

Análise

Relatório especial

Atualizado em 20.10.2022

VINCI IMÓVEIS URBANOS FII **VIUR11**



PONTOS POSITIVOS

- Setor com grande expectativa de crescimento;
- *Yield* atrativo;
- Preço descontado.



PONTOS NEGATIVOS

- Concentração de receita em alguns inquilinos;
- Alavancagem elevada;
- Pequeno histórico de negociação;
- Grande exposição aos ativos educacionais.



COMO TUDO COMEÇOU

2021

O fundo iniciou suas atividades em maio deste ano, após uma captação de R\$269 milhões. A gestão foi extremamente competente na alocação dos recursos captados, realizando-a em menos de 30 dias. Ao todos foram adquiridos 6 imóveis, sendo 4 do segmento educacional, 1 laboratório e 1 ativo de varejo. Ao final deste ano, o fundo divulgou uma reavaliação positiva de seus ativos, resultando numa valorização de 2,53% em seu valor patrimonial.

2022

O VIUR11 contratou o Banco Fator para ser seu formador de mercado, conferindo mais liquidez à sua cota. Outra medida, visando o aumento de sua liquidez, foi a realização de um desdobramento na proporção de 1 para 10. Dessa forma, o fundo passou a ser mais um dos FIs negociados na casa dos R\$10.

Na Figura 1 temos a evolução do número de cotistas do fundo.

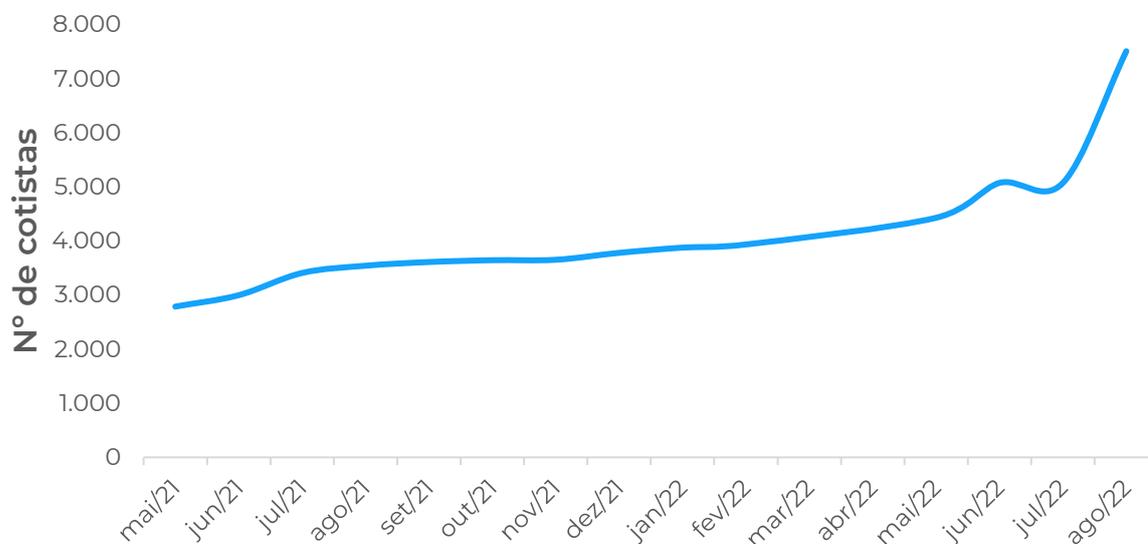


Figura 1 – Evolução do número de cotistas.
Fonte: Autor.

Já na Figura 2 percebemos a evolução patrimonial do fundo.

