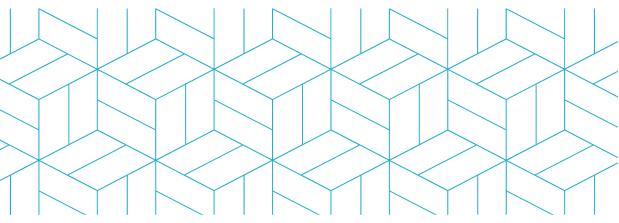


ARTIGO N° 16 MANUFACTURED HOUSING



Opinião RBR

O setor de Manufactured Housing nos EUA

O segmento residencial nos EUA é subdividido em 3 categorias: multi-family, single-family e manufactured home. A primeira categoria é muito similar a prédios, são diversos apartamentos e cada um locado para uma família ou grupo de amigos/estudantes; a segunda é composta por casas construídas no próprio site e locadas para uma única família; e a terceira (MH) trata-se de casas pré-fabricadas, montadas nas próprias fábricas e entregues via caminhão no local de destino. As casas ficam localizadas dentro de condomínios com ampla infraestrutura de academia, lagos, piscinas, etc.

Há três REITs em todo o mercado norte-americano que operam nesse segmento: SUI (Sun Communities), ELS (Equity Lifestyle) e UMH (UMH Properties). Eles respondem por cerca de 5% do total de ativos de MH dos EUA, ou seja, é um mercado muito fragmentado, com competidores pouco sofisticados e com grande potencial de crescimento especialmente via aquisição (external growth).

Esses REITs também têm um pedaço do seu portfólio expostos a outros business, 10-30% de RV (Recreational Vehicle) que são os "motor homes" ou comumente conhecido por trailers, aqueles que vemos nos filmes de Hollywood. Os donos dos RVs locam o terreno/espacão nos condomínios para passar suas férias. E é aqui que os REITs também ganham dinheiro, oferecendo toda estrutura de energia, gás e infraestrutura para lazer (piscina, lagos etc.). Por fim, mais recentemente, esses REITs têm entrado no segmento de Marinas (0-15% do total), que é o aluguel de marinas para barcos/lanchas, oferecendo além do espaço, também serviços de manutenção, comida, bebida e gasolina.

Feita essa introdução, vamos aos fundamentos do MH, o mais relevante de todos, com cerca de 70% do portfólio dos REITs. Na última década, os REITs de MH tiveram não só a melhor performance dentro do segmento residencial, mas também uma das melhores performances de todos os demais segmentos que integram os REITs. Olhando para frente, temos muita convicção de que essa categoria residencial vai continuar performando muito bem.

Para colocar em perspectiva, 1 em cada 12 americanos moram em uma casa pré-fabricada. A qualidade de moradia varia de local para local e da estrutura dos condomínios. Esses condomínios, em sua grande maioria, estão localizados nas encostas dos EUA.

Uma casa pré-fabricada custa entre \$60-80k, ou seja, é muito barato. O comprador dessa casa geralmente é o morador, e não o REIT. Em outras palavras, quem faz todas as melhorias e upgrades da casa é o morador - há baixíssimo capex (investimento de manutenção) e opex (gastos operacionais com energia, água são repassados integralmente ao morador). O REIT ganha dinheiro mesmo é locando o terreno, e é essa a beleza do negócio pois o terreno praticamente não deprecia e exige pouca manutenção.

Quando um americano decide mudar para uma casa pré-fabricada, é ele quem vai até o banco tomar a dívida para comprá-la. O REIT não se expõe ao risco de crédito. Essa pessoa mora na média 12-14 anos na mesma casa, então por muitos anos o locatário vai permanecer no mesmo condomínio pagando aluguel todo mês. O "turnover", portanto, é muito baixo.

Quando o cidadão americano decide se mudar, há duas opções: transportar esta mesma casa ou vender. O transporte da casa pré-fabricada requer uma logística complexa e o custo é elevado. Portanto, o caminho mais fácil é vender. Quem compra é o REIT, pagando na média 50% do valor, que vende para o próximo morador com um ganho de 30%. Feito isso, volta o terreno volta a ficar disponível para locação.

O aluguel de uma MH custa na média \$600-800 mês vs. um single-family home de \$ 1200-1600 mês. O REIT paga por um site completo algo como \$ 70-90k. Portanto, assumindo uma locação média mensal de \$ 700, o ROI (retorno sobre o capital investido) é de 10% a.a.. Como é um business que o capex e opex são muito baixos, o retorno fica muito interessante. Adiciona-se a isso o fato dos REITs terem um custo de dívida de 2,5%-3,0% a.a., o retorno do negócio fica acima de 20% a.a.

E não para por aí! Aumentar o aluguel anual entre 3-5% é algo bem factível (e a história mostra isso). Estamos falando de \$ 35,00 a mais por mês na conta do morador, o que é pouco pois a base de aluguel é baixa. Como é um segmento com ocupação acima de 95% e baixo turnover, estamos falando de um business de grande resiliência e alta capacidade de crescimento.

Na crise, o "rent collection" não só se manteve acima de um segmento "affordable", bastante diversificado entre estados e 98%, como também houve aumento da ocupação, uma vez que famílias saíram de zonas urbanas e foram para locais com baixo adensamento demográfico. Claro que nem tudo são maravilhas. Do lado negativo, o business de RV acabou sendo impactado, pois muitos dos condomínios tiveram que fechar para visita durante alguns meses do ano. Isso hoje encontra-se normalizado.

Assim, concluímos a nossa tese: investir em cidades com baixa complexidade de gestão, baixo custo de manutenção da operação, competição bastante limitada, potencial de crescimento enorme via aquisição, alavancagem financeira moderada, alta taxa de ocupação e baixo turnover. A tese de MH é uma das preferidas do RBR Vitreo Real Estate Global. Os REITs negociam numa média de 2,1% a.a. dividend yield e P/FFO de 28x. O valuation não é uma barganha, mas tem muito crescimento pela frente seja via aquisição, seja via melhora da performance operacional das propriedades adquiridas, bem como aumento do preço de aluguel.

