

Análise

Relatório especial

Atualizado em 08.06.2022

XP PROPERTIES FII **XPPR11**



PONTOS POSITIVOS

- Imóveis de bom padrão construtivo;
- Preço bastante descontado.



PONTOS NEGATIVOS

- Alavancagem elevada;
- Portfólio formado por poucos imóveis;
- Grande exposição a regiões secundárias;
- Vacância elevada;
- Gestão precisa melhorar sua transparência.



COMO TUDO COMEÇOU

2019

O fundo iniciou suas atividades após captar R\$432 milhões em sua 1.ª emissão. Logo após finalizar sua captação, o fundo adquiriu 4 conjuntos do Edifício Rebouças (SP) e 4 conjuntos do Edifício Box 298 (SP). Além desses dois ativos, a gestão deixou encaminhada a compra de conjuntos do Evolution Corporate (SP).

2020

O fundo encerrou sua alocação com a conclusão da aquisição do Evolution Corporate e aquisição de 2 conjuntos no Edifício Santa Catarina (SP). O setor de lajes foi um dos mais afetados pela pandemia, fazendo o XPPR11 enfrentar algumas rescisões contratuais relevantes para o seu portfólio. O cenário no mercado secundário também não era favorável, mas a gestão insistiu em uma emissão que acabou sendo realizada abaixo do VP e que captou R\$235,2 milhões. Os recursos foram utilizados na aquisição de 40% do Faria Lima Plaza, imóvel em construção e na compra de conjuntos do Edifício Itower (SP). Nesta última transação do fundo foi necessário levantar recursos via alavancagem.

2021

O fundo seguiu sofrendo os efeitos da pandemia, vendo sua vacância sair de 0% em janeiro de 2020 para 18% em dezembro de 2020, e para 46% em dezembro deste ano. Outra grande rescisão, que o fundo enfrentou neste ano, aconteceu em parte de seus conjuntos locados para Cielo. O rompimento deste contrato gerou uma multa que foi distribuída ao longo dos meses na forma de dividendos, fazendo o impacto na renda ser menos sentido pelos

2022

cotistas. Neste ano, o fundo ainda realizou a emissão de um novo CRI para arcar com suas obrigações da aquisição do FL Plaza.

Este ano foi marcado por uma reavaliação dos imóveis, que reduziu em R\$3,09 o valor patrimonial do fundo.

Na Figura 1 temos a evolução no número de cotistas no fundo.

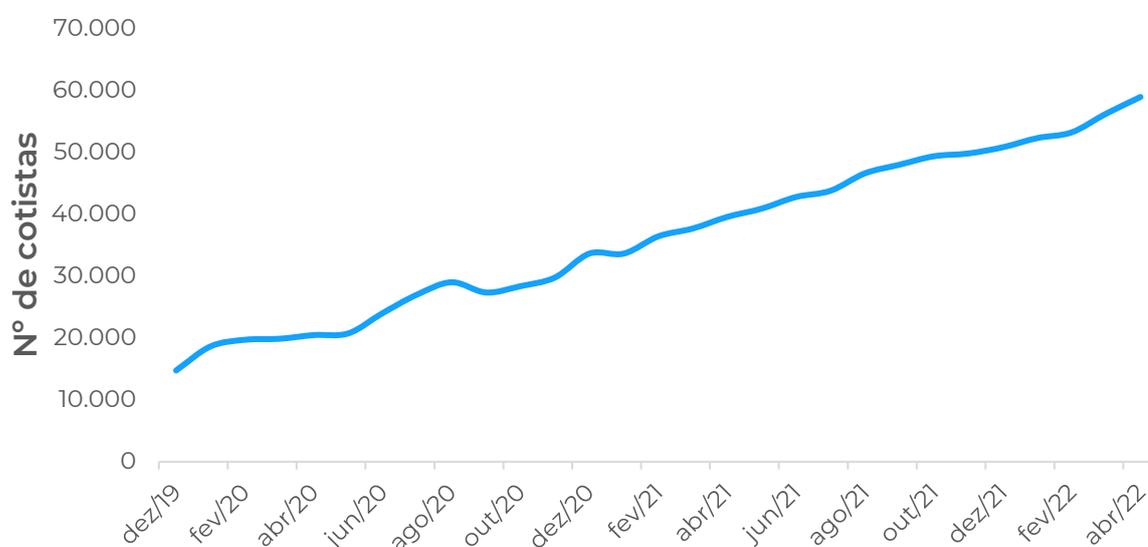


Figura 1 – Evolução do número de cotistas.
Fonte: Autor.

