



Fundos Imobiliários

Carteira Recomendada

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Abril 2024



Carteira Recomendada de Fundos Imobiliários

Cenário externo

No cenário internacional, o Federal Reserve (Fed) manteve a taxa de juros norte-americana inalterada, no intervalo entre 5,25% e 5,5% ao ano, pela quinta reunião consecutiva, conforme amplamente esperado pelo mercado. Uma vez que não houve grandes alterações nas comunicações dos membros do Fed em comparação à reunião de janeiro, as atenções do mercado se voltaram para as mudanças na projeção do PIB americano (elevada de 1,4% para 2,1%) e na do Core PCE, principal métrica de inflação utilizada para as decisões do comitê, elevada de 2,4% para 2,6%. Apesar das revisões altistas para atividade e para a inflação, o Fed manteve a projeção para a Fed Funds Rate (FFR) em 2024 inalterada, no patamar mediano de 4,6%, indicando que três cortes de 25 bps devem ocorrer ao longo do ano, o que levou o mercado a precificar o início do ciclo de cortes para junho.

Cenário doméstico

No cenário doméstico, o Copom reduziu a taxa Selic em 50 bps na reunião de março, levando os juros para o patamar de 10,75% ao ano. De acordo com a ata, o Copom reconheceu que os dados de mercado de trabalho e inflação serão importantes para definir o ritmo dos cortes e a taxa terminal, com alguns membros inclinados a um ritmo mais lento caso estes indicadores sigam em trajetórias ascendentes. Além disso, a ata também menciona que o comitê segue atento ao ambiente externo, em função da atividade americana aquecida e com uma inflação persistente. Por ora, nosso time de economistas espera cortes de 50 bps ao longo do 1S24 e um corte final de 25 bps em julho, o que levaria a Selic para 9,5% ao ano ao final de 2024.

Performance

Diante desse cenário, nossa carteira recomendada apresentou alta de 0,95% em março, ao passo que o Ifix registrou alta de 1,43% no mesmo período, impactado principalmente pela forte performance dos fundos de perfil *high yield*. No ano, nossa carteira registra alta de 2,83%, ao passo que o Ifix sobe 2,94%.

Alterações na carteira

Estamos realizando as seguintes alterações em nossa carteira recomendada para abril: (i) redução de posição em KNCR11 (1,5%), KNSC11 (1,5%), BTC111 (1,0%) e HGLG11 (1,0%); (ii) aumento de posição em RBRR11 (1,5%); e (iii) inclusão de TRXF11 (3,5%).

BTG Pactual Equity Research

Daniel Marinelli

Banco BTG Pactual

Matheus Oliveira

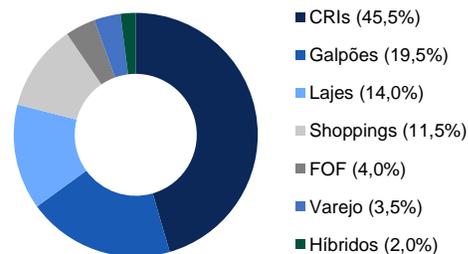
Banco BTG Pactual

Carteira recomendada

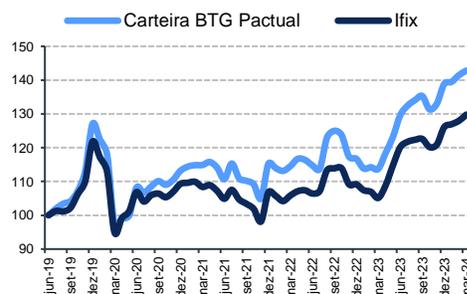
Ticker	Part.	P/VPA	DY ¹
BTC111	9,0%	1,00x	11,0%
KNCR11	5,0%	1,02x	11,0%
CPTS11	8,0%	0,93x	10,7%
KNSC11	5,0%	1,02x	11,7%
KNIP11	10,0%	1,00x	12,8%
CLIN11	3,5%	0,97x	12,3%
RBRR11	5,0%	0,98x	10,7%
VILG11	6,5%	0,82x	7,5%
BRCO11	4,0%	1,02x	8,5%
BTLG11	6,0%	1,07x	8,6%
HGLG11	3,0%	1,07x	7,8%
RBRP11	2,0%	0,73x	7,2%
BRCR11	3,5%	0,58x	8,5%
JSRE11	4,5%	0,67x	7,8%
PVBI11	6,0%	1,01x	7,7%
XPML11	6,5%	1,25x	9,3%
VISC11	5,0%	0,96x	9,8%
HFOF11	4,0%	0,97x	9,7%
TRXF11	3,5%	1,04x	9,7%
Total	100%	0,97x	9,9%

¹Dividend yield anualizado

Alocação setorial



Performance



Índice

Alterações na carteira.....	4
Cenário econômico e desempenho	5
Destaques da carteira recomendada	6
Recebíveis imobiliários (CRIs).....	6
Lajes corporativas	7
Galpões logísticos	7
Híbrido	7
Shopping centers	7
Performance histórica e resultados do mês	8
Carteira recomendada	9
Recomendações	11
BTCI11	11
KNCR11	11
CPTS11.....	11
KNSC11	11
KNIP11.....	11
CLIN11	11
RBRR11	11
HGLG11	12
BTLG11.....	12
VILG11.....	12
BRCO11.....	12
RBRP11	12
HFOF11	12
PVBI11.....	13
BRCR11	13
JSRE11.....	13
XPML11	13
VISC11.....	13
TRXF11.....	13
Gestoras.....	14
Avaliação dos fundos	15
Riscos	15
Glossário.....	16
Informações Importantes.....	17
Disclaimers.....	17

Alterações na carteira

Estamos realizando as seguintes alterações em nossa carteira recomendada para abril: (i) redução de posição em KNCR11 (1,5%), KNSC11 (1,5%), BTC111 (1,0%) e HGLG11 (1,0%); (ii) aumento de posição em RBRR11 (1,5%); e (iii) inclusão de TRXF11 (3,5%).

Neste mês, estamos realizando parte dos ganhos obtidos nos fundos de recebíveis e incluindo o TRX Real Estate FII (TRXF11), fundo criado em outubro de 2019 com o objetivo de adquirir e desenvolver imóveis de perfil de varejo para serem alugados por meio de contratos atípicos de longo prazo. Atualmente, o fundo possui 57 imóveis distribuídos nas regiões Norte, Nordeste, Centro-Oeste e Sudeste. Do ponto de vista dos locatários, o fundo hoje possui maior exposição ao Assaí Atacadista (ASAI3) e ao Pão de Açúcar (PCAR3), duas empresas que lideram o mercado de varejo brasileiro e que têm apresentado melhoras operacionais significativas ao longo dos últimos trimestres, como o aumento de margens e de redução da alavancagem. Ademais, cabe destacar que a tendência é que a exposição a estes inquilinos seja reduzida, uma vez que o fundo está em negociações para a venda de algumas de suas lojas alugadas para o Assaí e realizando a aquisição de alguns imóveis locados à Decathlon.

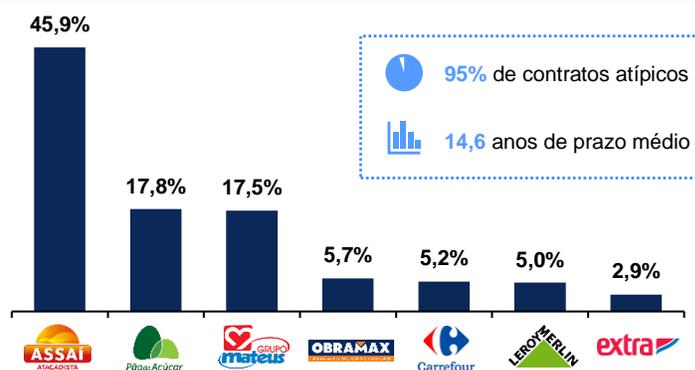
TRXF11 – Localização geográfica dos ativos



São Paulo (31,3%)
Pernambuco (12,1%)
Bahia (11,2%)
Goiás (9,6%)
Rio de Janeiro (7,5%)
Paraíba (5,3%)
Ceará (4,9%)
Outros (18,1%)

Fontes: Relatório Gerencial e BTG Pactual.

