FIIs

EDIÇÃO #156

Publicado em 05.02.2020

Emissão *Follow-on*

MXRF11

Fundos	Viés	Status
MXRF11 – Maxi Renda		*Viés Positivo*

Resumo

Apresentamos uma análise da Oferta Pública *(Follow-on)* do Fundo Híbrido da XP Vista Asset Management (MXRF11).

Destacamos o retrato atual do fundo, bem como apresentamos as taxas dos "CRIs" e "Permutas Imobiliárias" onde os recursos desta 5ª emissão de cotas deverão ser alocados. Além disto, trouxemos nossa perspectiva futura de retorno após a alocação.

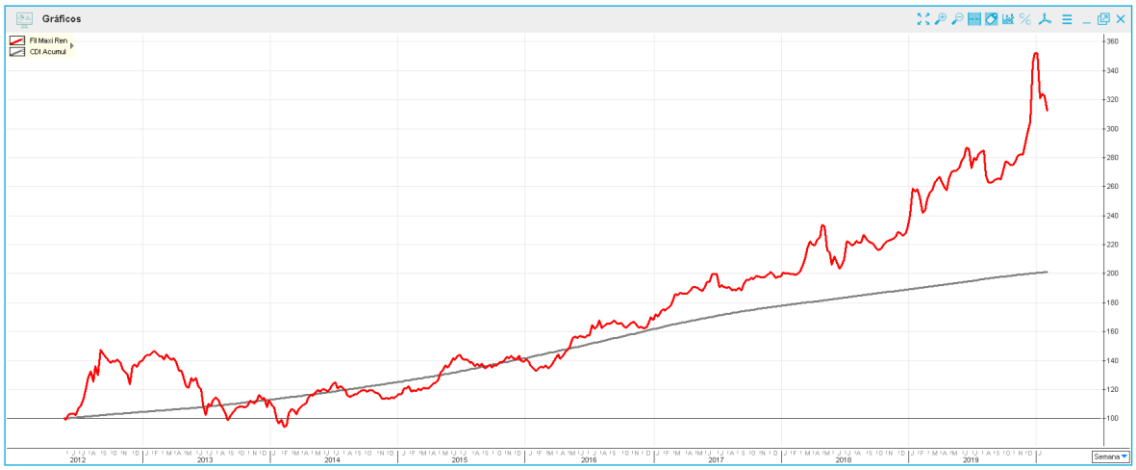
Boa leitura!

MXRF11 – Maxi Renda

A principal dúvida em relação a MXRF11 é: o que é este fundo imobiliário, ou seja, a qual subclasse dentro do *universo* de FIIs ele pertence? Na verdade, hoje, temos uma resposta mais assertiva para os quase 100 mil cotistas, cuja liquidez está na ordem de R$ 8 milhões/dia.

No passado recente, pudemos constatar mudanças relevantes quanto às suas estratégias e objetivos. Agora, temos uma visão mais clara em relação ao foco das alocações e, com isto, sentimos segurança em apresentar um relatório atualizado sobre esta nova emissão de cotas que se avizinha.

Note que, apesar de toda a turbulência passada face a ajustes contábeis (e distribuições), fusões com outros FIIs da Gestora, desdobramento, troca do time de Gestão, *defaults* em CRIs e em desenvolvimento *(equity)*, MXRF11 apresentou resultado acumulado satisfatório de 200% do CDI (Base 100):



Fonte – Economática / Suno Research

É nítido que, após 2016/17, a Gestão da XP Vista vem calibrando o perfil do fundo e sinalizando aos cotistas seu (novo) foco de atuação. Em geral, gostamos desta lucidez por parte dos Gestores, embora MXRF11 esteja se equiparando, cada vez mais, a outros FIIs de CRIs listados, mesmo que uma fração do portfólio seja destinada a Desenvolvimento Imobiliário ("Permutas"), podendo sempre oferecer um *plus* às expectativas futuras.

> *Importante: Adicionalmente, vale ponderar que, em dezembro/2019, foi anunciado o encerramento da 4ª emissão de cotas com captação total de R$ 360 milhões, com relevante adesão de cerca de 32,5 mil investidores. Na sequência, foi publicado um Comunicado ao Mercado indicando as alocações, ou seja, em poucos dias, todos os recursos foram alocados e, com isto, já anunciada a 5ª emissão (follow-on) com objetivo de captar mais R$ 500 milhões.*

Vejamos o retrato do fundo com base no mais recente Relatório Gerencial, até como forma de ratificar a exposição de 93% em CRIs e "Permutas Imobiliárias", lembrando que os 3% alocados em "Outros FIIs" corroboram com seu perfil atual, ou seja, um misto entre *Papéis* e *Desenvolvimento*:

- Crédito Imobiliário (CRIs) **- 83%**
- Imóveis (Permutas) - **10%**
- Outros FIIs - **3%**
    - CRI: IRDM11 (R$ 10 milhões / 45,65%)
    - Desenvolvimento: DMAC11 (R$ 8,6 milhões / 39,53%)
    - CRI: XPCI11 (R$ 1,7 milhões / 7,75%)
    - Lajes Comerciais: BRCR11 (R$ 1,5 milhão / 7%)
- Caixa - **5%**

Em essência, **MXRF11** pode ser enquadrado próximo a um clássico FII de CRIs. Cumpre reforçar que, no passado recente, o fundo passou por uma fusão com o antigo **XPGA11** (XP Gaia), sendo que, naquele momento, havia cerca de 7 a 8 operações com alto risco de crédito. O fato é que, até a presente data, há ainda cerca de 5 operações inadimplentes, representando cerca de 3,5% do PL em *default*.

Por mais que a Gestão não queira passar, explicitamente, que o MXRF11 tem focado cada vez mais em operações *High Grade* (baixo risco de crédito), temos a visão de que há evidências concretas desta mudança. Obviamente, não temos nada contra este direcionamento, mas vale pontuar que as expectativas futuras de rendimentos precisam ser calibradas face às taxas contratadas. Diante disto, vejamos as principais 10 posições em CRIs, representando cerca de 50% do PL do fundo:

CRI / Risco	Volume (MM)	%	Taxa
Almeida Jr. – Norte	R$ 40,87 milhões	6,49%	CDI + 1,25%
Magazine Luiza	R$ 40,14 milhões	6,37%	IPCA + 4,35%
Grupo Pão de Açúcar	R$ 40,07 milhões	6,36%	CDI + 1,75%
Helbor – Estoque III	R$ 40,00 milhões	6,35%	CDI + 1,50%
Almeida Jr. - Continente	R$ 39,63 milhões	6,29%	CDI + 1,25%
Latam – Bradesco	R$ 31,55 milhões	5,01%	IPCA + 5,00%
JSL Ribeira	R$ 26,38 milhões	4,19%	IPCA + 8,06%
HM Engenharia	R$ 23,55 milhões	3,74%	CDI + 2,50%
GJP Hotéis	R$ 22,03 milhões	3,50%	CDI + 1,67%
PPP – Canopus	R$ 21,31 milhões	3,38%	IPCA + 6,00%

Fonte – XP Vista (Relatório Gerencial)

A Gestão avalia que parte destes CRIs possuem excelente carrego e poderão ser alienados com lucro nos próximos meses, isto é, a prática da arbitragem (gestão ativa) em fundos desta natureza tem se tornado uma realidade na indústria. Aliás, cumpre reiterar que, desde o 4T19, a XP Vista intensificou o giro do portfólio, favorecendo distribuições acima de sua média histórica.

> *Importante: O portfólio atual está predominantemente alocado em CRIs indexados ao CDI (55%). O restante dos ativos está indexado em inflação, com ênfase em IPCA (35%) e residual em IGP-M (10%). Com esta nova emissão, avaliamos que haverá mais equilíbrio entre CDI e IPCA (pipeline será apresentado logo mais à frente).*

Em tempo: como sugestão adicional, avaliamos que os Gestores poderiam apresentar informações mais detalhadas sobre cada uma das operações, semelhante ao que temos em outros FIIs da mesma categoria.

Já em relação ao segmento de Desenvolvimento ("Permutas Imobiliárias"), há investimentos em 9 ativos residenciais localizados em São Paulo nos bairros: Vila Olímpia, Vila Prudente, Vila Mariana, Jardins, Cambuí, Paraíso, Campos, Perdizes e Moema.

Estamos seguros de que, apesar de todos os riscos inerentes ao setor residencial, as operações presentes no portfólio do fundo são líquidas e de alto valor agregado. Com isto, os retornos deverão evoluir de acordo com a viabilidade passada. Em geral, são propriedades bem localizadas e com bom padrão construtivo, as quais deverão capturar com eficácia a retomada do mercado imobiliário no Brasil.

Importante: O investimento realizado no ativo "Terra Mundi – Jardim América", localizado em Goiânia/GO, onde o fundo detinha 87,52% do capital social da SPE, não recebeu nenhum rendimento (default). Diante disto, foi ajuizada uma ação de execução contra o sócio no empreendimento, sendo que o processo tramita perante a 12ª Vara Cível de Goiânia. Em função do exercício dessa "put", a participação do Fundo na SPE foi zerada e, em contrapartida o Administrador contabilizou em "Contas a Receber" o valor integral desta operação.

Agora, em relação a esta nova Oferta Pública (ICVM 400) que visa captar R$ 500 milhões, podendo chegar a R$ 600 milhões ("Lotes Adicionais"): preço total de R$ 11,00 (R$ 10,63 + custos de R$ 0,37), sendo que os cotistas posicionados até 23/01/2020 receberão o equivalente a 62,39% via Direitos de Preferência. A XP Investimentos será a Coordenadora Líder – consulte se sua Corretora está credenciada para esta emissão.

Abaixo, algumas datas importantes a serem observadas pelos investidores:

- Exercício dos Direitos de Preferência: **10/02 a 20/02/2020**
- Negociação dos Direitos de Preferência: **10/02 a 18/02/2020**
- Período de Sobras de Direitos: **26/02 a 02/03/2020**
- Período de Sobras (Reserva Pública): **26/02 a 04/03/2020**

Estamos otimistas com relação à velocidade na alocação de recursos nesta emissão, com destaque ao fato de que boa parte do *pipeline* apresenta um nível de taxas aderente ao perfil de FIIs de CRIs *High Grade*. Por outro lado, cerca de 20% deverão ser direcionados a operações *High Yield*.

Importante: Vale ponderar que há certa polêmica em relação ao que é, de fato, a diferença entre uma operação HG e HY – em nossa visão, tudo se resume de como a operação foi originada e estruturada. Na prática, uma operação HG com baixo controle poderá se tornar arriscada ao longo de seu ciclo. Já uma operação HY que tiver acompanhamento próximo, os riscos poderão ser mitigados até o vencimento, considerando ajustes de garantias e fluxo. Na verdade, a real diferença está mais ancorada na (boa) estrutura da operação.

Abaixo, o *pipeline* apresentado no Prospecto da Oferta. Note que não há detalhes sobre quais serão os reais Emissores, porém, dadas as taxas médias anunciadas, é factível assumir que serão operações com foco em Credores com baixo risco de inadimplência.

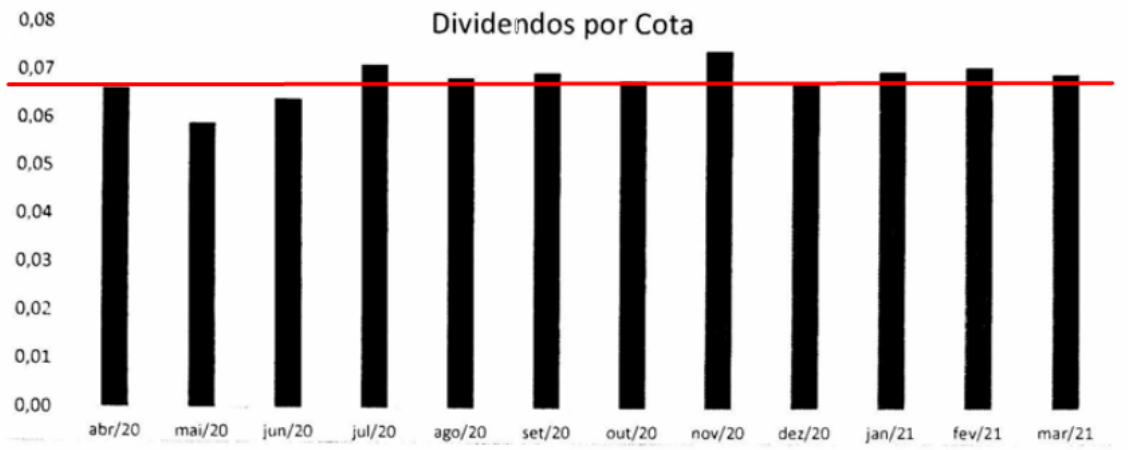
CRI (nº)	Volume (MM)	Taxa
CRI 1	R$ 20 milhões	IGP-M + 12,00%
CRI 2	R$ 70 milhões	IPCA + 6,50%
CRI 3	R$ 20 milhões	CDI + 4,25%
CRI 4	R$ 25 milhões	IPCA + 6,50%
CRI 5	R$ 70 milhões	IPCA + 5,00%
CRI 6	R$ 30 milhões	IPCA + 5,25%
CRI 7	R$ 50 milhões	IPCA + 5,30%
CRI 8	R$ 70 milhões	IPCA + 5,30%
CRI 9	R$ 35 milhões	IPCA + 4,35%
CRI 10	R$ 45 milhões	IPCA + 6,00%
CRI 11	R$ 35 milhões	IPCA + 5,25%
CRI 12	R$ 30 milhões	CDI + 1,25%
Além disto, foi apresentado um *pipeline* o qual será direcionado a 07 Permutas Imobiliárias com taxa projetada de INCC + 13,00%.		

Fonte – XP Vista (Prospecto)

Em relação ao *Estudo de Viabilidade*, a Gestora assumiu que os recursos deverão ser alocados em até 60 dias, com destaque ao fato de que 40% serão posicionados de imediato, ou seja, logo após a liquidação financeira da Oferta. Já em relação aos indexadores projetados, foram observadas as seguintes premissas: CDI (4,40%) e IPCA (3,60%).

> *Importante: O principal ponto de atenção neste Estudo de Viabilidade é que foi assumido um lucro recorrente de R$ 800 mil por mês no resultado líquido do fundo, considerando alienações futuras de posições no portfólio. É uma premissa que merece atenção e acompanhamento constante, sobretudo pelas incertezas quanto às condições de mercado e capacidade de realocação do Gestor em taxas atrativas frente à carteira original.*

O gráfico abaixo foi extraído do Prospecto da Oferta, com indicação de que o rendimento médio ficará posicionado no patamar mensal de R$ 0,068/cota ao longo dos próximos 12 meses.



Fonte – XP Vista

Com este cenário-base e, assumindo preço da emissão em R$ 11,00, projetamos DY para MXRF11 em 7,70% a.a. (0,62% a.m.). Obviamente, é um bom rendimento, porém, reforçamos que, ao excluirmos os efeitos não recorrentes dos (possíveis) lucros futuros com operações de venda em posições táticas de CRIs alocados no portfólio, o resultado poderá ser ajustado para cerca de 7,0% a.a. (0,57% a.m.).

Após ponderarmos todas as premissas, avaliamos que o mais sensato, neste momento, é projetar DY na ordem de 7,50% a.a. (0,60% a.m.), o que continua sendo um retorno aceitável frente ao momento atual do mercado – destacamos que este DY foi calculado com base no preço total da emissão (R$ 11,00). Em tempo, vale ponderar que, em nosso modelo de *valuation*, MXRF11 ficou com preço-teto ajustado em R$ 12,30/cota, portanto, há margem de segurança suficiente para apresentarmos VIÉS POSITIVO para o fundo frente a esta nova emissão.

Conclusões Adicionais (comentários complementares)

- Como esta é uma oferta volumosa, ou seja, serão creditados 62,39% em Direitos de Preferência ("MXRF12"), recomendamos "venda do excesso" desta posição, caso o assinante opte por NÃO exercer a totalidade de sua Preferência. Vale lembrar que será uma Oferta Pública (ICVM 400) e os Direitos de Preferência serão negociados entre 10/02 e 18/02/2020.

- Apesar de MXRF11 ser um FII essencialmente voltado para Recebíveis Imobiliários (CRIs), temos sempre de acrescentar um prêmio de risco adicional frente ao portfólio alocado em Desenvolvimento Imobiliário. Em resumo: nosso modelo de *Valuation* foi ancorado com esta condição adicional.

- Avaliamos que a aplicação da estratégia de *Arbitragem* não seja vantajosa, visto que o preço do fundo no mercado secundário (ref. data da publicação deste relatório) está próximo ao preço total da emissão – é por isso que a *venda de excesso* dos Direitos tende a ser mais adequada, sobretudo por preservar a distribuição *cheia* ao investidor até que as novas cotas sejam integralizadas.

- Como já elucidado, o time de Gestão vem conseguindo alienar posições em CRIs com lucros relevantes desde o 4T19, gerando uma flagrante distorção no patamar médio de distribuição. Cumpre reforçar que todo o nosso estudo para a elaboração deste relatório foi ancorado no momento atual e perspectivas futuras de MXRF11, isto é, excluindo os efeitos não recorrentes. É uma forma mais conservadora de apresentarmos nosso viés aos assinantes.

- Com o sucesso na captação desta nova emissão, as posições inadimplentes *(default)* terão relevância marginal no PL daqui para frente, por isto, é sempre importante a realização de emissões recorrentes neste tipo de fundo.

