



Fundos Imobiliários

Carteira Recomendada

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Agosto 2024



Carteira Recomendada de Fundos Imobiliários



Cenário externo

Nos Estados Unidos, o destaque foi a desistência de Joe Biden da candidatura à reeleição, declarando apoio para que a vice-presidente Kamala Harris se torne a indicada do Partido Democrata para disputar as eleições de 2024. No âmbito da política monetária, o Federal Open Market Committee (FOMC) manteve a taxa de juros americana inalterada no intervalo de 5,25% a 5,50% ao ano pela oitava reunião consecutiva. No mês, os indicadores de inflação fortaleceram o debate sobre cortes na taxa no 2S24, com o CPI de junho (-0,06% m/m vs. expectativas de 0,1% m/m) reforçando a percepção do processo de desinflação, evidenciado pelos dados de abril e maio, fechando um trimestre com dados mais construtivos. Quanto à atividade econômica, a 1ª leitura do PIB do 2T24 dos EUA avançou 2,8% t/t, sustentado pelo setor de serviços. Esse cenário, aliado à desinflação, reforça nossa estimativa de um *soft landing* para a economia americana. Desta forma, nosso time de economistas acredita que dois cortes devem ocorrer ainda em 2024, nas reuniões de setembro e dezembro, levando a média da FFR para 4,9% ao ano.

Cenário doméstico

No cenário doméstico, o Copom manteve a taxa Selic em 10,50% ao ano na reunião de julho. Neste encontro, o comitê reforçou a postura cautelosa, considerando a percepção de risco fiscal desafiadora e as expectativas de inflação ainda desancoradas. Por outro lado, o governo publicou o relatório bimestral de receitas e despesas primárias, que contempla o contingenciamento e bloqueio de despesas em R\$ 15 bilhões, medida adotada para que a meta de primário e o limite de despesas deste ano sejam cumpridos. Contudo, novas mudanças nas projeções do governo serão necessárias para acomodar as despesas obrigatórias, o que eleva o grau de incerteza para o quadro fiscal. Por ora, nossa equipe de economistas optou por manter a Selic terminal em 10,50% para 2024 e 2025.

Performance

Nossa carteira recomendada apresentou alta de 1,14% em julho, ao passo que o Ifix registrou alta de 0,52% no mesmo período. No ano, nossa carteira registra alta de 2,21%, ao passo que o Ifix sobe 1,61%.

Alterações na carteira

Estamos realizando as seguintes alterações em nossa carteira: (i) redução de posição em VILG11 (0,50%), BRCO11 (0,50%) e RBRP11 (0,50%); e (ii) aumento de posição em KNCR11 (1,50%).

BTG Pactual Equity Research

Daniel Marinelli

Banco BTG Pactual

Matheus Oliveira

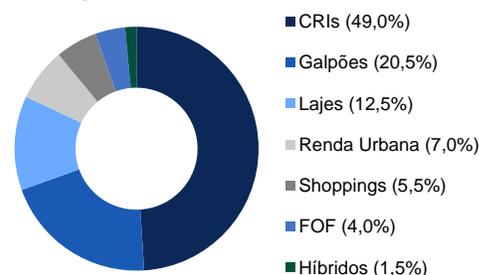
Banco BTG Pactual

Carteira recomendada

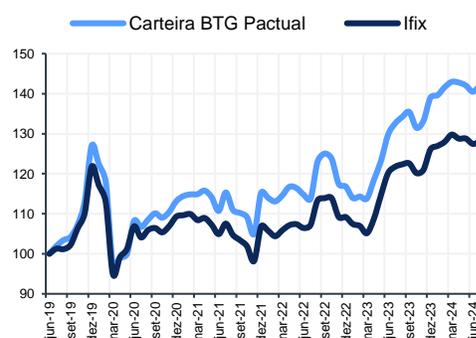
Ticker	Part.	P/VPA	DY ¹
BTCI11	8,5%	1,00x	11,4%
KNCR11	6,5%	1,05x	10,8%
CPTS11	7,0%	0,94x	11,2%
KNIP11	11,0%	1,01x	10,9%
CLIN11	3,5%	0,99x	12,5%
RBR11	7,0%	0,97x	12,8%
RBRY11	5,5%	0,99x	12,5%
VILG11	6,0%	0,78x	8,8%
BRCO11	4,5%	0,98x	8,9%
BTLG11	7,0%	0,97x	9,1%
HGLG11	3,0%	1,02x	8,2%
RBRP11	1,5%	0,72x	14,2%
BRCR11	3,5%	0,56x	12,0%
PVBI11	9,0%	0,90x	8,3%
XPML11	5,5%	1,01x	9,9%
HFOF11	4,0%	0,93x	10,6%
TRXF11	7,0%	1,00x	10,4%
Total	100%	0,95x	10,6%

¹ Dividend yield anualizado

Alocação setorial



Performance



Índice

Alterações na carteira	4
Cenário econômico e desempenho	4
Destaques da carteira recomendada	6
Recebíveis imobiliários (CRIs)	6
Lajes corporativas	6
Galpões logísticos	7
Híbridos	7
Shopping centers	7
Renda Urbana	7
Performance histórica e resultados do mês	8
Carteira recomendada	9
Recomendações	11
BTCI11	11
KNCR11	11
CPTS11	11
KNIP11	11
CLIN11	11
RBRR11	11
RBRY11	11
HGLG11	12
BTLG11	12
VILG11	12
BRCO11	12
RBRP11	12
HFOF11	12
PVBI11	13
BRCR11	13
XPML11	13
TRXF11	13
Gestoras	14
Avaliação dos fundos	15
Riscos	15
Glossário	16
Disclaimers	17

Alterações na carteira

Estamos realizando as seguintes alterações em nossa carteira recomendada: (i) redução de posição em VILG11 (0,50%), BRCO11 (0,50%) e RBRP11 (0,50%); e (ii) aumento de posição em KNCR11 (1,50%).