TRXF11 – Exposição por inquilino e contratos



Fontes: Relatório Gerencial e BTG Pactual.

Com uma liquidez superior a R\$ 10 milhões por dia, negociando com P/VPA de 1,04x e *dividend yield* anualizado de 9,7% –que pode ser elevado mais à frente por conta dos efeitos da venda do portfólio de imóveis–, entendemos que o fundo apresenta um bom ponto de entrada tanto para a obtenção de renda passiva quanto para a estratégia de ganho de capital, uma vez que vemos espaço para as cotações seguirem uma trajetória ascendente em função da relação risco vs. retorno bastante favorável. Ademais, estamos aumentando novamente nossa exposição em RBRR11, fundo que atualmente negocia com P/VPA de 0,98x e *dividend yield* de 10,7% anualizado, que pode ser elevado mais à frente por conta dos resultados recentes da inflação e pelo fechamento da curva de juros, que impacta positivamente a precificação dos CRIs investidos, possibilitando a geração de ganho de capital ao fundo.

Exposição setorial: Carteira BTG vs. IFIX

Sector	Mês Anterior	Alterações	Mês Atual	Benchmark
-	-	Δ	-	IFIX
Recebível	48,0%	-2,5%	45,5%	38,8%
Galpão Logístico	20,5%	-1,0%	19,5%	18,7%
Laje Corporativa	14,0%	0,0%	14,0%	8,4%
Shopping Center	11,5%	0,0%	11,5%	11,5%
Fundo de Fundos	4,0%	0,0%	4,0%	6,9%
Híbrido	2,0%	0,0%	2,0%	11,1%
Varejo	0,0%	3,5%	3,5%	1,2%
Total	100%	-	100%	-

Fontes: Economatica e BTG Pactual.

Estatísticas históricas: Carteira BTG vs. IFIX

Métricas	Carteira	IFIX
Média anualizada do retorno	8,9%	6,5%
Desvio padrão anualizado	14,4%	12,7%
Mediana anual do retorno	11,6%	6,0%
Assimetria	-0,9	-1,0
Excesso de curtose	6,9	6,9
Máximo	12,4%	10,6%
Mínimo	-17,7%	-15,8%
Máximo drawdown	-23,6%	-22,0%

Fontes: Economatica e BTG Pactual.

Cenário econômico e desempenho

No cenário internacional, o **Federal Reserve (Fed)** manteve a taxa de juros norte-americana inalterada, no intervalo entre 5,25% e 5,5% ao ano pela quinta reunião consecutiva, conforme amplamente esperado pelo mercado. Uma vez que não houve grandes alterações nas comunicações dos membros do Fed em comparação à reunião de janeiro, as atenções do mercado se voltaram às mudanças na projeção do PIB americano (elevada de 1,4% para 2,1%) e na do Core PCE, principal métrica de inflação utilizada para as decisões do comitê, elevada de 2,4% para 2,6%. Apesar das revisões altistas para atividade e para a inflação, o Fed manteve a projeção para a Fed Funds Rate (FFR) em 2024 inalterada, no patamar mediano de 4,6%, indicando que três cortes de 25 bps devem ocorrer ao longo do ano, o que levou o mercado a precificar o início do ciclo de cortes para junho.

No cenário doméstico, o **Copom reduziu a taxa Selic em 50 bps na reunião de março**, levando os juros para o patamar de 10,75% ao ano. De acordo com a ata, o Copom reconheceu que os dados de mercado de trabalho e inflação serão importantes para definir o ritmo dos cortes e a taxa terminal, com alguns membros inclinados a um ritmo mais lento caso estes indicadores sigam em trajetórias ascendentes. Além disso, a ata também menciona que o comitê segue atento ao ambiente externo, em função da atividade americana aquecida e com uma inflação persistente. Por ora, nosso time de economistas espera cortes de 50 bps ao longo do 1S24 e um corte final de 25 bps em julho, o que levaria a Selic para 9,5% ao ano ao final de 2024.

Sobre a inflação, o principal destaque foi a divulgação do IPCA de fevereiro, que registrou alta de 0,83% m/m (acima dos 0,79% m/m projetados e superior ao dado de janeiro, 0,42% m/m). O resultado foi puxado pelos reajustes anuais de educação, pela aceleração do preço dos combustíveis e pela dissipação da deflação observada nos preços da energia elétrica, indicando um núcleo de serviços subjacentes ainda elevado. Já a inflação do mês de março (IPCA-15) também apresentou resultados acima do esperado (0,36% m/m ante a expectativa de 0,30% m/m), com composição menos favorável para serviços. Apesar de os dois indicadores de inflação apresentarem resultados acima do esperado, nosso time de economistas manteve a projeção para o IPCA em 3,9% para 2024 e em 3,5% para 2025.

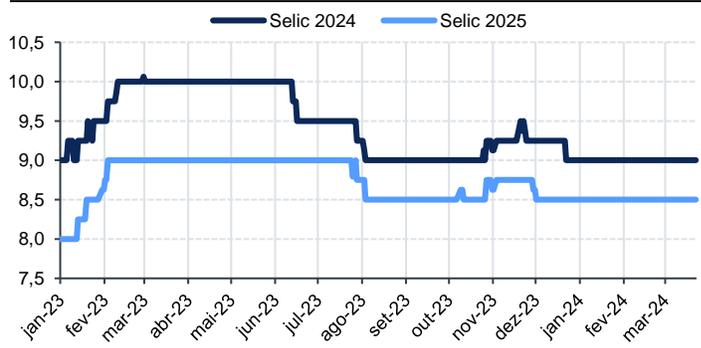
Do ponto de vista de atividade, foi divulgado o resultado do PIB no 4T23, encerrando 2023 com alta de 2,9%, em linha com as projeções de nosso time de economistas. Os destaques positivos foram os segmentos de construção civil, com expressivo crescimento de 4,2% t/t, e serviços, com alta de 0,3% t/t, ao passo que a agropecuária foi o destaque negativo, apresentando queda de 5,3% t/t. Após os resultados de 2023, a projeção para 2024 foi revisada, passando de alta de 1,7% para alta de 2,3%, em virtude de uma projeção de crescimento maior para a indústria de transformação e para o comércio.

BTG Pactual: Projeções Macroeconômicas

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
PIB (%, a/a real)	-3,28%	4,76%	2,90%	2,90%	2,30%	2,20%
Desemprego (%)	14,20%	11,10%	7,90%	7,40%	8,40%	8,50%
IPCA (%, a/a)	4,52%	10,06%	5,79%	4,62%	3,90%	3,50%
Selic (%, a/a)	2,00%	9,25%	13,75%	11,75%	9,50%	8,50%
Dívida Bruta (% do PIB)	86,90%	77,3%	71,7%	74,3%	76,8%	79,5%

Fonte: BTG Pactual.

Boletim Focus: Mediana das projeções da Selic terminal (%)



Fontes: Boletim Focus e BTG Pactual.

Diante desse cenário, nossa carteira recomendada apresentou alta de 0,95% em março, ao passo que o Ifix registrou alta de 1,43% no mesmo período, impactado principalmente pela forte performance dos fundos de perfil *high yield*. No ano, nossa carteira registra alta de 2,83%, ao passo que o Ifix sobe 2,94%.

