



Análise

VGIR11

Produzido por SIMPLA CLUB

Carlos Humberto Junior

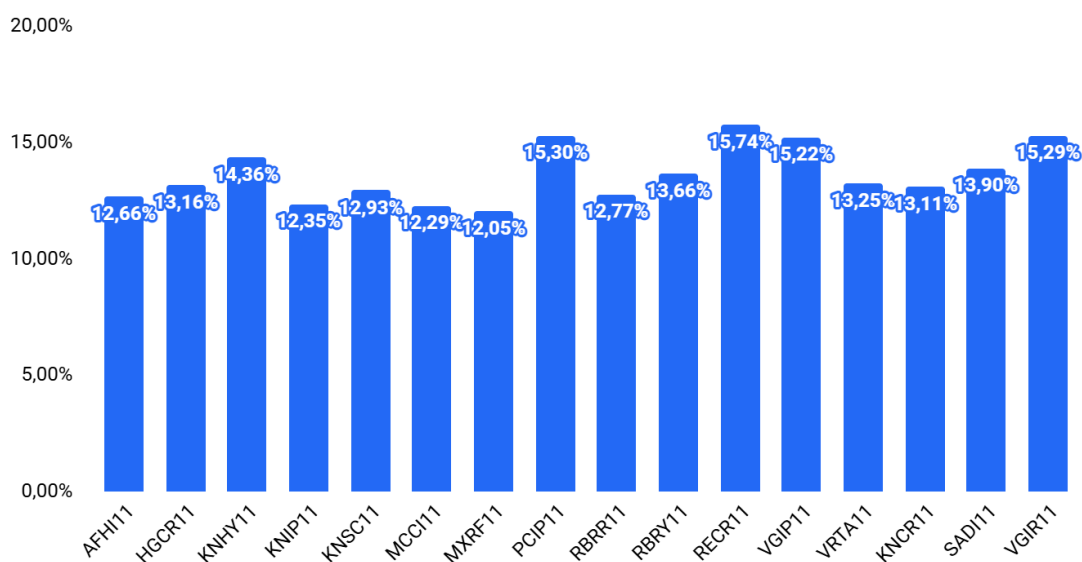
Última Atualização

A última análise do VGIR11 foi realizada recentemente, mas vimos a necessidade de revisá-la, uma vez que o fundo seguiu uma direção que nos causou insatisfação.

O VGIR11, por possuir uma carteira 100% indexada ao CDI, está gerando dividendos elevadíssimos. No ano, seu dividend yield médio mensal é de 1,29%, lembrando que esse retorno é líquido de imposto. O CDI apresenta uma rentabilidade bruta de 1,16% ao mês, mas, após o desconto do imposto, esse valor cai para 0,90%.

Portanto, o VGIR11 representa uma forma de exposição ao CDI que entrega retorno superior à sua referência. Obviamente, por se tratar de um FII, ele envolve mais riscos do que os ativos de renda fixa.

O momento é tão favorável para o fundo que, nos últimos 12 meses, ele foi o terceiro FII de papel com maior geração de dividendos, como mostra o gráfico a seguir.



Dividend yield dos FIIs de papel.
Fonte: Simpla Club.

Na comparação, agrupamos fundos atrelados ao IPCA e ao CDI. Ao restringirmos a análise apenas aos FIs com estratégia semelhante à do VGIR11, o foco recai sobre o SADI11 e o KNCR11. Nenhum dos dois alcançou um dividend yield de 14%, enquanto o VGIR11 entregou 15,29%.

O fundo da Valora possui dívidas mais arriscadas do que as de seus pares, o que lhe permite gerar um retorno superior.

Diante desse desempenho positivo frente à grande maioria dos concorrentes, qual é o problema que identificamos?

O VGIR11 sempre teve como principal risco a sua concentração em um único devedor. O fundo iniciou o ano de 2024 com 25,49% de suas dívidas atreladas à Helbor. No início de 2025, essa exposição havia sido reduzida para 18,39% — ainda muito elevada, mas havia indícios de que a gestão trabalhava para mitigar esse risco.

No momento em que escrevemos este relatório, a concentração do fundo nesse devedor é de 26,40%. No último trimestre, o VGIR11 realizou grandes movimentações em sua carteira e, nesse processo de reciclagem, optou por aumentar sua exposição à Helbor.

