



Análise

VGIP11

Produzido por SIMPLA CLUB

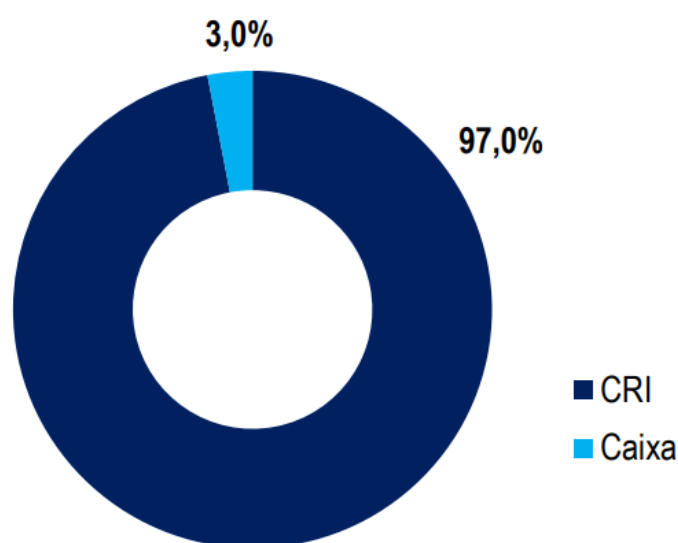
Carlos Humberto Junior

Área de Atuação

Certificados de recebíveis imobiliários

O VGIP11 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 97% alocado em CRIs, como podemos ver na figura a seguir.



*Alocação por ativo.
Fonte: Relatório gerencial.*

Em algumas oportunidades, a equipe de gestão já declarou não gostar de ter um elevado caixa no fundo, pois acredita que isso gera uma perda de eficiência. Portanto, é comum encontrar o fundo com apenas uma alocação residual em liquidez.

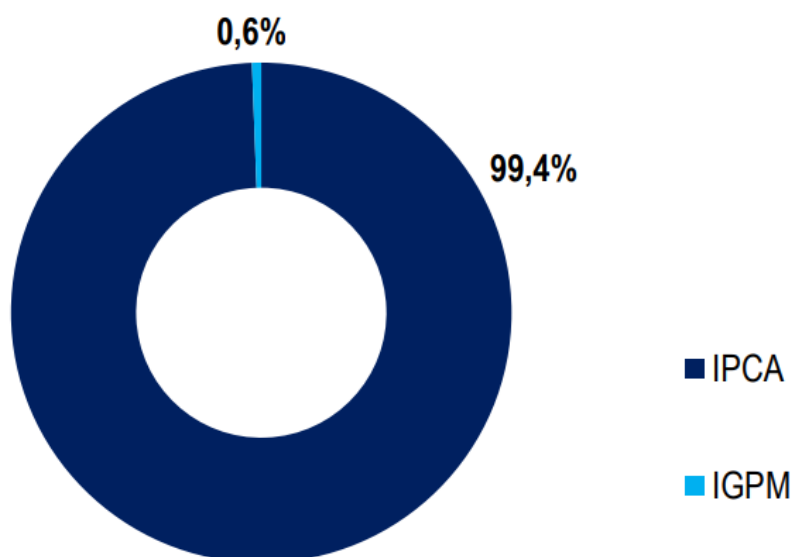
No mercado de FIIs muitos ativos estão sendo criticados por estarem se desviando de sua proposta inicial ao acrescentar outros fundos em suas carteiras. Vários fundos de recebíveis estão com 10% a 20% de seu PL alocado em outros fundos de papel, sendo que em muitos destes casos

identificamos conflitos de interesse entre as partes envolvidas. A Valora merece elogios por manter o VGIP11 fiel à sua proposta.

Um ponto muito importante que deve ser destacado sobre o VGIP11 é seu foco no IPCA. O próprio nome do fundo deixa esta intenção clara.