Performance setorial

Setor	Performance (%)				Liquidez R\$ mil/dia	P/VPA -	Dividend yield LTM (%)
	Mês (MTD)	Ano (YTD)	6M	12M			
-							
Fundo de Fundos	1,7%	3,2%	-0,5%	36,7%	1.219,1	0,96x	12,0%
Ifix	1,4%	2,9%	6,7%	23,3%	2.483,4	0,90x	11,9%
Recebível	1,6%	2,9%	1,7%	15,4%	2.679,6	0,92x	12,8%
Shopping Center	0,9%	2,3%	2,2%	35,4%	7.200,7	1,00x	11,0%
Laje Corporativa	1,0%	1,5%	-3,8%	24,8%	1.291,0	0,72x	9,7%
Galpão Logístico	0,2%	1,4%	-5,2%	25,7%	2.875,5	0,89x	10,8%
Híbrido	0,5%	1,2%	-2,7%	18,1%	2.636,5	0,88x	10,7%
Agronegócio	0,5%	-5,9%	-11,8%	0,3%	1.517,1	0,72x	10,7%

Fontes: Economatica e BTG Pactual.

Maiores altas e baixas do IFIX

10 Maiores Altas			10 Maiores Baixas		
Código	Segmento	Δ	Código	Segmento	Δ
HCTR11	Recebível	21,54%	XPPR11	Lajes Corporativas	-9,94%
HTMX11	Hotel	18,28%	TORD11	Híbrido	-6,22%
DEVA11	Recebível	7,93%	BROF11	Lajes Corporativas	-5,28 %
SARE11	Híbrido	6,38%	BRCR11	Lajes Corporativas	-2,58%
SNFF11	Fundo de Fundos	6,32%	VSLH11	Recebível	-1,87%
AIEC11	Lajes Corporativas	6,28%	JSRE11	Lajes Corporativas	-1,73%
TEPP11	Lajes Corporativas	5,30%	SPXS11	Recebível	-1,35%
VINO11	Lajes Corporativas	5,28%	BCIA11	Fundo de Fundos	-1,28%
RBRR11	Recebível	5,19%	XPML11	Shoppings	-0,89%
HGFF11	Fundo de Fundos	5,00%	GTWR11	Lajes Corporativas	-0,87%

Fontes: Economatica e BTG Pactual.

Destaques da carteira recomendada

Recebíveis imobiliários (CRIs)

Entre os fundos de recebíveis, o **Clave Índice de Preços (CLIN11)** continuou a alocação dos seus recursos em caixa, alcançando 87% de seu patrimônio em 24 operações, sendo a maior parte atrelada ao segmento residencial (54% do portfólio). No mês, a gestão anunciou a aquisição de ~R\$ 16 milhões em três novas operações, sendo R\$ 10 milhões no CRI Arena Atlético MG (CDI + 5,3% a.a.), R\$ 5 milhões no CRI CJ Shops II (IPCA + 7,9% a.a.) e R\$ 1 milhão no CRI aMora (IPCA + 8,8% a.a.).

Quanto ao **Kinea Rendimentos Imobiliários (KNCR11)**, o fundo anunciou a alocação de R\$ 50 milhões no CRI Ed. Rochaverá, com taxa de CDI + 2,6% ao ano. Essa operação está vinculada às torres Ebony e Marble do complexo corporativo de alto padrão Rochaverá, localizado em São Paulo (SP). Em termos de garantia, o CRI conta com cessão fiduciária dos recebíveis de fluxo de aluguéis.

Por fim, o **Kinea Securities (KNSC11)** anunciou a alocação de R\$ 15 milhões no CRI Recebíveis pró-soluto II - Sr, com taxa de IPCA + 8,9% ao ano. Tal operação está fundamentada em uma carteira de créditos pró-soluto cedida por uma incorporadora listada e conta com fundo de reserva como garantia. Assim, ao final de fevereiro, o fundo possuía 105% do PL alocado em CRIs indexados ao CDI e IPCA, com taxas médias a mercado de CDI + 3,6% ao ano e de IPCA + 8,6% ao ano, respectivamente.

Lajes corporativas

Entre as posições de lajes corporativas, o **BTG Pactual Corporate Office Fund (BRCR11)** celebrou a escritura de [venda](#) de 5 ativos por R\$ 755 milhões (R\$ 16,9 mil/m²). A negociação será realizada ao *cap rate* de 8% ao ano e acima do valor de laudo dos ativos (base nov/23). No total, os imóveis somam 44,8 mil m² de ABL (~19% da ABL total) e estão todos localizados em São Paulo, sendo eles: (i) Brazilian Financial Center; (ii) Burity; (iii) Cidade Jardim; (iv) Transatlântico; e (v) Volkswagen. Como resultado, a gestão estima um lucro de R\$ 32,3 milhões, já considerando o uso dos recursos para reduzir a alavancagem do fundo.

Já sobre o **JS Real Estate Multigestão (JSRE11)**, a gestora destacou que segue em tratativas para renovação de cinco contratos de locação que possuem vencimentos próximos. Além disso, o fundo finalizou as obras de reforma do auditório do Ed. Paulista (SP).

Por fim, o **VBI Prime Properties (PVBI11)** destacou a assinatura de um novo contrato de locação no Ed. Vila Olímpia Corporate (SP), visando a ocupação de 756 m². Além disso, o fundo anunciou o encerramento de sua 6ª emissão, com a [captação](#) de R\$ 750 milhões.

Galpões logísticos

Quanto ao segmento de galpões logísticos, o **Bresco Logística (BRCO11)** celebrou um [aditamento](#) ao contrato de locação com o GPA, locatário do imóvel GPA CD04 (SP). Tal aditamento firma a renúncia à rescisão antecipada do contrato de locação do GPA, a prorrogação do período de locação, a revisão do valor do aluguel para R\$ 1,2 milhão (R\$ 35/m²) e a inclusão de uma nova multa em caso de rescisão antecipada. Além disso, o fundo aprovou a realização de sua 5ª emissão de cotas, visando a [captação](#) de R\$ 300 milhões.

Já o **BTG Pactual Logística (BTLG11)** anunciou o encerramento da sua 13ª emissão de cotas, com a [captação](#) de R\$ 1,5 bilhão. Assim, a gestão dará sequência nas negociações para aquisição dos ativos alvo descritos em seu *pipeline*.

Sobre o **CSHG Logística (HGLG11)**, o fundo destacou que está em tratativas para a locação de quatro módulos (19,0 mil m²) no HGLG Betim (MG). Do lado das devoluções, houve a saída da Bosch (5,2 mil m²) e da Shopee (5,6 mil m²) no HGLG Itupeva (SP) e HGLG Ribeirão Preto (SP), respectivamente.

Por fim, o **Vinci Logística (VILG11)** firmou três novos contratos de locação, sendo dois no ativo Caxias Park (RJ) e um no Porto Canoa Log (ES), abrangendo uma área de 9,6 mil m². Além disso, a gestão destacou que há negociações em andamento para ocupar as áreas vagas no fundo, em específico, nos ativos Castelo 57 Business Park (SP), Porto Canoa Log e Parque Logístico Pernambuco (PE).

Híbrido

Sobre o **RBR Properties (RBRP11)**, este celebrou a venda de alguns imóveis, totalizando R\$ 75 milhões. Destes, R\$ 62 milhões correspondem ao [Ed. Amauri](#) (SP), R\$ 6,6 milhões ao [Ed. Mykonos](#) (SP) e R\$ 6,4 milhões ao [Ed. Pravda](#) (SP). Como resultado das transações, a gestão estima um ganho de capital de R\$ 2,45 por cota. Já em termos comerciais, o fundo celebrou um contrato de [locação](#) de 1,4 mil m² no Ed. River One (SP). Tal locação representa 7,3% do imóvel, que atingirá 48% de ocupação, reduzindo a vacância física do fundo para 27%. Após o término do período de carência do contrato, a gestão estima um impacto positivo de R\$ 0,02 por cota nos resultados do fundo.