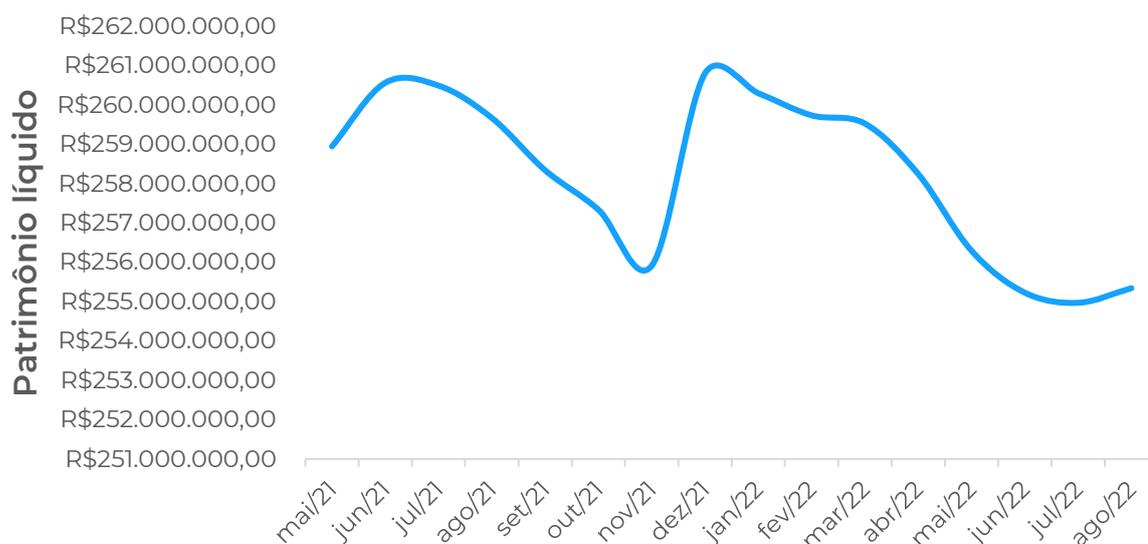


Figura 2 – Evolução patrimonial.
Fonte: Autor.



CLASSIFICAÇÃO DO FUNDO

O fundo é do tipo tijolo, sendo classificado no segmento renda urbana. A estratégia do fundo será descrita a seguir.

- **Renda urbana:** o VIUR11 nasceu com a proposta de explorar um setor ainda pouco desenvolvido do mercado de FIIs, o de renda urbana.

Neste segmento estão englobados vários tipos de imóveis, porém o VIUR11 destaca em seu regulamento aqueles que são de seu interesse: ativos de varejo, mercados de alimentos, imóveis com operação de saúde e com operação educacional.

Para cada tipo de ativo escolhido, a gestão fornece sua justificativa. Para a exposição ao varejo, a gestão entende ser um setor atrativo para surfar a retomada da economia pós-pandemia, além de aproveitar o ganho com as operações integradas ao *e-commerce*.

No segmento de saúde, a visão da gestora é se expor a um mercado resiliente que deve se beneficiar do aumento da faixa etária da população. Vale destacar que os ativos de saúde que interessam ao fundo são aqueles que envolvem tratamentos/procedimentos de baixa complexidade; como laboratórios, farmácias e clínicas de baixa interação cirúrgica.

A exposição ao varejo alimentício é justificada pela resiliência deste segmento.

Por fim, a busca por ativos com operação de educação é justificada pela maior demanda da população por qualificação profissional. Vale destacar que a gestão expõe a sua busca por ativos onde são ministradas matérias de saúde e ciências exatas que necessitem de ensino presencial.

Soma-se ao foco nos segmentos citados acima, a intenção da gestão de manter, no mínimo, 70% do seu patrimônio alocado em imóveis localizados em cidades com mais de 250.000 habitantes.

Além dos dois pilares de investimento já mencionados, a Vinci divulga alguns pontos estratégicos que regem o VIUR11. A Figura 3 mostra os demais pontos da estratégia do fundo.



*Figura 3 – Estratégia do VIUR11.
Fonte: Site de RI.*

Antes de explicarmos cada um destes pontos é preciso dizer que nem todos os imóveis atendem a todos os critérios. A gestão entende que quando respeitados o pilar setorial e o pilar de localização, os ativos precisam atender no mínimo um dos critérios acima.

O critério “participação de controle” diz respeito a busca por ter mais de 50% de participação no ativo, visando um maior poder de decisão no longo prazo. Atualmente, o fundo possui 100% de todos os seus 6 imóveis.

Em “valor de aquisição e locação defensivos” a gestão informa que busca por condições favoráveis em suas negociações, visando a defesa do fundo nas transações futuras.

O quesito “imóveis flexíveis com localização estratégica” é um dos grandes diferenciais dos FIIs do segmento de renda urbana. A aquisição de ativos com potencial de mudança de vocação no longo prazo é uma tese que gera enormes expectativas nos investidores.

