



Análise

RBVA11

Produzido por SIMPLA CLUB

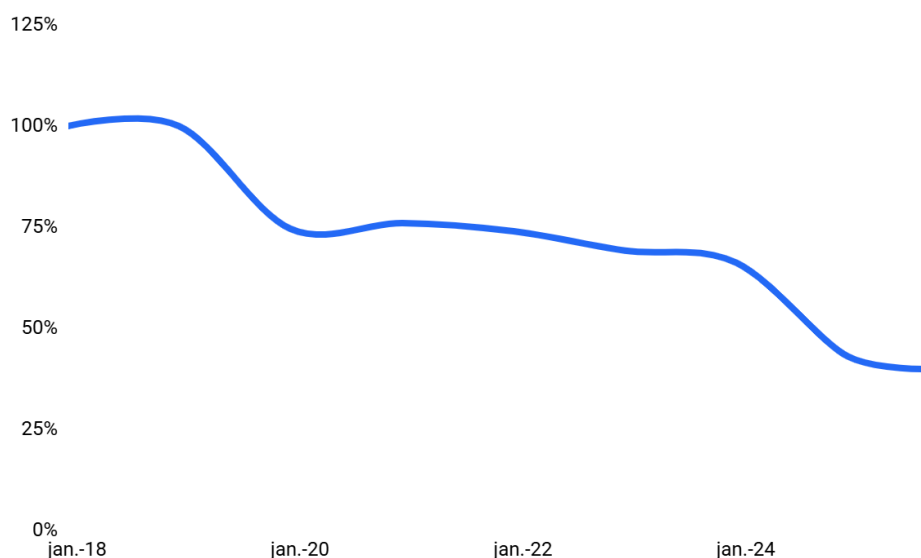
Carlos Humberto Junior

Última Atualização

O RBVA11 é um FII cuja análise demoramos a revisitar, pois entendíamos que o trabalho a ser feito dentro do fundo era bastante complexo e exigia tempo. Em nosso último relatório, concluímos que não valia a pena correr o risco de se expor a um fundo em meio a tantas transformações.

Apenas para contextualizar: o fundo nasceu como AGCX11 e tinha como foco a locação de agências bancárias para a Caixa Econômica. Além disso, sua gestão era passiva. Em 2018, foi aprovada, via assembleia, a mudança de nome e da política de investimento. Surgia então, o RBVA11, com o intuito de investir em ativos do varejo.

Obviamente, a transformação não ocorreu de uma hora para outra, de modo que, até hoje, o segmento bancário continua bastante representativo dentro do fundo. A figura abaixo mostra o histórico do percentual da receita de locação oriunda de inquilinos do setor bancário.



Percentual da receita fruto do setor bancário.
Fonte: Simpla Club.

Com base no último relatório gerencial do fundo, 25,2% de sua receita provém da Caixa e 14,7% do Santander. Esse segmento ainda é bastante

significativo para o fundo, mas fica clara a grande melhoria ao longo dos anos.

O RBVA11 segue em processo de reciclagem de portfólio e, portanto, esperamos que, daqui a um ano, o cenário já seja diferente.

A reciclagem do portfólio ocorre por meio de três frentes de atuação da equipe de gestão: venda de ativos, reposicionamento de imóveis e novas aquisições.

Começando pelas aquisições, no segundo semestre de 2024, o RBVA11 incorporou ao seu portfólio os imóveis do RBED11. Essa operação fez o patrimônio líquido crescer em mais de R\$300 milhões e trouxe com força o segmento educacional para dentro do portfólio. Atualmente, o maior inquilino do fundo, a Cogna, atua no setor de educação.

Em 2024, o fundo também adquiriu um imóvel em construção que será locado à Portobello por um período de 20 anos. A empresa atua no segmento de varejo de revestimentos cerâmicos e porcelanatos.

Além das novas aquisições, a gestão também obteve êxito no reposicionamento de algumas agências bancárias. Com o fim de determinados contratos com a Caixa e o Santander, o RBVA11 conseguiu negociar locações com inquilinos de outros setores, aproveitando a boa localização de seus ativos.

Esse é um ponto que chama a atenção no fundo, pois as agências bancárias costumam estar localizadas em áreas centrais das cidades, geralmente em regiões de grande adensamento populacional. Dessa forma, existe um valor imobiliário intrínseco que favorece o fundo tanto na locação quanto na venda dos ativos. Obviamente, nem todas as agências possuem essas características, mas o RBVA11 tem colhido bons frutos com determinados imóveis.