Shopping centers

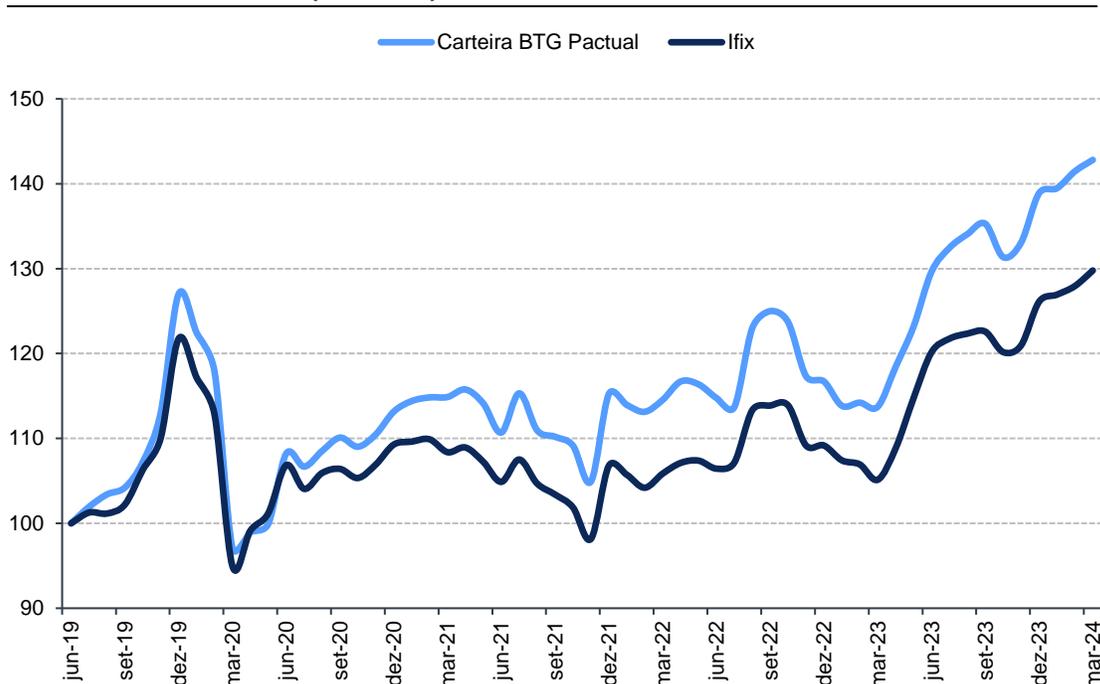
Quanto ao segmento de shopping centers, o **XP Malls (XPML11)** concluiu a [aquisição](#) de 40% do Uberlândia Shopping (MG) por R\$ 150 milhões. Com a aquisição, a gestão estima um impacto positivo nos próximos 12 meses de R\$ 0,37 por cota no resultado do fundo. Além disso, o fundo aprovou a realização de sua 11ª emissão de cotas, visando a [captação](#) de R\$ 1,6 bilhão.

Já o **Vinci Shopping Centers (VISC11)** destacou a [aquisição](#) adicional de 5% do Plaza Sul Shopping (SP) por R\$ 30 milhões. Considerando as projeções do shopping, a gestão estima um *cap rate* de 8,5% para os próximos 12 meses.

Performance histórica e resultados do mês

Fundo	Peso	Retorno
Código	(%)	(%)
KNIP11	10,0%	1,40%
KNCR11	6,5%	0,16%
BTCI11	10,0%	1,50%
CPTS11	8,0%	1,39%
KNSC11	6,5%	1,98%
CLIN11	3,5%	1,28%
RBR11	3,5%	5,19%
VILG11	6,5%	1,82%
BRCO11	4,0%	0,52%
BTLG11	6,0%	3,07%
HGLG11	4,0%	0,07%
RBRP11	2,0%	-0,70%
BRCR11	3,5%	-2,58%
JSRE11	4,5%	-1,73%
PVBI11	6,0%	-0,75%
XPML11	6,5%	-0,88%
VISC11	5,0%	2,23%
HFOF11	4,0%	0,83%
Total	100%	0,95%

Performance histórica (base 100)



	Janeiro	Fevereiro	Março	Abril	Mai	Junho	Julho	Agosto	Setembro	Outubro	Novembro	Dezembro	No ano	Desde o início
2024														
BTG	0,42%	1,43%	0,95%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,83%	42,81%
IFIX	0,67%	0,79%	1,43%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,92%	29,78%
2023														
BTG	-2,46%	0,32%	-0,42%	4,13%	4,00%	5,25%	2,17%	1,22%	0,92%	-2,91%	1,30%	4,37%	18,99%	38,88%
IFIX	-1,60%	-0,45%	-1,69%	3,52%	5,43%	4,71%	1,33%	0,49%	0,20%	-1,97%	0,66%	4,25%	15,51%	26,10%
2022														
BTG	-1,11%	-0,71%	1,23%	1,89%	-0,27%	-1,38%	-0,94%	8,17%	1,64%	-1,03%	-5,15%	-0,53%	1,30%	16,72%
IFIX	-0,99%	-1,45%	1,59%	1,19%	0,29%	-0,88%	0,66%	5,76%	0,49%	0,02%	-4,15%	0,00%	2,23%	9,17%
2021														
BTG	1,10%	0,38%	0,04%	0,77%	-1,43%	-3,00%	4,18%	-3,78%	-0,69%	-0,95%	-3,88%	9,83%	1,83%	15,23%
IFIX	0,32%	0,25%	-1,38%	0,51%	-1,56%	-2,19%	2,51%	-2,63%	-1,24%	-1,47%	-3,64%	8,78%	-2,28%	6,79%
2020														
BTG	-3,58%	-3,73%	-17,69%	1,97%	0,99%	8,29%	-1,42%	1,72%	1,46%	-0,98%	1,34%	2,42%	-10,91%	13,16%
IFIX	-3,76%	-3,69%	-15,85%	4,39%	2,08%	5,59%	-2,61%	1,79%	0,46%	-1,01%	1,51%	2,19%	-10,25%	9,28%
2019														
BTG	-	-	-	-	-	-	1,94%	1,44%	0,78%	2,89%	5,41%	12,37%	27,01%	27,01%
IFIX	-	-	-	-	-	-	1,27%	-0,11%	1,04%	4,01%	3,52%	10,63%	21,75%	21,75%

Fontes: Economatica e BTG Pactual. Data-base: 28 de março de 2024.