O critério “locatários com bom risco de crédito” é autoexplicativo, já que diz respeito a busca por inquilinos com boa saúde financeira.

Segundo a gestora, ativos “aderentes a tendências” dizem respeito aos imóveis que estão adaptados às novas necessidades de seus segmentos. Um exemplo disso são as operações de varejo com integração com *e-commerce*.

Por fim, temos mais um quesito autoexplicativo, o “contratos atípicos”. Por mais que no prospecto do VIUR11 esteja informada a busca por um equilíbrio entre os tipos de contrato, a gestão optou por uma maior concentração em acordos atípicos neste início do fundo. Atualmente, 93% da receita do VIUR11 é oriunda de contratos atípicos.



ADMINISTRAÇÃO E GESTÃO

O fundo é administrado pela BRL Trust e gerido pela Vinci Real Estate.

A Vinci é uma instituição fundada em 2009 que possui mais de R\$60 bilhões sob sua gestão. No mercado de FIIs seus ativos mais famosos são VISC11, VILG11 e VINO11.

A Vinci é uma gestora que merece elogios pela sua transparência. Todos os seus FIIs contam com um site, próprio e bem desenvolvido, de relações com investidores. Neste quesito ainda são necessárias algumas melhorias, mas, sem dúvidas, a gestora está acima da média do mercado de fundos imobiliários.

Dentro do VIUR11, o trabalho da Vinci merece dois grandes elogios. O primeiro deles diz respeito a alocação, com excelente velocidade, dos recursos captados no IPO. A Figura 4 mostra que o volume captado na 1.^a emissão foi alocado em menos de 30 dias.

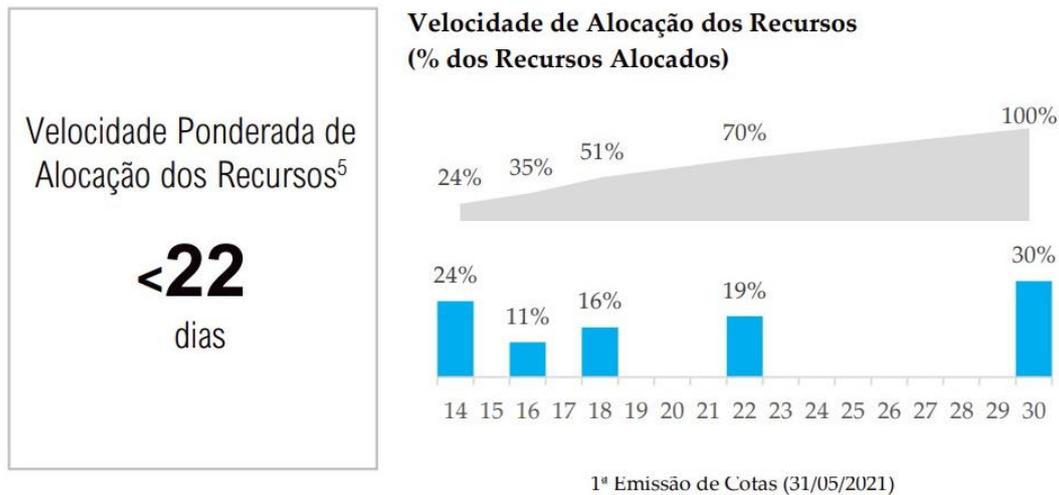


Figura 4 – Velocidade da alocação de recursos.
Fonte: Fato relevante da última aquisição.

A alocação rápida de recursos é um critério importante na análise de uma gestora, pois patrimônio em caixa tende a prejudicar os resultados de um fundo.

O outro elogio conquistado pela Vinci refere-se à superação do estudo de viabilidade apresentado no prospecto da 1.ª emissão. Se adotarmos a média dos cenários de viabilidade apresentados no documento, o fundo deveria estar distribuindo R\$0,064 de rendimentos, porém a distribuição atual é de R\$0,072.

As justificativas para esta melhoria do resultado gerado pelo fundo frente à sua expectativa inicial, serão discutidas no decorrer do relatório. Até aqui nos resta observar que a gestão encontrou formas de potencializar o retorno de seus cotistas no curto prazo.

Por fim, gostaríamos de trazer um ponto que levanta preocupação nos FIs geridos pela Vinci. Em mais de uma

oportunidade, fundos da gestora estiveram envolvidos em polêmicas sobre supostos conflitos de interesse.

