



Carta Trimestral de Gestão
Crédito Privado | BRZ Investimentos
1T25 - Mercado Imobiliário Residencial



“Buy land, they’re not making it anymore” - Mark Twain

“Compre terras, não estão fazendo mais” - Tradução livre

A simplicidade da frase atribuída ao célebre escritor e humorista americano Mark Twain resume um dos principais alicerces do investimento imobiliário – a **escassez**. Poucas classes de ativos detêm essa característica, que eleva a propensão à preservação do capital investido, podendo gerar ganhos reais aos seus detentores.

Nesse sentido, o investimento imobiliário é um dos mais antigos da História, tendo se transformado de forma natural em um ativo utilizado para **preservação de patrimônio** e **geração de renda**. Aliados ao desenvolvimento dos mercados de capitais ao redor do mundo, os imóveis mantêm sua posição de destaque entre as classes de ativos.

No Brasil, o investimento em terras e imóveis sempre foi um pilar da estrutura econômica. Nas últimas décadas, por razões de necessidade, como os **períodos de hiperinflação**, e também por motivos positivos, como **avanços regulatórios** e no **mercado de capitais**, aliados a iniciativas de expansão do crédito imobiliário, essa classe de ativos tem se tornado ainda mais preponderante na economia brasileira.

Crédito

- Jaime Rangel (Sócio)
- Ronaldo Candiev, CFA (Sócio)
- Nicole Kuhn
- Luiz Silveira
- Paulo Brugognolle
- Reinaldo Kramer

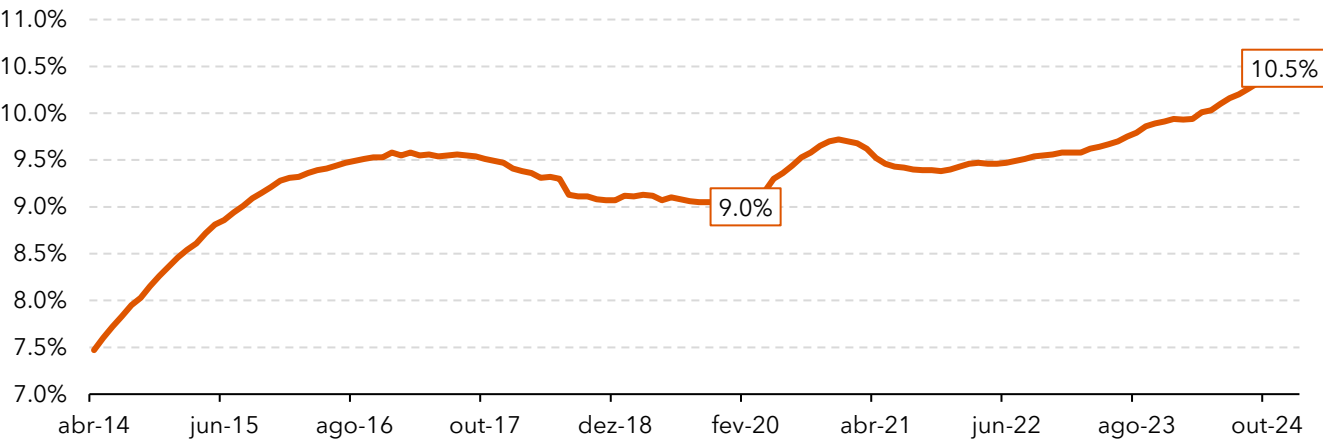
Institucional

- Ricardo Propheta (Sócio/CEO)
- Ronaldo Hirata (Sócio/CFO)