Neste mês, estamos realizando um rebalanceamento estratégico em nossas posições de FIIs de tijolos, visando capturar a ótima performance apresentada por alguns fundos em julho e elevar nossa participação à FIIs de recebíveis indexados ao CDI. Continuamos otimistas com o segmento de galpões e acreditamos que o 3T24 deve apresentar novamente resultados positivos e uma dinâmica comercial favorável aos proprietários. No entanto, estamos aproveitando as altas recentes dos ativos (VILG11 apresentou alta de 6,44% em julho e BRCO11 3,82%), para reduzir a exposição, ainda mantendo uma alocação setorial superior ao Ifix de 20,5% (vs. 16,3% do Ifix).

Em relação ao KNCR11, entendemos que o aumento de posição é feito em um momento interessante, pois o fundo acaba de encerrar uma nova emissão de cotas com a captação de R\$ 1,2 bilhão, valor superior ao R\$ 1,0 bilhão inicialmente ofertado e que reforça o aumento da demanda dos investidores pelo ativo. Além disso, o fundo pretende investir em ao menos oito novos CRIs com remuneração média de CDI + 2,2% ao ano, patamar que consideramos bastante atrativo e que corrobora a tendência da manutenção dos dividendos do fundo no médio e longo prazo, dado que o *spread* dos novos papéis é marginalmente superior à média do *spread* de aquisição das operações que já compõem o fundo (CDI + 2,15% ao ano). Como resultado, nossa carteira agora apresenta liquidez média diária de R\$ 6,4 milhões, *dividend yield* médio ponderado de 10,5%, ao passo que o número de ativos foi reduzido para 17 FIIs.

Exposição setorial: Carteira BTG vs. IFIX

Sector	Mês Anterior	Alterações	Mês Atual	Bench.
-	-	Δ	-	IFIX
Recebível	47,5%	1,5%	49,0%	38,8%
Galpão Logístico	21,5%	-1,0%	20,5%	16,3%
Laje Corporativa	12,5%	0,0%	12,5%	8,6%
Shopping Center	5,5%	0,0%	5,5%	11,2%
Fundo de Fundos	4,0%	0,0%	4,0%	5,5%
Híbrido	2,0%	-0,5%	1,5%	6,2%
Renda Urbana	7,0%	0,0%	7,0%	5,0%
Total	100%	-	100%	-

Fontes: Economatica e BTG Pactual.

Estatísticas históricas: Carteira BTG vs. IFIX

Estatísticas Históricas		
Métricas (cálculo mensal)	Carteira	IFIX
Média anualizada do retorno	8,2%	5,8%
Desvio padrão anualizado	14,0%	12,3%
Mediana anual do retorno	9,8%	5,7%
Assimetria	-0,9	-1,0
Excesso de curtose	7,4	7,4
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

Nos Estados Unidos, o destaque foi a desistência de Joe Biden da candidatura à reeleição, declarando apoio para que a vice-presidente Kamala Harris se torne a indicada do Partido Democrata para disputar as eleições de 2024. No âmbito da política monetária, o Federal Open Market Committee (FOMC) manteve a taxa de juros americana inalterada no intervalo de 5,25% a 5,50% ao ano pela oitava reunião consecutiva. No mês, os indicadores de inflação fortaleceram o debate sobre cortes na taxa no 2S24, com o CPI de junho (-0,06% m/m vs. expectativas de 0,1% m/m) reforçando a percepção do processo de desinflação, evidenciado pelos dados de abril e maio, fechando um trimestre com dados mais construtivos. Quanto à atividade econômica, a 1ª leitura do PIB do 2T24 dos EUA avançou 2,8% t/t, sustentado pelo setor de serviços. Esse cenário, aliado à desinflação, reforça nossa estimativa de um *soft landing* para a economia americana. Desta forma, nosso time de economistas acredita que dois cortes devem ocorrer ainda em 2024, nas reuniões de setembro e dezembro, levando a média da FFR para 4,9% ao ano.

No cenário doméstico, o Copom manteve a taxa Selic em 10,50% ao ano na reunião de julho. Neste encontro, o comitê reforçou a postura cautelosa, considerando a percepção de risco fiscal desafiadora e as expectativas de inflação ainda desancoradas. Por outro lado, o governo publicou o relatório bimestral de receitas e despesas primárias, que contempla o contingenciamento e bloqueio de despesas em R\$ 15 bilhões, medida adotada para que a meta de primário

e o limite de despesas deste ano sejam cumpridos. Contudo, novas mudanças nas projeções do governo serão necessárias para acomodar as despesas obrigatórias, o que eleva o grau de incerteza para o quadro fiscal. Por ora, nossa equipe de economistas optou por manter a Selic terminal em 10,50% para 2024 e 2025.

Do lado da inflação, o IPCA-15 para o mês de julho registrou alta de 0,30% m/m, acima da projeção do mercado, que previa aumento de 0,22% m/m. Esse resultado acima do esperado foi impulsionado por surpresas altistas nas passagens aéreas (19,2% m/m) e nos serviços subjacentes (0,58% m/m). Além disso, os índices de difusão também aumentaram, especialmente na categoria de serviços, que subiu de 75,4% para 76,9% na média móvel de 12 meses. Apesar de alguns aspectos positivos, como a queda nos núcleos de inflação, os preços de alimentos e bens industriais continuam a acelerar. Diante desse cenário, nossos economistas revisaram a projeção para o IPCA de 2024 para 4,4% (vs. anterior de 4,3%).