A Valora é gestora de dois FII's 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 VGIP11 tenha liberdade para adquirir CRIs indexados ao CDI e IGP-M, a maior concentração irá se manter sendo o IPCA. A próxima figura mostra como está a concentração do fundo por indexador.



*Alocação por indexador.
Fonte: Relatório gerencial.*

Os CRIs indexados ao CDI costumam ser usados pelo fundo como uma posição tática, ou seja, destinados para o giro. É comum, após as emissões, o investimento nestes CRIs enquanto estrutura-se uma operação em IPCA.

Isto permite a rápida alocação dos recursos e o reenquadramento do fundo à sua estratégia em um curto espaço de tempo.

No parágrafo acima já tocamos num assunto muito importante dentro da atividade do VGIP11, a estruturação de operações. A Valora é uma gestora muito conhecida por originar operações e colocá-las em seus FIs.

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.

O trecho a seguir apenas comprova este pilar da estratégia do VGIP11:

“A Gestão tem como foco de investimento operações exclusivas, em sua maioria estruturadas pela Gestora, o que permite uma participação ativa em todo o processo, desde a estruturação e precificação, até o acompanhamento dos CRIs. Essas operações são distribuídas via esforços restritos (ICVM 476) e possuem maior retorno ajustado pelo risco, em benefício aos cotistas.”

Para entendermos ainda mais sobre o VGIP11, é preciso saber qual o perfil de risco dos CRIs presentes em sua carteira.

O Valora CRI Índice de Preços pode ser classificado como um FI de recebíveis *middle risk*. É possível ver em sua carteira dívidas mais seguras com remuneração de IPCA + 5%, assim como ativos mais arriscados com remuneração de IPCA + 10%. A taxa média da carteira do fundo é IPCA + 8,10%.

Na comparação com os pares, podemos ver o ganho de taxa de remuneração do VGIP11 pelo grande poder da Valora de originação de operações. Apesar da taxa média maior, o fundo não apresenta um risco

mais elevado do que muitos de seus semelhantes, de forma a ter uma relação risco *versus* retorno atrativa.

Em termos de tipo dos CRIs presentes na carteira, o VGIP11 tem preferência por créditos corporativos. Ou seja, aqueles nos quais existe uma empresa responsável pelo fluxo de pagamentos.

Por fim, é importante destacar os critérios que os CRIs precisam atender para compor a carteira do fundo. Os trechos abaixo foram retirados do regulamento do VGIP11:

“Os Ativos-Alvo adquiridos para compor a carteira do FUNDO deverão possuir, no momento da aquisição ou subscrição, classificação de risco (rating), em escala nacional, igual ou superior a “A-” ou equivalente, atribuída por qualquer das três grandes agências classificadoras de risco, sejam elas: Standard & Poors, Fitch e/ou Moody’s, ou qualquer de suas representantes no país, salvo no caso de se enquadrarem na hipótese descrita no inciso (ii) abaixo;”

“Os Ativos-Alvo adquiridos para compor a carteira do FUNDO poderão não contar com classificação de risco (rating), sendo que, nesta hipótese, os referidos Ativos-Alvo deverão contar com garantia real que, na data de aquisição ou subscrição do respectivo Ativo-Alvo pelo FUNDO, possua laudo de avaliação evidenciando que a referida garantia real corresponde a, no mínimo, 100% (cem por cento) do valor da dívida representada pelo respectivo Ativo-Alvo. O laudo de avaliação deverá adotar o critério de valor de venda de liquidação forçada do bem/ativo dado em garantia.”

O regulamento do fundo é a comprovação de que mesmo sendo considerado um ativo de risco médio, existe grande preocupação com a segurança dentro do VGIP11.

Governança Corporativa

O VGIP11 é administrado pelo BTG Pactual e gerido pela Valora Gestão de Investimentos.

Por ter o BTG como administrador, o fundo faz sua distribuição de rendimentos pelo regime de caixa. Este formato é o nosso preferido por ser mais conservador, já que apenas vira dividendo aquele resultado que realmente passou pelos cofres do fundo.