Estruturação

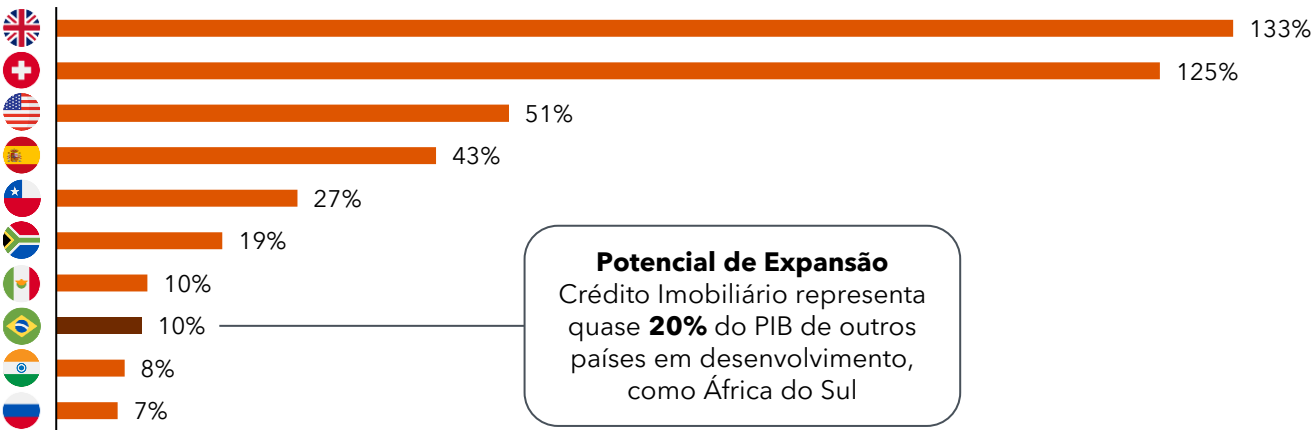
- Roberto Suarez (Sócio)
- Brunno Vergamini (RI)

Estoque de Crédito Imobiliário vs PIB brasileiro (%)



Fontes: Banco Central. Dados referentes a jan/2025.

Crédito Imobiliário / PIB



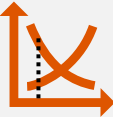
Potencial de Expansão
Crédito Imobiliário representa quase **20%** do PIB de outros países em desenvolvimento, como África do Sul

Fontes: Helgi Library. Dados referentes a 2021.

Visão Geral do Segmento



Como um dos principais alicerces do setor, os imóveis residenciais representam a maior parte do crédito imobiliário, equivalente a cerca de 10% do PIB brasileiro. Programas de incentivo e necessidade de novos empreendimentos têm elevado a demanda por esses ativos.



Déficit Habitacional. Conforme dados de 2022, o déficit habitacional no Brasil era de 6,2 milhões de moradias, maior no Sudeste (2,4) e Nordeste (1,7). Metade do déficit referia-se a moradias precárias ou altamente adensadas e 50% a aluguéis acima de 30% da renda.



Programas de Incentivo. Conforme será discutido adiante, desde os anos 2000, diversos programas de incentivo à compra de imóveis têm sido promovidos, o que eleva a demanda por tais ativos com taxas de juros abaixo das praticadas pelo mercado.



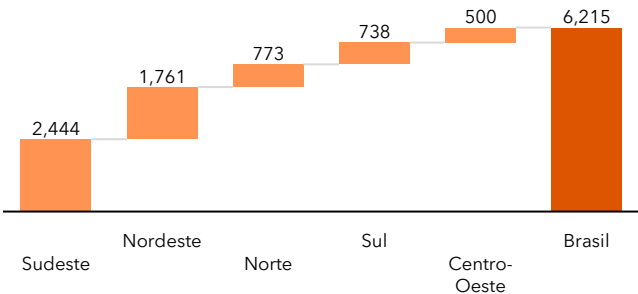
Desenvolvimento Regional. O crescimento econômico e adensamento urbano regional são essenciais para esse mercado, que se aproveita de ciclos de crescimento locais para capturar excedentes, além de endereçar a demanda forte de grandes centros urbanos.

Segmento Residencial em Números

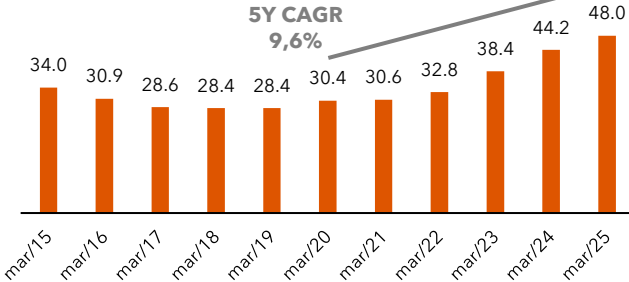
Preços de Imóveis em Capitais brasileiras (mar/25)