O histórico de reposicionamento dos imóveis do fundo já inclui a transformação de agências em supermercado, academia, estúdio de pilates, *self storage*, stand de vendas imobiliárias, entre outros. A foto abaixo mostra um espaço inaugurado em agosto deste ano, atualmente ocupado por uma academia, mas que anteriormente pertencia ao Santander.



Unidade da Ultra Academia.
Fonte: Relatório gerencial.

Por fim, o modo de atuação mais relevante é a venda de ativos. Desde que se tornou um fundo de gestão ativa, o RBVA11 vendeu 24 imóveis, totalizando R\$239 milhões. Nos últimos cinco anos, o fundo realizou ao menos uma venda por semestre.

Além de reduzir a concentração no segmento bancário, essas vendas possibilitaram o destravamento de lucro para os cotistas. Considerando as 24 operações, foram gerados R\$75,8 milhões em lucro.

Esse resultado se reflete nos dividendos do fundo. O *guidance* fornecido pela gestão é de R\$0,09 por cota, valor que foi fielmente cumprido ao longo de 2025. Neste ano, cerca de 3,5% da receita do RBVA11 teve origem no lucro

com a venda de imóveis. Trata-se de um percentual pequeno, mas que exerce influência no pagamento de dividendos.

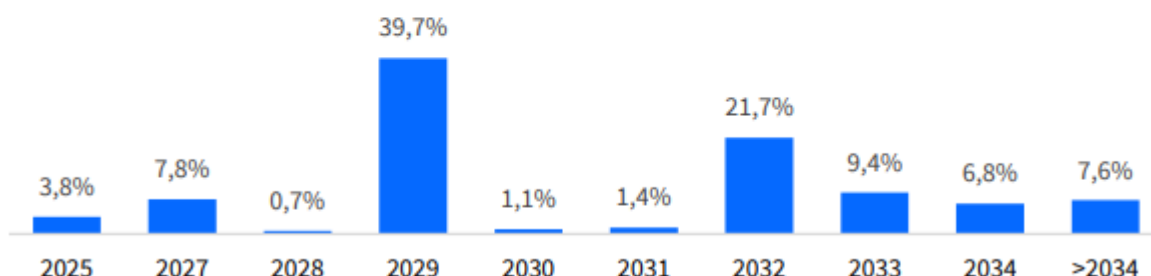
O resultado recorrente do fundo é de aproximadamente R\$0,08 por cota; portanto, cerca de R\$0,01 por cota é proveniente de resultados não recorrentes. Pode parecer pouco, mas, com base na cotação mais recente do fundo, essa diferença representa um *yield* mensal de 0,96% em comparação a 0,85%.

Considerando que está nos planos da Rio Bravo seguir com a venda de ativos, acreditamos na manutenção dos R\$0,09 por cota por mais tempo. Entretanto, não será uma surpresa caso o fundo reduza seu rendimento para R\$0,08.

É importante deixar claro que o resultado de R\$0,08 por cota não é ruim. Com base na cotação atual, ele ainda representa um *dividend yield* superior a 10% em 12 meses.

Para finalizar a análise do momento do fundo, acreditamos ser de grande valia a observação do cronograma de vencimento dos contratos apresentado abaixo.

Cronograma de Vencimento por Receita



Cronograma de vencimento dos contratos.
Fonte: Relatório gerencial.

A situação do fundo é bastante confortável até 2029, ano em que observamos quase 40% da receita vinculada a contratos com vencimento previsto. Dos 81 imóveis do fundo, 20 têm contrato com encerramento previsto para 2029.

Somando a área desses ativos, chega-se ao total de 157.262 m², o que representa mais da metade da ABL (Área Bruta Locável) do fundo. No entanto, numa análise mais aprofundada, verifica-se que 6 desses 20 imóveis concentram a maior parte da área — 120.130 m² — sendo, portanto, os que demandam maior atenção.

A Cogna é locatária de 70.369 m² com contrato a vencer em 2029. Em conversa com a gestão, foi informado que a relação com o inquilino é muito boa, assim como a visão estratégica de reposicionamento dos ativos educacionais.