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, permite que ela possua um grande poder de estruturação de novas operações para seus FII's 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 VGIP11 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 FII é a alocação com boa velocidade de seus recursos em ativos que aumentem ou mantenham sua rentabilidade média. O histórico do VGIP11 neste quesito é favorável.

Aproveitando o assunto emissões, é preciso destacar dois pontos que necessitam de melhoria: os custos das emissões e o valor da cota de emissão.

Na maioria das emissões do VGIP11, as taxas cobradas foram desagradáveis. Vários fundos provaram a possibilidade de realização de captações com

custos reduzidos, o que maximiza o retorno do investidor. O histórico da Valora neste quesito merece muitas críticas. Vale destacar que as duas últimas emissões do VGIP11 já apresentaram uma melhoria, mas ainda é possível avançar.

O outro ponto refere-se ao preço das novas emissões. O gestor costuma respeitar o VP do fundo na decisão do preço de emissão, porém na última captação, o preço estipulado foi inferior ao valor patrimonial divulgado dias após o anúncio da emissão. Teoricamente, a captação não foi feita abaixo do VP por respeitar o valor divulgado anteriormente, mas entendemos que poderia ter havido um cuidado maior da gestora.

Por fim, gostaríamos de destacar um ponto que necessita de melhoria no trabalho da Valora, a sua transparência.

A gestão sempre está presente em lives para sanar dúvidas dos seus investidores, bem como responde com prontidão questionamentos feitos ao seu RI via e-mail.

Entretanto, o relatório gerencial do fundo carece de um espaço maior dedicado a comentários do gestor sobre o andamento das operações e as perspectivas do fundo. Entendemos que os documentos do fundo merecem uma atenção maior.

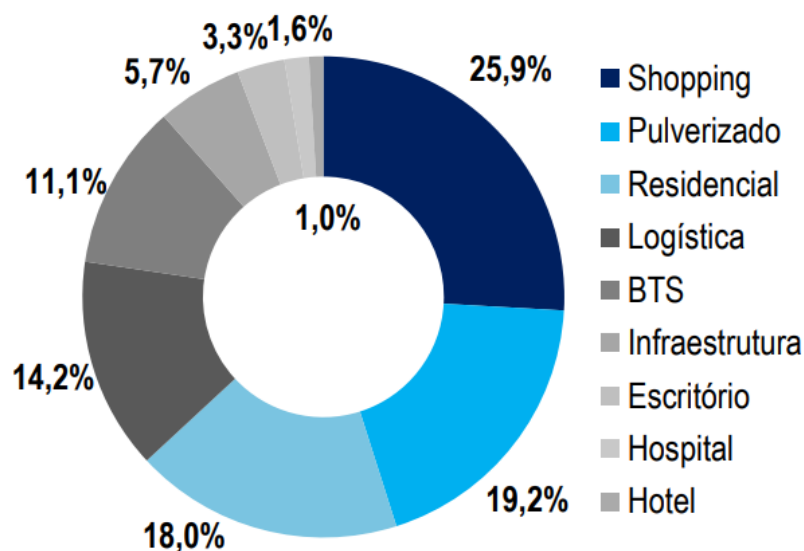
Riscos do Negócio

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 VGIP11 tem tanto uma exposição às dívidas mais seguras, quanto às aquelas com nível de risco mais elevado. O fundo busca reduzir as chances de calote ao buscar CRIs com garantias robustas e líquidas.

A concentração de quase 20% da carteira em apenas duas operações aumenta a preocupação com o risco de crédito, pois eleva a possibilidade de o fundo sofrer impactos relevantes em caso de inadimplência.

No VGIP11 também encontramos o risco de concentração setorial, pois as dívidas do segmento de shoppings representam mais de 25% da carteira. A figura abaixo mostra a distribuição dos CRIs do fundo por segmento.