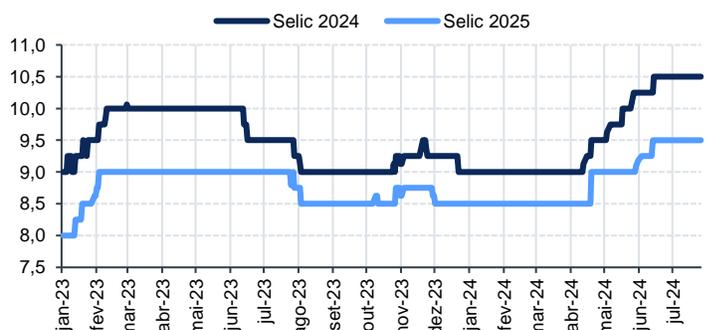
Por fim, a regulamentação da reforma tributária do consumo gerou repercussões no mercado de FIIs em julho. A principal pauta foi a possibilidade de cobrança de impostos sobre as receitas imobiliárias dos FIIs, o que gerou preocupações entre os investidores. O projeto de lei, já aprovado pela Câmara dos Deputados e que agora segue para o Senado, determina que, para os FIIs de tijolos, o pagamento dos novos tributos (IBS e CBS) sobre a receita imobiliária gerada pelos imóveis fique a critério dos gestores. Caso optem pelo pagamento, os fundos teriam créditos tributários para abater em outros impostos. Assim, **os FIIs permanecem isentos de impostos sobre a receita imobiliária, sendo facultativa a escolha de ser contribuinte no caso dos fundos de tijolo.** Essa opcionalidade retirou os temores do mercado sobre a potencial tributação na receita desses fundos, de forma que entendemos que a parte majoritária deles seguirá optando pela isenção tributária.

BTG Pactual: Projeções Macroeconômicas

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
PIB (%, a/a real)	-3,28%	4,76%	2,90%	2,90%	2,40%	1,80%
Desemprego (%)	14,20%	11,10%	7,90%	7,40%	7,90%	8,10%
IPCA (%, a/a)	4,52%	10,06%	5,79%	4,62%	4,40%	4,10%
Selic (%, a/a)	2,00%	9,25%	13,75%	11,75%	10,50%	10,50%
Dívida Bruta (% do PIB)	86,90%	77,3%	71,7%	74,4%	77,1%	80,5%

Fonte: BTG Pactual.

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



Fontes: Boletim Focus e BTG Pactual.

Assim, nossa carteira recomendada apresentou alta de 1,14% em julho, ao passo que o Ifix registrou alta de 0,52% no mesmo período. No ano, nossa carteira registra alta de 2,21%, ao passo que o Ifix sobe 1,61%.

Ifix: Performance setorial

Setor	Performance (%)				Liquidez R\$ mil/dia	P/VPA -	Dividend yield LTM (%)
	Mês (MTD)	Ano (YTD)	6M	12M			
-							
Desenvolvimento	0,4%	12,0%	4,0%	17,8%	4.221,8	0,99x	13,5%
Recebível	0,8%	3,8%	3,2%	7,2%	2.645,7	0,92x	12,3%
Ifix	0,5%	1,6%	0,9%	5,2%	5.135,3	0,94x	10,4%
Galpão Logístico	2,1%	0,6%	0,2%	-0,2%	2.832,7	0,86x	10,0%
Fundo de Fundos	-0,4%	0,5%	-1,2%	4,8%	1.168,5	0,93x	10,7%
Hedge Fund	1,2%	-0,7%	-1,9%	3,3%	2.720,3	0,95x	9,7%
Shopping Center	1,1%	-0,9%	-0,9%	7,4%	5.802,3	0,90x	8,1%
Renda Urbana	0,6%	-2,9%	-3,3%	1,9%	3.363,0	0,94x	11,1%
Laje Corporativa	-0,4%	-4,2%	-4,0%	-6,1%	1.437,0	0,69x	9,5%
Agronegócio	1,9%	-4,5%	4,8%	-6,5%	1.915,2	0,70x	11,2%
Híbrido	-0,4%	-4,7%	-4,5%	-8,5%	1.710,5	0,71x	8,2%

Fontes: Economatica e BTG Pactual.

Ifix: Maiores altas e baixas do mês

10 Maiores Altas			10 Maiores Baixas		
Código	Segmento	Δ	Código	Segmento	Δ
XPPR11	Laje Corporativa	11,19%	VINO11	Laje Corporativa	-11,24%
RBRL11	Galpão Logístico	8,17%	RCRB11	Laje Corporativa	-5,74%
VSLH11	Recebível	7,90%	KFOF11	Fundo de Fundos	-4,37%
VILG11	Galpão Logístico	6,44%	BROF11	Laje Corporativa	-4,03%
HCTR11	Recebível	5,75%	BARI11	Recebível	-3,56%
AJFI11	Shopping Center	5,68%	OUJP11	Recebível	-3,41%
XPLG11	Galpão Logístico	4,85%	XPSF11	Fundo de Fundos	-2,92%
LVBI11	Galpão Logístico	4,13%	HTMX11	Hotel	-2,78%
BRCO11	Galpão Logístico	3,82%	KNRI11	Híbrido	-2,49%
RZAT11	Híbrido	3,69%	RBRP11	Híbrido	-2,36%

Fontes: Economatica e BTG Pactual.

Destaques da carteira recomendada

Recebíveis imobiliários (CRIs)

Entre os fundos de recebíveis, o **Clave Índice de Preços (CLIN11)** anunciou novas alocações que somam R\$ 32 milhões em novas operações, sendo R\$ 17 milhões no CRI Solfácil (14,6% a.a.) e R\$ 15 milhões no CRI Urba (IPCA + 10,7% a.a.). Assim, do seu *book* de CRIs, o montante investido em CDI e IPCA estava alocado à taxa média a mercado de CDI + 5,2% ao ano e de IPCA + 9,6% ao ano, respectivamente.

Quanto ao **Kinea Rendimentos Imobiliários (KNCR11)**, o fundo anunciou a alocação de ~R\$ 241 milhões, sendo R\$ 10 milhões no CRI WT Technology Park (CDI + 2,6% a.a.), R\$ 81 milhões no CRI Ed. BFC (CDI + 2,1% a.a.) e R\$ 60 milhões no CRI BRZ – Carteira Pro Soluta SR (CDI + 2,4% a.a.). Em termos de garantia, os CRIs contam com alienação fiduciária, cessão fiduciária de recebíveis e fundo de reserva. Além disso, houve a liquidação da 1ª série da 10ª emissão de cotas do fundo, com a captação de ~R\$ 781 milhões.