Carteira recomendada

Dividend yield anualizado

9,9%

Dividend yield LTM

9,2%

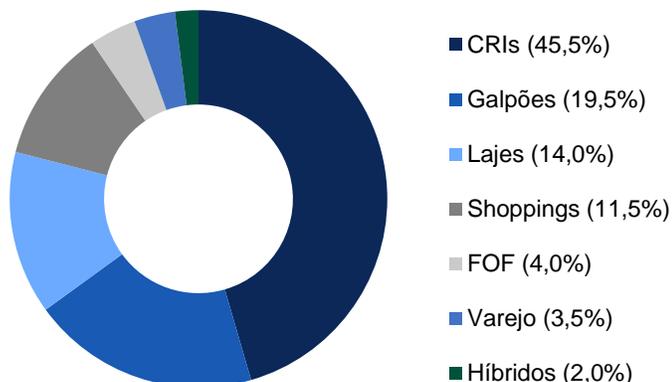
Volume diário médio

R\$ 6,5 MM

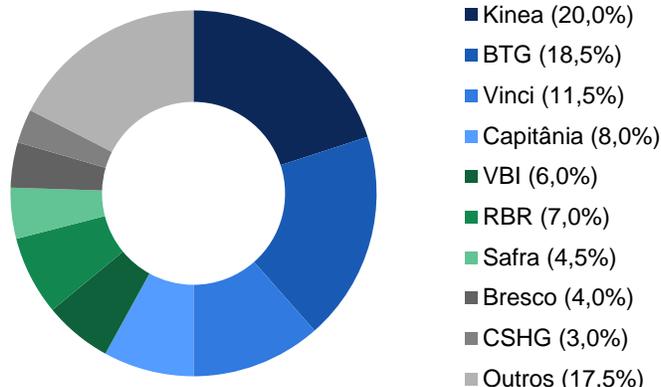
Volatilidade anualizada

14,4%

Exposição por segmento



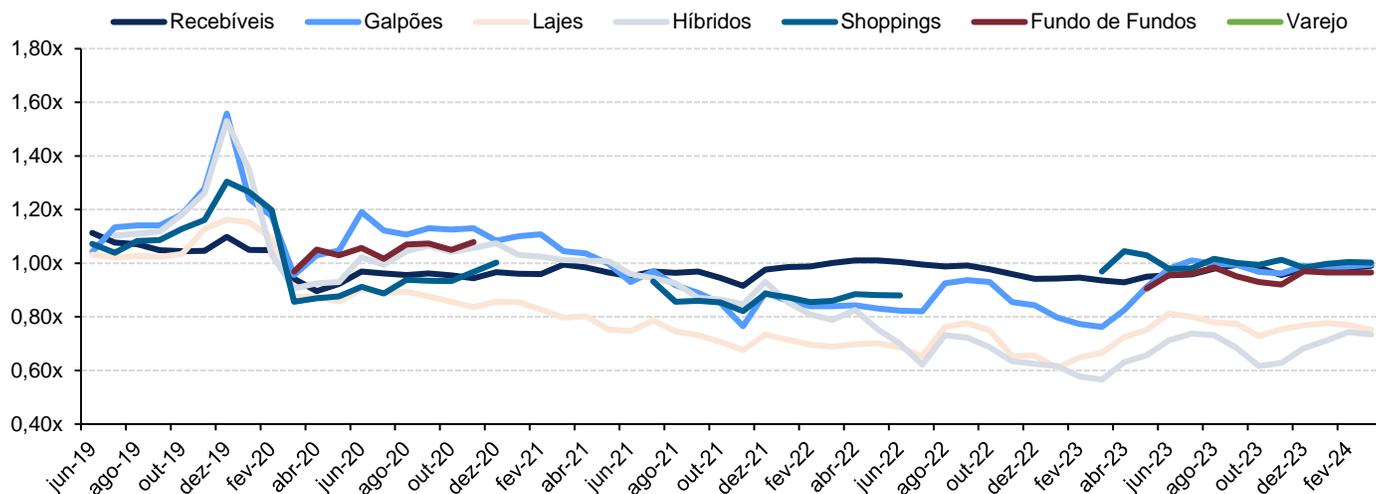
Exposição por gestora



Fundo	Peso	Características		Preço	P/VPA	Liquidez	Dividend Yield		Performance	
Código	(%)	Gestora	Segmento	-	-	R\$ milhares	Anualizado	LTM	1M (%)	12M (%)
BTIC11	9,0%	BTG Pactual	Recebíveis	10,2	1,00x	2.557	11,0%	11,7%	1,5%	26,6%
KNCR11	5,0%	Kinea	Recebíveis	103,4	1,02x	10.235	11,0%	12,8%	0,2%	20,6%
CPTS11	8,0%	Capitânia	Recebíveis	8,6	0,93x	7.246	10,7%	10,3%	1,4%	26,2%
KNSC11	5,0%	Kinea	Recebíveis	9,3	1,02x	3.285	11,7%	10,7%	2,0%	20,7%
KNIP11	10,0%	Kinea	Recebíveis	98,1	1,00x	10.027	12,8%	9,6%	1,4%	19,1%
CLIN11	3,5%	Clave	Recebíveis	97,5	0,97x	1.306	12,3%	-	1,3%	-
RBRR11	5,0%	RBR Asset	Recebíveis	93,8	0,98x	3.258	10,7%	10,0%	5,2%	21,9%
VILG11	6,5%	Vinci	Galpões Logísticos	93,1	0,82x	2.524	7,5%	8,5%	1,8%	16,3%
BRCO11	4,0%	Bresco	Galpões Logísticos	122,6	1,02x	3.017	8,5%	8,7%	0,5%	46,4%
BTLG11	6,0%	BTG Pactual	Galpões Logísticos	106,1	1,07x	14.449	8,6%	8,6%	3,1%	26,1%
HGLG11	3,0%	CSHG	Galpões Logísticos	169,0	1,07x	7.708	7,8%	8,0%	0,1%	16,4%
RBRP11	2,0%	RBR Asset	Híbrido	58,7	0,73x	1.353	7,2%	5,7%	-0,7%	40,9%
BRCR11	3,5%	BTG Pactual	Lajes Corporativas	57,8	0,58x	1.779	8,5%	8,9%	-2,6%	19,4%
JSRE11	4,5%	Safra	Lajes Corporativas	73,7	0,67x	2.204	7,8%	7,5%	-1,7%	29,5%
PVBI11	6,0%	VBI	Lajes Corporativas	101,6	1,01x	5.701	7,7%	7,9%	-0,8%	26,6%
XPML11	6,5%	XP Asset	Shoppings	116,2	1,25x	12.755	9,3%	8,8%	-0,9%	35,0%
VISC11	5,0%	Vinci	Shoppings	122,6	0,96x	12.665	9,8%	9,0%	2,2%	33,6%
HFOF11	4,0%	Hedge	Fundo de Fundos	77,9	0,97x	1.781	9,7%	9,7%	0,8%	31,6%
TRXF11	3,5%	TRX	Varejo	111,9	1,04x	10.807	9,7%	10,2%	-0,8%	22,8%
Total	100%			-	0,97x	6.522	9,9%	9,2%		

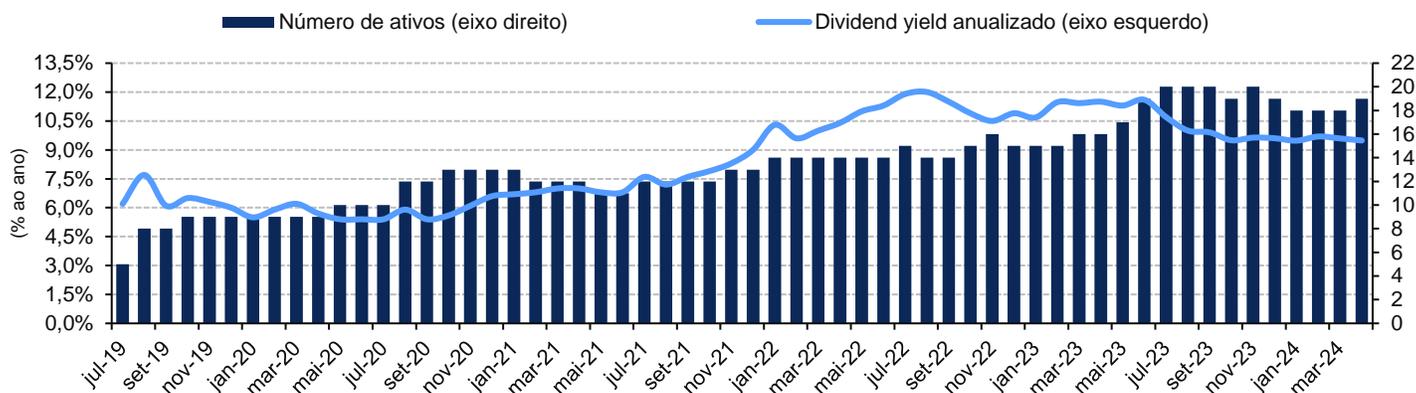
 Fontes: Economatica e BTG Pactual. Data-base: 28 de março de 2024. Glossário pode ser acessado [aqui](#).

