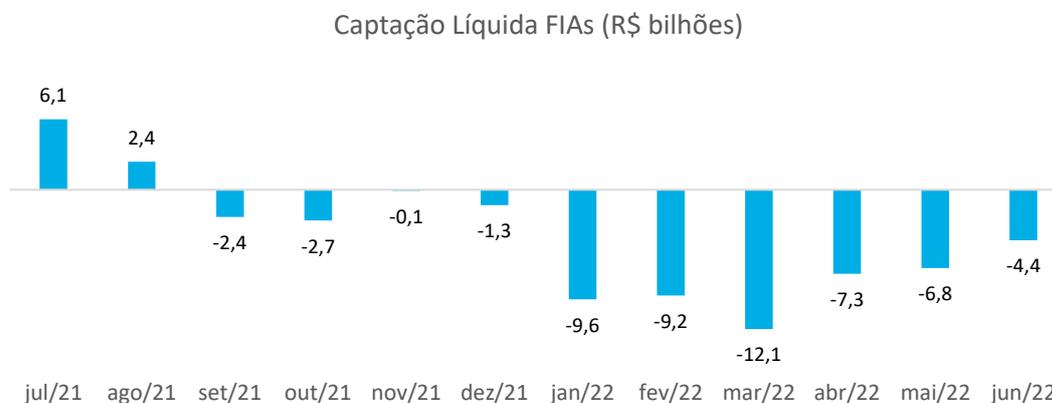
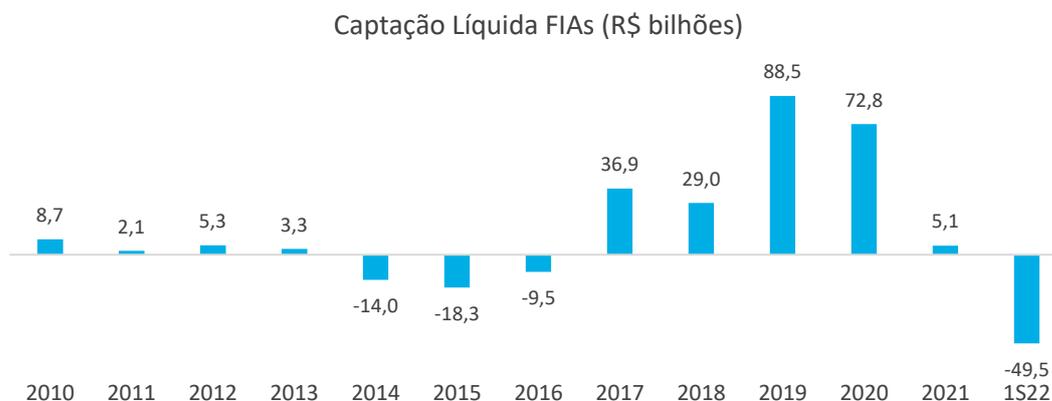


O mercado de ações é um mecanismo de transferência de dinheiro do paciente para o paciente” – Warren Buffett

Nesta terceira carta semestral, iremos discorrer sobre a elevação das taxas nominais de juros no Brasil e seus impactos no mercado acionário. Em seguida, vamos comentar sobre nosso investimento na BR Properties e, por fim, iremos detalhar o desempenho do fundo neste semestre.

De um lado, o investidor se depara com uma performance bastante negativa dos principais índices de ações brasileiras nos últimos meses. Do outro, uma renda fixa previsível, com retornos cada vez maiores. Diante disso, seria este o momento da migração para a renda fixa?

A forte alta das taxas de juros no país nos últimos doze meses motivou uma migração massiva do mercado acionário para a renda fixa, podendo-se observar saques talvez em magnitudes jamais vistas em fundos de investimento em ações e conseqüentemente vendas forçadas de ativos. Nos gráficos abaixo, podemos constatar os regates de fundos de investimentos em ações, que somaram R\$49,5bi no 1S22 e que ultrapassam os resgates acumulados entre os anos de 2014-2016.



Fonte: Anbima

Classes de ativos competem entre si pelo capital do investidor e as taxas de juros agem como um ponto de partida, parametrizando o retorno exigido nas demais classes de ativos. Investidores exigem uma remuneração adicional para assumirem riscos. Quanto maior a percepção de risco para uma classe de ativo, maior será a taxa de retorno exigida.

Demandar uma remuneração adicional é o mesmo que exigir preços mais baixos, uma vez que o retorno esperado para um ativo é inversamente proporcional ao preço pago por ele. Mantendo os lucros constantes, ao negociar a preços mais baixos, há uma compressão de múltiplos, movimento conhecido como *de-rating*.

Compressão essa que pôde ser observada a partir da segunda metade de 2021 com a aceleração do aperto monetário no país, de modo que o fluxo de entrada em investimentos em renda fixa ocorreu em detrimento da renda variável. Quanto mais alta a taxa Selic, mais atrativa parece a migração para a renda fixa. Diante dessa premissa amplamente aceita por participantes de mercado, trazemos contrapontos.

Antes de aprofundarmos, gostaríamos de trazer dois conceitos: (i) retornos reais vs nominais; e (ii) prêmio de risco:

i) Retornos reais vs nominais

As taxas de retorno oferecidas por títulos indexados à Selic são nominais, enquanto ações – por serem participações em negócios, que repassam o aumento de custos nos preços dos seus produtos e serviços vendidos, protegem o investidor contra inflação, mesmo que com algum descasamento de curto prazo – são ativos reais. Por essa razão, pode-se encontrar diversas empresas entregando resultados recordes ainda que bastante aquém das suas capacidades produtivas já atingidas.

Dito isso, investidores deveriam, ao comparar a rentabilidade esperada de uma empresa com a renda fixa, contrastá-la com as NTN-Bs (títulos IPCA +) e não simplesmente com taxas nominais como a Selic.

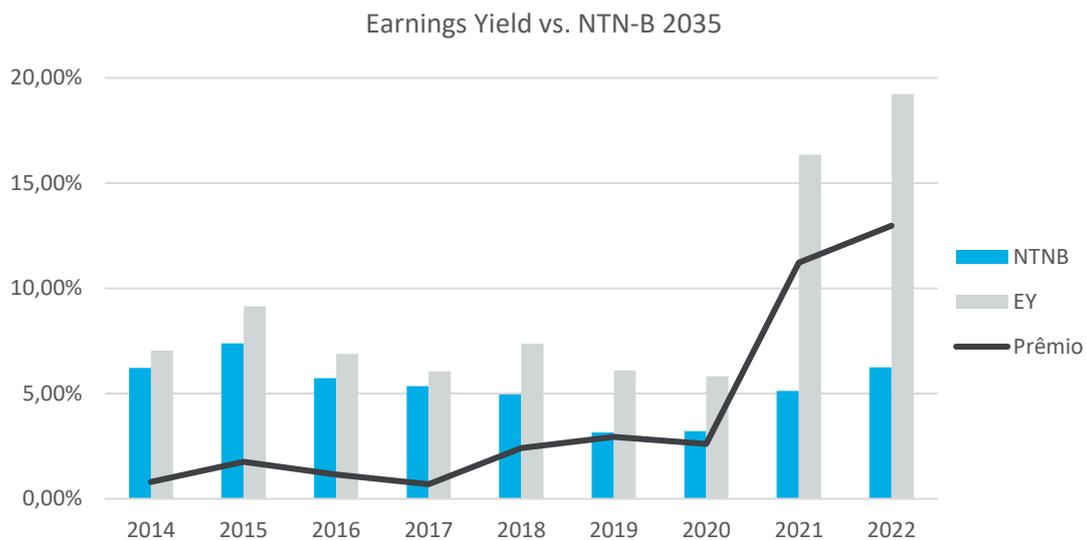
ii) Prêmio de risco

Para qualquer que seja a remuneração livre de risco, como de um título tesouro Selic, um investidor demandaria uma remuneração adicional para investir em uma debênture corporativa, já que incorreria maiores riscos e uma remuneração ainda maior para comprar ações da empresa emissora, dada a natureza variável de seus retornos. Este exemplo introduz o conceito de prêmio de risco – o retorno exigido acima do retorno livre de risco para que o risco incorrido seja devidamente remunerado.