Sobre o **Kinea Índices de Preços (KNIP11)**, o fundo anunciou a alocação de R\$ 27 milhões no CRI Gazit Malls, operação com taxa de IPCA + 8,0% a.a. baseada na atividade dos cinco shoppings centers detidos pelo Gazit Malls FII (GZIT11). Em termos de garantia, o CRI conta com cessão fiduciária dos recebíveis e fundo de reserva.

Já o **RBR Rendimento High Grade (RBRR11)** investiu R\$ 106 milhões em duas novas operações. A primeira envolveu a alocação de R\$ 88 milhões em um CRI exclusivo da Tellus (IPCA + 8,0% a.a.), que antecipou recebíveis parcelados de um edifício corporativo na Av. Brigadeiro Luis Antônio. A segunda operação foi um investimento de R\$ 18 milhões no CRI Credits II Sênior I (IPCA+ 7,8% a.a.), operação baseada em uma carteira pulverizada de créditos Home Equity originados pela Credits. Além disso, houve o pré-pagamento do CRI VBI Scania, alocação que gerou um retorno total de 18,2% a.a., equivalente a IPCA+ 10,0% ao ano.

Lajes corporativas

Sobre os fundos de lajes corporativas, o **BTG Pactual Corporate Office Fund (BRCR11)** assinou um novo contrato de locação de meio andar (507 m²) no Ed. Eldorado (SP) por 8,5 anos. Além disso, o fundo concluiu a reavaliação semestral de seus imóveis, resultando em uma redução no valor dos ativos de ~R\$ 23 milhões. Desta forma, o patrimônio líquido do fundo passa a ser de R\$ 2,4 bilhões, equivalente a R\$ 89,69 por cota.

Por fim, o **VBI Prime Properties (PVBI11)** celebrou um **aditivo** ao contrato de locação com o China Construction Bank, inquilino de 6,2 mil m² do FL 4440 (SP). As alterações contratuais incluem a extensão do contrato por mais 3 anos, alterando o vencimento de 2024 para 2027, e um aumento de cerca de 56% no valor atual de aluguel.

Galpões logísticos

Quanto ao segmento de galpões logísticos, o **BTG Pactual Logística (BTLG11)** segue envidado esforços para alocação de seu caixa. Após captar R\$ 1,5 bilhão em sua 13ª emissão, o fundo anunciou que está em um estágio avançado de diligência para a aquisição de 15 novos ativos em seu portfólio.

Já o **Vinci Logística (VILG11)** firmou quatro novos contratos de locação, sendo dois no Castelo 57 Business Park (SP), um no Porto Canoa Log (ES) e um no Airport Town (SP), abrangendo uma área total de ~39 mil m². Assim, a gestão estabeleceu um novo *guidance* de distribuição, que se situa no intervalo de R\$ 0,60 – R\$ 0,67 por cota.

Híbridos

Sobre o **RBR Properties (RBRP11)**, o fundo avançou nas negociações de alguns contratos e encerrou o período de carência em alguns conjuntos do Edifício River One (SP), que é o único ativo com contratos em carência. Nessa linha, a gestão destacou que dois andares desse edifício tiveram o término de carência em maio, resultando em um impacto positivo de R\$ 0,02 por cota na receita do fundo. Além disso, o fundo divulgou seu *guidance* de distribuição para o 2S24, que se situa no intervalo entre R\$ 0,52 e R\$ 0,54 por cota.

Shopping centers

Em relação ao segmento de shopping centers, o **XP Malls (XPML11)** assinou um contrato com a JHSF, visando à aquisição de: (i) 8% da expansão III do Catarina Fashion Outlet (SP); (ii) 14,3% do Shopping Bela Vista (BA); e (iii) 22,0% do Shopping Ponta Negra (AM). O valor de compra dos ativos é de R\$ 273 milhões e, com as aquisições, a gestão estima um impacto positivo nos próximos 12 meses de R\$ 0,41 por cota no resultado do fundo.