Já na Figura 2 percebemos a evolução patrimonial do fundo.

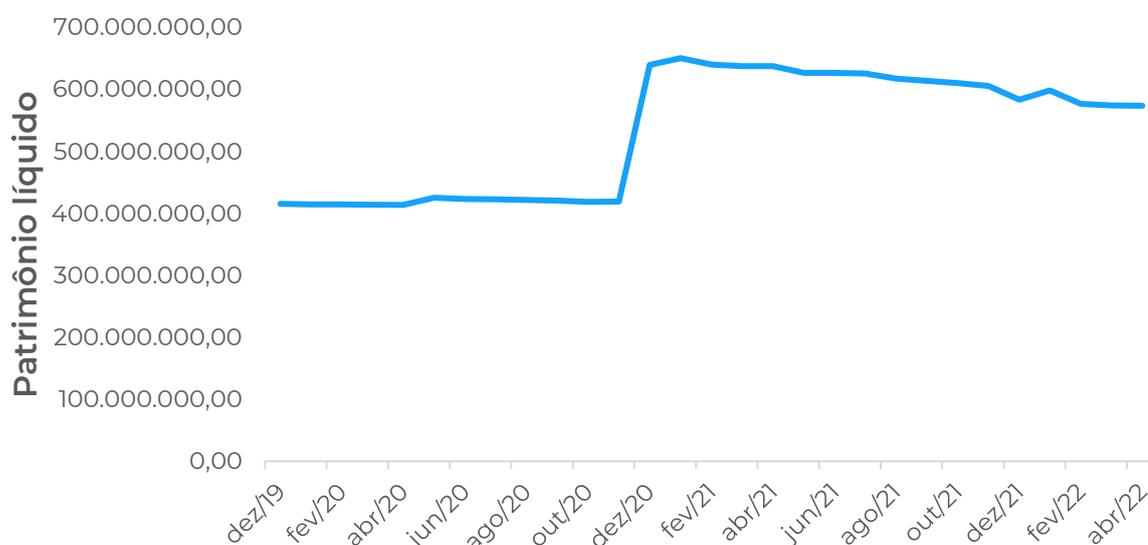


Figura 2 – Evolução patrimonial.
Fonte: Autor.



CLASSIFICAÇÃO DO FUNDO

O fundo é do tipo de tijolo com foco no investimento em lajes corporativas. A estratégia do fundo será descrita a seguir.

- **Lajes corporativas:** O regulamento do fundo define como objetivo auferir rendimentos pela exploração comercial de empreendimentos classificados como lajes corporativas, ou voltadas para atividade de educação ou hospitalar.

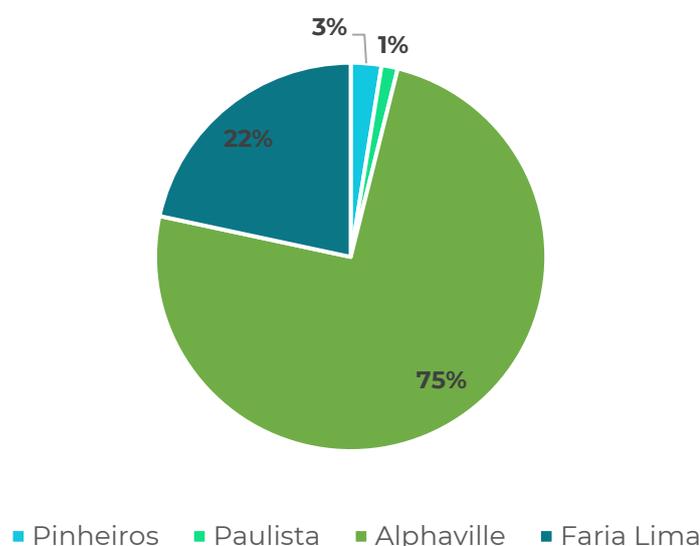
Embora o fundo tenha uma amplitude de investimento em imóveis com funções muito distintas, todo o patrimônio do XPPR11 está alocado em lajes corporativas.