- O último Informe Mensal disponível na B^3 (ref. dezembro/2019) apontou para um Valor Patrimonial ("VP") em R$ 10,14/cota, portanto, a emissão acima do "VP" reforça a preservação de valor para os cotistas atuais.

Plantão de Dúvidas

Envie suas dúvidas referentes a este relatório. Elas serão respondidas em uma *Live* especial!
Acesse: **https://sunoresearch.typeform.com/to/wrfxrW**



Marcos Baroni
VP de Pesquisa de Fundos Imobiliários



Tiago Reis
Analista CNPI

Carteira Suno FIIs Unificada									
Ranking Suno	Ativo	Início	Participação	Preço atual	DY esperado	Preço-teto	Preço de entrada	Recomendaçao	Desempenho
1	**HSML11**	21/11/2019	7,70%	R$ 121,80	6,4%	R$ 132,00	R$ 104,12	**Comprar**	16,98%
2	**HGRU11**	30/10/2019	7,70%	R$ 130,51	6,5%	R$ 145,00	R$ 110,78	**Comprar**	17,81%
3	**VRTA11**	21/11/2019	7,70%	R$ 133,70	7,0%	R$ 145,00	R$ 78,53	**Comprar**	70,25%
4	**XPLG11**	11/09/2019	7,70%	R$ 133,68	6,0%	R$ 145,00	R$ 100,72	**Comprar**	32,72%
5	**IRDM11**	13/11/2019	7,70%	R$ 129,05	6,8%	R$ 135,00	R$ 118,14	**Comprar**	9,23%
6	**MALL11**	28/02/2018	7,70%	R$ 117,81	5,8%	R$ 125,00	R$ 89,86	**Comprar**	31,10%
7	**RBRR11**	28/11/2018	7,70%	R$ 106,50	6,5%	R$ 110,00	R$ 93,23	**Comprar**	14,23%
8	**HGCR11**	12/06/2019	7,70%	R$ 115,96	6,5%	R$ 120,00	R$ 112,60	**Comprar**	2,98%
9	**ALZR11**	05/06/2019	7,70%	R$ 127,70	5,9%	R$ 130,00	R$ 107,25	**Comprar**	19,07%
10	**FIIB11**	17/01/2018	7,70%	R$ 587,00	5,7%	R$ 585,00	R$ 361,05	**Aguardar**	62,58%
11	**VISC11**	02/05/2018	7,70%	R$ 136,15	5,5%	R$ 132,00	R$ 96,65	**Aguardar**	40,87%
12	**XPML11**	28/11/2018	7,70%	R$ 139,00	4,9%	R$ 130,00	R$ 92,08	**Aguardar**	50,96%
13	**HGLG11**	08/08/2017	7,70%	R$ 187,02	5,2%	R$ 180,00	R$ 100,78	**Aguardar**	85,57%

Disclaimer

As informações constantes deste material podem auxiliar o investidor em suas decisões de investimento; porém o investidor será responsável, de forma exclusiva, pela verificação da conveniência e oportunidade da movimentação de sua carteira de investimentos e pela tomada de decisão quanto à efetivação de operações de compra e/ou venda de títulos e/ou valores mobiliários.

Este material apresenta informações para diversos perfis de investimento e o investidor deverá verificar e atentar para as informações próprias ao seu perfil de investimento, uma vez que as informações constantes deste material não são adequadas para todos os investidores. Quaisquer projeções de risco ou retorno potenciais são meramente ilustrativas e, portanto, não são e não devem ser interpretadas pelo investidor como previsão de eventos futuros e/ou garantia de resultados.

Além disso, não garantimos a exatidão das informações aqui contidas e recomendamos ao investidor que não utilize este relatório como única fonte para embasar suas decisões de investimento. Os investimentos realizados pelo investidor para sua carteira estão sujeitos a diversos riscos inerentes aos mercados e aos ativos integrantes da carteira, incluindo, sem limitação, risco de mercado, risco de crédito, risco de liquidez, risco cambial, risco de concentração, risco de perda do capital investido e de disponibilização de recursos adicionais, entre outros.

Os analistas responsáveis pela elaboração deste relatório declaram, nos termos da Instrução CVM nº 598/18, que as recomendações do relatório de análise refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais e foram elaboradas de forma independente.

Este material destina-se única e exclusivamente aos assinantes da Suno Research. Sua cópia ou distribuição, integral ou parcial, sem a expressa autorização, acarretará multa de até 2.000 vezes o valor deste relatório, apreensão das cópias ilegais, além de responsabilização em processo civil.