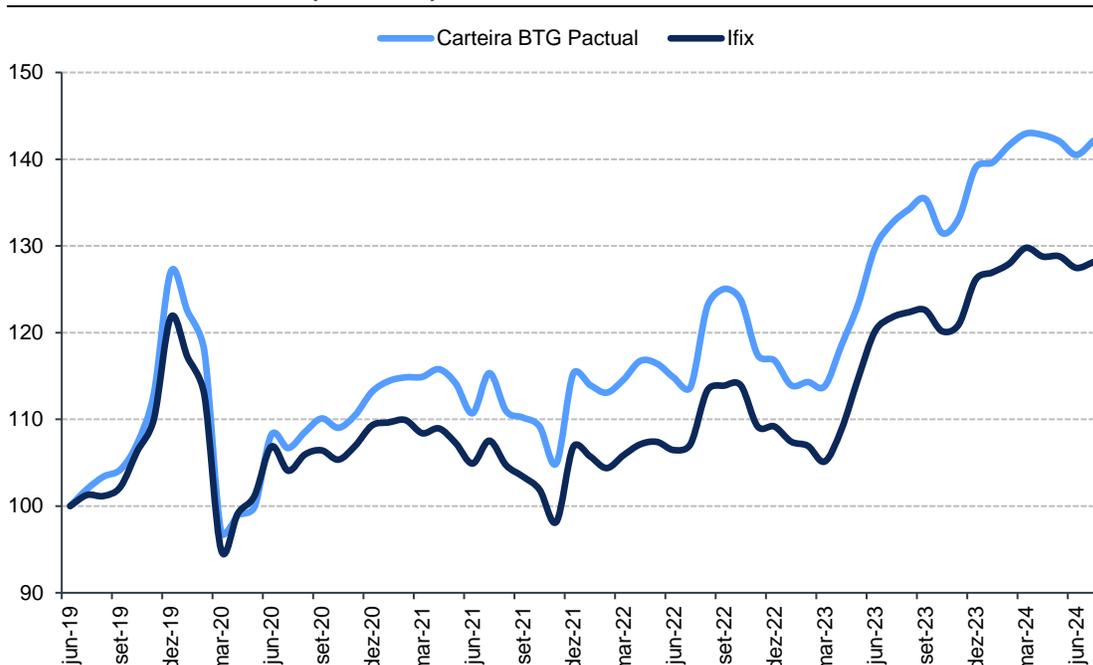
Renda Urbana

Já no segmento de renda urbana, o **TRX Real Estate (TRXF11)** celebrou uma promessa de compra de 70% de um hospital que está sendo construído dentro do Parque Global (SP), na Marginal Pinheiros, e que será locado para o Hospital Albert Einstein. Segundo a gestão, o valor total com a aquisição é de ~R\$ 621 milhões, sendo que, até o final deste ano, o fundo deverá desembolsar cerca de R\$ 160 milhões. A efetivação da operação está condicionada à superação de certas condições precedentes.

Performance histórica e resultados do mês

Fundo	Peso	Retorno
Código	(%)	(%)
BTCI11	8,5%	-0,35%
KNCR11	5,0%	0,75%
CPTS11	7,0%	0,57%
KNIP11	11,0%	-0,07%
CLIN11	3,5%	1,43%
RBRR11	7,0%	-0,34%
RBRY11	5,5%	-1,02%
VILG11	6,5%	6,44%
BRCO11	5,0%	3,82%
BTLG11	7,0%	1,65%
HGLG11	3,0%	-0,40%
RBRP11	2,0%	-2,36%
BRCR11	3,5%	-1,04%
PVBI11	9,0%	2,99%
XPML11	5,5%	-0,22%
HFOF11	4,0%	1,18%
TRXF11	7,0%	2,76%
Total	100%	1,14%

Performance histórica (base 100)



	Janeiro	Fevereiro	Março	Abril	Maior	Junho	Julho	Agosto	Setembro	Outubro	Novembro	Dezembro	No ano	Desde o início
2024														
BTG	0,42%	1,43%	0,95%	-0,12%	-0,51%	-1,10%	1,14%	-	-	-	-	-	2,21%	42,09%
IFIX	0,67%	0,79%	1,43%	-0,77%	0,02%	-1,04%	0,52%	-	-	-	-	-	1,61%	28,13%
2023														
BTG	-2,46%	0,32%	-0,42%	4,16%	4,00%	5,25%	2,17%	1,22%	0,92%	-2,91%	1,30%	4,37%	19,02%	39,02%
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%	15,50%	26,10%
2022														
BTG	-1,11%	-0,78%	1,32%	1,89%	-0,27%	-1,38%	-0,94%	8,17%	1,64%	-1,03%	-5,11%	-0,53%	1,35%	16,80%
IFIX	-0,99%	-1,29%	1,42%	1,19%	0,26%	-0,88%	0,66%	5,76%	0,49%	0,02%	-4,15%	0,00%	2,22%	9,18%
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%	15,25%
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%	6,80%
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%	-10,89%	13,17%
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%	-10,24%	9,29%
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%	21,76%	21,76%

Fontes: Economática e BTG Pactual. Data-base: 31 de julho de 2024.