Os casos mais emblemáticos aconteceram no VISC11 e no VINO11, nos quais decisões da gestora foram questionadas sobre o seu real benefício aos cotistas.



OS RISCOS DO NEGÓCIO

Os principais fatores de risco são:

Um dos riscos presente no VIUR11 é o de alavancagem. Atualmente, o fundo possui R\$125 milhões de obrigações a prazo, frente a um patrimônio líquido de R\$255 milhões. Dessa forma, o nível de alavancagem do fundo é de 49,16%.

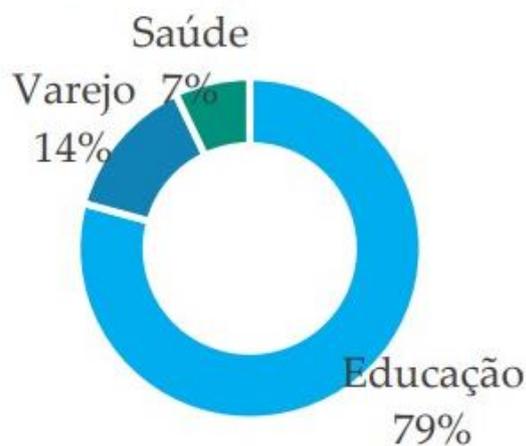
A maior obrigação do fundo, no valor de R\$112 milhões, refere-se a um CRI estruturado na aquisição dos ativos locados para a Ânima, no Rio Grande do Sul. Um dos pontos de redução do risco desta operação é o casamento do prazo da dívida com o prazo do contrato com o inquilino, além do acordo firmado ser atípico.

O VIUR11 possui R\$31 milhões em aplicações de curto prazo, saldo suficiente para arcar com as obrigações dos próximos 12 meses.

De fato, não é o curto prazo da alavancagem do fundo que traz preocupações, mas sim o longo prazo. Dizemos isso, pois o mecanismo foi feito com o uso de carência de principal por 12 meses e carência parcial de juros por 48 meses. Essas condições geram o aumento da dívida e a redução do valor patrimonial do fundo, algo prejudicial para os cotistas no longo prazo.

Outro risco presente no fundo é o de concentração. A Figura 5 traz a diversificação da receita do fundo por setor dos inquilinos.

Segmento de Atuação



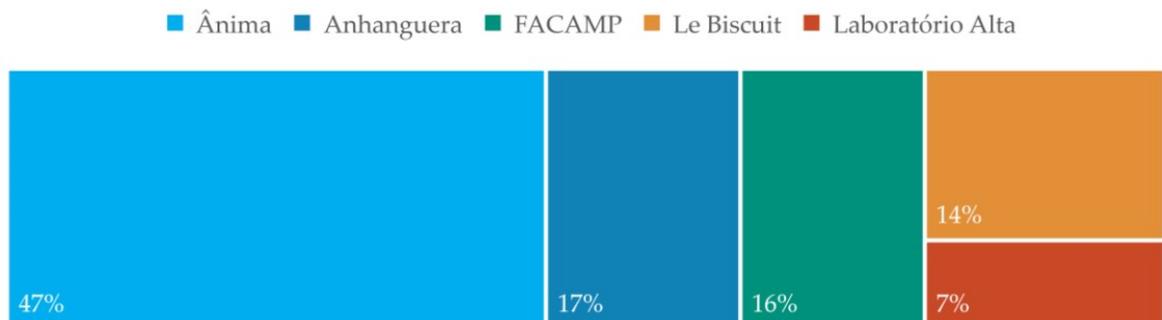
*Figura 5 – Diversificação setorial da receita.
Fonte: Relatório gerencial.*

A concentração de 79% no segmento educacional é motivo de preocupação, pois o setor vem sofrendo bastante com o crescimento do ensino a distância.

A gestão busca minimizar esse risco se expondo a ativos onde os cursos ministrados exigem o ensino presencial.

Porém, continuamos a enxergar muitos perigos nesta exposição.

Ainda sobre a falta de diversificação do fundo, a Figura 6 mostra como a receita está dividida entre os inquilinos.



*Figura 6 – Diversificação da receita por inquilino.
Fonte: Relatório gerencial.*

Como podemos ver, 47% da receita do fundo é fruto da Ânima, este é um cenário muito desconfortável.

