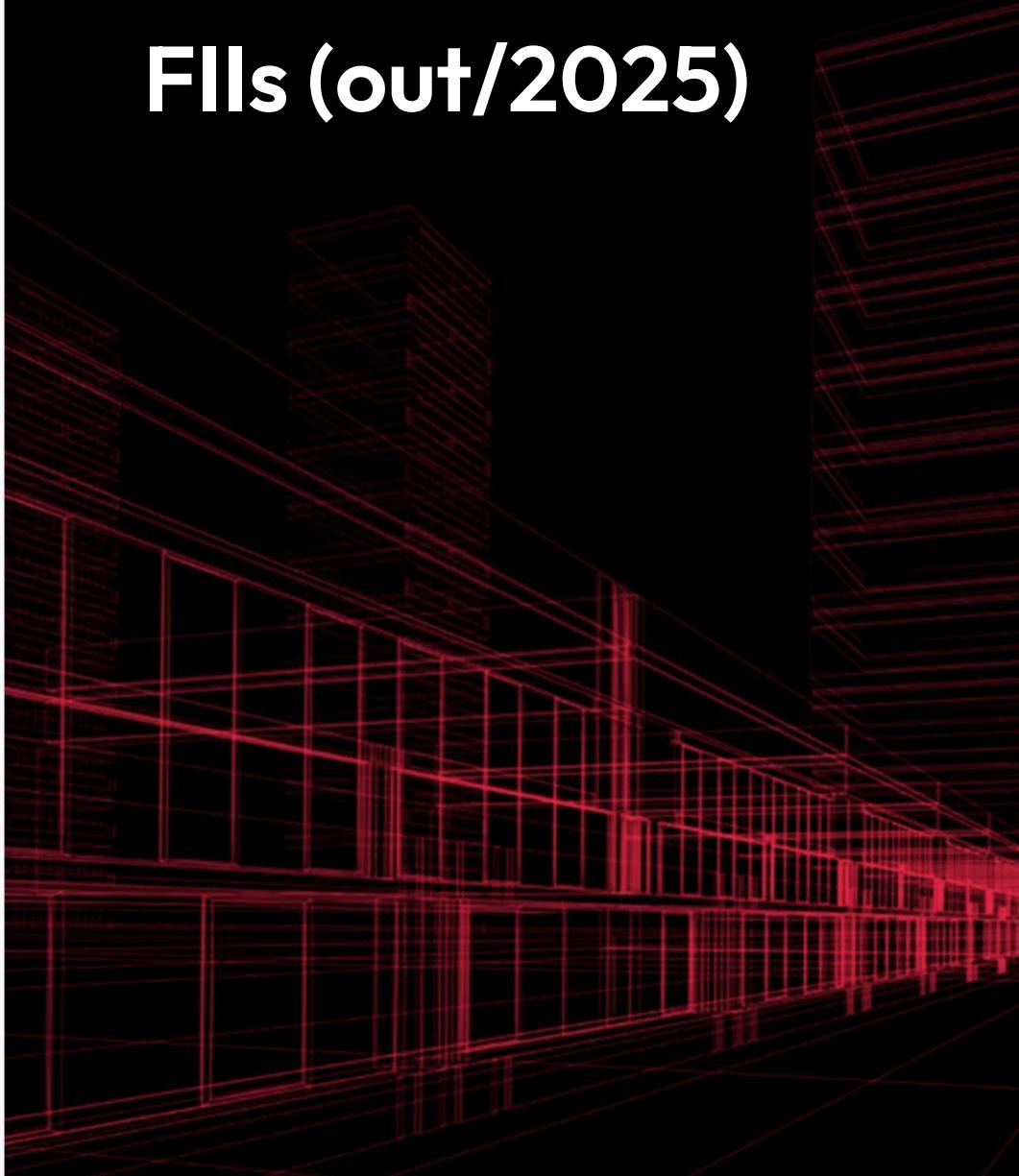


Carteira recomendada de FIIs (out/2025)