Carteira recomendada

Dividend yield anualizado

10,6%

Dividend yield LTM

9,8%

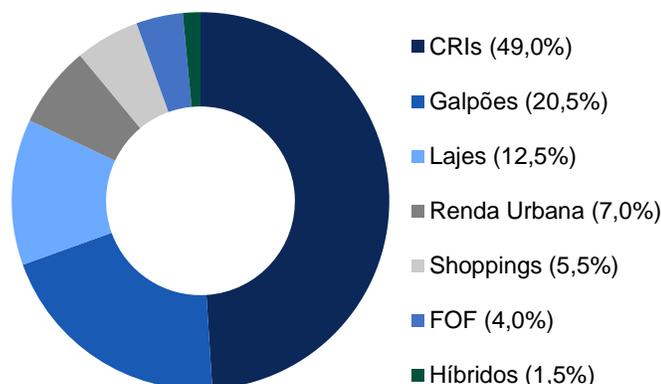
Volume diário médio

R\$ 6,4 MM

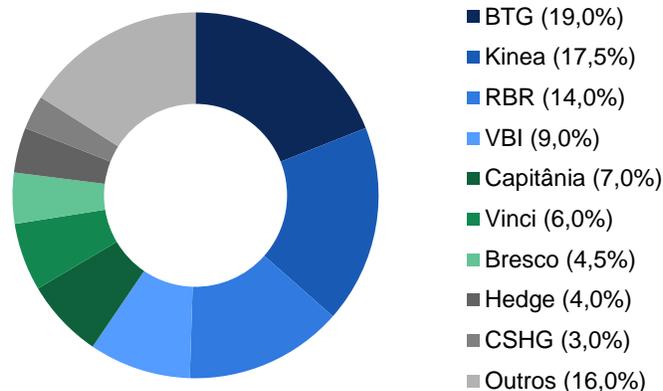
Volatilidade anualizada

14,0%

Exposição por segmento



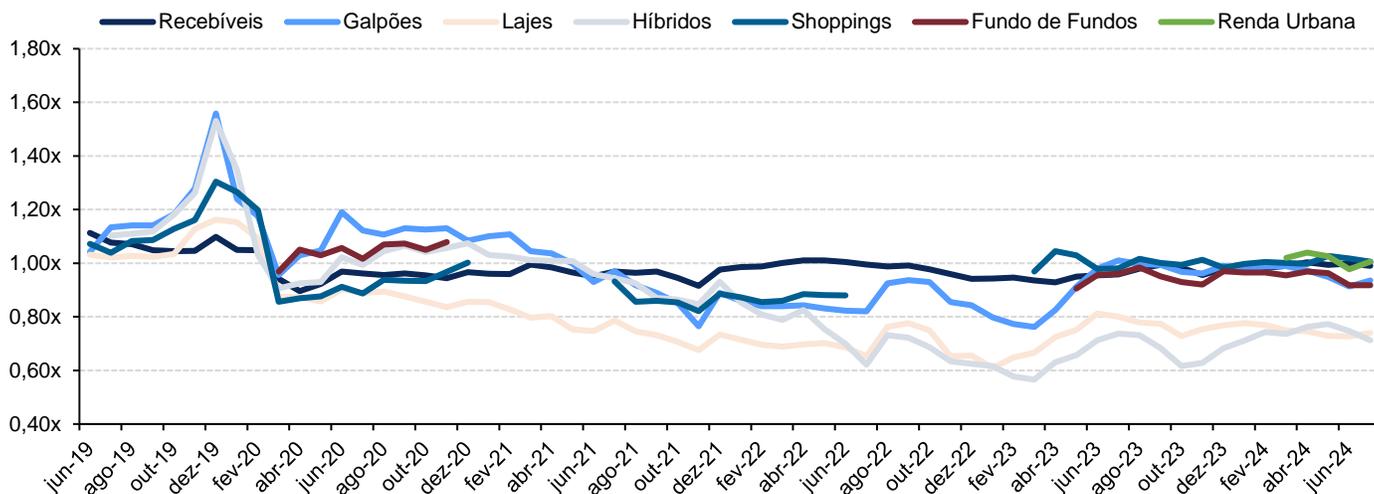
Exposição por gestora



Fundo	Peso	Características		Preço	P/VPA	Liquidez	Dividend Yield		Performance	
Código	(%)	Gestora	Segmento	-	-	R\$ milhares	Anualizado	LTM	1M (%)	12M (%)
BTCI11	8,5%	BTG Pactual	Recebíveis	9,9	1,00x	2.039	11,4%	11,6%	-0,4%	18,3%
KNCR11	6,5%	Kinea	Recebíveis	105,8	1,05x	11.318	10,8%	11,9%	0,8%	21,1%
CPTS11	7,0%	Capitânia	Recebíveis	8,2	0,94x	8.379	11,2%	10,5%	0,6%	7,0%
KNIP11	11,0%	Kinea	Recebíveis	95,4	1,01x	8.685	10,9%	9,8%	-0,1%	14,1%
CLIN11	3,5%	Clave	Recebíveis	95,9	0,99x	1.507	12,5%	-	1,4%	-
RBRR11	7,0%	RBR Asset	Recebíveis	90,2	0,97x	3.398	12,8%	10,1%	-0,3%	8,8%
RBRY11	5,5%	RBR Asset	Recebíveis	96,0	0,99x	4.859	12,5%	13,1%	-1,0%	7,6%
VILG11	6,0%	Vinci	Galpões Logísticos	88,2	0,78x	2.291	8,8%	8,7%	6,4%	-13,1%
BRCO11	4,5%	Bresco	Galpões Logísticos	117,0	0,98x	3.190	8,9%	9,1%	3,8%	5,9%
BTLG11	7,0%	BTG Pactual	Galpões Logísticos	100,6	0,97x	9.921	9,1%	9,1%	1,6%	4,7%
HGLG11	3,0%	CSHG	Galpões Logísticos	160,4	1,02x	7.544	8,2%	8,2%	-0,4%	6,5%
RBRP11	1,5%	RBR Asset	Híbrido	56,4	0,72x	1.437	14,2%	8,2%	-2,4%	0,7%
BRCR11	3,5%	BTG Pactual	Lajes Corporativas	50,0	0,56x	1.685	12,0%	10,6%	-1,0%	-13,9%
PVBI11	9,0%	VBI	Lajes Corporativas	94,4	0,90x	6.411	8,3%	8,6%	3,0%	-0,2%
XPML11	5,5%	XP Asset	Shoppings	111,6	1,01x	15.290	9,9%	9,6%	-0,2%	16,1%
HFOF11	4,0%	Hedge	Fundo de Fundos	71,2	0,93x	1.756	10,6%	10,6%	1,2%	-2,3%
TRXF11	7,0%	TRX	Renda Urbana	107,0	1,00x	8.208	10,4%	11,0%	2,8%	6,1%
Total	100%			-	0,95x	6.354	10,6%	9,8%		

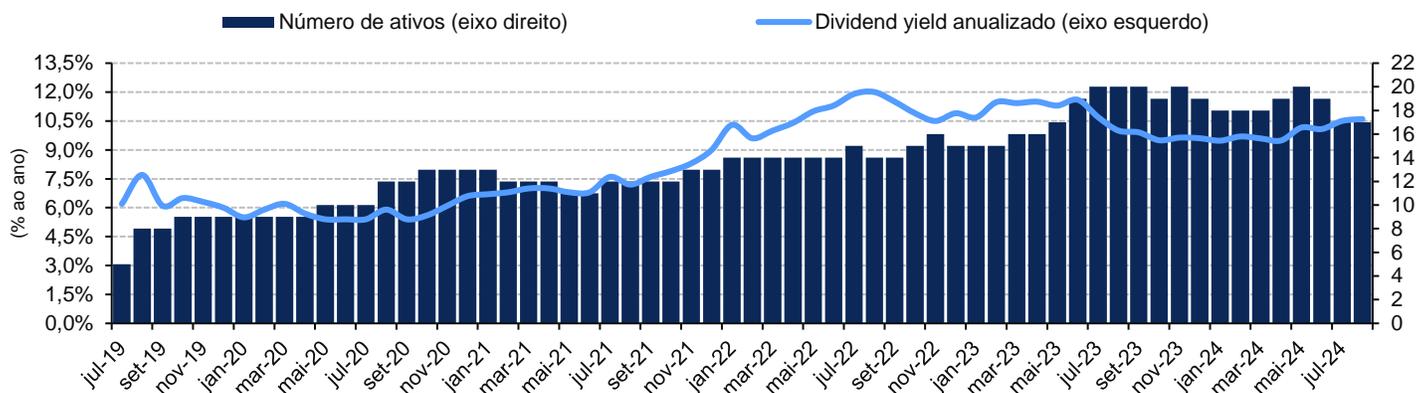
Fontes: Economatica e BTG Pactual. Data-base: 31 de julho de 2024. Glossário pode ser acessado [aqui](#).