Um agravante deste desconforto são os péssimos números apresentados pela empresa nos últimos anos. São mais de 3 anos com prejuízos seguidos e um endividamento acima do nível considerado saudável.

Dentro do VIUR11, também encontramos o risco de vencimento contratual, pois nos próximos 2 anos mais de 25% da receita está vinculada aos acordos a vencer. A Figura 7 mostra a distribuição da receita por prazo de vencimento contratual.

Ano de Vencimento do Contrato



Figura 7 – Diversificação da receita por prazo contratual.
Fonte: Relatório gerencial.

Por fim, temos o risco de curto histórico, pois o VIUR11 tem pouco mais de 1 ano de negociação em mercado. O horizonte de análise do portfólio e do trabalho da gestão ainda é muito pequeno para uma tomada de decisão mais consciente.



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. Desde junho de 2021, foram distribuídos R\$1,13 por cota em forma de dividendos, já considerando o desdobramento. O *yield* médio mensal foi de 0,89% ao mês. Na Figura 8 temos o histórico de dividendo por cota do fundo.

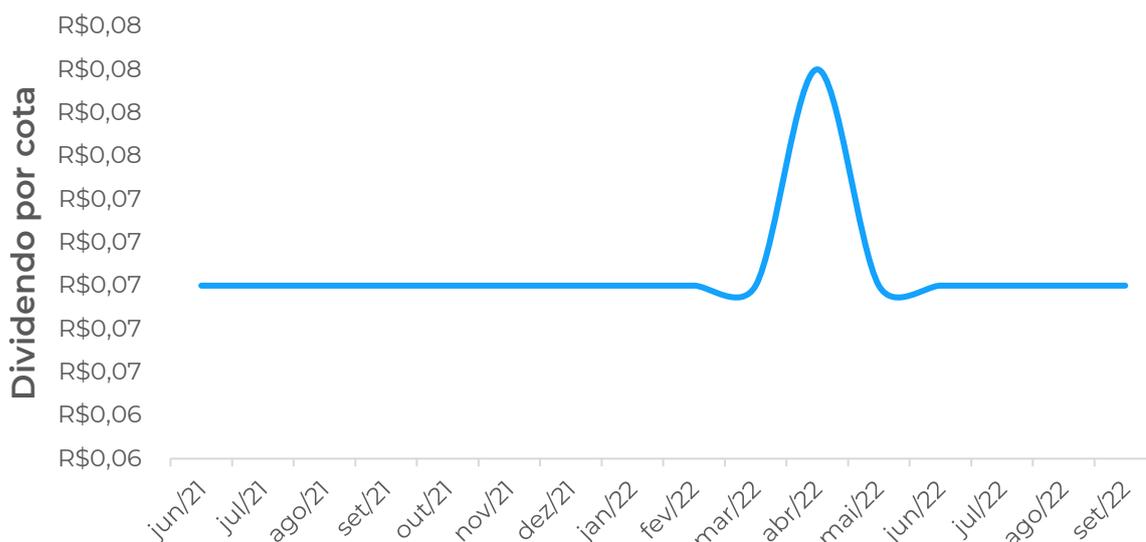


Figura 8 – Histórico de dividendo por cota.
Fonte: Autor.

Como podemos ver, o VIUR11 apresenta uma ótima estabilidade de rendimentos. A Vinci merece elogios pela característica observada acima, além disso a gestora faz questão de divulgar uma estimativa das distribuições futuras, como podemos ver na Figura 9.



Figura 9 – Guidance de rendimentos.
Fonte: Relatório gerencial.

O VIUR11 possui R\$0,10 de resultado acumulado por cota, o que traz uma maior segurança quanto ao cumprimento da estimativa apresentada.

Como mencionado anteriormente, o fundo está distribuindo mais rendimento do que a expectativa calculada em seu IPO. Dois motivos ajudam a explicar essa melhoria de resultado.

O primeiro deles é o desconto de 50% na taxa de gestão nos primeiros 24 meses de operação. Esta economia nos custos fez o fundo ter uma relação histórica de despesas *versus* receitas de 11%, patamar dentro do aceitável.

O segundo motivo foi o uso de alavancagem com securitização de recebíveis na última aquisição. Como sabemos, a alavancagem gera um benefício financeiro no curto prazo, resultando em um aumento dos dividendos. A melhoria dos rendimentos foi ainda maior pelo uso de carência tanto de principal como de juros.