Seguindo adiante, e de forma a comparar retornos reais, contrastamos a rentabilidade oferecida por uma NTN-B com o *earnings yield*¹ das empresas listadas no índice Bovespa. Ao negociar a

¹ Lucro/Preço

5,2x o consenso de lucro da Bloomberg de 2022, o índice Bovespa oferece um *earnings yield* de 19,2%, enquanto uma NTN-B 2035 oferece um retorno real de 6,3%². Posto de outra maneira, o índice das empresas mais líquidas da bolsa brasileira, oferece um prêmio de cerca de 13,0% para a NTN-B 2035, patamar bastante atípico, conforme ilustrado abaixo.



Fonte: Bloomberg

Este diferencial demonstra tamanha aversão a risco presente no momento e nos leva a crer que é o mercado acionário que vem ganhando atratividade frente à renda fixa, e não o inverso. Quanto mais barato o mercado acionário fica, menor parece o interesse do público e maior parece a aversão ao risco. Investidores deveriam, considerando tudo mais constante, ficar mais otimistas com a queda nos preços das ações. Por mais que se espere uma acomodação nos lucros de empresas ligadas a *commodities*, o prêmio implícito continua muito acima do nível histórico, proporcionando diversas oportunidades bastante assimétricas.

Regra #1: quase tudo se provará cíclico. Regra #2: Algumas das maiores oportunidades para lucros e perdas surgem quando os outros esquecem a regra #1 – Howard Marks³

Na prática, o investidor acaba perpetuando as tendências recentes nas expectativas futuras. Com o “Novo Normal”, ou “Mundo Pós Pandemia”, por exemplo, observamos o *boom* de empresas ligadas ao setor de tecnologia e e-commerce nos anos de 2020-2021. Essa dinâmica logo se reverteu, apagando *valuations* exagerados. Neste momento em que investidores extrapolam as altas taxas nominais oferecidas nos títulos de renda fixa, se ignora a alta

² Preço/Lucro e Yield da NTN-B na data de 22/07/2022

³ The Most Important Things (p. 67) | “Rule number one: most things will prove to be cyclical. Rule number two: some of the greatest opportunities for gain and loss come when other people forget rule number one”

probabilidade de, ao vencimento dos títulos adquiridos, se depararem com uma renda fixa menos atrativa e uma bolsa em patamares de preço já bastante acima dos atuais.

Da mesma forma que um *de-rating* ocorre no ciclo de alta de juros, um *re-rating*, ou expansão de múltiplos, ocorre no ciclo de baixa de juros. Quanto menores as taxas de retorno oferecidas por instrumentos de renda fixa, menor será o retorno exigido nas demais classes de ativos, e maiores serão os preços que investidores estarão dispostos a pagar por ativos de risco. O mesmo fluxo que migrou do mercado acionário para a renda fixa com a alta da taxa de juros, deverá migrar de volta ao mercado acionário conforme as taxas de juros passarem a cair. Estes, provavelmente, se depararão com preços mais elevados, efetivamente diminuindo suas taxas de retorno.

É difícil prever quando, ou com qual intensidade as taxas de juros devem começar a ceder, mas é um fato que o Brasil saiu na frente no ciclo de aperto monetário e é factível imaginarmos que, após as recentes altas acumulando dez pontos percentuais, estejamos nos aproximando do fim do ciclo de alta de juros. Importante ressaltar que a recente desvalorização de ações ocorreu por conta da abertura da curva de juros e não é necessário que as taxas caiam para se obter bons retornos. Mesmo que as taxas de juros permaneçam elevadas, desde que parem subir, não devemos observar compressão de múltiplos e nos beneficiaremos dos elevados retornos esperados.

Temos uma abundância de oportunidades para quem fica no mercado acionário e para os novos entrantes – o contrafluxo. Como nos lembra Warren Buffett: “O mercado de ações é um mecanismo de transferência de dinheiro do impaciente para o paciente”⁴. Contrário ao comportamento do investidor, é justamente nos momentos em que a renda fixa oferece altas taxas de retorno, que as ações se encontram em seus patamares de preço mais atrativos.

Case de Investimentos – BR Properties

Nesta carta, vamos descrever nossa tese de investimento na BR Properties. A abordagem microeconômica se assemelha muito com a Syn Prop&Tech, descrita em nossa última comunicação semestral, por ambas as empresas estarem inseridas no mesmo setor. Dessa forma, vamos pular a explicação da nossa visão do ciclo do segmento de lajes corporativas⁵, e iremos focar na discussão dos principais fatores idiossincráticos da BR Properties:

- (i) Exposição ao segmento de escritórios AAA da Marginal Pinheiros em São Paulo e do Centro no Rio de Janeiro, mercados que devem apresentar uma melhora gradual nos próximos anos;
- (ii) *Valuation* dos ativos imobiliários da companhia;

⁴ “The stock market is a device for transferring money from the impatient to the patient.”

⁵ Nossa visão do ciclo imobiliário pode ser acessada no seguinte link: www.organoncapital.com.br/cartas na carta “Market Timing”, páginas 7 a 10.

- (iii) Alinhamento do *management* e do controlador no que tange à realização de desinvestimentos para diminuir a alavancagem da companhia e destravar valor ao acionista, algo que culminaria na maior transação de lajes corporativas da história do Brasil.

Entendemos que o investimento na companhia exemplifica bem como um dos pilares da nossa filosofia, o foco na análise *bottom-up*, pode ser utilizado para identificar boas oportunidades de investimento mesmo em um cenário macroeconômico desafiador.

Iniciamos nosso investimento no começo de 2021 em um ambiente marcado por uma taxa de juros extremamente baixa. Ao longo dos anos de 2021 e 2022 passamos por um dos apertos monetários mais acelerados da história recente do país, movimento muito negativo para ações em geral e especialmente para empresas alavancadas do setor imobiliário, como a BR Properties. Mesmo nesse cenário complexo e muito negativo, as ações da companhia se valorizaram em mais de 23,7% no 1º semestre do ano, contribuindo com 3,9% para o resultado consolidado do fundo.

Esse resultado é decorrente tanto da qualidade das propriedades comerciais da BR Properties quanto do fato do time de gestão da companhia ter sinalizado e implementado uma agenda robusta de geração de valor aos acionistas.

Dado o cenário de alto desconto dos ativos implícito no preço da ação, os executivos iniciaram diversos movimentos de desinvestimentos de propriedades a preços adequados, destravando o valor intrínseco desses imóveis e equacionando a estrutura de capital. Nas páginas seguintes detalhamos como a tese de investimento foi construída, assim como perspectivas para o futuro.

A Companhia

Constituída em 2004, a BR Properties nasceu como um veículo de investimento e gestão de um portfólio de propriedades comerciais em território brasileiro, com viés oportunístico e de geração de valor no mercado imobiliário. Inicialmente, a companhia contou com capital e suporte de uma série de investidores privados, como GP Investments, Dynamo, família Marinho e Peter L. Malkin – acionistas que levariam a empresa para a bolsa em 2010, visando tanto captar recursos para financiar a estratégia de aquisição de novos ativos quanto dar saída parcial aos investidores iniciais.

Desde sua estreia na bolsa, a BR Properties protagonizou diversas aquisições e desinvestimentos em lajes corporativas e condomínios logísticos. Podemos citar como exemplos a incorporação da One Properties e seu portfólio de 750 mil m² em 2012, a aquisição do Ed. Ventura – Torre Leste em 2012 por R\$ 746,4 milhões, a venda de 100% do portfólio logístico por R\$ 3,2 bilhões para a WTGoodman em 2013, a venda de mais de R\$ 2,8 bilhões em ativos para a Brookfield e Blackstone em 2015 e, mais recentemente, a venda de 12 ativos imobiliários *non-core* por R\$ 610,2 milhões e a compra das torres do Complexo Parque da Cidade por aproximadamente R\$ 1,5 bilhão em 2019.

Pode-se observar nos exemplos citados acima a estratégia de reciclagem de ativos adotada pela companhia, visando a geração de ganhos de capital relevantes aos acionistas ao longo do tempo. O ciclo de investimento normalmente se inicia com a compra oportunística de um ativo operando aquém do potencial, no qual a companhia julga ser capaz de extrair maior eficiência operacional para, subseqüentemente, realizar o desinvestimento.

Desde 2019, a BR Properties vem implementando uma estratégia agressiva de readequação do portfólio de lajes corporativas, realizando diversas vendas de ativos considerados de menor qualidade e concentrando-se nos ativos AAA – imóveis mais bem localizados, de mais fácil acesso, e com maiores níveis de serviço. A companhia também vem investindo na recomposição de um portfólio mais robusto de condomínios logísticos, segmento que, desde 2013, vinha perdendo representatividade no faturamento da companhia.

Ao iniciarmos nossa análise da empresa no primeiro semestre de 2021, nos deparamos com uma companhia cujo portfólio contava com 16 torres comerciais localizadas majoritariamente nas cidades de São Paulo e Rio de Janeiro e 4 condomínios logísticos no estado de São Paulo (sem incluir um condomínio em construção na região de Cajamar), totalizando mais de 560 mil m² de ABL (área bruta locável). Ao longo do ano, a companhia realizou algumas transações, vendendo parte da sua participação no imóvel Complexo JK – Bloco B, desinvestindo totalmente do galpão Tucano e adquirindo o galpão Centauri localizado na região de Jarinu.





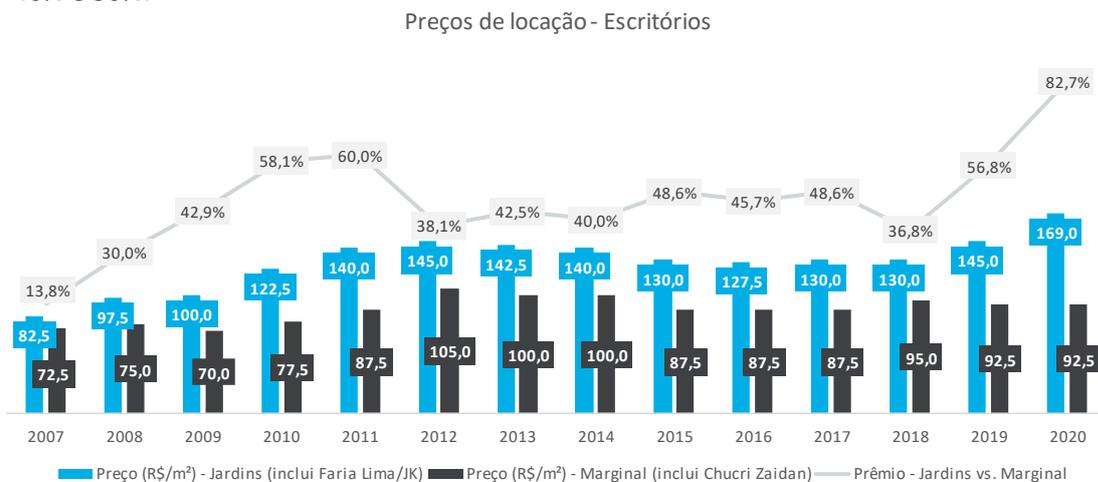
Fonte: BR Properties RI

Mercados de atuação – Marginal Pinheiros e Rio de Janeiro

Embora a companhia atue em segmentos que sigam a dinâmica cíclica do mercado de *properties*, é importante destacar alguns fatores específicos das duas principais regiões em que a BR Properties possuía seus ativos: a região da Marginal Pinheiros em São Paulo e o Centro do Rio de Janeiro.

A região da Marginal Pinheiros (principalmente o eixo da Av. Chucri Zaidan e Av. Berrini), na qual estão localizados os imóveis Plaza Centenário, TNU e as torres do complexo Parque da Cidade, é a maior da cidade de São Paulo em termos de área bruta locável em edifícios AA+⁶, contando com mais 1,0 milhão de m² de ABL e concentrando um perfil de inquilinos majoritariamente formado por empresas multinacionais não financeiras.

Tal perfil de locatários busca alugar escritórios amplos, em áreas bem localizadas, próximas aos meios de transporte públicos e cujo entorno seja povoado por serviços complementares (restaurantes, comércio em geral etc.), mas prezando por preços de locação mais acessíveis em comparação com as regiões mais nobres da cidade. Essa maior elasticidade preço-demanda dos inquilinos é diretamente refletida no diferencial de preços de aluguel entre as regiões do Jardins e da Marginal, sendo que a primeira negocia com prêmio médio que variou historicamente entre 40% e 50%:



Fonte: BR Properties RI

⁶ Segundo dados da consultoria Cushman & Wakefield: <https://www.cushmanwakefield.com/pt-br/brazil/insights/brazil-marketbeats>

Em linha com as demais regiões da cidade de São Paulo, a Marginal Pinheiros registrou uma melhoria expressiva nos indicadores de vacância até meados de 2012 por conta do *boom* imobiliário associado ao período de alto crescimento econômico do país. No período subsequente, a partir do biênio 2013-14, o início da crise econômica nacional coincidiu com um número relevante de entregas de novos empreendimentos, desestabilizando a relação de oferta e demanda dos escritórios na capital paulista e ocasionando em um aumento expressivo de vacância.

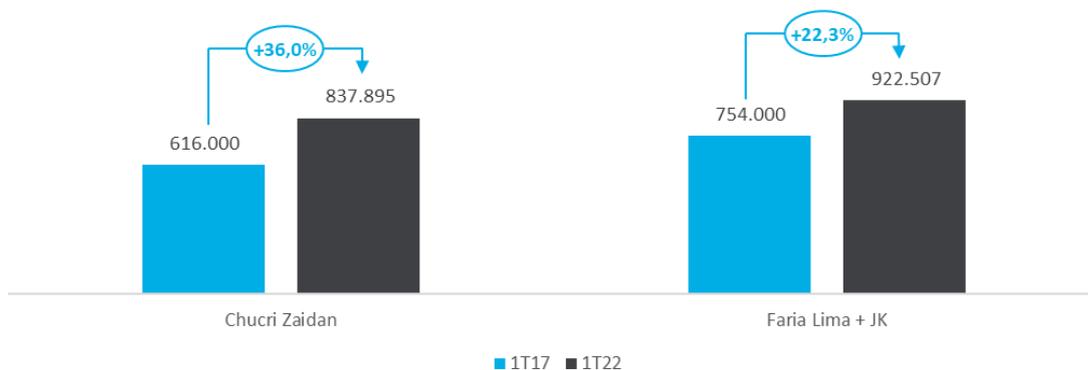
A região da Marginal foi especialmente afetada em termos de aluguel e vacância tanto em razão do perfil dos locatários, mais vulneráveis ao ciclo econômico e mais sensíveis a preço, quanto pelo caráter da região de ser uma das principais fronteiras imobiliárias da cidade, marcada por um ritmo maior de construção de novas lajes em comparação, por exemplo, com o eixo Faria Lima-JK.

Essa diferença na magnitude da expansão das novas áreas para locação pode ser percebida até hoje, dado que a região da Faria Lima não conta com mais nenhuma entrega esperada de edifícios corporativos de alto padrão, enquanto a região da Marginal deve contar com pelo menos mais 120 mil m² de novas áreas nos próximos 3-4 anos.

Taxa de Vacância - Sub-regiões SP	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Centro	9,0%	10,4%	2,6%	3,2%	2,7%	7,6%	3,0%	4,2%	5,1%	8,5%	9,0%	8,6%	9,3%	11,5%	9,0%
Paulista	9,0%	6,5%	4,9%	4,6%	3,5%	1,7%	4,1%	6,0%	10,4%	11,3%	16,5%	13,6%	11,4%	10,7%	14,4%
Jardins	8,0%	9,6%	2,9%	6,0%	3,0%	2,1%	7,3%	12,0%	13,4%	14,0%	16,9%	13,6%	11,2%	5,4%	9,6%
Marginal	16,0%	11,8%	8,6%	9,4%	6,1%	4,6%	7,8%	14,6%	17,7%	25,2%	27,9%	27,0%	27,0%	19,9%	25,2%
Outras	14,0%	10,4%	3,3%	4,6%	1,6%	3,5%	4,6%	6,3%	6,4%	8,7%	10,4%	13,5%	15,4%	15,0%	18,2%
Total	13,0%	8,8%	5,5%	6,6%	3,9%	3,6%	6,1%	10,5%	12,8%	16,9%	19,7%	18,8%	18,7%	14,4%	18,4%

Fonte: CBRE

Estoque total AA+ (m²)



Fonte: Cushman & Wakefield

Região de exposição – BR Properties

ABL em construção São Paulo - m²



Fonte: Cushman & Wakefield

Apesar do ambiente desafiador nos últimos anos, entendemos que a melhoria gradual do ciclo imobiliário na região é algo que deva acontecer no médio prazo, fortalecendo a posição dos proprietários através da melhoria na taxa de ocupação das lajes e levando a aumentos reais nos aluguéis. Os patamares atuais de aluguel não compensam o custo de novas incorporações, de forma que a demanda deve superar a oferta nos próximos anos.

Entretanto, enxergamos um movimento de recuperação do mercado imobiliário da Av. Chucrí Zaidan de forma mais gradual quando comparado ao de regiões como Faria Lima, JK e Itaim Bibi, uma vez que essas possuem um perfil mais *premium* de locatários e terão menos empreendimentos sendo entregues nos próximos anos.

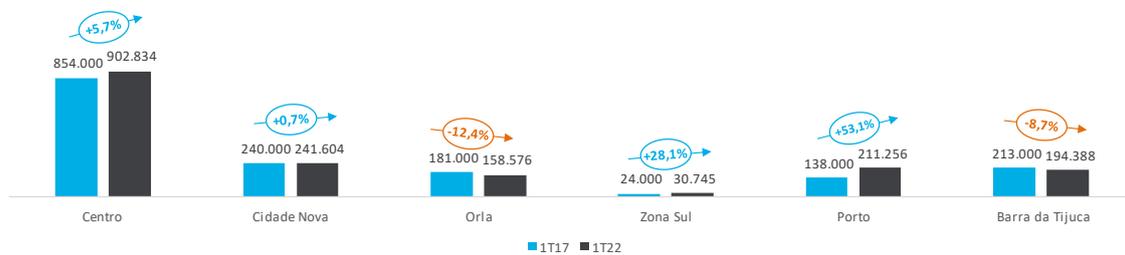
Já o Rio de Janeiro, cidade em que a BR Properties possuía aproximadamente 43% da ABL do seu portfólio de escritórios, é um mercado com perfil de locatários bastante concentrado em órgãos governamentais, empresas estatais e de economia mista e empresas privadas dos setores de telecomunicações e do setor de óleo e gás. Entre as áreas mais importantes da cidade em termos de ocupação comercial podemos destacar a região do Centro, que concentra a boa parte dos edifícios mais novos e de melhor qualidade, contrastando com o estoque de propriedades com idade média elevada da cidade.

Em termos de dinâmica do ciclo imobiliário, a cidade refletiu o mesmo comportamento observado no mercado de São Paulo: ótima performance até 2012-13 e uma posterior deterioração acentuada no ciclo a partir de 2014. O caso do Rio de Janeiro também é marcado por uma concomitante deterioração das contas públicas do governo do estado, retração do setor de óleo e gás, assim como uma febre imobiliária associada com a realização de eventos internacionais na cidade (Copa do Mundo de 2014 e Jogos Olímpicos de 2016) que culminou no lançamento de diversos empreendimentos na região do Porto Maravilha. Todos esses fatores levaram a uma taxa de vacância superior a 30% e a uma queda acentuada no preço real e nominal dos aluguéis:

Taxa de Vacância - Sub-regiões RJ	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Centro	7,0%	5,9%	3,8%	3,2%	2,0%	4,4%	2,2%	6,2%	10,7%	13,9%	24,2%	24,4%	25,3%	24,6%	30,2%
Porto Maravilha	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	61,2%	64,7%	62,3%	67,2%	46,4%	32,0%	26,7%
Cidade Nova	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	12,7%	32,8%	29,2%	29,9%	32,8%	35,0%	33,9%
Botafogo	12,0%	7,1%	1,1%	5,5%	0,9%	0,8%	3,4%	9,3%	10,7%	12,2%	16,7%	14,8%	13,0%	16,6%	24,6%
Flamengo	9,0%	10,4%	0,0%	0,0%	0,0%	1,7%	1,0%	16,7%	23,4%	26,0%	32,6%	34,8%	35,9%	35,3%	30,7%
Barra da Tijuca	8,0%	7,4%	15,9%	4,7%	1,8%	8,6%	4,5%	15,7%	21,0%	24,4%	28,3%	32,1%	30,7%	28,1%	30,8%
Zonal Sul	3,0%	2,8%	0,1%	1,5%	3,2%	1,5%	2,1%	2,5%	3,1%	6,3%	11,1%	11,5%	11,4%	13,1%	15,4%
Outras	12,0%	8,6%	5,8%	6,9%	5,5%	0,0%	2,7%	17,1%	19,1%	14,5%	19,7%	24,3%	33,2%	48,7%	49,3%
Total	8,0%	6,4%	4,6%	3,7%	2,0%	4,1%	2,6%	8,5%	13,7%	18,3%	25,8%	27,6%	27,1%	26,7%	30,1%

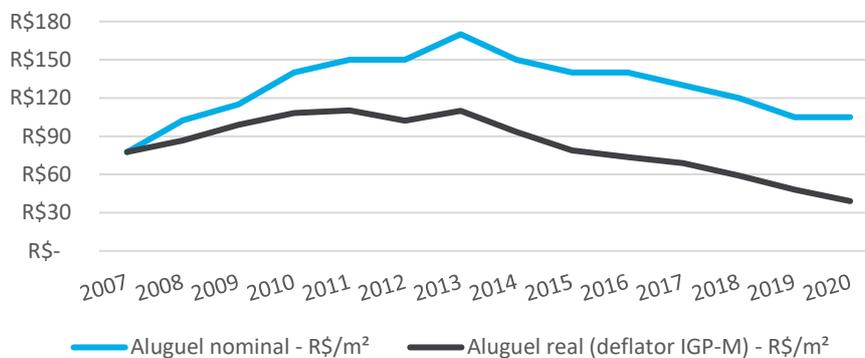
Fonte: CBRE

Estoque total AA+ (m²)



Fonte: Cushman & Wakefield

Aluguel - Região Centro - Rio de Janeiro



Fonte: CBRE

Assim como a região da Marginal em São Paulo, o mercado do Rio de Janeiro também levará um maior tempo para começar a mostrar uma recuperação significativa, especialmente por conta dos problemas fiscais que afligem a economia local e pelo menor número de empresas que possuem suas sedes na cidade. O fato do mercado carioca ser mais dependente de movimentos de expansão de ABL por parte de entes públicos e alguns grupos empresariais específicos afeta negativamente o ritmo de melhoria da taxa de ocupação das lajes corporativas.

Entretanto, três fatores ajudam a validar a tese de que o mercado do Rio de Janeiro está no caminho de uma recuperação gradual e factível. O primeiro deles é a disponibilidade de edifícios AAA na cidade. Propriedades comerciais no mesmo patamar de qualidade do que as observadas em São Paulo são ativos escassos, sendo que, na região do Centro, menos de uma dezena de

edifícios podem ser classificados como verdadeiros imóveis de alto padrão em linha com aqueles construídos na Faria Lima, JK e Marginal Pinheiros. Entre essas propriedades, nem todas possuem espaços disponíveis, como é o caso do próprio Passeio Corporate da BR Properties.

Embora a cidade do Rio de Janeiro possua uma área disponível muito expressiva, a oferta de espaços com características exigidas pelos inquilinos de maior porte é muito reduzida. Em um momento de virada do ciclo, essas lajes corporativas AAA no Centro deveriam ser as primeiras ocupadas, gerando um mercado favorável aos proprietários mais rapidamente do que se poderia assumir observando a vacância geral vigente.

Adicionalmente, os primeiros blocos do pré-sal que foram licitados há alguns anos estão entrando em fase mais avançada de exploração, demandando o aumento gradual das equipes administrativas das empresas do setor e, conseqüentemente, levando a uma necessidade cada vez maior por espaço nos imóveis comerciais, recuperando uma parte importante da demanda por escritórios que se encontrava reprimida há muito tempo. O aumento recente nos preços do petróleo e seus derivados aparece como outra variável positiva para sustentar a tese de retomada de atividade das petrolíferas.

O último fator é que, diferentemente da cidade de São Paulo, o mercado do Rio de Janeiro não conta com nenhuma nova entrega de empreendimentos AA+ nos próximos anos, reforçando a tendência de diminuição de taxa de vacância. A construção de novos edifícios só deve começar a acontecer a partir do momento em que os aluguéis atinjam valores substancialmente mais altos do que os atuais, registrando aumentos reais em magnitude suficiente para remunerar tanto os custos de construção quanto a margem do incorporador. O *leadtime* de 4 a 5 anos entre a tomada de decisão e a conclusão da incorporação deve sustentar o mercado positivo para os proprietários durante um longo período.

Tese microeconômica

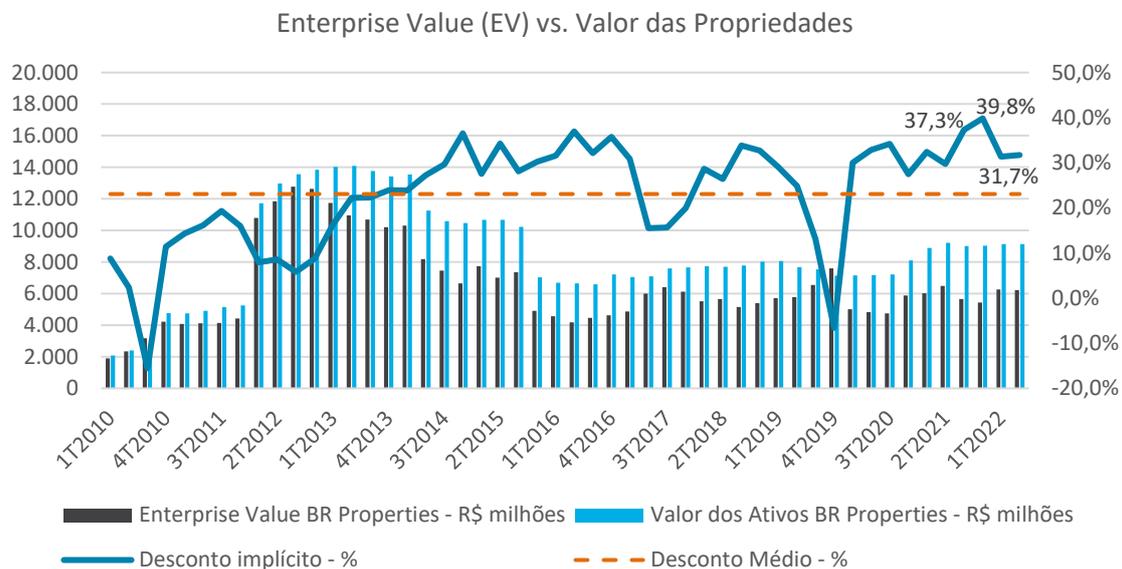
Além do entendimento setorial de que os mercados imobiliários tanto da cidade de São Paulo quanto do Rio de Janeiro possuem boas perspectivas de recuperação, nossa tese de investimentos na BR Properties esteve sempre pautada em dois fatores microeconômicos específicos à empresa:

- (i) Portfólio de ativos de qualidade em regiões com alta demanda potencial, mas que estavam sendo negociados com um desconto implícito muito relevante em comparação com o seu valor intrínseco (NAV – *net asset value*⁷);
- (ii) Histórico de reciclagem de ativos pelo *management* da BR Properties, aproveitando oportunidades no mercado imobiliário para reposicionar a companhia, e aparente alinhamento do controlador no sentido de explorar alavancas de criação de valor, como desinvestimentos no mercado privado ou estruturas alternativas de transação.