A Helbor atua no setor de construção civil e apresenta um nível de endividamento acima da média. Além disso, ao longo de 2025, circularam nas redes sociais alguns boatos sobre possíveis irregularidades contábeis na companhia.

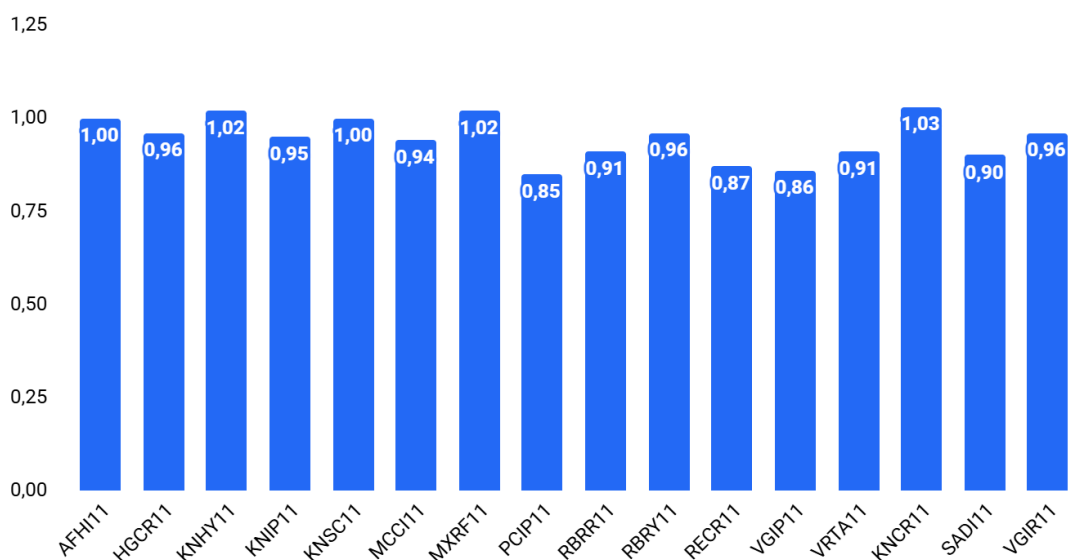
Seja em FIs de tijolo ou de papel, concentrações superiores a 10% da receita são consideradas um risco adicional. Qualquer problema envolvendo o inquilino ou devedor em questão tem potencial de causar um grande impacto nos dividendos do fundo.

O Simpla tem como objetivo proporcionar o melhor retorno ajustado ao risco para seus clientes. Portanto, não podemos avaliar apenas o rendimento, mas também devemos minimizar a probabilidade de eventos com impacto extremamente negativo. O VGIR11 passou a operar em uma zona mais nebulosa, motivo pelo qual estamos revisando sua análise.

Outro fator que justifica essa revisão é o preço de negociação de outros fundos de papel. Por estar distribuindo dividendos mais elevados, o VGIR11 vem sendo negociado com um desconto relativamente pequeno em relação ao seu valor justo.

Em contrapartida, alguns FIIs atrelados ao IPCA estão sendo negociados com descontos iguais ou superiores a 10% frente ao seu valor patrimonial.

Ao ponderarmos os ganhos com dividendos e a possibilidade de valorização, observamos que a estimativa de retorno futuro é mais favorável aos fundos indexados à inflação. A figura abaixo apresenta o múltiplo preço sobre valor patrimonial (P/VP) dos principais fundos de recebíveis.