Posição	Capital	Estado	Preço venda (R\$/m²)	Crescimento 12M
1	Vitória	ES	12,920	16.0%
2	Florianópolis	SC	12,126	10.2%
3	São Paulo	SP	11,497	6.5%
4	Curitiba	PR	10,936	15.5%
5	Rio de Janeiro	RJ	10,459	4.2%
6	Belo Horizonte	MG	9,835	13.7%
7	Brasília	DF	9,655	5.9%
8	Maceió	AL	9,339	8.8%
--	Média FIPEZAP		9,185	8.1%
9	Fortaleza	CE	8,127	12.2%
10	Recife	PE	8,095	3.9%
11	Goiânia	GO	7,982	8.6%
12	São Luís	MA	7,795	9.0%
13	Belém	PA	7,714	10.4%
14	João Pessoa	PB	7,342	18.4%
15	Porto Alegre	RS	7,241	8.1%
16	Salvador	BA	7,236	19.6%
17	Manaus	AM	7,044	9.4%
18	Cuiabá	MT	6,630	11.2%
19	Campo Grande	MS	6,299	8.2%
20	Natal	RN	5,775	8.2%
21	Teresina	PI	5,634	8.1%
22	Aracaju	SE	5,119	12.9%

Déficit Habitacional (milhares de Moradias)



Preço Médio Aluguel (R\$/m²)



Fontes: Índice FIPEZAP. Dados referentes a março de 2024.

Participantes do Mercado

- 

Comprador. Adquire o imóvel, antes do início das obras (“na planta”) ou após a conclusão. Devido às taxas atrativas, usualmente utiliza linhas de crédito que serão detalhadas adiante.
- 

Incorporador. Atua como “orquestrador” do empreendimento, desde a aquisição do terreno até a entrega das unidades. Contrata os agentes, como projetistas, construtoras, corretores. No Brasil, algumas das maiores incorporadoras são: Cyrela, MRV, Cury, Tecnisa, entre outras.
- 

Construtores, Projetistas e demais Agentes. Executam a obra, sendo contratados pelo incorporador, que também pode deter equipe interna para realização dos serviços.
- 

Financiador. Oferece crédito tanto para o Comprador quanto para o Incorporador. Pode ser representado por bancos, pelo mercado de capitais ou pelo incorporador ao comprador, usualmente sob a modalidade *pro soluto*.



Tipos de Garantia Imobiliária

- Tangibilidade
- Alienação Fiduciária.** Podendo se tratar da Alienação Fiduciária do terreno ou dos imóveis em construção, os bens ficam em nome do credor até a quitação da dívida, com possibilidade de tomada do imóvel de forma extrajudicial.

Hipoteca. De forma similar à AF, a hipoteca se trata de uma garantia real para os financiadores, com a diferença de que a sua posse é mantida com o devedor. Caso haja inadimplência, o credor tem o direito de execução.

Cessão de Recebíveis. Outra garantia muito utilizada é a cessão de recebíveis provenientes das vendas dos imóveis, usualmente cobrindo múltiplas vezes o serviço da dívida (principal + juros).

Garantias Pessoais. Por fim, credores usualmente exigem garantias pessoais dos acionistas das empresas devedoras através de Avais ou Fianças.

Segregação de Patrimônio. Também denominado Patrimônio de Afetação, apesar de não ser uma garantia *per se*, acontece quando o patrimônio da obra é segregado do patrimônio geral da empresa, permitindo um acesso preferencial aos bens do projeto em caso de inadimplência.

Crédito ao Comprador

As 3 principais modalidades de financiamento imobiliário ao comprador disponíveis no Brasil são:

1 Sistema Financeiro de Habitação (SFH)

Inaugurado em 1964, o SFH é o modelo mais tradicional de financiamento imobiliário, e permite aos compradores adquirir imóveis com taxas de juros atrativas e utilizar o saldo do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), com algumas especificidades importantes:

- Valor Máximo do Imóvel de **R\$1,5 milhão**
- Taxa de Juros Limitada a **12% a.a. + TR**
- Prazo Máximo de Financiamento de **35 anos**
- Financiamento de até **80%** do valor do imóvel
- Permitida utilização do saldo do FGTS
- Mensalidades inferiores a **30%** da renda bruta