As demais áreas relevantes pertencem ao Assaí, um inquilino bastante presente nos fundos imobiliários voltados ao varejo. Além da qualidade da empresa, os imóveis estão localizados em Guarulhos e São José dos Campos, o que tende a conferir maior liquidez a esses ativos.

O ano de 2029 representa, sim, um grande desafio para o fundo, mas nada que a Rio Bravo já não tenha demonstrado capacidade de enfrentar com sucesso.

Área de Atuação

Imóveis de Varejo

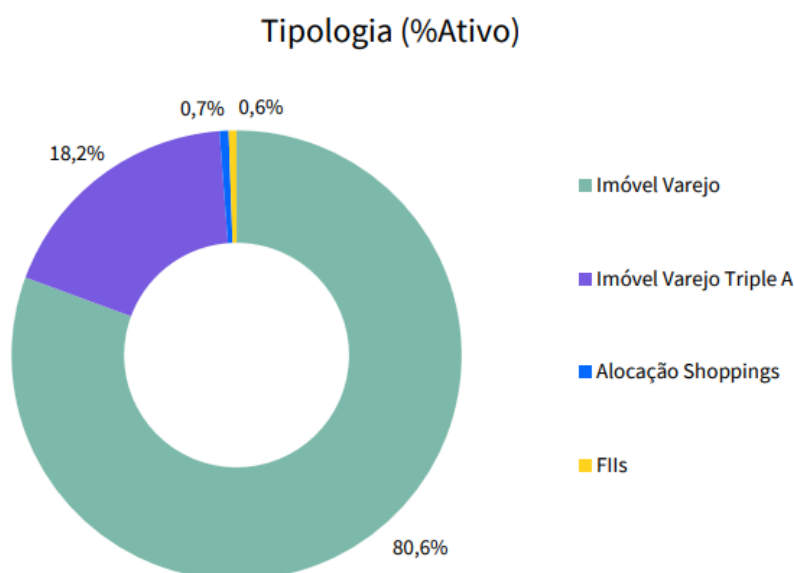
No relatório do fundo encontramos o seguinte trecho:

“É um fundo de gestão ativa que investe em um portfólio diversificado de imóveis voltados para operações de varejo com objetivo de gerar renda imobiliária de longo prazo.”

O portfólio do RBVA11 é focado no varejo de rua, porém essa definição é bastante ampla e, segundo a própria gestora, inclui também as agências bancárias. A melhor forma de compreender a operação do fundo é a partir da ideia de que se trata de ativos com diversas vocações.

A Rio Bravo não está, necessariamente, preocupada com o segmento de atuação do inquilino, mas sim com o potencial daquela localização e daquele ativo em se adaptar a diferentes usos. A palavra "flexibilidade" é a chave para entender o RBVA11.

O portfólio do fundo é composto por 81 imóveis, todos classificados como varejo, conforme ilustrado na figura abaixo.



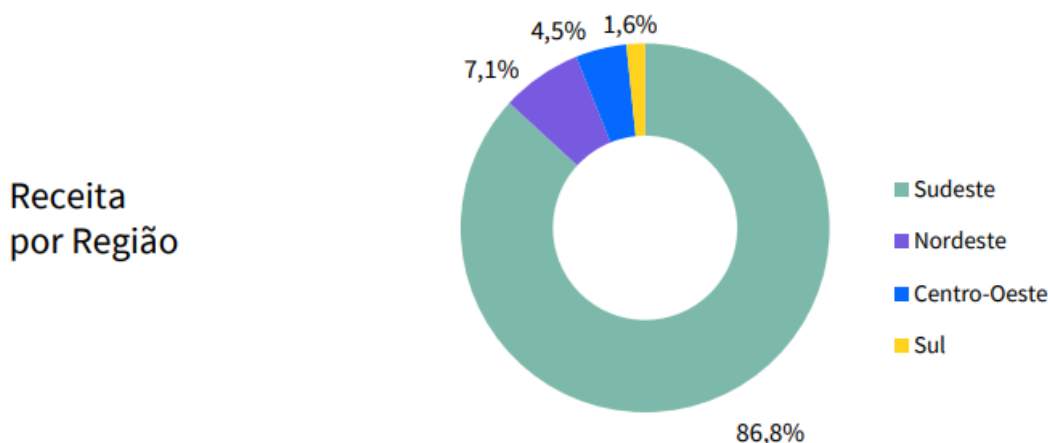
Tipos de imóveis do fundo.