Se por um lado, o uso de carência potencializa a distribuição de rendimentos no curto prazo; por outro lado, existe uma desvalorização patrimonial associada. Esse tipo de acordo faz com que os passivos do fundo aumentem, gerando uma queda do patrimônio líquido. Este efeito pode ser visualizado na Figura 10.

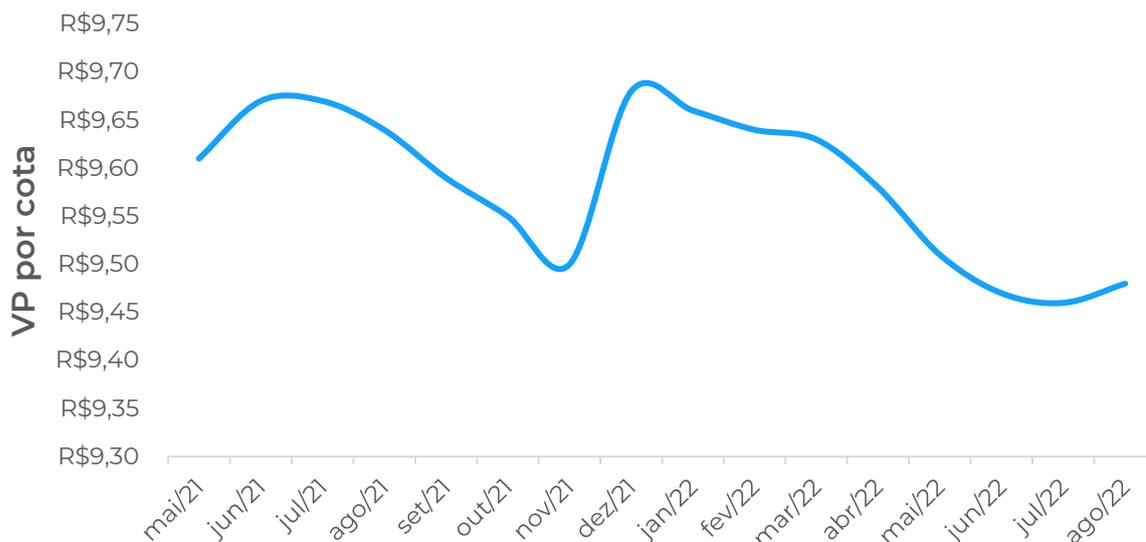


Figura 10 – Histórico de valor patrimonial por cota.
Fonte: Autor.

Mesmo com a reavaliação positiva dos ativos do fundo, o valor patrimonial por cota do VIUR11 apresentou uma desvalorização histórica de 1,5%. Isso é um claro efeito da carência de alavancagem.

Por fim, a Figura 11 traz o histórico de resultado do fundo.

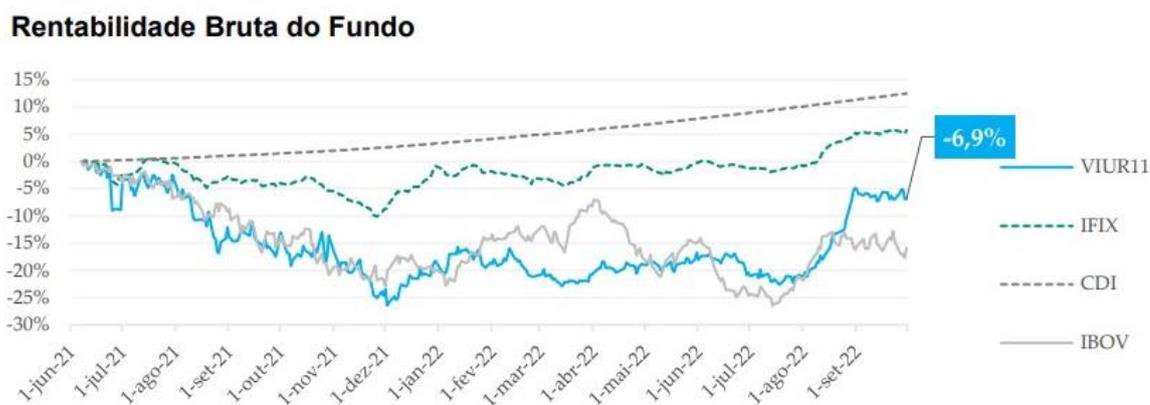


Figura 11 – Retorno histórico.
Fonte: Relatório gerencial.