Carteira Recomendada – Histórico de P/VPA dos ativos (desde o início)



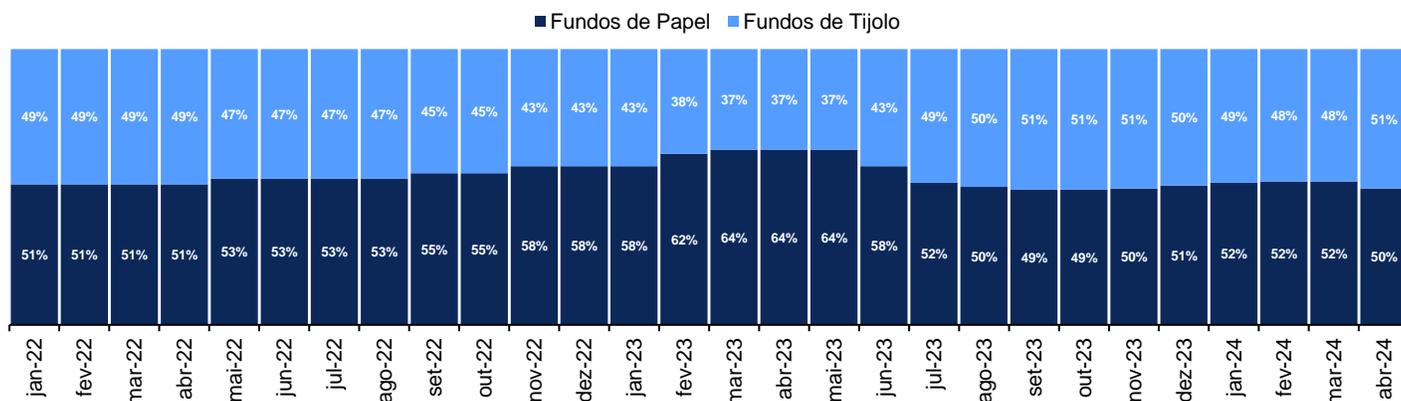
Fonte: BTG Pactual.

Carteira Recomendada – Histórico de *dividend yield* anualizado e número de ativos (desde o início)



Fonte: BTG Pactual.

Carteira Recomendada – Histórico de alocação entre tipos de FII's (desde jan/22)



Fonte: BTG Pactual. *Papel considera exposição em FII's de recebíveis e FOFs.

Recomendações

Recebíveis imobiliários (CRIs)

Fundo	Tese de alocação	Análises
BTCI11	Nossa recomendação para o BTCI11 está pautada nos seguintes pilares: (i) carteira de crédito pulverizada e atrelada a devedores de primeira linha (<i>high grade</i>); (ii) excelente equipe de gestão; (iii) estrutura de garantias robustas; (iv) possibilidade de ganhos adicionais através do giro de suas posições no mercado secundário; e (v) estratégia de alocação híbrida, visando investir em CRIs indexados à inflação e ao CDI.	Site
KNCR11	Nossa recomendação para o KNCR11 se baseia nos seguintes pilares: (i) grande representatividade no segmento de recebíveis; (ii) excelente liquidez, sendo um dos mais negociados de toda a indústria; (iii) carteira de crédito formada com o viés de carregos, ou seja, pela aquisição de ativos que devem ser levados até seu vencimento; (iv) capacidade de estruturação própria da gestora, permitindo a negociação de garantias adicionais e taxas mais atrativas; e (v) alocação em ao menos 50% de todas as operações da carteira, permitindo ao fundo aprovar qualquer tema relevante aos créditos em assembleia de devedores.	Site
CPTS11	Nossa recomendação para o CPTS11 está pautada nos seguintes pilares: (i) carteira de crédito pulverizada; (ii) gestão ativa, com grande capacidade de geração de ganhos adicionais via ganho de capital; (iii) garantias robustas; (iv) devedores com bom risco de crédito; e (v) exposição a FIIs, o que mitiga o risco de queda de distribuição diante de um movimento de queda dos juros e da inflação.	Site
KNSC11	Nossa recomendação para o KNSC11 se baseia nos seguintes pilares: (i) excelente liquidez, já que o fundo é um dos mais negociados do segmento de recebíveis; (ii) carteira de crédito formada com o viés de carregos, ou seja, aquisição de ativos que devem ser levados até seu vencimento; (iii) capacidade de estruturação própria da gestora, permitindo a negociação de garantias adicionais e taxas mais atrativas; e (iv) alocação em ao menos 50% de todas as operações da carteira, permitindo ao fundo aprovar qualquer tema relevante aos créditos em assembleia de devedores.	Site
KNIP11	Nossa recomendação para o KNIP11 se baseia nos seguintes pilares: (i) grande representatividade no segmento de recebíveis (considerando que o fundo possui mais de R\$ 7,0 bilhões de patrimônio investido); (ii) excelente liquidez; (iii) carteira de ativos diversificada; (iv) capacidade de estruturação e originação própria da gestora; (v) estrutura sólida de garantias; (vi) devedores com bom risco de crédito; e (vii) carregos das operações atrativo.	Site
CLIN11	Nossa recomendação para o CLIN11 se baseia nos seguintes fatores: (i) excelente equipe de gestão, com ampla experiência no setor imobiliário; (ii) estrutura de garantias robustas, majoritariamente localizadas no estado de São Paulo; (iii) possibilidade de ganhos adicionais através do giro de suas posições no mercado secundário (leia-se marcação a mercado); e (iv) devedores com bom risco de crédito.	Site
RBRR11	Sobre nossa recomendação para o RBRR11, ela está associada aos seguintes fatores: (i) carteira de ativos diversificada; (ii) garantias robustas e localizadas em regiões premium; (iii) time de gestão de ponta, com experiência no setor imobiliário; (iv) alocação segregada em diferentes estratégias; e (v) boa liquidez.	Site

Galpões logísticos

Fundo	Tese de alocação	Análises
HGLG11	Nossa sugestão de compra para o HGLG11 é baseada nos seguintes pilares: (i) maior fundo do segmento de galpões logísticos; (ii) exposição ao estado de São Paulo em regiões próximas à capital; (iii) carteira diversificada de locatários e com alta qualidade creditícia; (iv) imóveis de alto padrão construtivo; (v) possibilidade de ganhos adicionais através da alienação de ativos; (vi) criação de valor no longo prazo através de reformas e expansões dos ativos; e (vii) grande liquidez no mercado secundário.	Site
BTLG11	Nossa sugestão de compra para o BTLG11 segue os seguintes fundamentos: (i) grande exposição ao estado de São Paulo, em regiões próximas à capital; (ii) carteira de locatários diversificada em seus setores de atuação e com alta qualidade creditícia; (iii) geração de valor no longo prazo através de reformas e expansões de seus ativos; (iv) contratos de longo prazo com seus inquilinos; (v) imóveis de alto padrão; e (vi) ótima liquidez no mercado secundário.	Site
VILG11	A nossa sugestão para o VILG11 é pautada pelos seguintes fatores: (i) portfólio diversificado em diversas regiões do país, com maior exposição ao distrito de Extrema (MG); (ii) carteira de locatários pulverizada, mas com grande exposição ao segmento de e-commerce; (iii) exposição a contratos típicos que, associados à maior demanda por galpões, podem auxiliar na elevação dos aluguéis do fundo no médio prazo; e (iv) excelente liquidez no mercado secundário.	Site
BRCO11	Nossa sugestão de compra para o BRCO11 é baseada nos seguintes pilares: (i) grande exposição ao estado de São Paulo, especialmente em regiões próximas à capital; (ii) exposição a contratos atípicos, que trazem previsibilidade à parte das receitas do fundo; (iii) imóveis de altíssimo padrão; (iv) possibilidade de geração de valor no longo prazo através de reformas e expansões em seus ativos; e (v) boa liquidez no mercado secundário.	Site