*Diversificação setorial.
Fonte: Relatório gerencial.*

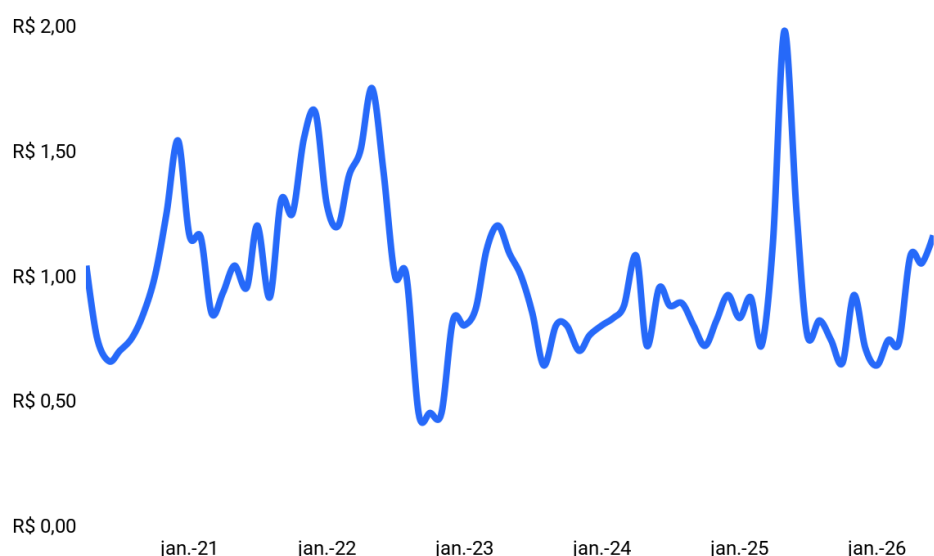
Anteriormente, já fomos mais críticos em relação à concentração setorial, mas após conversas com alguns gestores entendemos que não é algo tão grave. Uma melhor distribuição ainda é bem-vinda, porém em caso de concentração é preciso visualizar o nível de expertise da gestora naquele segmento, pois isto pode garantir dívidas com melhor relação risco *versus* retorno.

Por fim, o cenário atual é um risco para todos os FIIs de recebíveis, pois os péssimos indicadores macroeconômicos brasileiros pioram a qualidade de crédito das operações.

A taxa de juros em dois dígitos e a inflação sem trajetória definida tendem a prejudicar os resultados das empresas e, conseqüentemente, a sua capacidade de pagar dívidas. É preciso monitorar estes FIIs com atenção para identificar possíveis novos calotes.

Resultados Anteriores

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



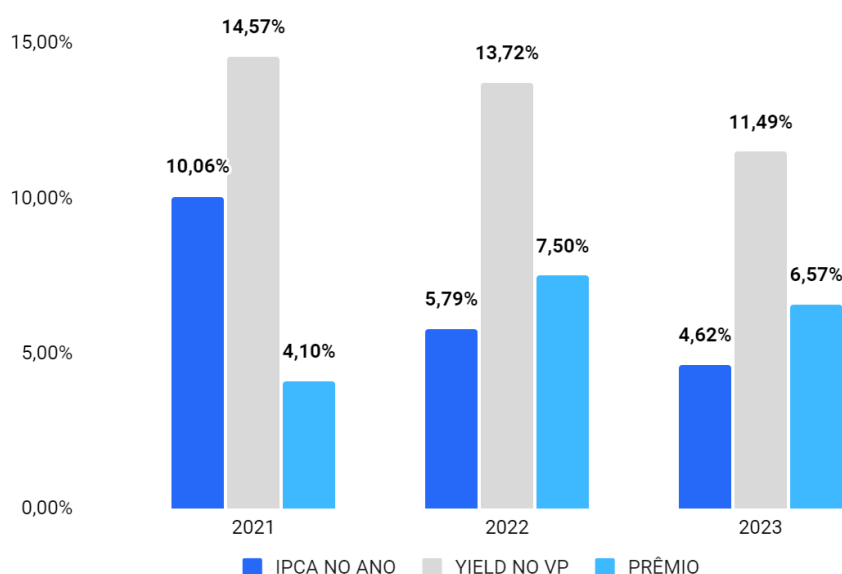
*Histórico de rendimentos.
Fonte: Simpla Club.*

Em sua história, o VGIP11 entregou um total de R\$72,92/cota de rendimentos. O *yield* médio mensal foi de 1,04%.