Fonte: Relatório gerencial.

A gestora ainda faz uma diferenciação entre os imóveis ao classificar alguns como *triple A*. Nesses ativos, a venda não é o único objetivo; há também o interesse na exposição da marca. Suas localizações são mais privilegiadas, geralmente em ruas e avenidas conhecidas nacionalmente.

Um exemplo de imóvel de varejo *triple A* do RBVA11 é a loja da Centauro, localizada na Avenida Paulista, e a da Renner, na Rua Oscar Freire.

Em termos de localização, é objetivo da gestora manter o fundo mais concentrado na região Sudeste, especialmente em São Paulo. Além de ser um mercado que oferece maior liquidez para os ativos, é também onde a equipe de gestão possui mais experiência. A figura abaixo mostra a distribuição da receita do RBVA11 por região.



*Receita por região.
Fonte: Relatório gerencial.*

Ao observarmos a região Sudeste, verificamos que 60% da receita do fundo provém do estado de São Paulo, 16% do Rio de Janeiro e 10% de Minas Gerais. O quarto estado brasileiro com maior contribuição para a receita do fundo é o Maranhão, com 5%.

Quando analisamos fundos que investem em imóveis voltados ao varejo, logo vêm à mente duas referências do setor: TRXF11 e HGRU11. Embora seja possível traçar um paralelo entre o RBVA11 e esses fundos, o momento vivenciado por cada um é bastante distinto.

Nas análises dos fundos da Pátria (HGRU11) e da TRX (TRXF11), sempre destacamos que a tese de investimento envolve a aquisição de imóveis bem localizados, situados em zonas de alto adensamento populacional e com potencial para mudança de vocação. Tanto no HGRU11 quanto no

TRXF11, espera-se a venda ou o reposicionamento dos ativos para novas finalidades.

No RBVA11 não é diferente; porém, o fundo já se encontra na fase de reciclagem, enquanto seus concorrentes ainda estão ancorados em contratos atípicos robustos. Dessa forma, o RBVA11 já vive o cenário que, no futuro, deverá ser enfrentado por HGRU11 e TRXF11, o que lhe confere diversas características distintas.

A mais relevante é a diferença no perfil contratual. Enquanto o HGRU11 possui 82% da receita proveniente de contratos atípicos e o TRXF11, 81,04%, o RBVA11 apresenta 58,3%.

Como sabemos, os contratos atípicos possuem prazos mais longos e multas mais severas em caso de rescisão, mas, em contrapartida, abrem mão da cláusula de renegociação do aluguel. Esses contratos apenas repõem a inflação, sem gerar ganho real.

Já os contratos típicos são mais curtos e menos punitivos em caso de saída antecipada, porém permitem revisões de aluguel acima da inflação.

Enquanto HGRU11 e TRXF11 oferecem uma receita de locação mais estável e previsível, o RBVA11 está mais exposto a variações — tanto positivas quanto negativas. O fundo incorpora, de maneira mais significativa, o risco imobiliário, o que o torna mais favorecido em momentos de otimismo e mais vulnerável em períodos de crise.

Por fim, uma característica que chama a atenção no fundo é sua alta pulverização. A presença de 81 imóveis na carteira oferece proteção contra eventuais vacâncias. Em média, cada imóvel possui 3.685 m², o que equivale a 1,22% da ABL. A mediana é de 1.915 m², ou 0,63% da ABL total — o que contribui para suavizar o impacto de vacâncias sobre os rendimentos.

Entretanto, existem seis imóveis que concentram 47% da ABL do RBVA11 — quatro deles locados para a Cogna e dois para o Assaí. Desses, cinco têm contrato com vencimento previsto para 2029.

Já abordamos essa questão na seção anterior, mas é importante reforçar a necessidade de atenção à dependência do fundo em relação à Cogna e ao Assaí.

Governança Corporativa

O fundo é administrado e gerido pela Rio Bravo. É sempre importante lembrar que essas funções são exercidas por diferentes “braços” da instituição, a fim de evitar conflitos de interesse.

Fundada em 2000, a Rio Bravo pode ser considerada uma das instituições pioneiras no mercado de fundos imobiliários. O próprio RBVA11 é um exemplo desse pioneirismo, tendo sido lançado em 2012, ainda sob o nome de AGCX11.