Antes de comentarmos mais detalhadamente sobre o resultado histórico do fundo, queremos elogiar a atitude da

gestora em divulgar o gráfico acima. Várias gestoras optam por omitir a informação de resultado histórico quando ela não é favorável ao fundo.

Desde sua criação, o VIUR11 apresentou um retorno total de -6,9%, enquanto o CDI apresentou 12,58% e o IPCA 10,88%. Destacamos que o histórico ainda é muito curto para que se possa chegar a uma conclusão definitiva sobre a qualidade do fundo.



...ATUALMENTE

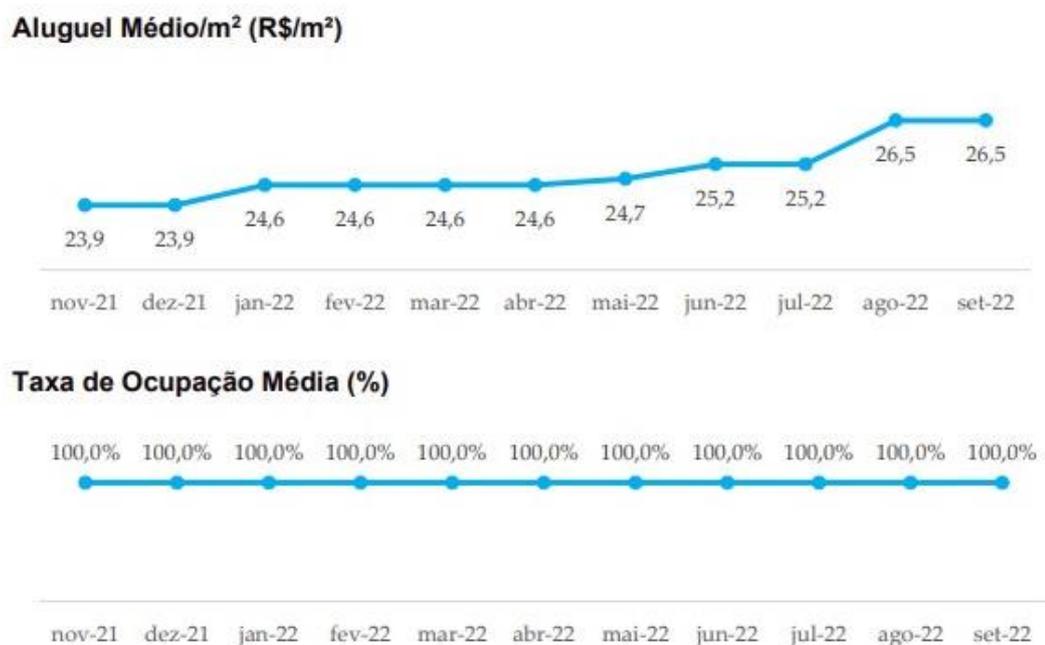
Um ponto que não costumamos trazer para os relatórios do Simpla é a análise de liquidez de um FII. A grande maioria dos ativos até aqui analisados atendem ao volume mínimo de negociação que desejamos em um FII.

O VIUR11 após a contratação de um formador de mercado e a realização do desdobramento, apresentou uma melhoria em seu volume de negociações. Entretanto, em alguns meses é possível encontrar uma média diária inferior a R\$200 mil.

Com base nos dados analisados, entendemos que ainda não é seguro montar grandes posições no fundo pela sua baixa liquidez.

Feita essa observação, achamos interessante destacar algumas informações presentes no relatório do fundo que nos ajudam a conhecer o seu portfólio.

As primeiras informações que vamos destacar podem ser atribuídas a concentração do fundo em contratos atípicos. A Figura 12 mostra tanto a evolução do aluguel médio do portfólio quanto o histórico de vacância.