Ao analisar o portfólio do XPPR11 podemos notar algumas características marcantes de sua estratégia, são elas: exposição única ao estado de SP, compra de ativos de bom padrão construtivo, aquisição de parte do empreendimento e exposição a imóveis com características peculiares.

A partir daqui, iremos detalhar cada uma destas características do fundo.

A começar pela exposição única ao estado de SP. Hoje, o fundo possui 6 ativos, todos localizados em São Paulo, porém já aprendemos que dentro da cidade existem regiões com melhor histórico e outras com um histórico de dificuldade. Por isso, é importante avaliar onde estão localizados os ativos do XPPR11.

A Figura 3 traz a concentração de ABL do fundo por região de SP.



*Figura 3 – % da ABL por região de SP.
Fonte: Autor.*

Como podemos ver, a maior parte da área do fundo está localizada na região de Alphaville. Essa região tem um histórico muito ruim, enfrentando uma vacância muito elevada e com um aluguel/m² baixo.

Outro destaque do portfólio do XPPR11 é sua exposição a ativos de excelente padrão construtivo. A Siila é uma empresa que avalia os ativos com base em características como: tamanho da laje, tamanho dos conjuntos, pé direito livre, presença de sistema de ar-condicionado, dentre outros critérios. Após a avaliação, os imóveis recebem uma nota de C até A+.

A Figura 4 mostra a concentração da ABL do XPPR11 por qualidade dos ativos.

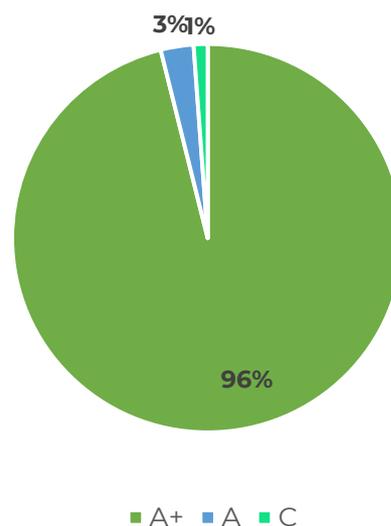


Figura 4 – % da ABL por nota dos imóveis.
Fonte: Autor.

Praticamente toda a área presente no fundo é referente a imóveis com a melhor classificação possível. Isso é muito importante na hora de conseguir um inquilino.

Com base nas duas características apresentadas até aqui, podemos comparar o XPPR11 ao RECT11, pois ambos buscam ter exposição a ativos de excelente padrão construtivo, mas sem tanta preocupação com a localização.

Neste ponto vale um adendo, pois os ativos do XPPR11 estão bem localizados dentro de Alphaville, porém o cenário macro da região é bastante desfavorável.

Outra característica do XPPR11 é a aquisição de parcela dos edifícios. O fundo possui uma participação de 14,56% no Edifício Rebouças, 65% no Edifício Corporate Evolution, 28,39% no Box 298, 3,50% no Edifício Santa Catarina, 60% no Edifício Ittower e 40% do FL Plaza.

Ao não ser majoritário de alguns empreendimentos, o fundo não tem a total autonomia nas decisões imobiliárias, o que pode dificultar a geração de valor no ativo.

Outro ponto importante é que no FL Plaza o XPPR11 detém participação na sociedade titular do imóvel, neste caso quando o ativo é locado o resultado é dividido entre os sócios.

Nos demais imóveis o fundo é dono de alguns conjuntos, ou seja, existe o que chamamos de concorrência interna, pois outros proprietários disputam inquilinos com o XPPR11.

Por fim, vale destacar que o portfólio do XP *Properties* é formado tanto por lajes convencionais como por ativos com arquitetura diferenciada, comparáveis aos ativos boutique vistos no VINO11.