No quesito transparência, a gestora merece muitos elogios, pois aprimorou a qualidade do relatório gerencial do fundo e disponibiliza uma planilha de fundamentos que contribui para análises mais robustas.

A equipe de gestão também costuma participar de vídeos para esclarecer dúvidas dos investidores, e o time de Relações com Investidores (RI) responde com agilidade aos contatos realizados diretamente.

Em termos de geração de resultados, o trabalho da Rio Bravo deve ser analisado a partir da mudança do formato de gestão do fundo — de passiva para ativa.

De 2019 até aqui, a gestora foi capaz de realizar diversas vendas de imóveis, tornando o fundo mais diversificado. Como resultado, o RBVA11 conseguiu aumentar seus rendimentos. Em 2017, a distribuição acumulada do fundo

foi de R\$1,00 por cota; em 2018, de R\$0,86 por cota. Já em 2023 e 2024, o dividendo anual foi de R\$1,18 por cota.

Apesar dos elogios, a gestão cometeu um deslize ao tentar realizar uma emissão de cotas abaixo do valor patrimonial em 2021. A captação não seguiu adiante após a repercussão negativa entre os investidores.

Ainda em 2021, a Rio Bravo escreveu o seguinte trecho em um dos relatórios do fundo:

“A equipe de gestão não planeja realizar novas emissões de cotas em curto e médio prazo até que a cota no mercado secundário volte a patamares de preço próximos à cota patrimonial.”

Desde então, já foram realizadas duas emissões, ambas respeitando o valor patrimonial (VP) do fundo. Como bônus, a 4.^a emissão de cotas ainda contou com uma taxa de distribuição barata.

Em resumo, acreditamos que houve uma melhora significativa no trabalho da gestora a partir de 2019 — sobretudo a partir de 2021. A situação atual do RBVA11 é muito mais promissora do que aquela observada há dois ou três anos.

Riscos do Negócio

O risco de alavancagem está presente no RBVA11 devido à existência de R\$260 milhões em obrigações com terceiros. Esse montante equivale a 15,82% do patrimônio líquido do fundo, situando-se exatamente no limite que consideramos como confortável.

Uma das principais preocupações em relação ao endividamento dos FIs diz respeito ao prazo de pagamento. No caso do RBVA11, a maior parte da dívida possui vencimento de longo prazo, sendo que as obrigações

previstas para os próximos dois anos somam aproximadamente R\$60 milhões.

O fundo já conta com R\$36 milhões em caixa e, adicionalmente, possui cerca de R\$55 milhões alocados em outros FIs. Além disso, as vendas realizadas com frequência ajudam a gestão a honrar seus compromissos, razão pela qual não vemos risco de curto prazo decorrente da alavancagem.

Em termos de custo, considerando o momento de mercado em que a dívida foi contraída, os juros pagos são bastante confortáveis. As taxas dos CRIs são tão atrativas que não identificamos vantagem na quitação antecipada dos débitos.

O maior risco do RBVA11 é a sua concentração de receita. Sempre reforçamos que qualquer exposição superior a 10% de contribuição para o resultado deve ser considerada um risco adicional.

No caso do fundo, quatro locatários ultrapassam esse limite: Cogna (26,3%), Caixa (25,2%), Santander (14,7%) e Assaí (10,2%). Como podemos ver, metade da receita do fundo é proveniente de apenas duas empresas.

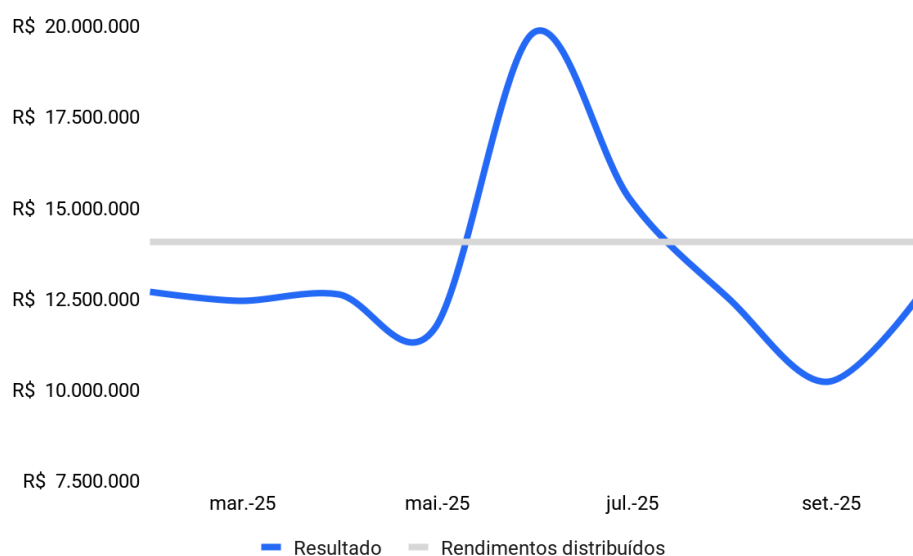
Embora a solidez da Caixa Econômica Federal não esteja em discussão, seus planos em relação às agências devem ser monitorados. A dependência de um único inquilino também fragiliza o fundo em eventuais negociações de aluguel.

No caso da Cogna, os resultados da empresa vêm apresentando melhorias. O fundo ainda tomou o cuidado de selecionar ativos relevantes para a companhia e que sediam cursos com forte demanda por ensino presencial, o que os torna mais defensivos frente ao avanço da modalidade a distância.

Mesmo com todos esses cuidados e atenuantes, a concentração de receita segue sendo o principal ponto de atenção do RBVA11.

Por fim, é importante reforçar que a volatilidade da receita é algo esperado dentro do fundo, uma vez que ele está em fase de reciclagem de portfólio. Somente em 2025, vimos o resultado do fundo saltar de R\$11 milhões para R\$19 milhões no intervalo de apenas um mês.

O gráfico abaixo ilustra a diferença entre o resultado e o rendimento do fundo ao longo deste ano.



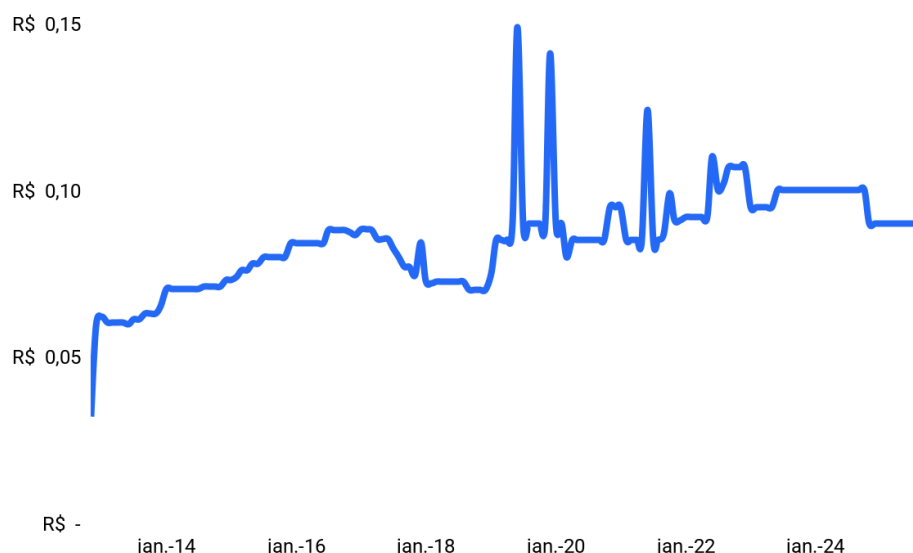
*Resultado versus rendimento.
Fonte: Simpla Club.*

A gestão opta pela linearização dos rendimentos, o que permitiu a distribuição de R\$0,09 por cota aos cotistas em todos os meses de 2025. No entanto, o gráfico deixa claro que o resultado mensal está distante da estabilidade sugerida pelos dividendos.

Desconsiderando o efeito do lucro com a venda de imóveis, o dividendo recorrente do RBVA11 está mais próximo de R\$0,08 por cota. O investidor deve estar ciente de que, neste momento, a manutenção dos R\$0,09 por cota depende da continuidade das alienações de ativos.

Resultados Anteriores

Gostamos de começar a análise dos resultados anteriores de um FII pela visualização do seu histórico de rendimentos. A figura mostra o histórico de dividendos mensais do fundo.

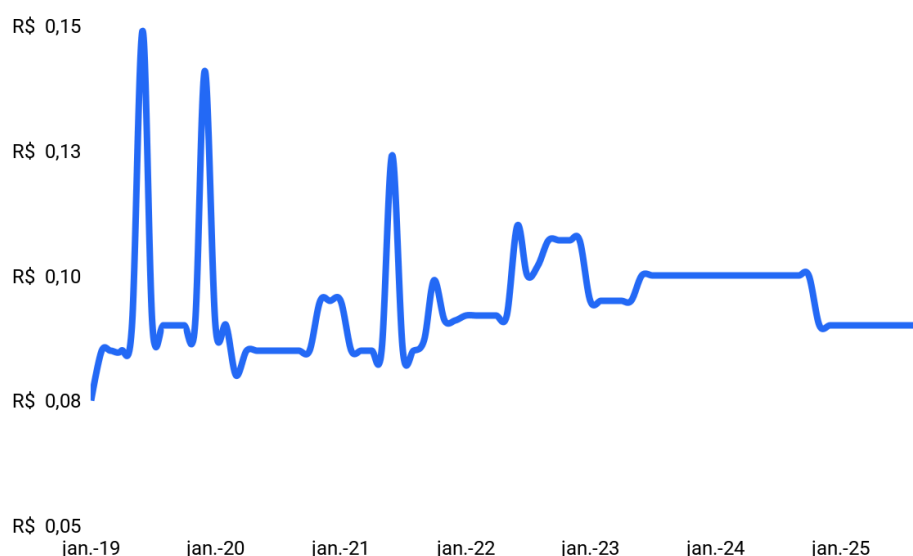


*Histórico de rendimentos.
Fonte: Simpla Club.*

O total de rendimentos entregues no período é de R\$13,17 por cota. Em termos de *yield*, a média mensal foi de 0,79%.

Como sabemos, ao analisarmos o histórico completo do RBVA11, é possível chegar a conclusões precipitadas, uma vez que a estratégia do fundo mudou completamente em 2019. A partir desse ano, o fundo deixou de ter gestão passiva e passou a ser gerido de forma ativa — e, desde então, seu portfólio passou por uma grande transformação.

Desde 2019, o fundo distribuiu um total de R\$7,67 por cota em dividendos, com um *yield* médio mensal de 0,89%. O gráfico abaixo apresenta o histórico de dividendos mensais do fundo.



Histórico de rendimento mensal a partir de 2019.

Fonte: Simpla Club.

Como podemos observar, a gestão adotou a política de linearização dos rendimentos, o que proporciona maior previsibilidade ao investidor.

Ao analisarmos a evolução anual dos dividendos do fundo, nota-se um ganho expressivo na comparação entre 2018 (R\$0,86 por cota) e 2019 (R\$1,16 por cota). A pandemia impactou negativamente os resultados do fundo em 2020, mas a recuperação foi rápida, a ponto de o RBVA11 ter distribuído R\$1,18 por cota nos últimos dois anos.

Apesar dessa evolução, o aumento da renda do fundo entre 2020 e 2024 foi inferior à inflação do período, o que indica que o RBVA11 ainda não conseguiu usufruir plenamente dos benefícios proporcionados pelos contratos típicos.

Por fim, é importante analisar o retorno total entregue pelo RBVA11 desde 2019. Considerando a valorização da cota somada ao reinvestimento dos dividendos, o fundo apresentou um retorno total de 73,89%. Para efeito de comparação, no mesmo período, o IPCA acumulou 44,50%, o IFIX retornou 51,09% e o CDI, 77,97%.

Valuation

Modelo de Gordon

O Modelo de Gordon é uma boa forma de *valuation* para ativos geradores de renda. Neste método projetamos um dividendo constante para o fundo e, com base numa taxa mínima de atratividade, definimos um valor de entrada.

No Simpla, optamos por fazer uma adaptação da fórmula na busca por definir qual a taxa de atratividade embutida no preço de mercado do fundo, de forma a podermos compará-la com os pares de mercado.

Para o cálculo, é necessário definir um dividendo constante para o fundo. No caso do RBVA11, utilizaremos o resultado recorrente de R\$0,08 por cota, mesmo sabendo que novas vendas de imóveis estão previstas, o que pode sustentar o patamar de R\$0,09 por cota por mais alguns trimestres.

Ao adotar a receita recorrente como base, ganhamos uma margem de segurança maior, caso optemos pela compra do fundo.

Além disso, é preciso definir uma base para a taxa de atratividade. A recomendação é utilizar o cupom de remuneração de títulos públicos atrelados ao IPCA e com prazo longo. Como, no momento da redação deste relatório, as taxas desses títulos estão bastante estressadas — portanto, fora de seu comportamento usual —, adotaremos a remuneração de IPCA + 6% como parâmetro.

Com base nesses dados, o RBVA11 negocia com um prêmio de 4,22% em relação à taxa normalizada dos títulos públicos. Para um fundo com as características do RBVA11, entendemos que um prêmio de 4% é aceitável, o que indica que o fundo se encontra descontado.

Opinião do Analista

O RBVA11 passou por mudanças significativas desde nossa última análise. O fundo, que anteriormente tinha mais de 60% de sua receita proveniente do setor bancário, agora vê essa participação reduzida para 40%.

Ainda se trata de uma concentração elevada, especialmente em um segmento que vem dando sinais de desaceleração, impulsionada pelo avanço dos serviços financeiros digitais. Ter a Caixa como inquilina contribui positivamente, já que, além de buscar lucro, a instituição também exerce um papel social. Isso torna o fechamento de agências físicas mais difícil. Com o Santander, os desafios tendem a ser maiores.

O segmento educacional também é bastante relevante no fundo. A Cogna, sozinha, representa mais de 25% da receita. Diversas precauções foram adotadas para mitigar o risco dessa exposição, mas ainda consideramos necessário manter um sinal de alerta nesse ponto.

A estratégia do fundo se assemelha à de outros FIs de varejo listados na bolsa. O foco da gestão está na localização dos imóveis, de forma que, ao longo de sua vida útil, eles possam assumir diferentes vocações — mas sempre mantendo sua atratividade, graças ao alto adensamento populacional no entorno.

Tanto as vendas realizadas pelo RBVA11 quanto o reposicionamento dos ativos demonstram que essa tese vem apresentando bons resultados. O RBVA11 já passou por uma grande transformação, mas ainda está em processo de evolução.

Seu preço de mercado reflete o risco mais elevado percebido pelos investidores. Apesar da valorização expressiva após a recomendação de um influenciador, o fundo ainda conta com uma margem de segurança bastante atrativa.

O *dividend yield* mensal de 0,96% também se destaca como um forte atrativo para um fundo de tijolo. Na cotação atual, o RBVA11 oferece um carregamento interessante, aliado a um bom potencial de valorização.

Com base em toda a análise, entendemos que o RBVA11 pode complementar uma tese de investimento no setor de varejo. Enquanto seus principais concorrentes oferecem maior estabilidade, o fundo se destaca por apresentar maior potencial de surpresas — tanto positivas quanto negativas.

Para o investidor que já possui uma carteira diversificada e busca uma opção com alto potencial de retorno, o RBVA11 se encaixa adequadamente nesse perfil.

Nossa recomendação é de compra para o RBVA11.



Acompanhamento

relatório atualizado em 21.10.2025

Nossa equipe de analistas está atenta a todas as movimentações relevantes, mantendo os rankings e seus respectivos fundamentos atualizados todas as semanas. Em caso de grandes mudanças, os relatórios também podem ser atualizados. Já em caso do ativo receber recomendação de venda, nossa sugestão se refere, única e exclusivamente, à retirada do ativo da carteira do investidor, uma vez que não incentivamos a prática de venda à descoberto.

Disclaimer

Todas as análises aqui apresentadas foram elaboradas pelo analista de valores mobiliários autônomo Carlos Humberto Rodrigues Nunes Junior (CNPI EM-7932), 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 20/2021, 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 de valores mobiliários envolvidos na elaboração do relatório (e/ou seus cônjuges ou companheiros) são, ou podem ser, titulares de valores mobiliários objeto do relatório, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros. Na emissão deste relatório, a Simpla Invest, controladora do Simpla Club, poderá estar agindo em conflito de interesses em relação ao emissor, podendo (i) ter interesses financeiros e/ou comerciais relevantes e/ou (ii) estar envolvida na aquisição, alienação ou intermediação dos valores mobiliários objeto deste relatório. 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.