Híbridos

Fundo	Tese de alocação	Análises
RBRP11	A recomendação para o RBRP11 segue os seguintes pilares: (i) carteira diversificada em escritórios e galpões; (ii) possibilidade de ganhos adicionais através da venda de imóveis; (iii) time de gestão com larga experiência no setor imobiliário; (iv) flexibilidade para investir conforme o surgimento de oportunidades; e (v) boa liquidez no mercado secundário.	Site

Fundo de fundos (FOFs)

Fundo	Tese de alocação	Análises
HFOF11	Nossa sugestão de compra para o HFOF11 segue os seguintes pilares: (i) carteira diversificada em vários segmentos do mercado de FIIs; (ii) potencial de valorização graças ao duplo desconto que o fundo negocia; (iii) possibilidade de ganhos adicionais através da alienação de cotas; (iv) alta liquidez no mercado secundário; e (v) exposição a estratégias e ativos exclusivos.	Site

Lajes corporativas

Fundo	Tese de alocação	Análises
PVBI11	Nossa recomendação para o VBI Prime Properties está pautada nos seguintes fundamentos: (i) um dos melhores portfólios de imóveis do mercado de FIIs; (ii) ativos localizados em regiões resilientes e com alta demanda; (iii) locatários de excelente qualidade creditícia; (iv) possibilidade de ganhos adicionais através da alienação de ativos; e (v) alta liquidez.	Site
BRCR11	Nossa recomendação para o BRCR11 está pautada nos seguintes fundamentos: (i) maior fundo de lajes corporativas da indústria, com mais de R\$ 2 bilhões de patrimônio líquido; (ii) carteira diversificada em vários ativos; (iii) cenário de médio prazo positivo para a recuperação do segmento de lajes corporativas; e (iv) ótima liquidez.	Site
JSRE11	Nossa sugestão de compra para o JSRE11 segue os seguintes pilares: (i) portfólio com imóveis localizados em regiões estratégicas; (ii) locatários de primeira linha; (iii) cenário de médio prazo positivo para a recuperação do segmento de lajes corporativas; (v) boa liquidez no mercado secundário; e (vi) elevado desconto em relação ao seu valor patrimonial.	Site

Shopping centers

Fundo	Tese de alocação	Análises
XPML11	Nossa sugestão de compra para o XPML11 segue os seguintes pilares: (i) portfólio com imóveis localizados em regiões maduras e resilientes; (ii) exposição ao segmento de shopping center; (iii) carteira diversificada de ativos; (iv) possibilidade de ganhos adicionais através da alienação de imóveis; (v) alta liquidez no mercado secundário; e (vi) performance operacional dos shoppings superior aos níveis pré-pandemia.	Site
VISC11	Nossa recomendação de compra para o VISC11 baseia-se nos seguintes pilares: (i) portfólio de shoppings maduros; (ii) cenário de longo prazo positivo para o segmento de shopping centers; (iii) carteira diversificada de imóveis; (iv) possibilidade de ganhos adicionais através da alienação de ativos; (v) exposição a diversas regiões do país; (vi) suporte de uma ampla rede de administradores; (vii) excelente liquidez no mercado secundário; e (viii) gestão altamente qualificada.	Site

Varejo

Fundo	Tese de alocação	Análises
TRXF11	Nossa sugestão de compra para o TRXF11 está pautada nos seguintes fundamentos: (i) portfólio diversificado, com imóveis localizados em regiões maduras e resilientes; (ii) exposição ao segmento de varejo, tendo como contraparte algumas das principais empresas do setor; (iii) exposição a contratos atípicos; (iv) possibilidade de ganhos adicionais por meio da venda de imóveis; (v) alta liquidez no mercado secundário.	Site

Gestoras



A BTG Gestora de Recursos é o braço de gestão de ativos imobiliários do Banco BTG Pactual. Possui exposição a ativos imobiliários superior a R\$ 10 bilhões, sendo responsável pela gestão de fundos renomados como o BC Fund (BRCR11) e o BTG Pactual FoF (BCFF11).



A Bresco é a maior desenvolvedora e gestora brasileira de empreendimentos logísticos de alto padrão e oferece soluções flexíveis e sustentáveis para empresas e investidores que buscam eficiência e valorizam relações de longo prazo.



A Capitânia é uma gestora de recursos independente, fundada em 2003, que gere mais de R\$ 7 bilhões em ativos distribuídos entre diversas estratégias, como previdência aberta, renda fixa, multimercados e fundos imobiliários.



Fundada em 2021, a Clave ganhou grande notoriedade por sua atuação na gestão de fundos multimercados, crédito e renda variável. Atualmente, a gestora é responsável pela gestão de mais de R\$ 8 bilhões, distribuídos entre as estratégias de multimercado macro, ações, crédito privado, sistemática e imobiliário.



Fundada por sócios egressos do CSHG, a Hedge Investments foi responsável pela estruturação de diversos fundos imobiliários nos segmentos de varejo, lajes corporativas, logístico, recebíveis e fundos de fundos. Atualmente, a Hedge possui mais de R\$ 7 bilhões de ativos sob gestão.



A Kinea foi constituída em 2007 pelo Itaú Unibanco e por executivos da gestora visando ser um veículo de investimentos alternativos (Hedge Funds, Private Equity, Fundos de Investimento Imobiliário).



A RBR Asset Management conta com profissionais com larga experiência no setor imobiliário e adota um processo de análise das alocações rigoroso e diligente. Os sócios possuem participação nos fundos da gestora, o que alinha os interesses do fundo com os dos cotistas.



A Safra Asset Management é a empresa do grupo J. Safra responsável pela gestão de recursos próprios e de terceiros nos mercados de renda fixa, renda variável e de multimercados. Atualmente, conta com mais de R\$ 95 bilhões de ativos sob gestão.



Fundada em 2007, a TRX Investimentos é uma gestora de recursos focada no mercado imobiliário e especializada na aquisição, gestão e desenvolvimento de empreendimentos imobiliários no Brasil e nos Estados Unidos.



Fundada em 2009, a Vinci Partners é uma gestora de investimentos alternativos que atua nos segmentos de Private Equity, Real Estate, Infraestrutura, Crédito, Multimercados, Ações, Investments Solutions e Assessoria.



Fundada em 2006, a VBI Real Estate é uma gestora com foco no mercado imobiliário brasileiro. Desde sua fundação, fez mais de 90 investimentos nos segmentos residenciais, shoppings centers, logístico, escritórios e de crédito imobiliário, possuindo mais de R\$ 5 bilhões de ativos sob gestão.



A XP Vista Asset Management é uma empresa do Grupo XP adquirida em 2018 e parte integrante da XP Asset Management. Atualmente, é responsável por gerir mais de R\$ 31 bilhões de ativos, divididos em diversas estratégias.

Avaliação dos fundos

Realizamos a escolha dos fundos que compõem a carteira recomendada após profundo processo de análise e avaliação de qualidade dos ativos. Buscamos equilibrar nosso portfólio com fundos que possuam estratégias complementares, proporcionando, além da diversificação setorial (e.g., recebíveis, lajes corporativas, galpões logísticos e shopping centers), exposição a diferentes regiões do país. Iniciamos nosso processo de escolha a partir de análise setorial macroeconômica, com a avaliação do portfólio do fundo em termos de: (i) qualidade e localização dos ativos; (ii) microeconomia da região; (iii) perfil dos locatários/devedores; e (iv) análise dos contratos e garantias.

Após a análise inicial, realizamos o *valuation* do fundo com o objetivo de entender se ele está precificado corretamente ou se há algum deságio em relação ao seu valor intrínseco calculado a partir do nosso modelo financeiro. Em seguida, realizamos a análise comparativa, avaliando a performance e os múltiplos do fundo em relação a ativos semelhantes e ao seu segmento (e.g., TIR, *FFO yield*, *dividend yield*, P/VPA, preço (R\$/m²), vacância e liquidez).