A Figura 5 traz lado a lado uma laje corporativa clássica e um ativo de arquitetura diferenciada presentes no XPPR11.



*Figura 5 – Ativos do XPPR11.
Fonte: Relatório gerencial.*



ADMINISTRAÇÃO E GESTÃO

O XPPR11 é administrado pela Vórtx e gerido pela XP Asset.

O time de gestão da XP é um velho conhecido do mercado de FIIs, sendo responsável por alguns dos gigantes da indústria como XPML11 e XPLG11.

A XP, por ser uma empresa de grande porte, traz um ganho de escala para seus fundos imobiliários. A relação com os inquilinos e a busca por novos negócios são exemplos de benefícios gerados pelo porte da Asset.

Entretanto, uma reclamação comum aos FIs geridos pela XP é a falta de transparência. A gestora tem um bom site de relação com investidores para todos os seus fundos, costuma estar presente em lives e faz a publicação de vários documentos. Porém, muitas das publicações apresentam informações repetidas e pouco úteis na análise dos fundos.

Os fatos relevantes publicados são um bom exemplo do descuido com a forma como a informação é divulgada. Vários fatos relevantes são confusos e incompletos.

Outro bom exemplo da necessidade de melhoria da transparência da gestora é a DRE pouco detalhada do XPPR11. Outros FIs de lajes corporativas que possuem RMG destacam o percentual da receita dependente do mecanismo, enquanto no XP *Properties* essa informação é omitida.

Além da falha de transparência no XPPR11, foi realizada uma emissão muito abaixo do VP. A 2.^a captação do fundo teve um valor, sem taxas, de R\$78,50 enquanto o VP na época era de R\$97,42.

Emissões abaixo do valor patrimonial, em 99% dos casos, são prejudiciais ao cotista. O tamanho do desconto e o volume de recursos pretendidos foram agravantes para a classificação da segunda oferta do XPPR11 como péssima.

Em suma, gostamos do trabalho da XP como gestora de FIs, porém no XPPR11 o trabalho não tem sido bem realizado.



OS RISCOS DO NEGÓCIO

Os principais fatores de risco são:

Um dos grandes riscos presente no XPPR11 é o de RMG. O fundo possui esse mecanismo dentro do FL Plaza, ou seja, mesmo com o imóvel pouco ocupado, existe uma receita sendo gerada.

A grande questão é que ao final do período de renda mínima garantida, caso o imóvel não esteja locado, haverá um impacto na receita do fundo e o cotista tem que estar ciente disto. Outro agravante nesta situação de receita “maquiada” do fundo foram os ganhos oriundos das multas de rescisão da WeWork e Cielo, que mantiveram os dividendos por um tempo, mas não irão se prolongar.

Outro risco presente no fundo é o de alavancagem, este pode ser considerado o maior problema do XPPR11. Atualmente, o fundo possui obrigações divididas em 3 CRIs que somados resultam no valor de R\$377 milhões.

O endividamento do XP *Properties* possui alguns problemas: é volumoso frente ao patrimônio do fundo, está ancorado em contratos típicos, possui carência de juros e amortização, ou seja, está crescendo mês após mês e tem um custo elevado devido a subida dos índices macroeconômicos.

Um dos riscos presentes no XPPR11 é o de vacância física, pois esse indicador encontra-se no patamar de 46%. Este é mais um agravante para o risco de alavancagem do fundo, pois ao final do período de carência o fundo terá uma série de despesas, enquanto sua receita está pressionada.

Entendido o grande risco presente na alavancagem do fundo, podemos detalhar outras características que aumentam o risco de vacância.

O fato de o portfólio estar concentrado em Alphaville, uma região considerada alternativa, gera uma péssima expectativa sobre a capacidade de ocupação dos imóveis.

Outro ponto que dificulta a resolução da vacância é o fato de o fundo possuir conjuntos nos ativos e não todo o empreendimento. Isso gera uma concorrência com outros proprietários do ativo, levando tanto a uma vacância maior quanto a ocupações com aluguéis mais baixos.

Além disso, o Itower e o Evolution Corporate são empreendimentos que ficam muito próximos um do outro, gerando assim uma concorrência entre eles.

Por fim, outro risco do XPPR11 é o de concentração de receitas. No cenário atual, o fundo tem grande parte de seu resultado atrelado ao FL Plaza, entretanto, mesmo em uma situação positiva de redução de vacância, a receita do fundo estaria atrelada a poucos ativos.

A Figura 6 mostra a atual concentração de receita do fundo.



Figura 6 – Concentração de receitas.
Fonte: Relatório gerencial.



RESULTADOS ANTERIORES...

Analisar os resultados anteriores do fundo é um bom termômetro para medir a qualidade da gestão.

Em primeiro lugar, temos o histórico de dividendos do fundo. Ao todo foram distribuídos R\$16,82 por cota desde dezembro de 2019, sendo que o *yield* médio da cota foi de 0,75% ao mês. Na Figura 7 temos o histórico de dividendo por cota do fundo.

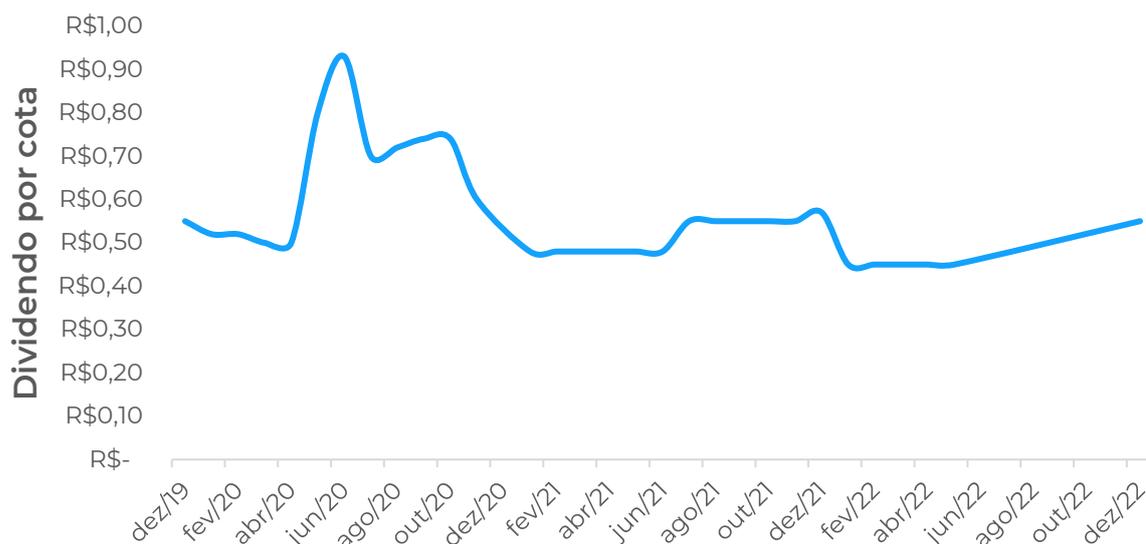


Figura 7 – Histórico de dividendo por cota.
Fonte: Autor.

O fundo passou por uma redução de seus rendimentos por conta do aumento de sua vacância durante a pandemia. A redução não foi maior, pois as multas das rescisões contratuais foram usadas para estabilizar os rendimentos, mas também pela presença da RMG do FL Plaza.

Aqui no Simpla sempre gostamos de lembrar que o retorno de um FII não vem apenas dos dividendos, mas também da valorização das cotas.

Como o XPPR11 surgiu em um momento adverso de mercado, cobrar uma valorização da cota não seria justo. Entretanto, existe um outro indicador que não sofre da mesma volatilidade da cotação.

O Valor patrimonial de um fundo reflete a avaliação dos ativos presentes no portfólio. A valorização deste indicador ao longo do tempo é um bom indicativo de qualidade dos imóveis. A Figura 8 traz o histórico de VP do XPPR11.

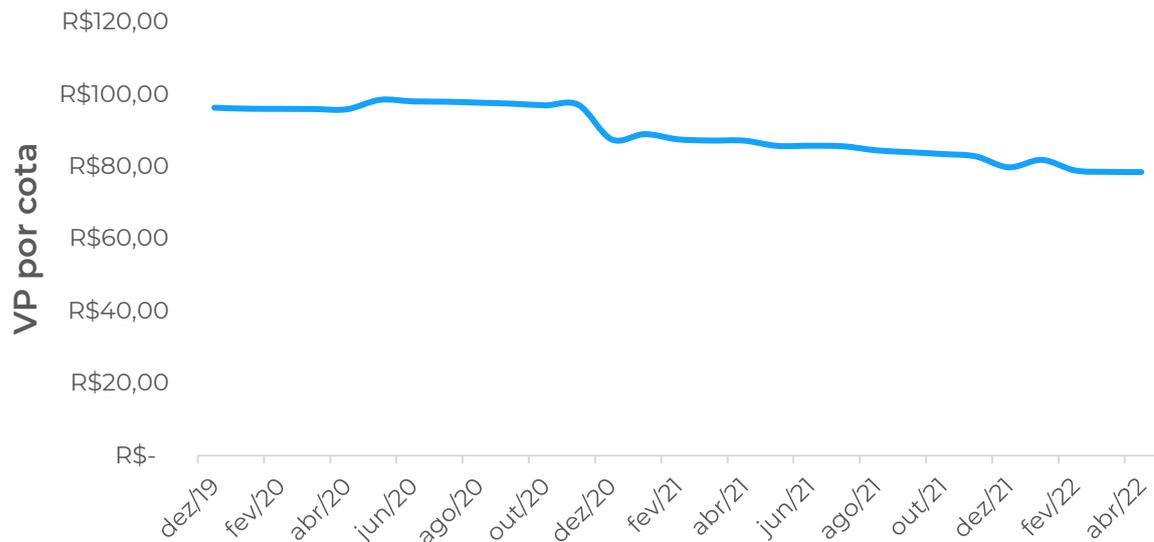


Figura 8 – Histórico de VP.

Fonte: Autor.

Em dezembro de 2019, o fundo foi lançado com um VP de R\$96,31. Atualmente, o valor patrimonial por cota do fundo é de R\$78,49.

A grande desvalorização patrimonial é um péssimo indicador do XPPR11. Ela pode ser explicada por 3 fatores: pela realização de uma emissão muito abaixo do VP, pela desvalorização dos imóveis e pela alavancagem com carência.

Neste ano, o fundo divulgou um fato relevante que trouxe uma reavaliação negativa dos imóveis, resultando em uma redução de R\$3,09 no VP.

Por fim, como era de se esperar, o resultado histórico do fundo é negativo. Desde sua criação até aqui, o XPPR11 apresentou um retorno total de, aproximadamente, -28% enquanto o CDI foi de 12,22%, o IPCA de 21,64% e o IGP-M de 57,70%.



...ATUALMENTE

O mercado imobiliário funciona respeitando um ciclo. Este ciclo é dividido em recuperação, expansão, superoferta e recessão. Vale mencionar que cada segmento possui uma dinâmica distinta, de forma a enfrentar as fases do ciclo em momentos diferentes.

O conhecimento do ciclo é muito importante na tomada de decisão. Atualmente, o mercado de lajes corporativas em SP encontra-se na fase de recuperação, como podemos ver na Figura 9.



Figura 9 – Ciclo de mercado 1T22.
Fonte: Colliers.

O setor de escritórios, assim como todo o mercado imobiliário, sofreu bastante com a crise vivida entre 2013 e 2016. A partir de 2017 começamos a ver uma redução da vacância do segmento, fato que foi interrompido pela pandemia em 2020. A Figura 10 mostra o histórico de indicadores do mercado de lajes corporativas de alto padrão em São Paulo.



Figura 10 – Histórico de indicadores do mercado de lajes de SP.
Fonte: Binswanger Brazil.

O primeiro trimestre de 2022 marcou a primeira redução de vacância desde o início da pandemia. Claramente, temos uma recuperação ainda lenta do segmento de escritórios.

Entretanto, precisamos destacar que dentro de São Paulo existem diversas regiões, sendo que algumas apresentam mais qualidades do que outras. A recuperação do segmento não acontece de maneira uniforme entre as regiões, pois as consideradas *premium* tendem a absorver primeiro os inquilinos. Com a ocupação das principais localizações, existe um movimento de transbordo para as demais.

As regiões podem ser divididas em 3 classificações: *premium*, intermediária e periférica. Podemos destacar como regiões *premium*: JK, Vila Olímpia, Itaim Bibi, Faria Lima e Paulista. As regiões intermediárias são: Berrini, Chucri Zaidan, Pinheiros e Barra Funda. Enquanto as regiões periféricas são: Santo Amaro, Chácara Santo Antônio, Marginal Pinheiros e Alphaville.

Como vimos anteriormente, 75% do portfólio do XPPR11 está localizado em Alphaville. No 1T22 a vacância desta região era de 30,13%, contra 8% da Faria Lima, 9% da JK, 10% de Pinheiros, dentre outras. Fica claro como o XPPR11 possui um risco de vacância mais elevado.

Outro agravante, também citado neste relatório, é a proximidade dos dois empreendimentos que o fundo possui em Alphaville. O Evolution Corporate e o Itower ficam a menos de 200 metros um do outro, fazendo com que exista uma concorrência entre eles. A Figura 11 mostra a proximidade dos edifícios.

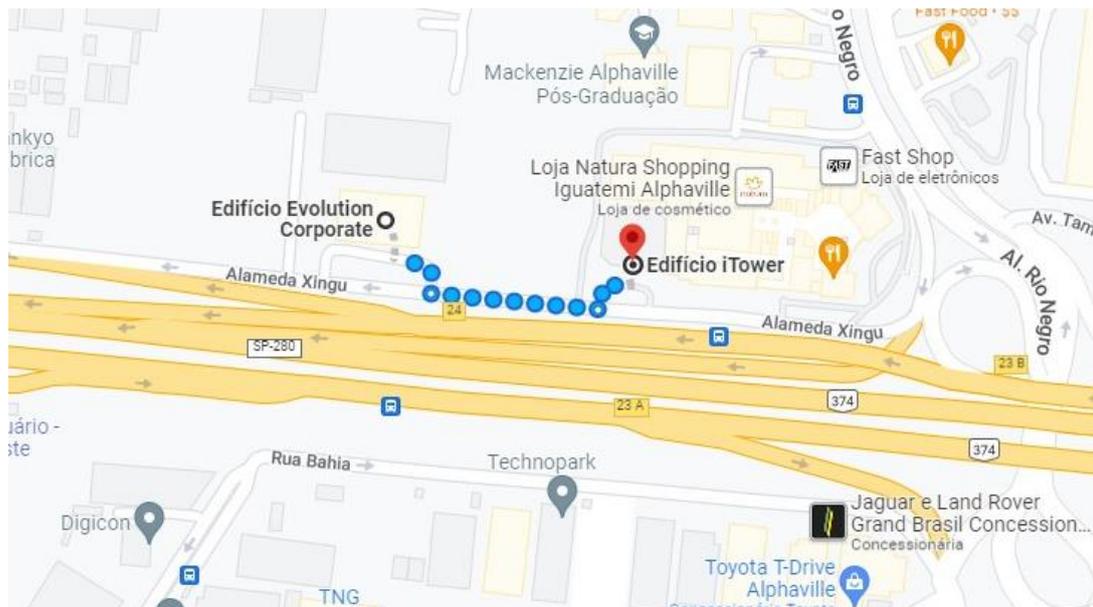


Figura 11 – Proximidade do Itower e do Evolution Corporate.
Fonte: Google Maps.

A grande qualidade do portfólio do XPPR11 está no FL Plaza, imóvel localizado na Faria Lima e que foi recém-construído. O ativo ainda possui algumas pendências técnicas, mas já vem sendo locado a ponto de estar com 40% de ocupação.

As últimas locações neste imóvel apresentaram um aluguel de, aproximadamente, R\$200/m², bem diferentes dos R\$60/m² vistos em Alphaville. Esse é mais um claro exemplo de como a localização do imóvel faz muita diferença.



POSSÍVEIS CENÁRIOS

Modelo de Gordon

Para aplicação deste método é preciso buscar um dividendo constante para o fundo, saber quanto o título público mais longo está pagando acima da inflação e acrescentar um prêmio de risco.

As premissas do método se baseiam no fato de que a inflação será corrigida no valor da cota. Sendo assim, como estamos expostos a mais riscos na renda variável, é preciso somar um prêmio que justifique o investimento.

Com base no preço de fechamento no dia 07/06/2022 de R\$56,83, no dividendo esperado de R\$0,45 e no cupom do tesouro IPCA+ de 5,87% temos que o prêmio do fundo é de 3,65%.

Para efeito de comparação, os principais FIIs de lajes corporativas negociam a um prêmio médio de 2,2%. Dessa forma, vemos que o XPPR11 apresenta um desconto em relação aos seus pares.

Qualquer modelo de precificação não é estático. Dessa forma, é recomendável que os cotistas do fundo fiquem atentos a eventos que possam impactar os fundamentos, como o aumento dos dividendos, uma nova aquisição ou a confirmação de um risco.



OPINIÃO DO ANALISTA

O XPPR11 é mais um FII de lajes corporativas no qual identificamos uma preocupação maior com a qualidade construtiva do imóvel em detrimento da localização.

Quando, no mercado imobiliário, conseguimos unir uma boa localização com um bom padrão construtivo, temos o melhor dos mundos. Entretanto, não é simples alcançar essa qualidade, pois as oportunidades são escassas.

A escolha do XPPR11 por localizações menos privilegiadas, em nossa visão, não foi acertada. Existe um lema no mercado imobiliário que diz que existem 3 pontos muito importantes em um imóvel: localização, localização e localização. De fato, um ativo com um padrão construtivo menor pode ser reformado, porém não conseguimos deslocar um ativo mal localizado.

Na seção “riscos”, ficou claro como a vacância do fundo é um problema e tende a continuar sendo. A exposição de 75% da ABL à região de Alphaville gera vários desafios para o fundo.

Soma-se a este problema de localização, a grande alavancagem do XPPR11. O endividamento é volumoso e não foi estruturado corretamente, de forma que ao final do período de carência veremos um grande aumento das dificuldades do fundo.

Ao realizar o *valuation* do XPPR11 vemos que ele se encontra descontado em relação aos seus pares. O maior desconto é justificado pelo risco mais elevado do fundo.

Com base em tudo que vimos, acreditamos que o XPPR11 não é uma boa opção no segmento corporativo. Por isso, nossa recomendação é ficar fora do fundo.



SIMPLA CLUB



Carlos é analista CNPI, certificado pela Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC). Graduado em Engenharia Civil pela Universidade Salvador – UNIFACS/BA.

Siga: @carlos.cnpi

Acompanhe a **1 MILHÃO COM 30** em todos os canais!



[Youtube](#)

[1milhaocom30](#)



[Instagram](#)

[@1milhaocom30](#)



[Telegram](#)

[t.me/o1milhaocom30](#)



DISCLAIMER

Todas as análises aqui apresentadas foram elaboradas pelo analista de valores mobiliários autônomo Carlos Humberto Rodrigues Nunes Junior (CNPI EM-2728), com objetivo de orientar e auxiliar o investidor em suas decisões de investimento; portanto, o material não se constitui em oferta de compra e venda de nenhum título ou valor imobiliário contido. O investidor será responsável, de forma exclusiva, pelas suas decisões de investimento e estratégias financeiras. O relatório contém informações que atendem a diversos perfis de investimento, sendo o investidor responsável por 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. Os analistas responsáveis pela elaboração deste relatório declaram, nos termos da Resolução CVM nº 20/21, que as recomendações do relatório de análise refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à pessoa jurídica à qual estão vinculados. Além disso, os analistas envolvidos não estão em situação que possam afetar a imparcialidade do relatório ou que possam configurar conflitos de interesse. A elaboração desse material se deu de maneira independente, e o conteúdo nele divulgado não pode ser copiado, reproduzido ou distribuído, no todo ou em parte, a terceiros, sem autorização prévia.