Como podemos ver, o fundo tem uma grande volatilidade dos seus rendimentos, algo natural para sua classe. Alguns FIIs de CRI optam por

fazer reservas nos meses de maior receita na tentativa de estabilizar a distribuição, este não é o caso do VGIP11.

Como mencionado anteriormente, a quantidade de dividendo distribuída pelo VGIP11 é diretamente influenciada pela inflação do ano. A fim de reforçar este conhecimento, temos na figura abaixo o histórico de *yield* do fundo *versus* a inflação do ano.



*Yield versus IPCA.
Fonte: Simpla Club.*

O gráfico acima comprova o que falamos de que independente da queda ou não da renda, estamos protegidos contra a inflação. Em todos os anos, a distribuição do VGIP11 apresentou um prêmio sobre o IPCA.

Outro fator importantíssimo é observar que no ano de maior distribuição do fundo, em 2021, temos o menor prêmio. O investidor viu mais dividendos caindo na conta de sua corretora, mas o seu poder de compra foi mais prejudicado naquele ano. Em compensação, no ano de 2022 com um IPCA de apenas 5,79%, o VGIP11 foi capaz de entregar 7,5% a mais do que a inflação.

Esta situação serve de aprendizado para os momentos de queda dos rendimentos do FII de CRI em momentos de redução da inflação. De fato, o valor bruto do dividendo cai, mas em termos relativos podemos estar ganhando mais do que em períodos de inflação elevada.

Ao todo, o prêmio médio entregue pelo fundo foi de 6% acima da inflação, resultado muito bom. Este retorno pode ser potencializado pelo reinvestimento dos dividendos, como veremos a seguir.

Por fim, é preciso analisar o retorno total entregue pelo VGIP11. O resultado total, valorização mais reinvestimento dos dividendos, foi de 135,09%. Para efeito de comparação, no mesmo período, o IPCA retornou 43,18% e o CDI 85,11%.

Aqui vemos o poder de geração de valor de um bom FII somado à disciplina do investidor de reinvestir os rendimentos.

Opinião do Analista

O VGIP11 surfou a fase positiva do ciclo imobiliário dos FIIs de recebíveis, na qual o elevado IPCA sustentou rendimentos muito atrativos. O sucesso do fundo fica claro no seu rápido crescimento patrimonial, superando a marca de R\$1 bilhão de patrimônio líquido, e no seu elevado número de cotistas, já possuindo mais de 90 mil investidores.

A percepção de que os últimos anos foram favoráveis aos FIIs de CRI é inegável, porém é preciso qualidade para aproveitar bons momentos. O portfólio do VGIP11 mostrou virtudes principalmente pela capacidade de originação da Valora, que conseguiu montar uma carteira com taxa mais atrativa do que importantes pares e com risco semelhante ou inferior.

O trabalho da gestora no aspecto imobiliário é elogiável, entretanto no quesito relação com investidor alguns pontos podem melhorar. Os

principais são os elevados custos das emissões e a transparência abaixo do esperado.

Este relatório foi muito importante para entender a dinâmica de um FII de CRI e sua relação com os índices macroeconômicos. Vimos que mesmo com a queda da inflação e, conseqüentemente, dos dividendos, temos um retorno atrativo. A possibilidade de proteção contra inflação conferida pelo VGIP11 é algo que não pode ser dispensado pelo investidor.

Com base em tudo que vimos, nossa recomendação é de compra para o VGIP11.

Equipe



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 05.08.2026

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.