Sumário

Descrição.....	2
Desempenho de setembro e recomendação para outubro.....	6
Patria Malls (PMLL11).....	8
Bresco Logística (BRCO11).....	9
Alianza Trust Renda Imobiliária (ALZR11).....	10
Kinea Securities (KNSC11).....	11
Mauá Capital Recebíveis (MCCI11).....	12
Riscos.....	13
Disclaimer.....	14

Empiricus TOP5 FIIs (out/25)

Descrição

Neste documento, consolidamos a lista de ideias de fundos imobiliários (FIIs) para o mês, de forma a elaborar uma seleção de ativos com base na série Renda Imobiliária da Empiricus Research.

A seleção consiste em cinco ativos de diferentes setores/estratégias de atuação, com objetivo de gerar uma diversificação mínima para a alocação. Diante do tamanho do portfólio, indicamos pesos equivalentes para cada FII (20% dos recursos para cada).

É possível investir diretamente na Empiricus TOP5 FIIs pelo BTG Pactual (Investir > Renda Variável > Carteiras Recomendadas).

Caro leitor,

Conforme antecipamos em nosso último relatório mensal, os mercados mantiveram trajetória positiva em setembro, com destaque para os ativos de renda variável doméstica.

Entre os principais acontecimentos do mês, tivemos o início do ciclo de cortes de juros pelo Federal Reserve (Fed), movimento que abre espaço para ações semelhantes em outros países — incluindo o Brasil — e fortalece o fluxo de capital para ativos de risco.

Nesse contexto, o Ibovespa registrou ótima performance, avançando 3,40%, enquanto o Ifix também apresentou resultado positivo, com alta de 3,25% no período.

Neste último, a principal novidade foi a alteração no texto da Medida Provisória 1.303/2025, que trata da tributação de investimentos antes isentos, como LCIs, LCAs, CRLs, CRAs, FIIs, Fiagros, FI Infras e debêntures.

Na prática, o texto atualizado manteve a isenção de IR para pessoas físicas nos fundos, desde que respeitadas as condições já conhecidas, como número mínimo de cotistas e negociação em bolsa. Vale lembrar que a possibilidade de desidratação do texto já havia sido mencionada em diversas ocasiões em nossos conteúdos.

A votação da MP está marcada para esta quarta-feira (01) e ainda existem alguns pontos de atenção, principalmente em relação a interpretações sobre mudanças de regime contábil e obrigatoriedade de distribuição. Ainda assim, o item mais sensível foi retirado da pauta, o que traz maior segurança aos investidores.

Para os próximos meses, a expectativa de cortes de juros deve continuar ditando o tom do mercado, embora períodos de volatilidade não possam ser descartados.

Entre as novidades, a agenda de emissões começa a ganhar tração neste fim de ano, com ofertas bilionárias de fundos já consolidados. Esse movimento tende a se intensificar à medida que as cotas superem seus respectivos valores patrimoniais.

Shoppings centers: é melhor investir em FIIs ou ações?

Conforme amplamente estabelecido, o investimento em real estate pode ser feito de diferentes formas no mercado de capitais. No caso dos shoppings, um dos segmentos mais tradicionais da indústria, as alternativas listadas em Bolsa se destacam pela ampla variedade de empresas e fundos imobiliários disponíveis.

Desde o ano passado, temos destacado em alguns conteúdos o comparativo entre as ações de operadoras de shoppings e os FIIs do setor. No início deste ano, em especial, as ações negociavam em níveis bastante depreciados, inclusive em relação aos fundos.

Após um primeiro semestre excepcional para os players, impulsionado por um ambiente econômico mais favorável à Bolsa e por um desempenho de vendas acima da média, as ações acumularam alta de cerca de 45% em nove meses — mais do que o dobro da valorização observada nos FIIs de shoppings. Como consequência, o ratio entre as duas classes sofreu uma mudança significativa no período.

Shoppings: Ratio Ações vs FIIs



Cesta de ações e FIIs é composta por ALOS3, IGTI11 e MULT3 e HGBS11, HSML11, VISC11 e XPM11, respectivamente. Fonte: Empiricus e Quantum Axis.

ATIVO	YTD
AL053	49,0%
IGTI11	46,6%
MULT3	44,0%
HSML11	27,0%
VISC11	21,5%
HGBS11	18,1%
IFIX (Logística)	17,2%
XPML11	16,8%
IFIX (Tijolo)	15,8%
IFIX	14,9%
IFIX (Lajes)	14,3%
IFIX (Papel)	12,4%

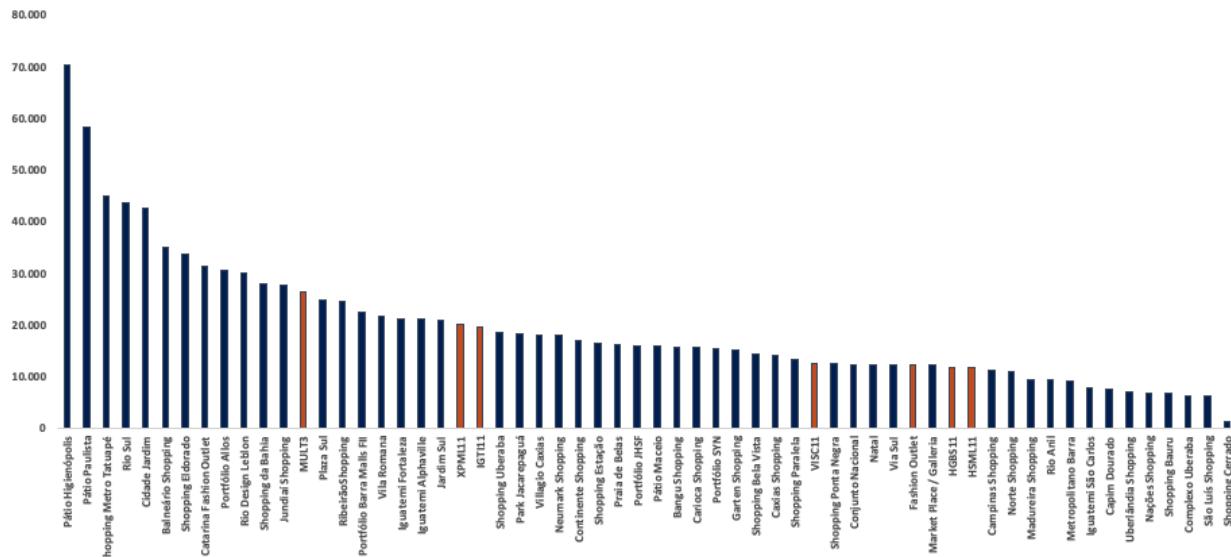
Dados atualizados até o fechamento de 29/set.

Fonte: Quantum Axis

Agora, passados esses nove meses, chegou a hora de inverter a mão?

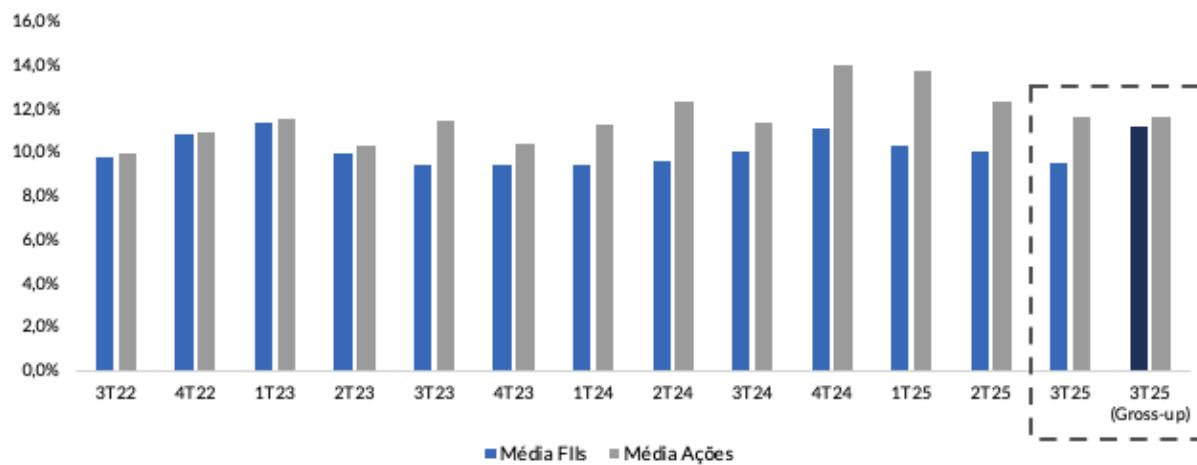
Em nossa visão, não há sinais claros de uma migração de fluxo entre esses ativos, considerando as diferenças de liquidez e governança das empresas, além da qualidade superior do portfólio de Iguatemi e Multiplan.

Outro ponto relevante é o potencial de ganho de capital, estimado entre 20% e 30% para os papéis das companhias nas condições atuais. O comparativo com transações recentes do setor também reforça a atratividade do investimento.

Transações - Shoppings Centers (R\$/m²)


Fonte: Empiricus, fundos e empresas.

Ainda assim, entendemos que o investidor de varejo deve observar esse cenário com atenção, sobretudo aquele cujo foco seja a geração de renda. Ao avaliarmos o cap rate — métrica tradicional do setor —, ainda existe uma diferença de cerca de 2 p.p. entre as classes. No entanto, quando considerarmos a isenção de imposto de renda, os ativos passam a se posicionar em patamar semelhante.

Histórico de cap rate


Fonte: Empiricus, empresas, gestoras e Bloomberg

Considerando a obrigatoriedade de distribuição de resultados pelos fundos imobiliários, o dividend yield da categoria atualmente se mostra bem superior, próximo de dois dígitos. Além

disso, o recente aumento de alavancagem de Iguatemi e Multiplan limita a capacidade de devolução de capital aos acionistas.

Por fim, reforçamos que nossa visão sobre o setor segue construtiva, sobretudo em um cenário de queda de juros e de possível reaquecimento das operações de fusões e aquisições entre os players.

Desempenho de setembro e recomendação para outubro

Nossa composição registrou alta de 4,68%, enquanto o Índice de Fundos Imobiliários (Ifix) teve performance de 3,25% no período. No ano, a rentabilidade da carteira é de 22,8%, contra 15,2% do índice.

2025	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Desde o Início
Empiricus	-4,76%	6,38%	6,39%	3,12%	2,12%	2,16%	-1,50%	2,72%	4,68%				26,66%
IFIX	-3,07%	3,34%	6,14%	3,01%	1,44%	0,63%	-1,36%	1,16%	3,25%				13,74%
CDI	1,01%	0,99%	0,96%	1,06%	1,14%	1,10%	1,28%	1,16%	1,22%				24,54%
2024	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	2024
Empiricus	-0,27%	1,27%	2,41%	-1,53%	0,57%	-0,39%	0,99%	1,04%	-1,49%	-0,49%	-3,00%	-2,58%	-3,34%
IFIX	0,67%	0,79%	1,43%	-0,77%	0,02%	-1,04%	0,52%	0,86%	-2,58%	-3,06%	-2,11%	-0,67%	-5,89%
CDI	0,97%	0,80%	0,83%	0,89%	0,83%	0,79%	0,91%	0,87%	0,83%	0,93%	0,79%	0,88%	10,82%
2023	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	2023
Empiricus											2,66%	3,92%	6,69%
IFIX											0,66%	4,25%	4,93%
CDI											0,92%	0,89%	1,82%

Para outubro, sugerimos a venda integral do Kinea Rendimentos (KNCR11) e do HSI Malls (HSML11). Com os recursos, indicamos a compra do Kinea Securities (KNSC11) e do Patria Malls (PMLL11). Portanto, a carteira Top 5 FIIs ficará da seguinte forma:

Top Picks - Fundos Imobiliários (out/25)		
Ticker	Nome	Peso

ALZR11	Alianza Trust Renda Imobiliária	20%
BRCO11	Bresco Logística	20%
KNSC11	Kinea Securities	20%
MCCI11	Mauá Capital Recebíveis	20%
PMLL11	Patria Malls	20%

Considerando os proventos pagos por cada fundo nos últimos 12 meses, o dividend yield médio da carteira é de 10,8%.

Patria Malls (PMLL11)

O Patria Malls (PMLL11), anteriormente chamado de Genial Malls (MALL11), é um fundo gerido pelo Patria Investimentos e administrado pelo Banco Genial.

O fundo tem como objetivo gerar renda e ganhar capital por meio de shopping centers, seja na exploração ou na compra e venda de ativos.

Seu portfólio atual conta com 15 ativos que somam cerca de 146,3 mil metros quadrados de ABL própria. O fundo tem exposição a 6 estados, sendo o Rio de Janeiro o mais representativo, com 50% da ABL, seguido por São Paulo, com 19%.

Entrando no escopo operacional do fundo, observa-se uma trajetória consistente de vendas ao longo dos últimos anos. Em praticamente todos os meses de 2025, os indicadores superaram os níveis registrados em 2023 e 2024.

Entre os fatores que justificam a presença do PMLL11 nesta seleção, destacamos o desconto relevante das cotas em relação ao seu valor patrimonial, além do nível atual de cap rate. Ambos os indicadores se mostram acima da média quando comparados a outros FIIs do segmento de shopping centers, reforçando a atratividade relativa do fundo.

Entre os riscos, ressaltamos que a mudança de gestão pode ter impacto na performance. A área de shopping centers ainda é relativamente nova no Patria, enquanto a equipe da Genial já era bastante consolidada e com forte proximidade com os ativos localizados no Rio de Janeiro, em especial.

Ainda assim, encontramos um potencial de valorização de 13% e uma geração de renda atrativa na ordem de 10,4% para os próximos 12 meses.

Fundo	Patria Malls
Ticker	PMLL11
Recomendação	Compra
Valor de mercado	R\$ 1,4 bilhão
Cota de mercado	R\$ 101,88
Cota Patrimonial	R\$ 121,22
P/VP	0,84
Liquidez Média Diária	R\$ 1,9 milhão
Último Provento	R\$ 0,86
Yield Anualizado	10,1%
Yield (12M)	9,8%

Bresco Logística (BRCO11)

O Bresco Logística (BRCO11) se destaca pela alta qualidade (A+) do seu portfólio, com um total de 12 galpões logísticos, distribuídos em seis diferentes estados.

Seu portfólio possui cerca de 70% da sua área bruta locável localizada no Sudeste do país, sendo 33% da sua receita concentrada dentro do raio de 25 quilômetros da cidade de São Paulo, principal região para o segmento logístico nacional.

O segmento logístico é uma das nossas preferências para 2025, diante da sólida demanda por áreas e da qualidade dos imóveis presentes nos fundos listados.

Entre os motivos da presença do BRCO11 neste relatório, destacamos a alta qualidade do seu portfólio (praticamente todo AAA), que tende a apresentar maior resiliência em cenários adversos.

A taxa de vacância física do portfólio é historicamente baixa, entretanto, possui uma tendência de alta para os próximos meses, diante de algumas desocupações programadas e contratos próximos do vencimento. Ainda assim, temos perspectivas favoráveis para a performance operacional devido a qualidade dos imóveis e do histórico da gestão.

Encontramos um potencial de valorização de 3% para as cotas do BRCO11 e uma geração de renda interessante de 9% para os próximos 12 meses, apoiada pela boa ocupação dos seus ativos e pela distribuição de ganho de capital de operação recente.

Fundo	Bresco Logística
Ticker	BRCO11
Recomendação	Compra
Valor de Mercado	R\$ 1,9 bilhão
Cota de mercado	R\$ 116,80
Cota Patrimonial	R\$ 117,73
P/VP	0,99
Liquidez Média Diária	R\$ 3,0 milhões
Último Provento	R\$ 0,87
Yield Anualizado	8,9%
Yield (12M)	9,1%

Alianza Trust Renda Imobiliária (ALZR11)

O Alianza Trust Renda Imobiliária (ALZR11) tem como objetivo o investimento em imóveis com a finalidade de gerar renda através de contratos atípicos, nas modalidades built-to-suit e sale & leaseback.

O portfólio imobiliário do ALZR11 é composto por 23 ativos, localizados nos estados de São Paulo, Rio de Janeiro e Rio Grande do Sul, com área bruta locável (ABL) acima de 227 mil metros quadrados. Entre os pilares da tese de investimento, destacamos:

- i) Previsibilidade dos seus proventos, reflexo da sua estratégia de alocação apenas em ativos com contratos atípicos de longo prazo em diversos setores (escritórios, galpões, laboratórios, data centers e varejo);
- ii) Crescimento de receita imobiliária e dividendos, decorrente da alocação de recursos da última emissão;
- iii) Como opcionalidade, temos a reciclagem de portfólio, com a eventual venda de ativos com ganho de capital.

Apesar da proximidade com o valor patrimonial, entendemos que este preço (mesmo com a escalada da taxa de desconto) oferece um bom momento de entrada, com expectativa de ganho de capital e de geração de renda atraente para os próximos 12 meses.

Fundo	Alianza Trust
Ticker	ALZR11
Recomendação	Compra
Valor de Mercado	R\$ 1,3 bilhão
Cota de mercado	R\$ 10,60
Cota Patrimonial	R\$ 10,68
P/VP	0,99
Liquidez Média Diária	R\$ 1,5 milhões
Último Provento	R\$ 0,08
Yield Anualizado	9,5%
Yield (12M)	9,2%

Kinea Securities (KNSC11)

Nascido em 2020, o Kinea Securities (KNSC11) é um fundo de papel gerido pela Kinea Investimentos, com objetivo de gerar renda e auferir ganho de capital em um portfólio dedicado a aquisição de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs).

O fundo possui um histórico crescente de distribuição de proventos, sustentado por sua estratégia de diversificação entre indexadores, que confere a capacidade de capturar ganhos em diferentes ciclos econômicos – seja em períodos de inflação elevada, seja em momentos de juros mais altos, como ocorreu nos últimos anos.

Atualmente, a carteira do KNSC11 apresenta uma alocação equilibrada entre indexadores, com maior exposição ao IPCA (56,7%) e uma fatia relevante indexada ao CDI (42,0%). Considerando as taxas de aquisição, o portfólio apresenta uma remuneração de IPCA + 8,0% e CDI + 3,3%. A duration média da carteira é de 2,6 anos.

Apesar de uma expectativa de desaceleração da inflação nesse segundo semestre, o fundo consegue se beneficiar do elevado carrego do CDI, ao mesmo tempo em que mantém capacidade de capturar ganhos em um eventual arrefecimento da curva de juros nas operações atreladas ao IPCA.

Fundo	Kinea Rendimentos
Ticker	KNCR11
Recomendação	Compra
Valor de Mercado	R\$ 1,8 bilhão
Cota de mercado	R\$ 8,80
Cota Patrimonial	R\$ 8,76
P/VP	1,00
Liquidez Média Diária	R\$ 4,4 milhões
Último Provento	R\$ 0,09
Yield Anualizado	12,3%
Yield (12M)	12,7%

Mauá Capital Recebíveis (MCCI11)

O Mauá Capital Recebíveis Imobiliários (MCCI11) tem por objetivo a geração de valor por meio da aquisição de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs).

Sua carteira conta com 80% do seu portfólio alocado em CRIs, 9% em FIIs, 8% em caixa e 3% em alocação tática.

A carteira de crédito é composta por cerca de 30 posições, com duration média de 4,3 anos.

Considerando a marcação a mercado, aproximadamente 99% das operações estão indexadas em IPCA + 8,9% ao ano e 1% indexada ao CDI + 1,8% ao ano.