*P/VP dos FIIs de papel.
Fonte: Simpla Club.*

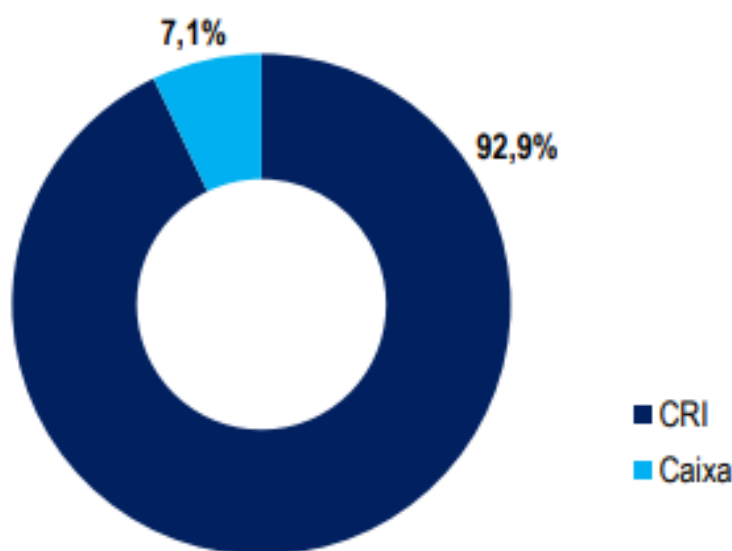
O desconto atual do VGIR11 no mercado é de apenas 4%, enquanto o VGIP11 apresenta um desconto de 14%, o RBRR11 de 9% e o PCIP11 de 15%, entre outros.

Área de Atuação

Certificados de recebíveis imobiliários

O VGIR11 pode ser classificado como um FII de CRI “puro sangue”, pois o objetivo do gestor é manter mais de 90% do patrimônio alocado em recebíveis.

Atualmente, o fundo encontra-se 92,9% alocado em CRIs como podemos ver na figura a seguir.



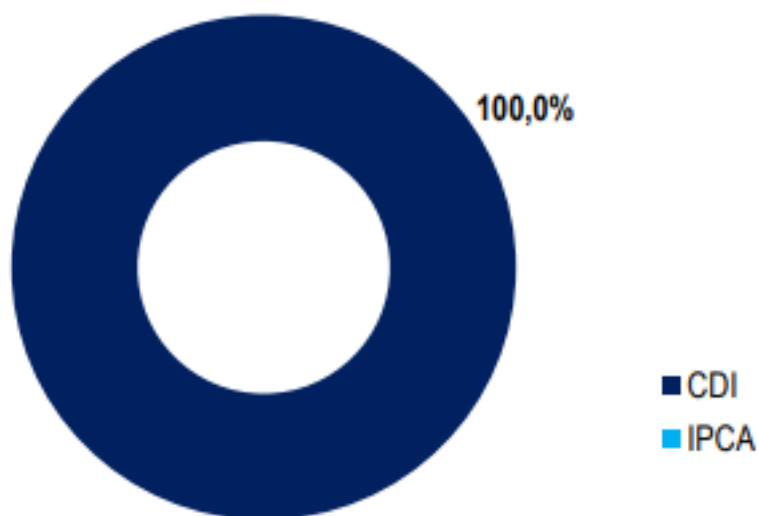
*Alocação por ativo.
Fonte: Relatório gerencial.*

Em diversas ocasiões, a equipe de gestão já declarou não apreciar a manutenção de um caixa elevado no fundo, por entender que isso compromete sua eficiência. Por essa razão, é comum encontrar o fundo com apenas uma alocação residual em liquidez. Isso torna a situação atual do fundo um momento atípico em sua trajetória.

Um ponto muito importante que deve ser destacado sobre o VGIR11 é seu foco no CDI. O próprio nome do fundo, Valora CRI CDI FII, deixa esta intenção clara.

A Valora é gestora de dois FIIs de CRIs, o VGIR11 e o VGIP11. O primeiro tem o foco em dívidas indexadas ao CDI e o segundo em dívidas indexadas ao IPCA. A gestora optou pela separação para ter uma maior facilidade na aplicação das estratégias, além de permitir um entendimento mais claro por parte dos investidores.

Portanto, por mais que o VGIR11 tenha liberdade para adquirir CRIs indexados ao IPCA e IGP-M, a maior concentração irá se manter sendo o CDI. A próxima figura mostra como está a concentração do fundo por indexador.