Depois da precificação e da análise relativa ao mercado, focamos em entender a estratégia e a visão da gestão, uma vez que é ela que coordena o fundo no dia a dia. Conversamos diretamente com os gestores com o objetivo de conhecer quais são os desafios e o que tem sido feito para solucioná-los no médio e longo prazo. Além disso, entendemos que a pulverização entre diferentes gestoras é fundamental para uma carteira diversificada.

Em seguida, buscamos avaliar a relação risco vs. retorno do ativo. Esse balanço é importante, pois nos permite entender quais fundos serão usados para diferentes estratégias dentro da carteira, como posição mais defensiva de preservação do capital, obtenção de renda ou ganho de capital. Por fim, definimos a participação que o ativo terá no portfólio, a nossa preferência recaindo em ativos que possuam qualidade, geridos por um time especializado, com visão de longo prazo e interesses alinhados com os dos cotistas.

Riscos

Risco de Mercado: Conhecido também por “Risco Sistemático”, refere-se ao risco de perdas por fatores que afetam o desempenho geral dos mercados, como impactos macroeconômicos (recessões, taxas de juros, câmbio e inflação), instabilidade política, mudanças de política internacional, reformas estruturais, desastres naturais, entre outros.

Risco de Liquidez: Por mais que os fundos imobiliários sejam muito mais líquidos que os imóveis físicos, existem fundos com maior e menor liquidez (volume financeiro negociado por dia). Nesse sentido, um fundo que possui menor liquidez também possui maior sensibilidade de preço nas operações de compra e venda, ou seja, o preço da cota pode estar sujeito a maior oscilação no mercado secundário.

Risco de Vacância: Os fundos imobiliários são constituídos por uma carteira de imóveis e, dentro desses imóveis, existem inquilinos que realizam os pagamentos de aluguéis. Caso um inquilino desocupe o espaço locado (aumento da vacância física), o fundo irá perder receita imobiliária, pois não haverá mais pagamento de aluguel, além de incorrer em despesas de IPTU e condomínio referentes à saída desse locatário. Nesse sentido, há queda da receita e aumento da despesa, resultando em diminuição do rendimento.

Risco de Crédito: O risco de crédito é a possibilidade de perda referente ao não cumprimento das obrigações contratuais de aluguel ou do pagamento do fluxo de recebível (CRI). Caso um locatário esteja passando por situação financeira de estresse e não consiga honrar os pagamentos de aluguel, o fundo irá incorrer em inadimplência, impactando a receita imobiliária e, conseqüentemente, a distribuição de rendimentos para os cotistas.

Risco de Pré-Pagamento: O risco de pré-pagamento ocorre quando as empresas recomparam suas dívidas e tomam novas com taxas mais baratas. No caso dos fundos imobiliários, é quando o devedor do CRI resolve quitar sua dívida antes do vencimento do papel, interrompendo o pagamento de juros incorridos e, conseqüentemente, a rentabilidade do fundo que é o tomador dessa dívida. Para mitigar esse potencial risco, os tomadores impõem multas de pré-pagamento.

Glossário

ABL: Área Bruta Locável.

Benchmark: Índice de referência.

Built-to-Suit (BTS): Operação em que um imóvel é construído sob medida para o futuro locatário.

Cap rate: Taxa de capitalização.

CCV: Contrato de Compra e Venda.

Código: Código de negociação do FII na Bolsa.

Data ex: Data em que as cotas se tornam ex-dividendos.

Dividend yield: Rendimento anual de um FII, calculado pela divisão dos proventos pelo preço de mercado por cota.

Dividend yield (Forward): Rendimento anual de um FII para os próximos 12 meses.

Duration: Prazo médio ponderado de recebimento dos fluxos de caixa dos papéis.

Ebitda: Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização.

Follow-On: Oferta pública subsequente ao IPO.

FFO (Funds From Operation): Geração de caixa de um Fundo Imobiliário.

High Grade: Ativos de renda fixa atrelados a devedores com bom risco de crédito, ou seja, de baixo risco.

High Yield: Ativos de renda fixa atrelados a devedores com risco elevado, consequentemente com maior remuneração.

ICVM 400: Emissões de cotas com captação aberta para investidores em geral.

ICVM 476: Emissões de cotas restritas aos atuais cotistas do fundo e a investidores profissionais.

IFIX: Índice dos Fundos de Investimento Imobiliário.

IPO: Oferta pública inicial.

Leasing spread: Reajuste real no contrato de aluguel.

Liquidez: Capacidade e rapidez com que um ativo é convertido em dinheiro.

LTM: Últimos doze meses.

Loan to Value (LTV): Índice de avaliação de risco, calculado pela dívida sobre o valor do ativo.

NOI: Lucro operacional líquido.

Pipeline: Conjunto de bens ou ativos que o fundo pretende adquirir.

PL: Patrimônio Líquido do fundo.

Proventos: Rendimentos dos Fundos Imobiliários.

RMG: Renda Mínima Garantida pelo vendedor do ativo.

Sale-Leaseback (SLB): Operação em que um imóvel é simultaneamente vendido e locado de volta ao ex-proprietário.

Taxa de administração: Remuneração dos administradores.

Taxa de gestão: Remuneração dos gestores.

TIR: Taxa Interna de Retorno.

Vacância: Parcela vaga de um imóvel.

P (Valor de Mercado): Valor do fundo negociado no mercado secundário.

P/VPA: Desconto ou prêmio de negociação entre o valor de mercado e o patrimônio líquido.

VPA (Patrimônio Líquido): Valor do fundo segundo análise feita por uma empresa terceira.

Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas, entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTG Pactual.

- Os preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- As rentabilidades passadas não oferecem garantia de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital, incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

Disclaimers

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. Os números contidos nos gráficos de performance referem-se ao passado; performance passada não é indicador de performance futura.

Certificação

Cada analista é responsável integral ou parcialmente pelo conteúdo deste relatório de pesquisa e certifica que:

(i) todas as opiniões expressas refletem precisamente sua visão pessoal sobre os ativos ou títulos citados no relatório, sendo qualquer recomendação preparada de maneira independente, inclusive, em relação ao Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas;

(ii) nenhuma parcela de sua remuneração foi, é ou será relacionada a recomendações específicas ou opiniões expressas neste relatório de análise.

Analistas de valores mobiliários que contribuíram para este relatório não estão registrados/qualificados como analistas de valores mobiliários na NASD e na NYSE e, portanto, não estão sujeitos às restrições contidas nas regras da NASD e da NYSE relacionadas à comunicação com companhias cobertas, aparições em público e negociação de ativos mantidos em suas contas.

Parte da compensação do analista advém do lucro do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou suas afiliadas e, conseqüentemente, as receitas advém de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual e/ou suas afiliadas.

O analista responsável por este relatório é certificado de acordo com a regulamentação brasileira e aparece em posição de destaque, sendo dele o primeiro nome da lista de assinaturas encontrada na página inicial deste relatório. Analistas certificados estão identificados em negrito no local mencionado.

Disclaimer Global

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual. Nossas análises são baseadas em informações obtidas em fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, entre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual e seus clientes. O BTG Pactual ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimento, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário em especial, não devendo servir como única fonte de informação no processo decisório do investidor, que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos diante de seus objetivos pessoais e à sua tolerância ao risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às suas circunstâncias individuais e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e a regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e à regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos o direito de eventualmente recusar determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesse que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A. e em outras áreas, unidades, grupos e afiliadas do Banco BTG Pactual S.A. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, do qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores, assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos, e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

Certificação dos analistas: Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo, total ou em parte, deste relatório de investimentos certifica que: i) todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive, em relação ao BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas, conforme o caso; e ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página e será dele o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTG Pactual S.A. atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse www.btgactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx