



# Fundos Imobiliários

Carteira Recomendada

Equity Research  
Banco BTG Pactual S.A.

Setembro 2024



# Carteira Recomendada de Fundos Imobiliários



## Cenário externo

**Nos Estados Unidos, a agenda econômica foi marcada pela ata do FOMC e pelo discurso de Jerome Powell em Jackson Hole.** A ata da reunião de julho do Federal Open Market Committee (FOMC) indicou uma mudança na postura do comitê, com uma maior inclinação para o afrouxamento monetário, refletindo o progresso contínuo na redução da inflação, dado os resultados do CPI (0,15% m/m vs. expectativas de 0,20% m/m) e PCE (0,16% m/m vs. expectativas de 0,18% m/m) de julho. Powell sinalizou que “chegou a hora de ajustar a política”, sugerindo cortes nas taxas no horizonte próximo, mas enfatizou que o momento e o ritmo dos cortes dependerão de dados econômicos. Assim, reforça-se a visão do processo de desinflação em curso, enquanto o consumo resiliente alivia os temores de recessão que foram intensificados pelos dados sobre empregos.

## Cenário doméstico

**No cenário doméstico, o destaque foi a divulgação da Ata do Copom de julho e a indicação de Gabriel Galípolo para presidência do Banco Central (BC).** A Ata do Copom revelou um comitê disposto a elevar os juros, se necessário, devido ao crescimento econômico surpreendente e à inflação acelerando para o teto da meta no acumulado de 12 meses. As expectativas de inflação continuam desancoradas e, apesar de sinais fiscais mais positivos, persistem dúvidas sobre a sustentabilidade do novo arcabouço fiscal. Nesse contexto, o mercado observou atentamente a entrega da PLOA de 2025 ao Congresso, que ainda exige aumento na arrecadação para cumprir a meta fiscal. Além disso, a nomeação de Gabriel Galípolo trouxe um novo dinamismo ao BC, que tem adotado uma postura mais hawkish e reafirmando o compromisso com a meta de inflação de 3%. A transição de liderança ainda é vista com cautela pelo mercado, que aguarda para ver os próximos passos do novo presidente em um contexto de inflação e expansão fiscal.

## Performance

**Nossa carteira recomendada apresentou alta de 1,09% em agosto,** ao passo que o Ifix registrou alta de 0,86% no mesmo período. No ano, nossa carteira registra alta de 3,32%, ao passo que o Ifix sobe 2,48%.

## Alterações na carteira

**Estamos realizando as seguintes alterações em nossa carteira:** (i) redução de posição em KNIP11 (0,50%) e RBRP11 (0,50%); e (ii) aumento de posição em RBRY11 (0,50%) e RBRR11 (0,50%).

## BTG Pactual Equity Research

Daniel Marinelli

Banco BTG Pactual

Matheus Oliveira

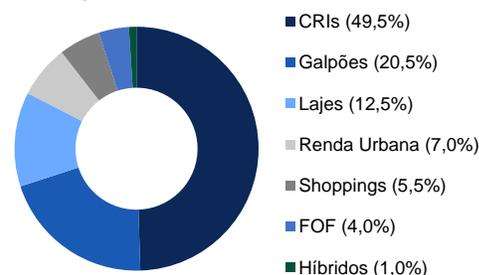
Banco BTG Pactual

### Carteira recomendada

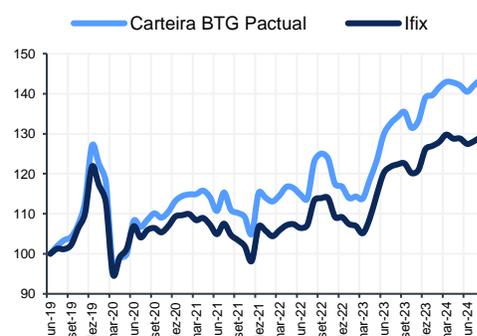
Ticker	Part.	P/VPA	DY <sup>1</sup>
BTCI11	8,5%	0,99x	11,3%
KNCR11	6,5%	1,04x	10,8%
CPTS11	7,0%	0,92x	11,8%
KNIP11	10,5%	1,01x	9,5%
CLIN11	3,5%	0,99x	12,1%
RBRR11	7,5%	0,97x	11,2%
RBRY11	6,0%	0,98x	12,5%
VILG11	6,0%	0,77x	8,7%
BRCO11	4,5%	0,97x	9,1%
BTLG11	7,0%	0,98x	8,9%
HGLG11	3,0%	1,02x	8,2%
RBRP11	1,0%	0,74x	11,3%
BRCR11	3,5%	0,56x	12,0%
PVBI11	9,0%	0,89x	8,3%
XPML11	5,5%	0,94x	9,9%
HFOF11	4,0%	0,90x	10,9%
TRXF11	7,0%	1,00x	10,5%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>0,94x</b>	<b>10,3%</b>

<sup>1</sup>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
Galpões logísticos .....	6
Híbridos .....	6
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 KNIP11 (0,50%) e RBRP11 (0,50%); e (ii) aumento de posição em RBRY11 (0,50%) e RBRR11 (0,50%).

Neste mês, fizemos algumas mudanças marginais na composição setorial da carteira, com uma pequena diminuição da participação em fundos de tijolos para aumentar nossa exposição a fundos de recebíveis. Nesta linha, elevamos nossa exposição ao RBRY11, fundo que oferece, na nossa visão, uma relação risco vs. retorno bastante atrativa em função do desconto de 2% em relação ao valor patrimonial – negociando com TIR de aproximadamente CDI + 3% ao ano –, bem como pelo fato do RBRY11 possuir caixa para realizar novas aquisições em um momento em que os *spreads* de crédito estão elevados em função da abertura da curva de juros. Por fim, elevamos marginalmente nossa exposição ao RBRR11, visando capturar o desconto de 3% que o fundo negocia atualmente e por entendermos que a relação risco vs. retorno do fundo se mostra muito favorável, já que TIR estimada para o fundo é próxima a IPCA + 8% ao ano. Como resultado, nossa carteira agora apresenta liquidez média diária de R\$ 6,0 milhões, *dividend yield* médio ponderado de 10,3%, ao passo que o número de ativos foi mantido em 17 FIIs.

### Exposição setorial: Carteira BTG vs. IFIX

Sector	Mês Anterior	Alterações	Mês Atual	Bench.
-	-	Δ	-	IFIX
Recebível	49,0%	0,5%	49,5%	39,1%
Galpão Logístico	20,5%	0,0%	20,5%	16,2%
Laje Corporativa	12,5%	0,0%	12,5%	8,4%
Shopping Center	5,5%	0,0%	5,5%	11,1%
Fundo de Fundos	4,0%	0,0%	4,0%	5,5%
Híbrido	1,5%	-0,5%	1,0%	6,2%
Renda Urbana	7,0%	0,0%	7,0%	4,9%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>-</b>	<b>100%</b>	<b>-</b>

Fontes: Economatica e BTG Pactual.

### Estatísticas históricas: Carteira BTG vs. IFIX

Estatísticas Históricas		
Métricas (cálculo mensal)	Carteira	IFIX
Média anualizada do retorno	8,3%	5,9%
Desvio padrão anualizado	13,8%	12,2%
Mediana anual do retorno	10,7%	5,8%
Assimetria	-0,9	-1,0
Excesso de curtose	7,5	7,6
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, a agenda econômica foi marcada pela ata do FOMC e pelo discurso de Jerome Powell (presidente do FED) em Jackson Hole.** A ata da reunião de julho do *Federal Open Market Committee* (FOMC) indicou uma mudança na postura do comitê, com uma maior inclinação para o afrouxamento monetário, refletindo o progresso contínuo na redução da inflação, dado os resultados do CPI (0,15% m/m vs. expectativas de 0,20% m/m) e PCE (0,16% m/m vs. expectativas de 0,18% m/m) de julho. Já no discurso de Powell, ele destacou a diminuição das distorções econômicas pós-pandemia, a queda significativa da inflação e um mercado de trabalho menos apertado. Powell sinalizou que “chegou a hora de ajustar a política”, sugerindo cortes nas taxas no horizonte próximo, mas enfatizou que o momento e o ritmo dos cortes dependerão de dados econômicos. Assim, reforça-se a visão do processo de desinflação em curso, enquanto o consumo resiliente alivia os temores de recessão que foram intensificados pelos dados sobre empregos. Nosso time de economistas acredita que três cortes devem ocorrer ainda em 2024, levando a média da FFR para 4,6% ao ano.

**No cenário doméstico, a economia brasileira foi marcada pela divulgação da Ata do Copom de julho e a indicação de Gabriel Galípolo para presidência do Banco Central (BC).** A Ata do Copom revelou um comitê disposto a elevar os juros, se necessário, devido ao crescimento econômico surpreendente e à inflação acelerando para o teto da meta no acumulado de 12 meses. As expectativas de inflação continuam desancoradas e, apesar de sinais fiscais mais positivos, persistem dúvidas sobre a sustentabilidade do novo arcabouço fiscal. Nesse contexto, o mercado observou atentamente a entrega da PLOA de 2025 ao Congresso, que ainda exige aumento na arrecadação para cumprir a meta fiscal. Além disso, a nomeação de Gabriel Galípolo trouxe um novo dinamismo ao BC, que tem adotado uma postura mais *hawkish* e reafirmando o compromisso com a meta de inflação de 3%. A transição de liderança ainda é vista com cautela pelo mercado, que aguarda para ver os próximos passos do novo presidente em um contexto de inflação e expansão fiscal.

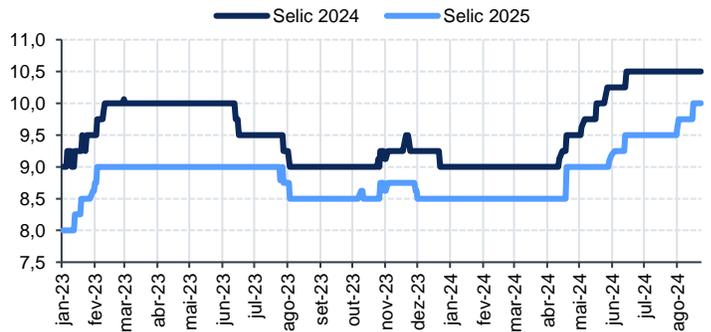
**Sobre a inflação, o IPCA-15 para o mês de agosto registrou alta de 0,19% m/m**, levemente acima da projeção do mercado, que previa aumento de 0,17% m/m. Esse resultado acima do esperado foi impulsionado por surpresas altistas nas passagens aéreas e alimentos, além de pressões não recorrentes como o aumento bianual das mensalidades escolares. No entanto, as métricas subjacentes (que excluem itens voláteis), mostraram que os serviços subjacentes e os serviços intensivos em trabalho registraram resultados melhores do que o esperado, indicando um qualitativo mais benigno. Diante desse cenário, nossos economistas revisaram a projeção para o IPCA de 2024 para 4,5% (vs. anterior de 4,4%).

### BTG Pactual: Projeções Macroeconômicas

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>PIB</b> (%, a/a real)	-3,28%	4,76%	2,90%	2,90%	<b>2,40%</b>	<b>1,80%</b>
<b>Desemprego</b> (%)	14,20%	11,10%	7,90%	7,40%	<b>7,90%</b>	<b>8,10%</b>
<b>IPCA</b> (%, a/a)	4,52%	10,06%	5,79%	4,62%	<b>4,50%</b>	<b>4,00%</b>
<b>Selic</b> (%, a/a)	2,00%	9,25%	13,75%	11,75%	<b>10,50%</b>	<b>10,50%</b>
<b>Dívida Bruta</b> (% do PIB)	86,90%	77,3%	71,7%	74,4%	<b>77,61%</b>	<b>80,90%</b>

Fonte: BTG Pactual.

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



Fontes: Boletim Focus e BTG Pactual.

**Assim, nossa carteira recomendada apresentou alta de 1,09% em agosto**, ao passo que o Ifix registrou alta de 0,86% no mesmo período. No ano, nossa carteira registra alta de 3,32%, ao passo que o Ifix sobe 2,48%.

### Ifix: Performance setorial

Setor	Performance (%)				Liquidez R\$ mil/dia	P/VPA -	Dividend yield LTM (%)
	Mês (MTD)	Ano (YTD)	6M	12M			
-							
Desenvolvimento	2,2%	14,5%	4,7%	19,2%	4.490,8	1,01x	13,4%
Recebível	1,4%	5,2%	3,8%	8,8%	2.544,1	0,92x	12,2%
<b>Ifix</b>	<b>0,9%</b>	<b>2,5%</b>	<b>1,0%</b>	<b>5,8%</b>	<b>5.052,5</b>	<b>0,94x</b>	<b>10,6%</b>
Galpão Logístico	1,1%	1,7%	0,6%	1,4%	2.857,5	0,86x	10,0%
Fundo de Fundos	1,2%	1,7%	0,2%	4,0%	1.178,3	0,94x	10,7%
Hedge Fund	1,5%	0,8%	-0,6%	6,2%	2.399,9	0,96x	12,4%
Shopping Center	0,1%	-0,8%	-2,2%	5,2%	5.460,2	0,88x	8,2%
Renda Urbana	0,6%	-2,3%	-3,5%	1,3%	3.171,2	0,94x	11,1%
Laje Corporativa	-0,5%	-4,6%	-5,3%	-5,3%	1.328,4	0,68x	9,6%
Híbrido	-1,7%	-5,2%	-5,9%	-5,5%	1.666,9	0,71x	8,2%
Agronegócio	-2,3%	-6,5%	0,4%	-7,8%	1.734,7	0,68x	11,4%

Fontes: Economática e BTG Pactual.

### Ifix: Maiores altas e baixas do mês

10 Maiores Altas			10 Maiores Baixas		
Código	Segmento	Δ	Código	Segmento	Δ
<b>BLMG11</b>	Galpão Logístico	12,58%	<b>TORD11</b>	Híbrido	-16,78%
<b>HTMX11</b>	Hotel	7,61%	<b>BTRA11</b>	Agronegócio	-9,85%
<b>VSLH11</b>	Recebível	6,85%	<b>XPPR11</b>	Laje Corporativa	-4,74%
<b>JSAF11</b>	Fundo de Fundos	6,64%	<b>BROF11</b>	Laje Corporativa	-3,79%
<b>BCRI11</b>	Recebível	6,32%	<b>RCRB11</b>	Laje Corporativa	-2,76%
<b>RBRP11</b>	Híbrido	4,71%	<b>PORD11</b>	Recebível	-2,55%
<b>DEVA11</b>	Recebível	4,66%	<b>LVBI11</b>	Galpão Logístico	-2,45%
<b>SNFF11</b>	Fundo de Fundos	4,63%	<b>MCCI11</b>	Recebível	-2,43%
<b>KCRE11</b>	Recebível	4,62%	<b>HGRE11</b>	Laje Corporativa	-2,10%
<b>MFII11</b>	Desenvolvimento	3,44%	<b>JSRE11</b>	Laje Corporativa	-1,70%

Fontes: Economática e BTG Pactual.

## Destaques da carteira recomendada

### Recebíveis imobiliários (CRIs)

Entre os fundos de recebíveis, o principal destaque foi o **Kinea Rendimentos Imobiliários (KNCR11)**. Após encerrar sua 10ª emissão com a captação de R\$ 1,3 bilhão, o fundo realizou a alocação de R\$ 101,5 milhões na aquisição do CRI atrelado à aquisição do Ed. Brazilian Financial Center (BFC), Ed. Cidade Jardim, Ed. Burity, Ed. Transatlântico e Ed. Volkswagen pelo FII VGR111. A operação conta com taxa de CDI + 2,25% ao ano e alienação fiduciária dos imóveis, cessão de recebíveis e fundo de reserva como instrumentos de garantia. Sobre os recursos em caixa (~10% do PL), a gestão segue com a expectativa de realizar 9 desembolsos nos próximos meses, somando uma potencial alocação de até R\$ 850 milhões em operações com taxas médias de CDI + 2,04% ao ano.

Sobre o **Kinea Índices de Preços (KNIP11)**, o fundo anunciou a alocação de R\$ 62 milhões em duas novas operações, sendo elas o CRI Edifício Eldorado, onde a gestão investiu R\$ 55 milhões e CRI Edifício BFC, onde o fundo investiu R\$ 7 milhões, ambos com taxa de IPCA + 7,35% ao ano. Em termos de garantias, os novos CRIs adquiridos contam com alienação fiduciária, cessão fiduciária e fundo de reserva.

Já sobre o **RBR Crédito Imobiliário Estruturado (RBRY11)**, o fundo segue realizando a alocação dos recursos e captações em sua 7ª emissão de cotas, tendo investido R\$ 75 milhões em duas operações, sendo R\$ 57 milhões no CRI Yuny Jardim Paulista, operação com duas séries (uma com taxa de CDI + 6,0% a.a. e outra com taxa de IPCA + 12,5% a.a.) que visa financiar o desenvolvimento de um empreendimento residencial de alto padrão na região do Jardim Paulista (SP), e de R\$ 18 milhões no CRI Conx, operação com taxa de CDI + 6,2% ao ano que visa antecipar os recebíveis de empreendimentos construídos pela devedora em São Paulo.

### Galpões logísticos

Quanto ao segmento de galpões logísticos, o **BTG Pactual Logística (BTLG11)** concluiu um acordo para a aquisição de 13 imóveis, que somam 541 mil m<sup>2</sup> de ABL, localizados majoritariamente em São Paulo (sendo ~94% da receita proveniente de ativos dentro do raio de até 60 km da capital). No total, o fundo pagará ~R\$ 1,8 bilhão (*cap rate* de 9,5%) em duas parcelas, sendo ~R\$ 1,2 bilhão após a conclusão da operação e R\$ 614 milhões em 18 meses após a data de conclusão da operação, corrigidos por IPCA. Devido ao pagamento parcelado (*sellers finance*), o fundo receberá um *yield* de 14,6% ao ano ao longo dos meses que antecedem o pagamento da última parcela. Como resultado, a gestão estima um incremento de R\$ 0,32 por cota na receita imobiliária do fundo.

Após a conclusão da aquisição, a ABL do BTLG11 passará a ser de 1,2 milhão de metros quadrados, 32 imóveis e uma vacância física de 3,5%. Em termos de rendimentos, a gestão divulgou um *guidance* de distribuição de R\$ 0,74 a R\$ 0,80 por cota ao longo do segundo semestre, equivalente ao *dividend yield* anualizado de 8,9%.

Já o **Vinci Logística (VILG11)** anunciou a locação de seu último módulo (6,2 mil m<sup>2</sup>) no Castelo Business Park (SP) para uma empresa do setor logístico, elevando para 100% a ocupação do imóvel. Ademais, a gestão manteve o *guidance* de distribuição para os próximos meses no intervalo de R\$ 0,60 – R\$ 0,67 por cota.

Por fim, o **Pátria Log (HGLG11)** anunciou a aquisição de um terreno de 624 mil m<sup>2</sup> localizado em Simões Filho (BA), onde será construído um condomínio logístico com área bruta locável de 132 mil m<sup>2</sup>, incluindo um galpão logístico sob medida para o Mercado Livre (*built-to-suit*). A previsão de entrega do imóvel está para setembro de 2025 e sua área construída será de 86,3 mil m<sup>2</sup>.

### Híbridos

Sobre o **RBR Properties (RBRP11)**, o fundo celebrou um contrato de locação com prazo de 10 anos, visando a ocupação de quatro andares (~5,9 mil metros quadrados) do Edifício River One (SP). Tal locação representa 29% do imóvel, que atingirá, portanto, 75% de ocupação. Adicionalmente, o fundo reduzirá sua vacância física de 30% para 16% e, após o término do período de carência, o impacto estimado nos resultados do fundo será de R\$ 0,05 por cota.

## Renda Urbana

Já no segmento de renda urbana, o **TRX Real Estate (TRXF11)** celebrou a **venda** de 6 imóveis locados para Assaí e Pão de Açúcar, por R\$ 412 milhões (*cap rate* médio de 7,3%), sendo eles: (i) Assaí Araçatuba (SP); (ii) Assaí Macaé (RJ); (iii) Assaí Porto Velho (RO); (iv) Assaí Dourados (MS); (v) Assaí Bauru (SP); e (vi) Pão de Açúcar Águas Claras (DF).

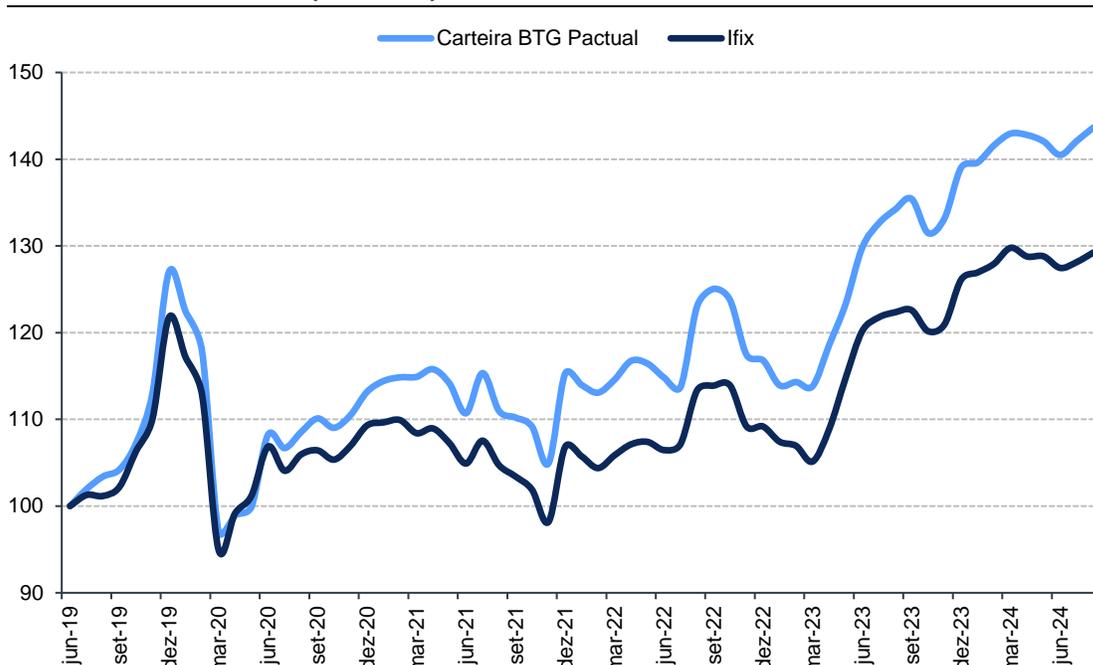
No mesmo comunicado, o fundo ainda anunciou a aquisição de três lojas locadas à Decathlon por R\$ 125 milhões, sendo elas: (i) Decathlon Goiânia (GO); (ii) Decathlon Joinville (SC); e Decathlon Campinas (SP). Uma vez que a loja Decathlon Campinas possui um projeto de expansão pendente de aprovação pela Prefeitura de Campinas, o valor de aquisição poderá ser elevado em R\$ 22 milhões, uma vez que o fundo terá o compromisso de investir recursos adicionais nas obras.

Em resumo, a gestão estima que a transação deverá gerar um lucro de R\$ 80 milhões (R\$ 4,00 por cota) ao fundo, equivalente a TIR de 14%. Além disso, dado que parte das obrigações financeiras vinculadas aos imóveis vendidos foram pré-pagas ou repassadas ao comprador, a alavancagem do TRXF11 foi reduzida em R\$ 189 milhões.

## Performance histórica e resultados do mês

Fundo	Peso	Retorno
Código	(%)	(%)
BTCI11	8,5%	1,87%
KNCR11	6,5%	0,50%
CPTS11	7,0%	0,63%
KNIP11	11,0%	2,11%
CLIN11	3,5%	2,17%
RBRR11	7,0%	2,06%
RBRY11	5,5%	0,99%
VILG11	6,0%	0,48%
BRCO11	4,5%	-0,84%
BTLG11	7,0%	2,78%
HGLG11	3,0%	1,19%
RBRP11	1,5%	4,71%
BRCR11	3,5%	1,41%
PVBI11	9,0%	-0,01%
XPML11	5,5%	1,19%
HFOF11	4,0%	-1,66%
TRXF11	7,0%	0,07%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>1,09%</b>

Performance histórica (base 100)



	Janeiro	Fevereiro	Março	Abril	Maior	Junho	Julho	Agosto	Setembro	Outubro	Novembro	Dezembro	No ano	Desde o início
<b>2024</b>														
BTG	0,42%	1,43%	0,95%	-0,12%	-0,51%	-1,10%	1,14%	1,09%	-	-	-	-	3,32%	43,63%
IFIX	0,67%	0,79%	1,43%	-0,77%	0,02%	-1,04%	0,52%	0,86%	-	-	-	-	2,48%	29,22%
<b>2023</b>														
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%
<b>2022</b>														
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%
<b>2021</b>														
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%
<b>2020</b>														
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%
<b>2019</b>														
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: 30 de agosto de 2024.