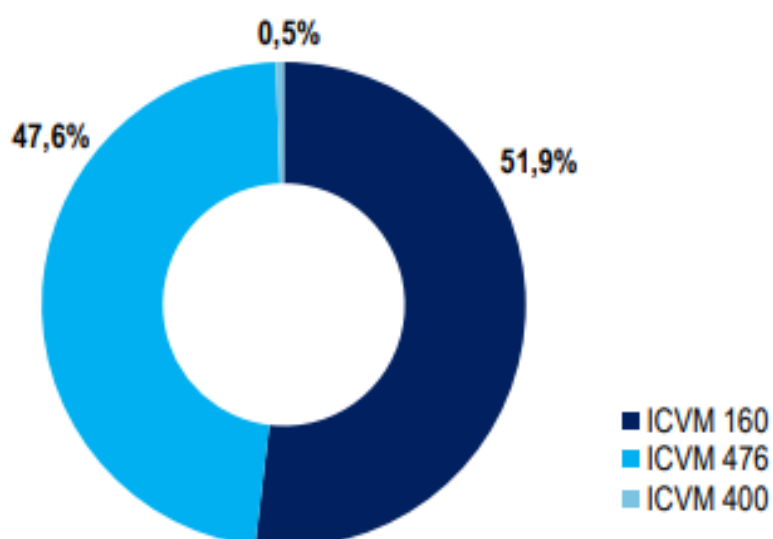
*Alocação por indexador.
Fonte: Relatório gerencial.*

Como mencionado, a Valora não gosta de ter um grande volume de recursos alocados em caixa, por isso costuma utilizar CRIs indexados ao IPCA como uma forma de rentabilizar sua carteira no curto prazo, enquanto busca novas operações em CDI. Os recebíveis indexados à inflação costumam ser movimentados com grande frequência.

Quem já leu o relatório do VGIP11 sabe que uma característica muito forte da Valora é sua capacidade de originar novas operações. No VGIR11, a gestora também usufrui desta característica, tornando a busca por operações exclusivas um pilar do fundo.

O poder de originação é um diferencial muito grande dentro de um fundo de recebíveis, pois ao participar da estruturação de um CRI, o gestor obtém mais conhecimento sobre a operação. Além de conseguir gerar uma economia de taxas que é revertida numa melhor remuneração do ativo.

A figura a seguir mostra o percentual de alocação do fundo por tipo de emissão do CRI.



*Alocação por tipo de emissão.
Fonte: Relatório gerencial.*

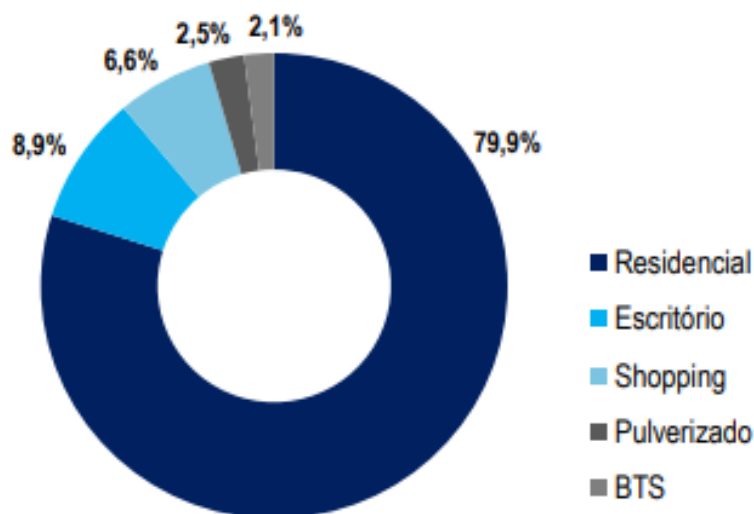
Como podemos ver, cerca de 99% do patrimônio do fundo está alocado em CRIs emitidos via oferta restrita. Sendo que, em grande parte delas, a Valora participou da estruturação da operação.

Para finalizarmos nosso estudo sobre a estratégia do VGIR11, é preciso destacar algumas características marcantes das dívidas que compõem o seu portfólio.

A primeira delas é o perfil de risco dos recebíveis em carteira. Usando a conhecida escala de classificação entre *high grade* — dívidas mais seguras, até o *high yield* — dívidas mais arriscadas, passando pelo *middle risk* — mescla entre os dois tipos, o VGIR11 pode ser classificado como um fundo de risco médio.

O fundo possui, em seu portfólio, CRIs com taxa de remuneração de CDI + 6%, ou seja, com um perfil mais arriscado, assim como CRIs com taxa de CDI + 1,7%, ou seja, com perfil mais conservador. A taxa média do portfólio do VGIR11, atualmente, é de CDI + 4,76%, confirmando a classificação que demos ao fundo. Vale destacar que no último ano, o fundo elevou seu risco ao aumentar a parcela do patrimônio investido em dívidas mais arrojadas.

A segunda característica que chama a atenção nas dívidas do fundo é o seu lastro. Assim como no VGIP11, a Valora concentra as operações do VGIR11 em CRIs com lastro no segmento residencial. A figura abaixo mostra a diversificação de segmentos do fundo.



*Alocação por segmento do devedor.
Fonte: Relatório gerencial.*

A estratégia de concentração nesse segmento está embasada na busca da gestão por garantias mais líquidas, normalmente concentradas no estado de SP.

Em resumo, os FIs de CRI geridos pela Valora seguem a mesma linha de pensamento, sendo diferenciados pelos indexadores de seus CRIs.

Governança Corporativa

O VGIR11 é administrado pelo BTG Pactual e gerido pela Valora Gestão de Investimentos.

A Valora é uma gestora independente com grande foco nos mercados de crédito privado e imobiliário.

A união da expertise da gestora nos dois mercados acima, permite que ela possua um grande poder de estruturação de novas operações para seus FIs de CRI. Como citado anteriormente, a originação dos recebíveis gera uma melhor relação risco *versus* retorno para o fundo.

Além de possibilitar a construção de uma carteira mais atrativa, a estruturação permite uma alocação mais rápida dos recursos captados em novas emissões. Este é um elogio conquistado pela Valora, pois no VGIR11 o volume arrecadado em emissões costuma ser alocado no intervalo de 2 a 3 meses. A velocidade de alocação traz pouco ou nenhum impacto nos dividendos distribuídos após as captações.

O mundo ideal de um FI é a alocação com boa velocidade de seus recursos, em ativos que aumentem ou mantenham sua rentabilidade média. O histórico do VGIR11 neste quesito é favorável.

É importante destacar que a originação de operações deixou de ser um diferencial e passou a ser uma obrigação dentro dos fundos de recebíveis. Cada vez mais gestoras vêm demonstrando competência nessa atividade,

elevando o nível de exigência do mercado e tornando essencial que os FIIs mantenham uma gestão ativa e eficiente na seleção de seus ativos.

VGIR11 e VGIP11 não apresentam semelhanças apenas em suas estratégias. Os defeitos que pontuamos no trabalho da gestora na análise do VGIP11 também podem ser vistos no VGIR11.

O principal deles é o custo das novas emissões de cotas. A Valora vem reduzindo as despesas de suas emissões, mas o histórico não é favorável à gestora.

As últimas emissões do VGIR11, ambas realizadas em 2024, já tiveram custos medianos. Um ponto positivo foi o fato de que parte dessas despesas foi assumida pela própria Valora, demonstrando um alinhamento de interesses com seus cotistas.

Outro fator que necessita de melhoria no trabalho da Valora é a sua transparência.

O relatório gerencial do fundo carece de um espaço maior dedicado aos comentários do gestor sobre o andamento das operações e as perspectivas do fundo. Além disso, a demonstração de resultados do fundo está bem aquém do padrão visto no mercado atualmente.

Além disso, as tentativas de contato com o RI não têm sido bem-sucedidas, o que prejudica a realização de análises mais aprofundadas.

Por fim, nos incomoda a taxa de performance do fundo. Atualmente, é cobrado 20% sobre o resultado que exceder 100% do CDI. Todos os FIIs que adotam esse benchmark são criticados, pois entendemos que se trata de uma referência muito baixa.

As despesas do VGIR11 giram em torno de R\$2 milhões por mês. No entanto, em dezembro de 2024, esse valor saltou para R\$5,3 milhões, um

aumento de quase R\$4 milhões exclusivamente decorrente do pagamento da taxa de performance. Em junho de 2025, as despesas do fundo alcançaram R\$7,3 milhões. Nos anos de 2020 e 2021, os custos chegaram a representar cerca de 20% das receitas — um patamar muito acima do que consideramos aceitável, sobretudo em função da taxa de performance.

Para demonstrar um melhor alinhamento de interesses com seus investidores, a Valora deveria extinguir ou modificar o formato de cálculo dessa taxa.

Riscos do Negócio

O risco de Crédito está presente no fundo, pois é inerente aos fundos de recebíveis. Os CRIs são instrumentos de renda fixa e um dos principais riscos desta classe de investimento é o risco de crédito, também conhecido como risco de calote. Por estarmos tratando de uma dívida, é muito importante o monitoramento da saúde da operação para evitar perdas.

O VGIR11 tem tanto uma exposição às dívidas mais seguras, quanto aquelas com nível de risco mais elevado. O fundo busca reduzir as chances de calote ao buscar CRIs com garantias robustas e líquidas.

Atualmente, todas as operações do fundo estão adimplentes e sem problemas de saúde destacados. O primeiro calote da história do fundo aconteceu em 2024, mas a situação foi controlada.

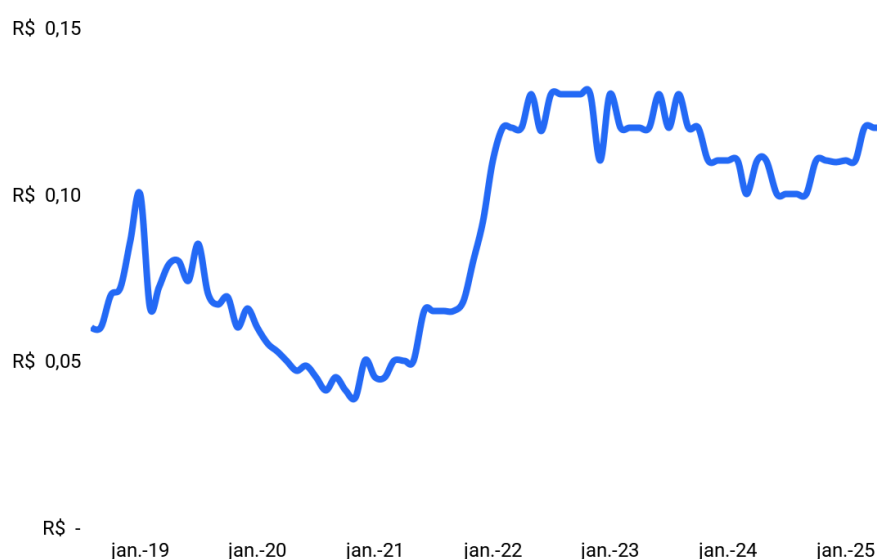
No VGIR11 é possível encontrar o risco de concentração em um mesmo grupo econômico, pois os CRIs vinculados a Helbor, quando somados, representam mais de 10% do fundo.

Este risco esteve presente no fundo desde seu início, sendo que a expectativa de maior diversificação com o crescimento patrimonial não foi completamente atendida.

Este risco é maior do que o de concentração do VGIP11 em Tecnisa, pois a concentração em Helbor alcança, aproximadamente, 26,40% do patrimônio do VGIR11.

Resultados Anteriores

Gostamos de começar a análise dos resultados anteriores de um FII pela visualização do seu histórico de rendimentos, apresentado na figura.

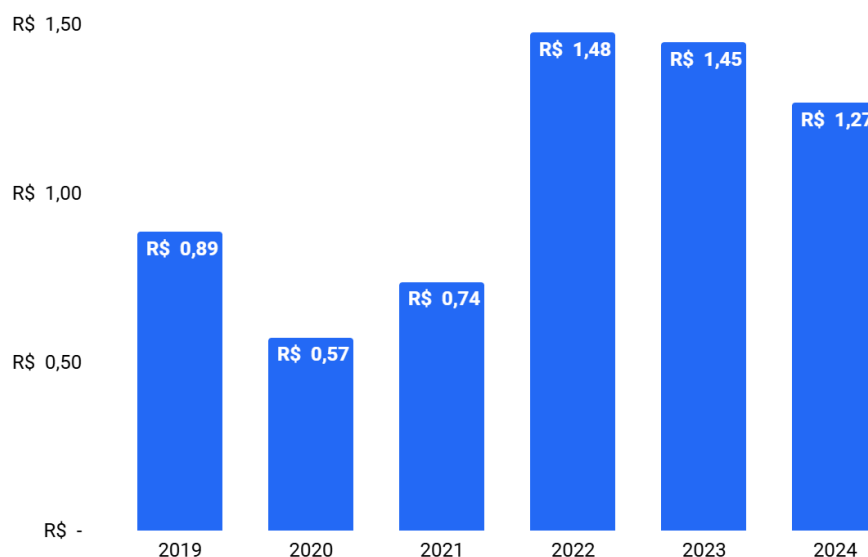


*Histórico de rendimentos.
Fonte: Simpla Club.*

Em sua história, o VGIR11 entregou um total de R\$7,85/cota de rendimentos. O *yield* médio mensal foi de 0,94%.

Como podemos ver, o fundo tem uma grande volatilidade dos seus rendimentos, algo natural para sua classe. O pior momento de distribuição do fundo aconteceu entre 2020 e 2021 quando a Selic atingiu o patamar de 2%. A partir daí, com o aumento da taxa de juros, veio o crescimento da renda do VGIR11.

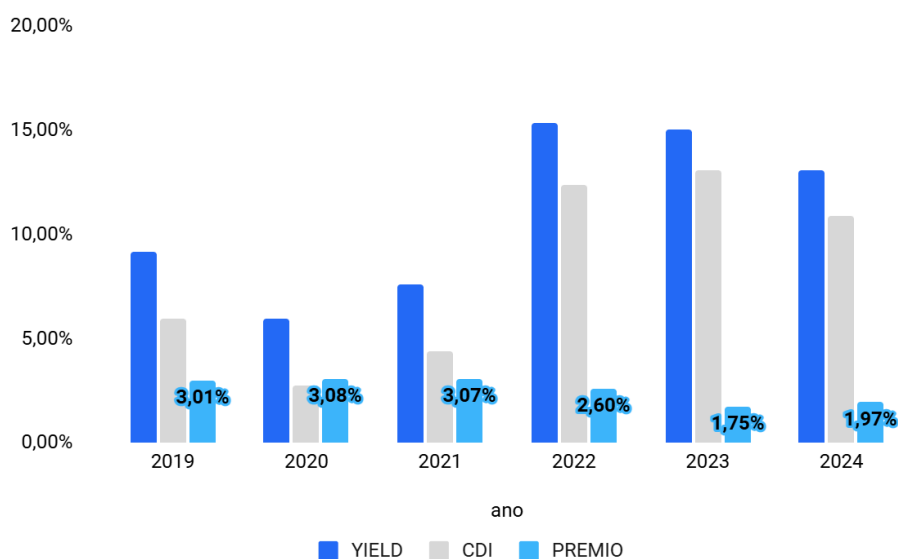
Além da análise do histórico mensal, acreditamos ser de grande valia a observação do histórico de distribuição anual do fundo, apresentado na figura abaixo.



*Histórico de rendimento em base anual.
Fonte: Simpla Club.*

Como mencionado anteriormente, a quantidade de dividendos distribuídos pelo VGIR11 é diretamente influenciada pela Selic. A análise dos dados anuais evidencia essa relação, com uma redução nos anos de 2020 e 2021, seguida por um aumento significativo a partir de 2022.

A fim de reforçar este conhecimento, temos na figura abaixo o histórico de yield do fundo *versus* o CDI no ano.



Yield versus CDI,
Fonte: Simpla Club.

O gráfico acima nos mostra que, independente do CDI no ano, o fundo foi capaz de gerar um rendimento acima. Mostrando como existe recompensa em correr mais risco investindo em FIs.

Em média, o VGIR11 foi capaz de gerar um prêmio de 2,58% acima do CDI. Esta é uma rentabilidade atrativa quando olhamos o histórico do CDI no Brasil.

Por fim, é necessário analisar o retorno total entregue pelo VGIR11. O resultado acumulado — valorização somada ao reinvestimento dos dividendos — foi de 124,28%. Para efeito de comparação, no mesmo período, o IPCA registrou um retorno de 45,65%, o IFIX de 65,70% e o CDI de 82,74%.

Valuation

P/VP

A melhor metodologia para análise de preço de fundos de papel é o preço sobre valor patrimonial.

O valor patrimonial de um FII de recebíveis não tem tendência de valorização, diferentemente do caso dos FIIs de tijolo. O patrimônio é constituído de dívidas que têm o seu valor justo marcado no mercado.

Outro ponto que favorece o uso deste indicador é a fidelidade do valor patrimonial à realidade. As dívidas presentes nas carteiras dos FIIs tem seu valor calculado mensalmente, em alguns casos diariamente, por estarmos falando de um mercado com alta liquidez. Portanto, em via de regra, podemos acreditar no VP que estamos vendo e evitar pagar muito mais caro por ele.

Em nossa visão, o investidor pode comprar um fundo com um P/VP de até 1,05 vezes. Valores acima desta margem já fazem o investidor assumir um grande risco de perda por desvalorização da cota.

Casos de P/VP com desconto, ou seja, abaixo de 1, devem ser analisados com mais calma, pois existe a possibilidade de problemas no fundo que não estão sendo contabilizados.

O último valor patrimonial divulgado pelo VGIR11 foi de R\$9,78 por cota. Atualmente, o fundo negocia a R\$9,35, o que gera uma relação P/VP de 0,96.

Os bons FIIs de papel negociam, em média, a um P/VP de 0,94. O fato de o VGIR11 ter grande exposição ao CDI faz com que seu dividendo esteja acima dos distribuídos pelos FIIs indexados ao IPCA, justificando, assim, o menor desconto em relação à média do setor.

Se pegarmos apenas os FIIs de CRI com concentração em CDI, o P/VP médio de negociação sobe para 0,96. Dessa forma, vemos que o VGIR11 negocia com um múltiplo semelhante ao de seus pares mais próximos.

Opinião do Analista

A Valora simplificou a vida do investidor ao criar os FII's com estratégias de fácil entendimento. A existência de VGIR11 e VGIP11 permite que o investidor, interessado na gestão da Valora, escolha qual o seu indexador de dívidas favorito.

O assinante do Simpla que leu o relatório do VGIP11 notou que o VGIR11 tem uma estratégia quase idêntica, sendo as principais diferenças o indexador de CRIs e o nível de concentração da carteira.

Embora a determinação de um foco facilite a análise e o entendimento do futuro do fundo, a concentração em um único indexador não permite que o gestor surfe os diferentes momentos do ciclo imobiliário. Isto ficou claro no VGIR11 em 2020 e em 2021 quando o CDI estava em um patamar reduzido e o IPCA elevado. A falta de CRIs indexados ao IPCA gerou uma grande redução nos rendimentos do fundo e, conseqüentemente, na sua cotação.

Por isso, entendemos que o fundo teria espaço apenas em carteiras já diversificadas, uma vez que o próprio investidor pode montar seu portfólio com o objetivo de aproveitar diferentes fases do ciclo imobiliário.

Embora reconheçamos que o fundo possa compor algumas carteiras, é fundamental reforçar os riscos presentes nesse investimento. O risco de inadimplência é inerente aos fundos de CRI; contudo, nos dois ativos sob gestão da Valora, identificamos um risco adicional de concentração em determinados devedores, o que consideramos desfavorável. De modo geral, a diversificação não é um ponto forte dos FII's de CRI da Valora.

No caso do VGIR11, o aumento da concentração em Helbor no último semestre nos causou considerável insatisfação. Embora o fundo esteja

entregando um retorno muito atrativo, o nível de risco passou a nos incomodar significativamente.

Dessa forma, optamos por alterar a recomendação do VGIR11 para venda. Ao somarmos o potencial de valorização com os rendimentos dos fundos indexados ao IPCA, acreditamos ser possível obter um retorno superior ao do VGIR11 — ainda que, no curto prazo, ele apresente melhor desempenho.

Nossa recomendação é de venda do VGIR11.

Equipe

			
Gabriel Bassotto Analista CNPI especialista em Ações Brasileiras	Carlos Júnior Analista CNPI especialista em Fundos Imobiliários	Thiago Armentano Analista CNPI especialista em Ativos Globais	Guilherme La Vega Analista CNPI especialista em Ações Brasileiras

Acompanhamento

relatório atualizado em 23.10.2025

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.