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



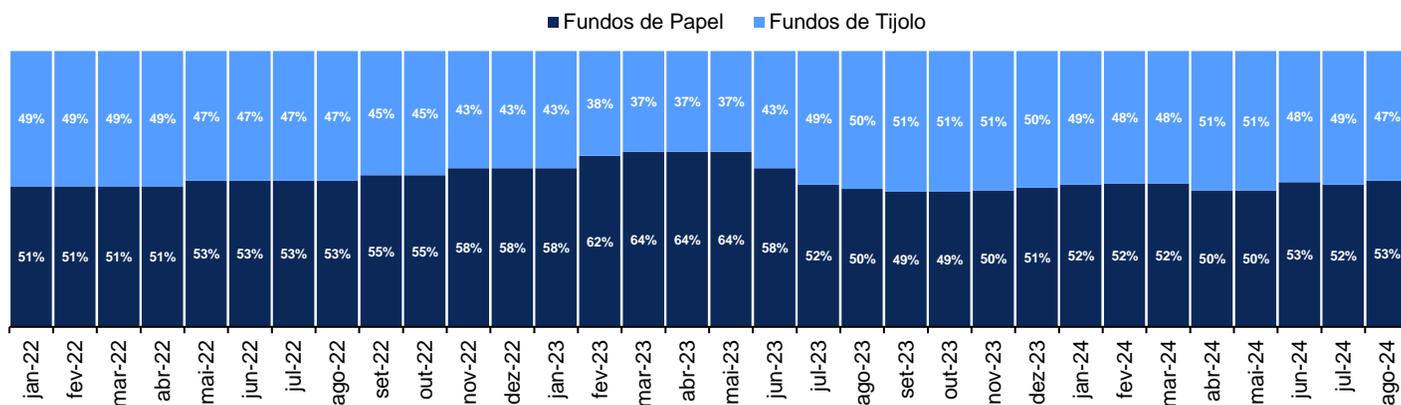
Fonte: BTG Pactual.

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 FIIs (desde jan/22)



Fonte: BTG Pactual. *Papel considera exposição em FIIs 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 formada com o viés de carregamento, ou seja, pela aquisição de ativos que devem ser levados até seu vencimento; (iv) estruturação própria, 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
KNIP11	Nossa recomendação para o KNIP11 se baseia nos seguintes pilares: (i) grande representatividade no segmento de recebíveis (o fundo possui mais de R\$ 7 bilhões de patrimônio investido); (ii) excelente liquidez; (iii) carteira diversificada; (iv) capacidade de estruturação e originação própria; (v) estrutura sólida de garantias; (vi) devedores com bom risco de crédito; e (vii) carregamento 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) 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 <i>premium</i> ; (iii) time de gestão de ponta, com experiência no setor imobiliário; (iv) alocação segregada em diferentes estratégias; e (v) boa liquidez.	Site
RBRY11	Nossa recomendação para o RBRY11 está pautada nos seguintes pilares: (i) carteira de crédito pulverizada; (ii) garantias sólidas e localizadas majoritariamente no estado de São Paulo; (iii) excelente time de gestão; (iv) perfil de risco médio que segue entregando rendimentos consistentes; (v) grande capacidade de originação de novas operações, o que possibilita a negociação de garantias e taxas mais atrativas.; e (vi) ótima 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

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

Renda urbana

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.



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, consequentemente, a distribuição de rendimentos para os cotistas.

Risco de Pré-Pagamento: O risco de pré-pagamento ocorre quando as empresas recompram 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, consequentemente, 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, conseqüentemente 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.

Disclaimers

Este relatório foi elaborado pelo Banco BTG Pactual S.A. Os números contidos nos gráficos de desempenho referem-se ao passado; desempenho passado não é um indicador confiável de resultados futuros.

Certificado do Analista

Cada analista de pesquisa responsável pelo conteúdo deste relatório de pesquisa de investimento, no todo ou em parte, certifica que:

(i) Nos termos do Artigo 21º, da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, todas as opiniões expressas refletem com precisão suas opiniões pessoais sobre esses valores mobiliários ou emissores, e tais recomendações foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação ao Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas, conforme o caso;

(ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas contidas aqui ou vinculadas ao preço de qualquer um dos valores mobiliários aqui discutidos.

Parte da remuneração do analista provém dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, consequentemente, das receitas decorrentes de transações detidas pelo Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas. Quando aplicável, o analista responsável por este relatório, certificado de acordo com a regulamentação brasileira, será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

Disclaimer Global

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual S.A.") para distribuição apenas sob as circunstâncias permitidas pela lei aplicável. Este relatório não é direcionado a você se o BTG Pactual estiver proibido ou restrito por qualquer legislação ou regulamentação em qualquer jurisdição de disponibilizá-lo a você. Antes de lê-lo, você deve se certificar de que o BTG Pactual tem permissão para fornecer material de pesquisa sobre investimentos a você de acordo com a legislação e os regulamentos relevantes. Nada neste relatório constitui uma representação de que qualquer estratégia de investimento ou recomendação aqui contida é adequada ou apropriada às circunstâncias individuais de um destinatário ou, de outra forma, constitui uma recomendação pessoal. É publicado apenas para fins informativos, não constitui um anúncio e não deve ser interpretado como uma solicitação, oferta, convite ou incentivo para comprar ou vender quaisquer valores mobiliários ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição.

Os preços neste relatório são considerados confiáveis na data em que este relatório foi emitido e são derivados de um ou mais dos seguintes:

(i) fontes conforme expressamente especificadas ao lado dos dados relevantes;

(ii) o preço cotado no principal mercado regulamentado para o valor mobiliário em questão;

(iii) outras fontes públicas consideradas confiáveis;

(iv) dados proprietários do BTG Pactual ou dados disponíveis ao BTG Pactual.

Todas as outras informações aqui contidas são consideradas confiáveis na data em que este relatório foi emitido e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. Nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é fornecida em relação à precisão, integridade ou confiabilidade das informações aqui contidas, exceto com relação às informações relativas ao Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas, nem pretende ser uma declaração completa ou resumo dos valores mobiliários, mercados ou desenvolvimentos referidos no relatório.

Em todos os casos, os investidores devem conduzir sua própria investigação e análise de tais informações antes de tomar ou deixar de tomar qualquer ação em relação aos valores mobiliários ou mercados analisados neste relatório. O BTG Pactual não assume que os investidores obterão lucros, nem compartilhará com os investidores quaisquer lucros de investimentos nem aceitará qualquer responsabilidade por quaisquer perdas de investimentos. Os investimentos envolvem riscos e os investidores devem exercer prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual não aceita obrigações fiduciárias para com os destinatários deste relatório e, ao comunicá-lo, não está agindo na qualidade de fiduciário. O relatório não deve ser considerado pelos destinatários como um substituto para o exercício de seu próprio julgamento. As opiniões, estimativas e projeções aqui expressas constituem o julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data em que o relatório foi emitido e, portanto, estão sujeitas a alterações sem aviso prévio e podem divergir ou ser contrárias às opiniões expressas por outras áreas de negócios ou grupos do BTG Pactual em decorrência da utilização de diferentes premissas e critérios. Como as opiniões pessoais dos analistas podem diferir umas das outras, o Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas podem ter emitido ou emitir relatórios inconsistentes e/ou chegar a conclusões diferentes das informações aqui apresentadas. Quaisquer opiniões, estimativas e projeções não devem ser interpretadas como uma representação de que os assuntos ali referidos ocorrerão.

Os preços e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a alterações sem aviso prévio. A pesquisa iniciará, atualizará e encerrará a cobertura exclusivamente a critério da Gerência de Pesquisa do Banco de Investimentos do BTG Pactual. A análise contida neste documento é baseada em numerosas suposições. Suposições diferentes podem resultar em resultados substancialmente diferentes. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração deste relatório pode(m) interagir com o pessoal da mesa de operações, pessoal de vendas e outros públicos com a finalidade de coletar, sintetizar e interpretar informações de mercado. O BTG Pactual não tem obrigação de atualizar ou manter atualizadas as informações aqui contidas, exceto quando encerrar a cobertura das empresas abordadas no relatório. O BTG Pactual conta com barreiras de informação para controlar o fluxo de informações contidas em uma ou mais áreas dentro do BTG Pactual, para outras áreas, unidades, grupos ou afiliadas do BTG Pactual.

A remuneração do analista que preparou este relatório é determinada pela gerência de pesquisa e pela alta administração (não incluindo banco de investimento). A remuneração dos analistas não se baseia nas receitas de banco de investimento, no entanto, a remuneração pode estar relacionada às receitas do BTG Pactual Investment Bank como um todo, do qual fazem parte os bancos de investimento, vendas e negociação.

Os valores mobiliários aqui descritos podem não ser elegíveis para venda em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Opções, produtos derivativos e futuros não são adequados para todos os investidores, e a negociação desses instrumentos é considerada arriscada. Títulos garantidos por hipotecas e ativos podem envolver um alto grau de risco e podem ser altamente voláteis em resposta a flutuações nas taxas de juros e outras condições de mercado. O desempenho passado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. Se um instrumento financeiro for denominado em uma moeda diferente da moeda de um investidor, uma alteração nas taxas de câmbio pode afetar adversamente o valor ou preço ou a receita derivada de qualquer título ou instrumento relacionado mencionado neste relatório, e o leitor deste relatório assume qualquer risco cambial.

Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer investidor em particular. Os investidores devem obter aconselhamento financeiro independente com base em suas próprias circunstâncias particulares antes de tomar uma decisão de investimento com base nas informações aqui contidas. Para aconselhamento sobre investimentos, execução de negócios ou outras questões, os clientes devem entrar em contato com seu representante de vendas local. Nem o BTG Pactual nem qualquer de suas afiliadas, nem qualquer um de seus respectivos diretores, funcionários ou agentes aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda ou dano decorrente do uso de todo ou parte deste relatório.

Quaisquer preços declarados neste relatório são apenas para fins informativos e não representam avaliações de títulos individuais ou outros instrumentos. Não há representação de que qualquer transação possa ou não ter sido afetada a esses preços e quaisquer preços não refletem necessariamente os livros e registros internos do BTG Pactual ou avaliações baseadas em modelos teóricos e podem ser baseados em certas suposições. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído a qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o consentimento prévio por escrito do BTG Pactual e o BTG Pactual não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito. Informações adicionais relacionadas aos instrumentos financeiros discutidos neste relatório estão disponíveis mediante solicitação.

O BTG Pactual e suas afiliadas mantêm acordos para administrar conflitos de interesse que possam surgir entre eles e seus respectivos clientes e entre seus diferentes clientes. O BTG Pactual e suas afiliadas estão envolvidos em uma gama completa de serviços financeiros e relacionados, incluindo serviços bancários, bancos de investimento e prestação de serviços de investimento. Dessa forma, qualquer membro do BTG Pactual ou de suas afiliadas pode ter interesse relevante ou conflito de interesses em quaisquer serviços prestados a clientes pelo BTG Pactual ou por tal afiliada. As áreas de negócios dentro do BTG Pactual e entre suas afiliadas operam independentemente umas das outras e restringem o acesso do(s) indivíduo(s) específico(s) responsável(is) por lidar com os assuntos do cliente a determinadas áreas de informações quando isso é necessário para administrar conflitos de interesse ou interesses materiais.

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