Em seu último gerencial, a gestão manteve sua projeção para a distribuição de proventos para o segundo semestre, entre R\$ 0,90 a R\$ 1,00 por cota ao mês.

No momento, as cotas do MCCI11 são negociadas com deságio de 3% em relação ao valor patrimonial. Em nossas projeções, encontramos uma TIR líquida de aproximadamente 13,7% para suas cotas.

Fundo	Mauá Capital Recebíveis
Ticker	MCCI11
Recomendação	Compra
Valor de Mercado	R\$ 1,5 bilhão
Cota de mercado	R\$ 90,89
Cota Patrimonial	R\$ 93,36
P/VP	0,97
Liquidez Média Diária	R\$ 3,0 milhões
Último Provento	R\$ 1,00
Yield Anualizado	13,2%
Yield (12M)	11,7%

Riscos

Entre os principais riscos para as teses de investimento citadas, destacamos: i) risco de crédito dos devedores dos CRIs e inquilinos dos fundos; ii) risco de vacância para os portfólios de lajes corporativas, logística e shopping centers, iii) risco de pré-pagamento nos portfólios de crédito; iv) risco de liquidez na negociação das cotas dos fundos imobiliários; v) risco macroeconômico envolvendo o atual cenário de juros e as incertezas em torno do arcabouço fiscal, que afetam o mercado de renda variável como um todo.

Analista Chefe

Felipe Miranda

Analista responsável pela estratégia

Caio Nabuco de Araujo, CAIA, CNPI

Disclaimer

A Empiricus Research é uma Casa de Análise que produz e entrega publicações e relatórios periódicos, regularmente constituída e credenciada perante CVM e APIMEC. Todos os nossos profissionais cumprem as regras, diretrizes e procedimentos internos estabelecidos pela Comissão de Valores Mobiliários, em especial sua Resolução 20 e seu Ofício-Circular CVM/SIN 13/20, e pela APIMEC, bem como pelas Políticas Internas estabelecidas pelos Departamentos Jurídico e de Compliance da Empiricus. A responsabilidade pelos relatórios que contenham análises de valores mobiliários é atribuída a Rodolfo Cirne Amstalden, profissional certificado e credenciado perante a APIMEC. Nossas funções são desempenhadas com absoluta independência, e sempre comprometidas na busca por informações idôneas e fidedignas visando fomentar o debate e a educação financeira de nossos destinatários. O conteúdo da Empiricus Research não representa quaisquer ofertas de negociação de valores mobiliários e/ou outros instrumentos financeiros. Embora a Empiricus Research forneça sugestões pontuais de investimento, fundamentadas pela avaliação criteriosa de analistas certificados, não se pode antecipar o comportamento dos mercados com exatidão. Padrões, histórico e análise de retornos passados não garantem rentabilidade futura. Todo investimento financeiro, em maior ou menor grau, embute riscos, que podem ser mitigados, mas não eliminados. A Empiricus Research alerta para que nunca sejam alocados em renda variável aqueles recursos destinados às despesas imediatas ou de emergência, bem como valores que comprometam o patrimônio do assinante. Os destinatários dos relatórios devem, portanto, desenvolver as suas próprias avaliações.

A Empiricus Research faz parte do grupo Empiricus, pertencendo ao Grupo BTG Pactual, motivo pelo qual existe potencial conflito de interesses em suas manifestações sobre o Grupo. A união de forças para a criação do grupo Empiricus objetiva propiciar uma melhor experiência ao investidor pessoa física. Toda relação dentro do grupo é pautada na transparência e na independência, respeitando a completa segregação entre as atividades de análise de valores mobiliários e de administração de carteiras de valores mobiliários, visando à preservação da imparcialidade da Empiricus Research. Todo o material está protegido pela Lei de Direitos Autorais e é de uso exclusivo de seu destinatário, sendo vedada a sua reprodução ou distribuição, seja no todo ou em parte, sem prévia e expressa autorização da Empiricus Research, sob pena de sanções nas esferas cível e criminal.