*Figura 12 – Taxa de ocupação e aluguel médio.
Fonte: Relatório gerencial.*

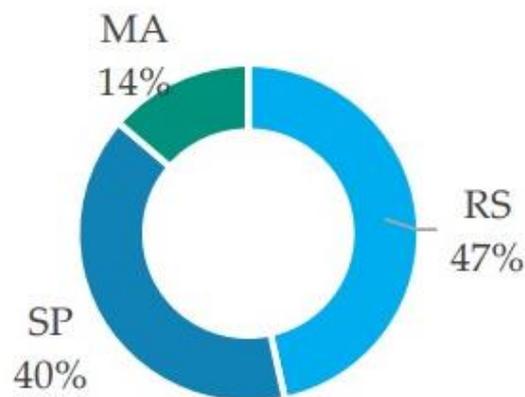
Os contratos atípicos costumam ter prazos mais longo e multas maiores em caso de rompimento. Este tipo de acordo facilita o reajuste da inflação no aluguel, gerando o aumento visualizado acima.

Outro ponto muito interessante que merece destaque é o histórico de inadimplência zerado no fundo.

Com base nesses dados, entendemos que os contratos presentes no VIUR11 apresentam uma boa robustez, defendendo bem os seus cotistas.

Ainda no relatório gerencial do VIUR11, encontramos a diversificação geográfica da receita. A Figura 13 mostra como o resultado do fundo está dividido por estado.

Estado



*Figura 13 – Diversificação geográfica.
Fonte: Relatório gerencial.*

Os fundos de renda urbana possuem um excelente potencial de diversificação geográfica de sua receita, pela amplitude de mercados que eles podem se expor.

O VIUR11 ainda apresenta um portfólio pequeno, de forma a não usufruir deste benefício. Porém, no cenário atual, já vemos a exposição a locais menos “óbvios”, dando indícios do potencial a ser explorado.



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, e 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 20/10/2022 de R\$8,14, no dividendo esperado de R\$0,07 e no cupom do tesouro IPCA+ de 5,79%, temos que o prêmio do fundo é de 4,50%.

A teoria de *valuation* indica que devemos buscar fundos com prêmio superior a 2%. Com base nos dados do VIUR11, vemos que o fundo se encontra com um desconto elevado.

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



OPINIÃO DO ANALISTA

O segmento de renda urbana ainda é pouco expressivo dentro do mercado de FIs, porém vem conquistando vários admiradores confiantes em seu potencial de crescimento.

A principal tese que guia este setor é a exposição a ativos bem localizados e com grande capacidade de mudança de vocação no futuro. O valor agregado do terreno é algo muito importante neste segmento.

O VIUR11 nasceu com a intenção de explorar a tese acima, aliando-a a outros pilares. Os que mais merecem destaque são: exposição aos setores de varejo, varejo alimentício, saúde e educação e busca por ativos em cidades com mais de 250.000 habitantes.

Apesar da estratégia clara e atrativa, a execução tem se mostrado muito mais complexa do que a teoria. Atualmente, o fundo possui 79% de sua receita oriunda do segmento educacional, uma concentração muito desconfortável pelos problemas que esse setor vem enfrentando.

Ao falar de concentração dentro do fundo, é ainda mais grave observar que cerca de 50% da receita está atrelada a um inquilino. Por si só, esse já seria um cenário preocupante, mas

a saúde financeira da Ânima ainda é um agravante desta situação.

Para nós, está claro que o fundo ainda sofre os problemas de ter um patrimônio pequeno e um curto histórico de existência. Mais emissões seriam muito positivas para o aumento do portfólio e, conseqüentemente, melhoria da diversificação.

Entretanto, esse é um cenário ainda distante, pois o fundo costuma ser negociado abaixo de seu valor patrimonial por conta, o que dificulta a realização de uma emissão positiva para os cotistas.

Além do risco de concentração, o fundo faz uso de alavancagem num patamar elevadíssimo de 49% em relação ao seu patrimônio. No curto prazo, não existe preocupação quanto ao cumprimento das obrigações, mas a longo prazo este deve ser um desafio da gestão.

O mercado enxerga todos esses riscos presentes no VIUR11, a ponto de negociá-lo com um prêmio de 4,5%. Valor esse muito superior ao intervalo de 2% a 3% encontrado na teoria de *valuation*, assim como muito superior ao visto em pares como o TRXF11.

Com base em tudo que vimos, entendemos que o VIUR11 está bastante descontado, porém não atende aos critérios de qualidade exigidos numa recomendação de compra.

Dessa forma, nossa recomendação é ficar fora do VIUR11.



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.