⁷ *Net Asset Value* = Valor líquido dos ativos

Durante o primeiro semestre de 2021, momento em que iniciamos nosso investimento na BR Properties, percebemos que a companhia estava em uma situação similar à da Syn em termos de subavaliação dos seus ativos. Ao final do primeiro trimestre do ano, as propriedades pertencentes à BR Properties possuíam um valor estimado de aproximadamente R\$ 8,9 bilhões enquanto o valor da firma⁸ era de BRL 6,0 bilhões, implicando em um desconto implícito de 32%.

O desconto se tornava notável na medida em que analisávamos a qualidade dos ativos da BR Properties. Embora a companhia possuísse 16 edifícios comerciais, parte significativa do valor do portfólio estava atrelado aos seguintes imóveis: Ed. Ventura (Torres Leste e Oeste), Complexo JK - Bloco B, Passeio Corporate e Complexo Parque da Cidade (Torres Paineira, Aroeira e Jatobá).



Fonte: BR Properties RI

No Rio de Janeiro, o Ed. Ventura e o Passeio Corporate podem ser classificados como dois dos melhores edifícios da cidade. Em específico, dentro da região central do Rio de Janeiro, marcada por prédios antigos, os dois imóveis possuem posição de destaque, oferecendo um nível de serviço diferenciado em relação às demais propriedades comerciais. Estimávamos que as duas propriedades em conjunto valeriam algo em torno de BRL 3,4 – 3,5 bilhões considerando um *cap rate*⁹ próximo de 7,0%, alinhado com as últimas grandes transações de ativos na cidade, o que representaria algo em torno de 40% do valor dos ativos.

Enquanto o Passeio Corporate está 100% ocupado atualmente, fruto de um esforço importante de locação desde a aquisição do ativo em 2016, o Ed. Ventura ainda possui uma taxa de vacância significativa, embora a companhia tenha anunciado importantes locações ao longo de 2021. Dessa forma, como apontado na discussão acima, a companhia possuía um dos poucos ativos

⁸ Enterprise Value = capitalização de mercado + dívida líquida

⁹ Cap Rate = resultado operacional líquido anual/valor de mercado do imóvel

AAA com espaço disponível no Rio de Janeiro, o que a colocava em posição estratégica para surfar uma melhoria do mercado de *properties*.

Em São Paulo, a BR Properties possuía exposição relevante aos dois mercados mais importantes da cidade. No eixo Faria Lima-JK, o Complexo JK – Bloco B se colocava como o único ativo da BR Properties nessa região. Essa propriedade estava 100% locada a preços que giravam em torno de R\$ 150,00/m², maior taxa de locação do portfólio à época. Dadas transações no mercado privado, que avaliavam imóveis similares por R\$ 30.000-35.000/m², podíamos estimar o valor desse imóvel em torno de R\$ 0,9 – 1,0 bilhão, representando mais de 10% do valor dos ativos da companhia.

Na região da Marginal, a BR Properties possuía três torres no Complexo Parque da Cidade, adquiridas em 2019 por R\$ 1,5 bilhão (R\$ 14.700/m²), entregues no final de 2020 e começo de 2021. As torres se encontram localizadas em um complexo formado por torres comerciais, um shopping e um hotel de luxo, configurando um entorno atrativo para futuros locatários. Transações privadas de ativos similares apontavam *valuations* consideravelmente mais agressivos do que o implícito no valor contábil destes ativos. Como exemplos, podemos citar as vendas das Torres Marble e Ebony do Rochaverá Corporate Towers para um consórcio formado por BTG, Safra e Kinea por R\$ 1,25 bilhão (R\$ 22.134/m²) e a venda do edifício Diamond Tower pela Multiplan por R\$ 810 milhões (R\$ 21.941/m²), imóveis localizados na região da Marginal Pinheiros e que foram negociados entre 2020 e 2021.

Apenas o valor das propriedades acima listadas (Ed. Ventura, Passeio, Complexo JK Bloco B e Parque da Cidade) representava quase 100% do *Enterprise Value* da BR Properties. Posto de outra forma, ao adquirirmos ações da empresa, o preço pago não estaria considerando o valor das demais lajes corporativas nem do portfólio de condomínios logísticos. Esse desconto implícito no preço da ação basicamente refletia a extrapolação de um cenário de curto prazo ainda desafiador por parte dos agentes de mercado.

Dada a entrega do Parque da Cidade sem índices relevantes de pré-locação, as transformações causadas pelo *home office* durante a pandemia e os baixos índices de ocupação no Ed. Ventura e em edifícios menores em São Paulo (Centenário Plaza, Panamérica Park e Green Park I), a taxa de vacância consolidada da companhia atingiu mais de 30% no começo de 2021. Tal indicador em conjunto com o pagamento de juros atrelados à uma dívida líquida de aproximadamente R\$ 2,0 bilhões implicava em uma geração de caixa significativamente abaixo do potencial e um custo de carregamento elevado, fazendo com que os investidores penalizassem a companhia e levando a um desconto natural em relação ao valor justo.

Concordávamos com a visão de que a geração de caixa seria um ponto desafiador e de que a locação de espaços vagos seria essencial para normalizar a rentabilidade dos empreendimentos da BR Properties. Em contrapartida, analisávamos que um investimento na empresa em um momento de alto desconto sobre o valor das propriedades permitiria que nos posicionássemos em ativos quase irreplicáveis em um dos piores momentos na história de um setor claramente cíclico. Essa diferença de pensamento vs. o mercado, em conjunto com boas perspectivas de

inflexão nos resultados da companhia no médio prazo implicavam em uma taxa atrativa de retorno esperado.

Embora o investimento se justificasse apenas com base nos fundamentos de médio e longo prazo, outro ponto foi crucial para que iniciássemos uma posição relevante na companhia: a possibilidade de movimentos de desinvestimento.

A BR Properties sempre foi um *player* oportunístico no mercado, fato evidenciado pelas inúmeras transações em que a companhia se viu envolvida nos últimos anos. Dada a natureza da empresa de estar diretamente relacionada à otimização contínua do portfólio, o time de gestão da companhia sempre se manteve atento aos movimentos que pudessem destravar valor ao acionista. Com o desconto implícito nas ações da BR Properties, o *management* iniciou um plano de recompra de 11 milhões de ações em 2020, reforçado em mais 18 milhões de ações em 2021, e iniciou processos de desinvestimento voltados à diminuição da alavancagem e demonstração ao mercado do real valor das propriedades do portfólio, conforme pode ser observado na tabela abaixo:

Ativo	Ano	Estado	Tipo	Operação	Valor - R\$ '000	ABL	R\$/m²
Edifício Paulista	2019	SP	Escritório	Venda	405.000	22.855	17.720
Parque da Cidade - Torre Aroeira	2019	SP	Escritório	Compra	664.876	45.678	14.556
Edifício Barra da Tijuca	2019	RJ	Escritório	Venda	264.686	23.210	11.404
Chucri Zaidan	2019	SP	Escritório	Venda	306.808	21.906	14.006
Parque da Cidade - Torre Paineira e Jatobá	2019	SP	Escritório	Compra	832.455	56.187	14.816
Edifício Bolsa RJ							
Edifício Icomap							
Edifício Ouvidor 107		RJ					
Edifício Vargas							
Edifício RB 115							
Edifício São Pedro	2019		Escritório	Venda	610.215	120.232	5.075
Edifício Santo Antônio							
Edifício São José							
Edifício Barra Funda		SP					
Edifício Alexandre Dumas							
Edifício Comercial Indaiatuba							
CBOP - Edifício Jacarandá							
Galpão Cupuaçu	2020	SP	Logística	Compra	17.400	9.962	1.747
Edifícios Souza Aranha I e II	2021	SP	Escritório	Venda	63.719	7.576	8.411
Edifício Porto Alegre	2021	RS	Escritório	Venda	63.719	7.576	8.411
Galpão Centauri	2021	SP	Logística	Compra	156.504	62.765	2.493
Galpão Tucano	2021	SP	Logística	Venda	94.000	31.718	2.964
Complexo JK Bloco B	2021	SP	Escritório	Venda	184.699	6.126	30.150
Galpão Cajamar	2021	SP	Logística	Venda	123.215	35.692	3.452
Terreno Galpão Cajamar II	2021	SP	Logística	Compra	10.000	150.000	67
Total de compras - R\$ '000					1.681.236		
Total de vendas - R\$ '000					2.052.341		

Fonte: BR Properties RI

Mesmo com todos esses desinvestimentos, executados em *valuations* mais altos do que a companhia vinha sendo negociada em bolsa, a tendência de queda no preço das ações persistiu no segundo semestre de 2021, seguindo principalmente o movimento de aperto monetário no Brasil.

Esse movimento macroeconômico negativo, entretanto, acabou sendo um gatilho importante para que a companhia começasse a buscar um plano mais agressivo de desinvestimentos e começasse a comunicar publicamente essa intenção aos acionistas minoritários, visando resolver a questão da alta alavancagem que seria crucial no novo ambiente de taxa de juros de dois dígitos. Adicionalmente, entendíamos que o controlador indireto da BR Properties (através de um fundo de private equity gerido pela GP Investments), o ADIA, fundo soberano dos Emirados Árabes Unidos, estava alinhado com uma venda robusta dos ativos da empresa ou até mesmo a sua liquidação total, o que seguiria a estratégia global do fundo em real estate¹⁰ e coincidiria com a vontade de abandonar os investimentos de caráter mais ativo na América Latina, conforme notícias publicadas em diversos veículos de mídia.

Desinvestimentos e próximos passos

Todo esse planejamento da companhia culminaria em uma venda histórica anunciada no dia 18 de maio de 2022. A BR Properties basicamente liquidou o seu portfólio de lajes corporativas por aproximadamente R\$ 5,9 bilhões, valor que superava a capitalização de mercado e estava próximo do *Enterprise Value* da empresa, denotando a geração de valor da transação. Os ativos serão transferidos para a Brookfield, o mesmo *player* que realizou a compra das lajes da Syn em 2021 e que está com uma agenda relevante de investimentos em ativos reais brasileiros.

Do portfólio de escritórios, os únicos ativos remanescentes são o Passeio Corporate e o Águas Claras, imóveis que se encontram mais de 98% locados atualmente. A companhia receberá o valor integral do negócio em duas parcelas, 70% no fechamento da transação, o que ocorreu no dia 20 de julho, e 30% no primeiro aniversário do fechamento da transação.

Embora a venda tenha sido concretizada com um desconto de 14% em relação ao NAV, em nossa visão, a transação gera valor ao considerarmos que i) os ativos eram negociados com um desconto acima de 30%; e ii) a BR Properties conseguiu negociar a venda de um pacote de propriedades que englobou imóveis com vacância considerável e liquidez muito baixa no mercado atual, como o Alphaville, Glória, Panamérica Park e Green Park. A transação também é benéfica no sentido de permitir que a companhia pague integralmente sua dívida bruta, resolvendo seu problema de alavancagem, e ainda possua um caixa muito acima do ideal, fornecendo *funding* potencial para o projeto de construção do galpão Cajamar II e, mais importante, possibilitando uma distribuição de dividendos extraordinários significativa. No dia 07 de julho, a companhia propôs a distribuição de uma primeira tranche de dividendos através da redução de capital no valor de R\$ 2,42 por ação. Acreditamos que a BR Properties deva realizar mais distribuições em linha com o recebimento da segunda parcela da transação. Apenas de forma ilustrativa, considerando que a BR Properties irá zerar a alavancagem e

¹⁰Bloomberg. *Top Abu Dhabi Wealth Fund Closes Latin America Equities Team*. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-05-12/top-abu-dhabi-wealth-fund-closes-latin-america-equities-team>

Bloomberg. *Wealth Fund ADIA Reviews Real Estate Plans as Pandemic Bites*. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-06-14/wealth-fund-adia-reviews-real-estate-strategy-as-pandemic-bites#xj4y7vzkg>

distribuir os recursos restantes, a distribuição extraordinária poderia chegar em até R\$ 7,21/ação:

Venda de ativos (valor bruto)	5.921.648
(-) Impostos na venda de ativos	400.000
(-) Dívida líquida BR Properties 1T22	2.136.431
(-) Fees de pré-pagamento das dívidas	38.000
(=) Valor passível de distribuição	3.347.217
(/) # Ações ex-tesouraria	464.054
(=) Valor máximo de distribuição por ação (mantendo alavancagem zero)	7,21

Apesar da geração de valor do *deal* e perspectivas de uma alta remuneração aos acionistas no curto prazo, acreditamos que o preço em bolsa ainda não incorporou todo o potencial da transação. Com o preço de tela em R\$ 8,40, a companhia após a transação estaria sendo negociada com um desconto acima de 70% caso a distribuição de dividendos seja próxima do potencial.

NAV Residual	2.255.723
(/) # Ações	464.054
(=) NAV Residual por ação	4,86
Preço de tela	8,40
(-) Dividendos	7,21
(=) Preço após distribuição potencial	1,19
(x) # Ações	464.054
(=) Capitalização de mercado pós-<i>deal</i>	550.836
(+) Dívida líquida pós- <i>deal</i>	0
(=) Enterprise Value	550.836
Desconto implícito vs. NAV	75,6%

Mesmo considerando cenários conservadores envolvendo uma distribuição de dividendos mais baixa em relação ao seu potencial e que a empresa após o *deal* será negociada com o mesmo desconto para o NAV atual, ainda enxergamos um potencial de valorização razoável.

Entendemos que anúncios de novas tranches de dividendos nos próximos meses devem ser *triggers* importantes para a convergência do preço para o valor justo da companhia. A distribuição de recursos elimina o risco da BR Properties abandonar o plano de desinvestimentos e voltar a adotar uma postura mais compradora no mercado, situação que configuraria uma destruição relevante de valor ao acionista dado o grande desconto precificado pelo mercado sobre os ativos imobiliários.