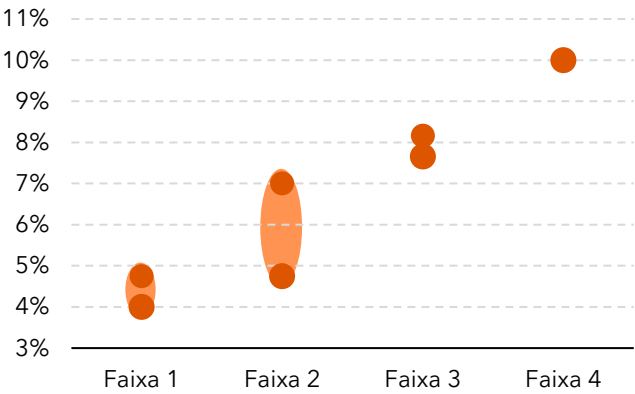
2 Sistema Financeiro Imobiliário (SFI)

Instituído em 1997, o SFI surgiu como uma alternativa ao SFH, visando englobar as operações que não se enquadrem nele. Nesse modelo, os empréstimos são negociados diretamente com as instituições financeiras e não é possível utilizar o saldo do FGTS. Todavia, as taxas praticadas são próximas.

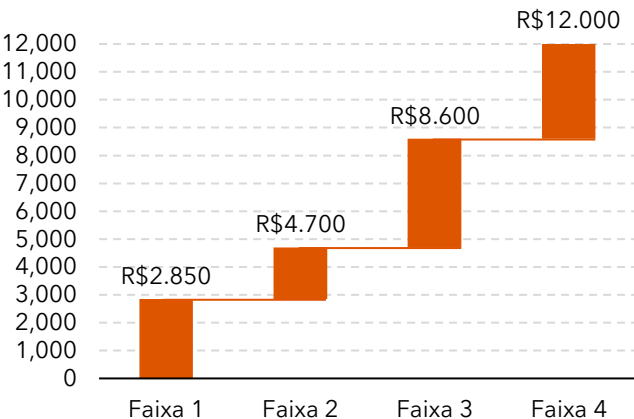
3 Minha Casa Minha Vida (MCMV)

Criado em 2009, o “Minha Casa Minha Vida” é uma iniciativa direcionada às classes de renda baixa e média, oferecendo financiamento com taxas de juros incentivadas, além de permitir a utilização do saldo do FGTS, assim como o SFH. As restrições para aquisição de imóveis também envolvem o percentual do valor a ser financiado, bem como limitam o valor máximo por faixa de renda e região.

Taxas de Juros (% a.a.)

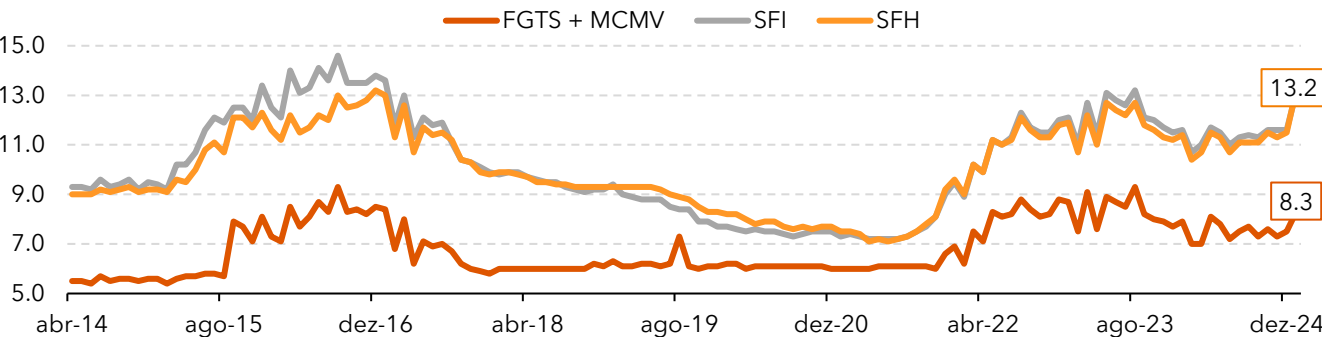


Faixas de Renda Bruta (R\$/mês)



Fontes: Secretaria de Comunicação Social. Dados referentes a 16/abr/2025.

Taxas de Juros Incentivadas (FGTS) vs Livres para Pessoas Físicas (% a.a.)



Fontes: Banco Central. Dados referentes a jan/2025.

Crédito ao Incorporador

Historicamente, além de financiarem-se através da venda de imóveis “na planta”, os incorporadores contam com linhas especiais de financiamento para seus empreendimentos.

O **Plano Empresário** é a modalidade mais utilizada nesse mercado, onde os bancos oferecem termos específicos e personalizados para cada empreendimento, usualmente com (i) prazos mais alongados em comparação com empréstimos comuns, compensados por uma (ii) colateralização maior e (iii) liberação do crédito em parcelas mediante a evolução das obras. Adicionalmente, esse tipo de financiamento usualmente exige a comprovação de percentual de vendas antes da cessão do crédito.

A

Mercado Bancário

Utiliza o Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos (**SBPE**), FGTS e também títulos incentivados, como **LCIs** e **LIGs**, que tiveram um forte crescimento em emissões desde 2021.

B

Mercado de Capitais

Financiamento **direto** via emissões securitizadas (CRIs) e **indireto** via fundos de investimento (FII's, FIDCs Imobiliários, entre outros), que adquirem tais emissões.

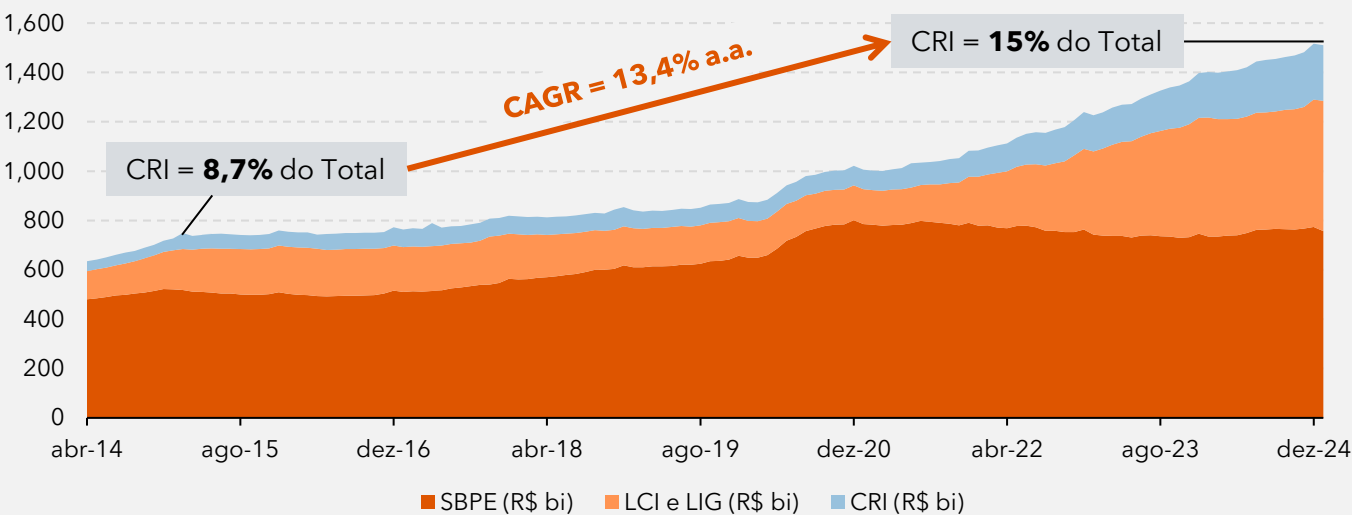
Em linha com a tendência de desconcentração bancária vivida em diversos setores de crédito no Brasil, o mercado de capitais tem ganhado espaço dentro do financiamento imobiliário.

Alguns fatores exógenos têm impactado a fonte de recursos para os bancos cederem crédito imobiliário, como (i) perda do **protagonismo da poupança** nos investimentos das pessoas físicas, retraindo-se de **~32%** do estoque de investimentos dessa classe de investidores em 2014 para **~14%** em 2024 (Banco Central); e (ii) utilização dos fundos do FGTS para outros fins, como a criação da modalidade de saque-aniversário e suas linhas de antecipação fornecidas por bancos e FIDCs.

Devido a esses efeitos e à maior competição no mercado bancário em geral, os grandes bancos, apesar de ainda deterem a maior parte desse mercado, se viram obrigados a se voltar para outras fontes de captação, como **LCIs** e **LIGs**, cujo estoque se multiplicou por quase **4x** entre jan/21 e jan/25, saindo de **R\$141 bilhões** para **R\$527 bilhões**.

Ainda assim, mesmo com esse movimento por parte dos bancos, o mercado de capitais tem sido bem sucedido em elevar a sua participação no segmento imobiliário, reflexo do (i) já mencionado processo de desconcentração bancária, (ii) sofisticação dos investidores brasileiros e (iii) evolução regulatória para os ativos de mercado de capitais. Desse modo, o estoque de CRIs se expandiu de **R\$79 bilhões** em jan/21 para **R\$226 bilhões** em jan/25, representando cerca de **15%** do crédito imobiliário total.

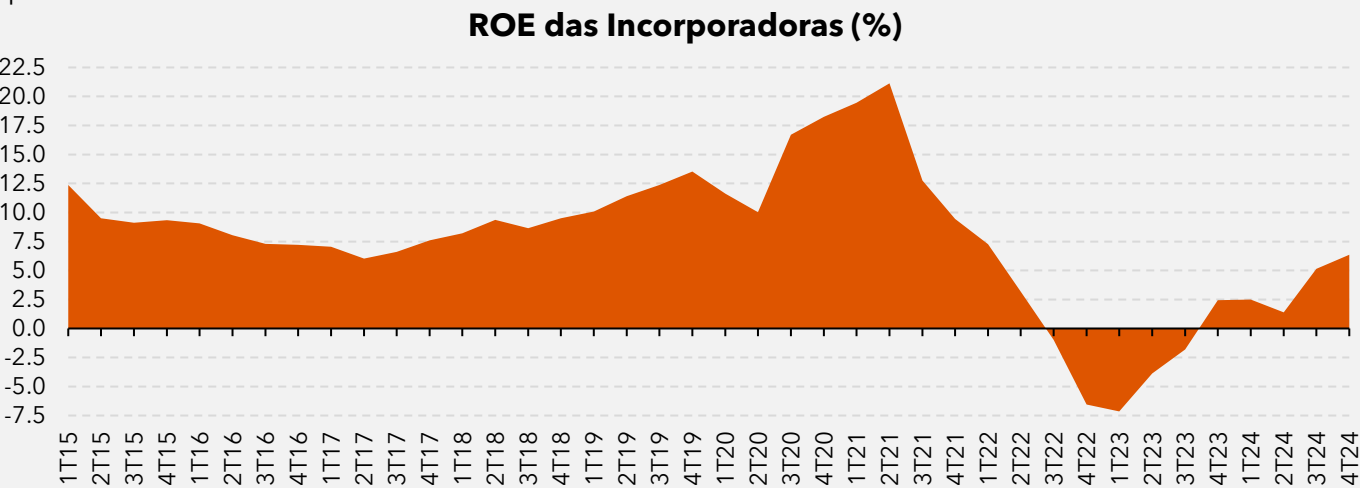
Crédito Imobiliário - Mercado Bancário vs Mercado de Capitais



Fontes: Banco Central. Dados referentes a jan/2025.

Oportunidade

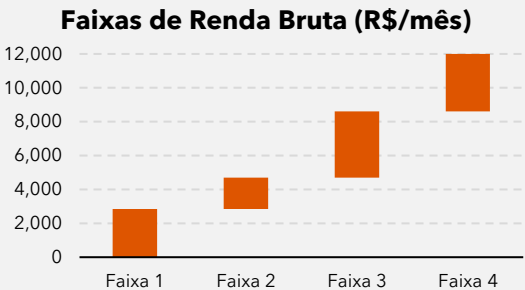
No atual cenário de juros elevados, as incorporadoras viram seus níveis de **retorno sobre o capital próprio se reduzirem** de forma relevante, com uma recuperação parcial já vivenciada ao longo de 2024 pelas **maiores do setor**:



Fontes: Bloomberg e DFPs/ITRs de **MRVE3**, **CYRE3** e **TEND3**. Valores ponderados por volume de Receitas em 12M. Dados referentes a dez/24.