## Carteira recomendada

Dividend yield anualizado

**10,3%**

Dividend yield LTM

**9,8%**

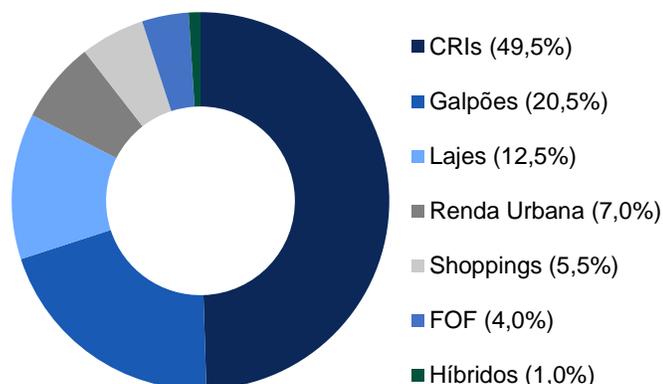
Volume diário médio

**R\$ 6,0 MM**

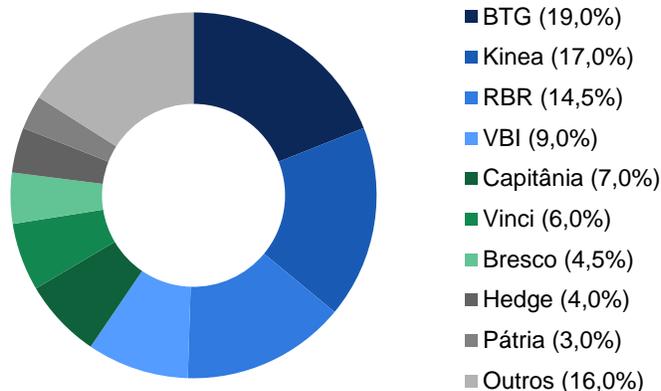
Volatilidade anualizada

**13,8%**

### Exposição por segmento



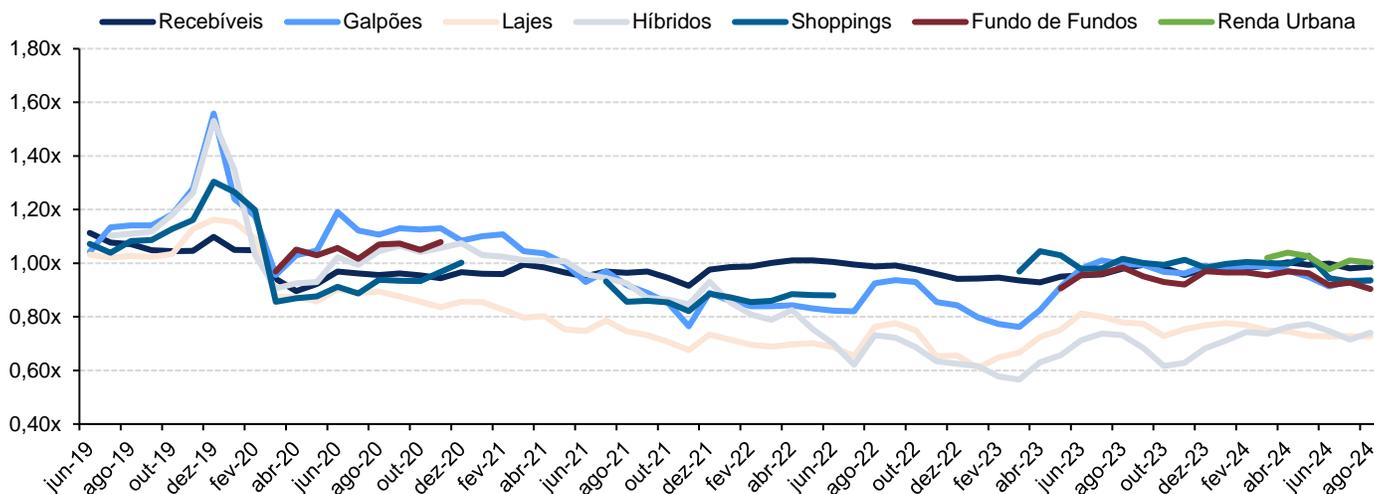
### Exposição por gestora



Fundo	Peso	Características		Preço	P/VPA	Liquidez	Dividend Yield		Performance	
		Código	(%)				Gestora	Segmento	-	-
BTCT11	8,5%	BTG Pactual	Recebíveis	10,0	0,99x	1.683	11,3%	11,4%	1,9%	17,6%
KNCR11	6,5%	Kinea	Recebíveis	105,4	1,04x	12.708	10,8%	11,7%	0,5%	19,8%
CPTS11	7,0%	Capitânia	Recebíveis	8,2	0,92x	7.800	11,8%	10,5%	0,6%	4,2%
KNIP11	10,5%	Kinea	Recebíveis	96,5	1,01x	7.944	9,5%	10,0%	2,1%	14,2%
CLIN11	3,5%	Clave	Recebíveis	97,0	0,99x	1.470	12,1%	-	2,2%	-
RBRR11	7,5%	RBR	Recebíveis	91,2	0,97x	2.784	11,2%	10,2%	2,1%	12,8%
RBRY11	6,0%	RBR	Recebíveis	95,9	0,98x	3.957	12,5%	12,9%	1,0%	8,9%
VILG11	6,0%	Vinci	Galpões Logísticos	88,0	0,77x	2.205	8,7%	8,6%	0,5%	-7,6%
BRCO11	4,5%	Bresco	Galpões Logísticos	115,1	0,97x	3.408	9,1%	9,3%	-0,8%	-0,5%
BTLG11	7,0%	BTG Pactual	Galpões Logísticos	102,7	0,98x	10.036	8,9%	9,0%	2,8%	8,1%
HGLG11	3,0%	Pátria	Galpões Logísticos	161,2	1,02x	7.393	8,2%	8,2%	1,2%	7,8%
RBPR11	1,0%	RBR	Híbrido	58,5	0,74x	1.183	11,3%	8,4%	4,7%	7,5%
BRCR11	3,5%	BTG Pactual	Lajes Corporativas	50,2	0,56x	1.463	12,0%	10,7%	1,4%	-3,4%
PVBI11	9,0%	VBI	Lajes Corporativas	93,7	0,89x	5.416	8,3%	8,6%	0,0%	-3,9%
XPML11	5,5%	XP Asset	Shoppings	112,0	0,94x	14.267	9,9%	9,6%	1,2%	12,0%
HFOF11	4,0%	Hedge	Fundo de Fundos	69,4	0,90x	2.020	10,9%	10,9%	-1,7%	-5,0%
TRXF11	7,0%	TRX	Renda Urbana	106,2	1,00x	7.966	10,5%	11,1%	0,1%	5,2%
<b>Total</b>	<b>100%</b>			<b>-</b>	<b>0,94x</b>	<b>6.031</b>	<b>10,3%</b>	<b>9,8%</b>		

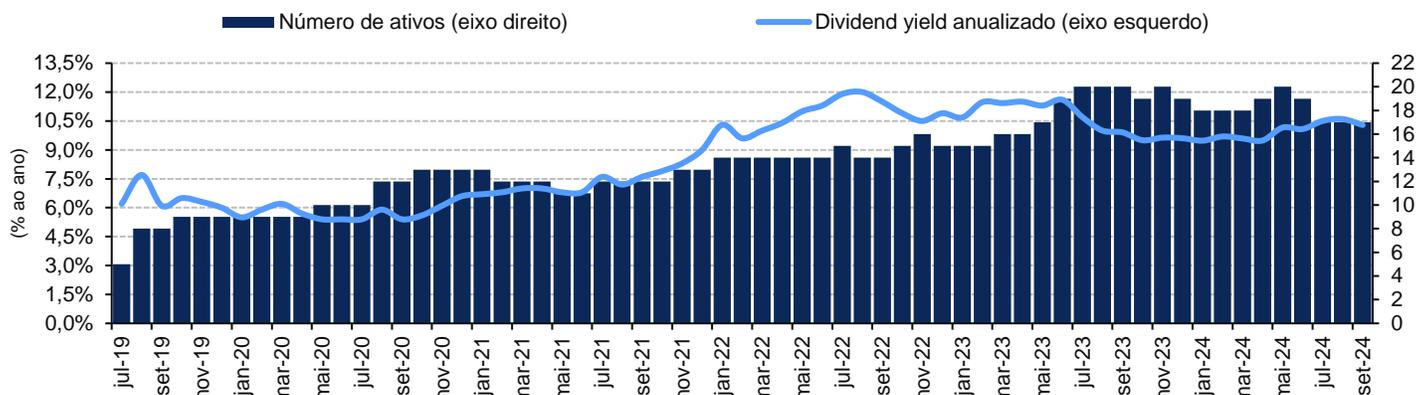
Fontes: Economatica e BTG Pactual. Data-base: 30 de agosto. Glossário pode ser acessado [aqui](#).

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



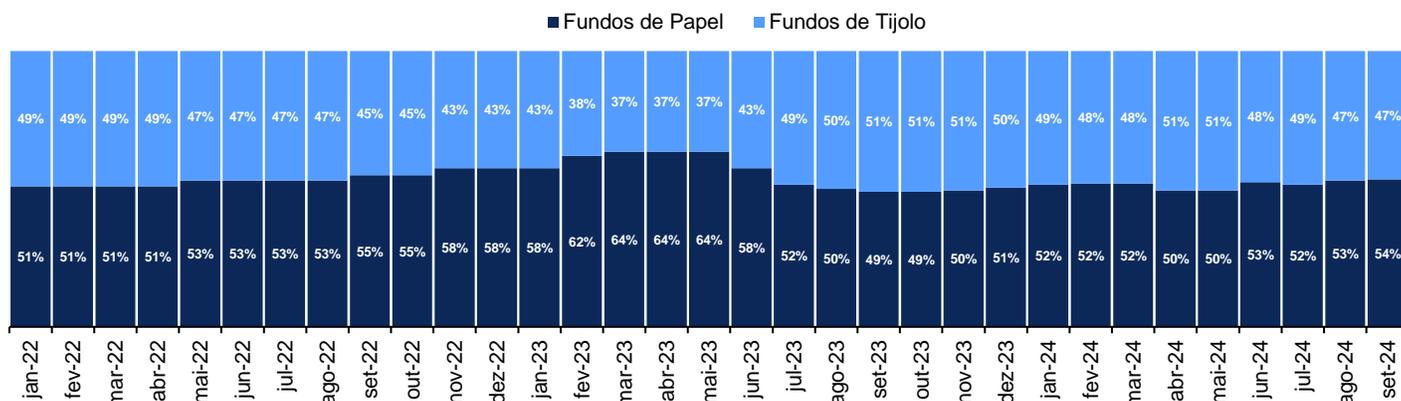
Fonte: BTG Pactual.

**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
<b>BTCI11</b>	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.	<a href="#">Site</a>
<b>KNCR11</b>	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.	<a href="#">Site</a>
<b>CPTS11</b>	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.	<a href="#">Site</a>
<b>KNIP11</b>	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.	<a href="#">Site</a>
<b>CLIN11</b>	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.	<a href="#">Site</a>
<b>RBRR11</b>	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.	<a href="#">Site</a>
<b>RBRY11</b>	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.	<a href="#">Site</a>

## Galpões logísticos

Fundo	Tese de alocação	Análises
<b>HGLG11</b>	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.	<a href="#">Site</a>
<b>BTLG11</b>	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.	<a href="#">Site</a>
<b>VILG11</b>	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.	<a href="#">Site</a>
<b>BRCO11</b>	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.	<a href="#">Site</a>

## Híbridos

Fundo	Tese de alocação	Análises
<b>RBRP11</b>	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.	<a href="#">Site</a>

## Fundo de fundos (FOFs)

Fundo	Tese de alocação	Análises
<b>HFOF11</b>	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.	<a href="#">Site</a>

## Lajes corporativas

Fundo	Tese de alocação	Análises
<b>PVBI11</b>	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.	<a href="#">Site</a>
<b>BRCR11</b>	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.	<a href="#">Site</a>

## Shopping centers

Fundo	Tese de alocação	Análises
<b>XPML11</b>	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.	<a href="#">Site</a>

## Renda urbana

Fundo	Tese de alocação	Análises
<b>TRXF11</b>	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.	<a href="#">Site</a>

## 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\$/m<sup>2</sup>), 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 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, 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, 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.

## 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](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)