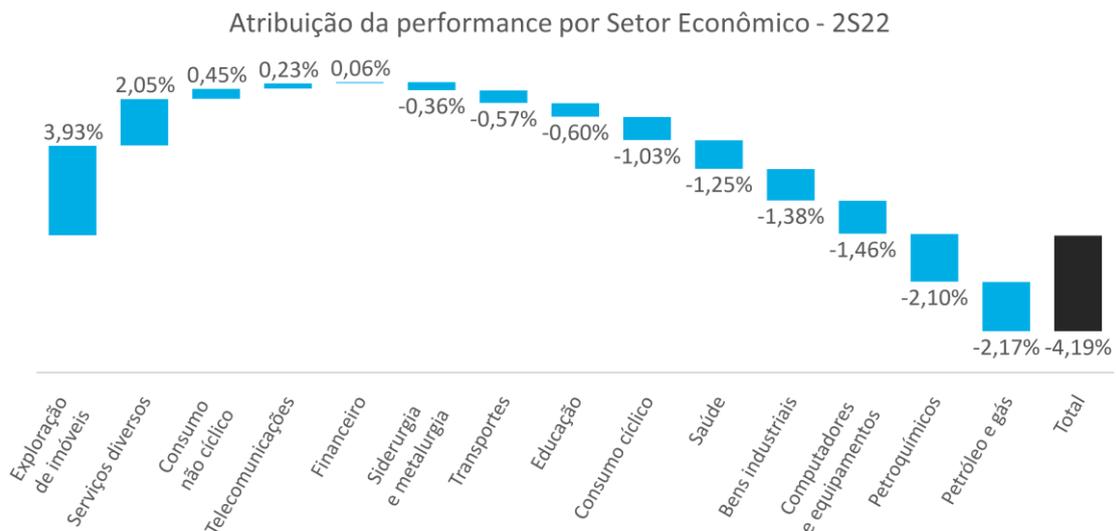
Outro ponto importante a ser destacado é a possibilidade de novos desinvestimentos por parte da companhia. Dado que restaram apenas duas lajes corporativas no portfólio, uma eventual venda do Passeio Corporate e do Águas Claras poderia gerar aproximadamente R\$ 1,2 bilhão em novos recursos se considerarmos o mesmo desconto de NAV aplicado na venda para a

Brookfield (14%), algo que aumentaria ainda mais o caixa da companhia e possibilitaria distribuições adicionais aos acionistas.

Considerando a valorização recente da ação, realizamos parte do desinvestimento na companhia e esperamos que, com anúncios posteriores da destinação do caixa em excesso, o preço das ações caminhe no médio prazo na direção do que consideramos ser o valor justo dos ativos da BR Properties.

Desempenho Semestral

Neste primeiro semestre de 2022 obtivemos um retorno de -4,2%. Em contrapartida, o índice Bovespa teve variação de -6,0%, índice Bovespa Small Cap de -19,7% e o IPCA +5% a.a. acumulou uma alta de 7,9%. No gráfico abaixo demonstramos a distribuição da performance por setor da nossa carteira de ações durante o segundo semestre. Esse desempenho foi calculado líquido das taxas de administração e performance, que foram distribuídas proporcionalmente aos ativos.



Dentre os investimentos maturados (dos quais já realizamos total desinvestimento) ao longo do semestre, podemos listar dois nomes e suas respectivas contribuições: (i) TIM (+0,2% no semestre) e (ii) Springs Global (-1,0% no semestre).

TIM foi um investimento que completou o seu ciclo dentro do portfólio no primeiro semestre do ano. Parte relevante da tese de investimentos na empresa englobava um desfecho positivo sobre dois eventos cruciais para o futuro da empresa: o leilão do 5G e a aprovação da compra da Oi Móvel no CADE.

O leilão do 5G foi realizado em um formato não arrecadatário em novembro de 2021, focando em investimentos futuros, e a TIM foi capaz de arrematar lotes importantes dentro de preços adequados. Adicionalmente, o CADE aprovou a transação com a Oi em fevereiro, movimento inorgânico que deve ajudar a melhorar o ambiente competitivo do setor.

Ambos os movimentos contribuem para diminuir o *gap* existente entre a TIM e as suas maiores concorrentes, a Vivo e a Claro. Embora acreditássemos em melhorias graduais na empresa, entendíamos que o potencial de valorização da companhia era limitado comparado com outras oportunidades de mercado que surgiram durante o primeiro semestre, levando à decisão de desinvestimento. Nosso preço inicial de aquisição (ajustado por dividendos) foi de aproximadamente R\$ 11,89 enquanto nosso preço de desinvestimento ficou em R\$ 13,94, uma valorização de 17% em um ambiente de mercado conturbado.

Sobre Springs Global, um dos pilares da tese de investimento era a venda da participação na Keeco, empresa têxtil sediada nos EUA. Tal venda de participação levantaria mais de US\$ 36 milhões em caixa, ajudando a equacionar a estrutura de capital da companhia. Entretanto, ao longo do primeiro semestre, a transação não foi concluída, o que engatilhou o nosso desinvestimento nas ações da empresa.

Além de TIM e Springs, após o fechamento do primeiro semestre do ano, concluímos o processo de desinvestimento de duas outras posições do portfólio: M. Dias Branco (+0,5% no semestre) e Instituto Hermes Pardini (+0,3% no semestre).

O racional para o desinvestimento em Hermes Pardini está atrelado ao processo de fusão com o Fleury anunciado no final do mês de junho. Com esse movimento as ações do Pardini se valorizaram 19%, seguindo os termos de troca acordados com o Fleury. Embora acreditemos que o movimento de consolidação do setor será positivo em termos de dinâmica competitiva, enxergamos um potencial de valorização maior em outras oportunidades, principal fator para nossa decisão de desinvestimento. Nosso preço inicial de aquisição (ajustado por dividendos) foi de aproximadamente R\$ 19,94 enquanto nosso preço de desinvestimento ficou em R\$ 22,74, uma valorização de 14%.

Já a nossa decisão sobre a venda da posição em M. Dias Branco seguiu uma lógica parecida. Com a incorporação de expectativas de menores preços das *commodities* agrícolas no médio prazo, conjuntamente com um forte movimento de compra de ações pelos controladores, a ação se valorizou mais de 21% no ano, levando as ações para um valor mais próximo do justo e culminando na venda da posição. Nosso preço inicial de aquisição (ajustado por dividendos) foi de aproximadamente R\$ 23,20 enquanto o preço de desinvestimento ficou em R\$ 28,20, implicando em uma valorização de 22%.

Ao final do primeiro semestre de 2022, nosso portfólio contava com posições em 16 empresas e as 10 maiores posições representavam 84% do patrimônio do fundo, conforme nosso princípio de investimento de concentrar a carteira nas ações em que possuímos maior convicção.

Dado o cenário de incertezas em relação à economia mundial, entendemos que diversas empresas começaram a ser negociadas em *valuations* atrativos dado a qualidade intrínseca dos ativos. Estamos prospectando essas novas oportunidades de investimento assim como continuamos acompanhando os nomes que hoje compõem nosso portfólio.

Embora questões macroeconômicas sejam muito relevantes e, portanto, devam ser consideradas no processo de investimento, acreditamos que nosso diferencial competitivo está fundamentado em conhecer profundamente cada empresa investida, possibilitando um maior discernimento do valor intrínseco de nossos investimentos. Dessa forma, continuamos com expectativas positivas sobre as empresas que compõem o fundo e na sua capacidade de atravessar esse momento de volatilidade de mercado.

Por fim, gostaríamos de agradecer a confiança contínua dos nossos investidores. Seguiremos acessíveis em nossos canais de comunicação.

Atenciosamente,

Equipe de gestão da Organon Capital

São Paulo, 25 de julho de 2022