Expansão do MCMV

Em contrapartida à política monetária restritiva, o governo tem se esforçado para **expandir o crédito imobiliário** via elevação das faixas de renda e criação da Faixa 4 do MCMV, atendendo famílias com renda mensal de até R\$12 mil. Essa iniciativa eleva, mesmo que de forma artificial, a demanda por imóveis residenciais.

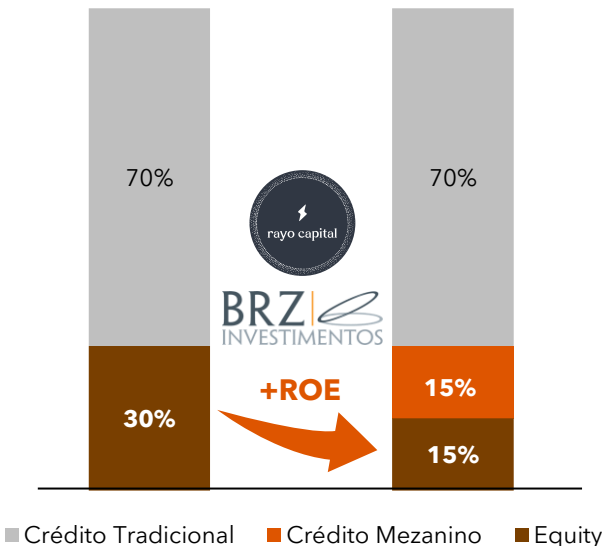


Crédito Mezanino para Incorporadoras

Em **março de 2025**, anunciamos a primeira emissão do **FIDC BRZ Rayo**, focado em operações estruturadas **para incorporadoras de médio porte no Sudeste**, onde há o maior déficit habitacional do país. A consultoria do fundo, Rayo Capital, é liderada por executivos com experiência no setor imobiliário e de FIDCs.

Em meio a **(i)** pressão imposta sobre rentabilidade do capital (*equity*) das incorporadoras e **(ii)** um mercado residencial ainda pujante e com demanda elevada, a BRZ enxerga uma oportunidade atrativa de investimento em **crédito mezanino** às incorporadoras, em especial de médio porte, que possuem ainda menor acesso a financiamento. Operações **bem colateralizadas** e com **taxas atrativas** aos credores **reduzem a necessidade de capital** empregado pelos incorporadores, de modo que seu nível de retorno possa voltar a patamares mais elevados.

Estrutura de Capital do Projeto



Disclaimer

Este documento foi elaborado pela BRZ Investimentos com o propósito exclusivo de fornecer informações relevantes aos seus investidores. As opiniões e conjecturas aqui previstas, de caráter meramente informativo, representam a melhor posição da BRZ Investimentos na data de sua produção.

A BRZ Investimentos não comercializa nem distribui quotas de fundos de investimentos ou qualquer outro ativo financeiro. As informações contidas neste informe são de caráter meramente informativo e não constituem qualquer tipo de aconselhamento de investimentos, não devendo ser utilizadas com este propósito.

A BRZ Investimentos, seus sócios e funcionários isentam-se de responsabilidade por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações divulgadas e sobre quaisquer danos resultantes direta ou indiretamente da utilização das informações contidas neste informe. Nenhuma informação contida neste informe constitui uma solicitação, material promocional ou publicitário, oferta ou recomendação para compra ou venda de quotas de fundos de investimento, ou de quaisquer outros valores mobiliários. Este documento não é direcionado para quem se encontra proibido por lei para acessar as informações nele contidas, as quais não devem ser usadas de qualquer forma contrária à qualquer lei de qualquer jurisdição.

Embora todos os esforços tenham sido empregados para assegurar a precisão e integridade das informações e projeções aqui contidas, a BRZ Investimentos não se responsabiliza por qualquer inexatidão, omissão, distorção ou não-concretização que possa ocorrer. Além disso, a BRZ Investimentos não se responsabiliza por quaisquer consequências decorrentes da utilização destas informações e/ou projeções para tomada de decisões de investimento, reforçando que o desempenho passado não representa garantia de resultados futuros. Este disclaimer deve ser interpretado em conformidade com as leis e regulamentações vigentes.