



Fundos Imobiliários

Carteira Recomendada

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Novembro 2024



Carteira Recomendada de Fundos Imobiliários



Cenário externo

Nos Estados Unidos, o destaque do mês foi a ata da reunião do FOMC. A ata justificou a decisão do Fed de cortar os juros em 50 bps em setembro, devido à desaceleração da inflação e ao enfraquecimento do mercado de trabalho. Além disso, a ata destacou que a inflação está em declínio (CPI de setembro em 2,4% a/a vs. 3,1% a/a em janeiro), com riscos equilibrados, e que o mercado de trabalho está se ajustando, mas ainda apresenta certa robustez. Nessa linha, a primeira leitura do PIB dos EUA no 3T24 mostrou um crescimento de 2,8% t/t, impulsionado pelo consumo das famílias. Diante desse cenário, nosso time de economistas acredita em um *soft landing* para a economia americana, em que o Fed realizará mais dois cortes na taxa de juros, sendo eles de 25 bps em novembro e dezembro, levando a média da FFR para 4,4% ao ano.

Cenário doméstico

No cenário doméstico, a economia brasileira continua com desafios tanto na política fiscal quanto monetária. Nossos economistas estimam que o governo apresentará um déficit primário de R\$ 48 bilhões em 2024, com previsão de déficit de R\$ 110 bilhões para 2025. Portanto, a necessidade de medidas estruturais para conter despesas obrigatórias é um ponto crucial para garantir uma consolidação fiscal sustentável e a confiança no controle da dívida. Já na política monetária, o Copom elevou a taxa Selic em 25 bps para 10,75% ao ano em sua última reunião, com projeção de aumento para 11,25% ao ano em novembro. O comitê destacou a força da atividade econômica e as dificuldades de convergência da inflação, que permanece próxima ao teto da meta. Apesar da ausência de *guidance*, o comitê também reconheceu toda a incerteza que paira sobre o cenário fiscal e a necessidade de um ciclo de aperto monetário. Nossa equipe de economistas projeta duas altas de 50 bps nas reuniões de novembro e dezembro, levando a Selic para 11,75% ao ano em 2024.

Performance

Nossa carteira apresentou queda de 3,36% em outubro, ao passo que o Ifix registrou queda de 3,06% no mesmo período. No ano, nossa carteira registra queda de 2,36%, ao passo que o Ifix cai 3,22%.

Alterações na carteira

Estamos realizando as seguintes alterações em nossa carteira recomendada: (i) redução em KNCR11 (0,50%); (ii) saída de HGLG11 (2,00%) e RBRP11 (0,50%); e (iii) aumento em HGBS11 (1,50%) e HGRU11 (1,50%).

BTG Pactual Equity Research

Daniel Marinelli

Banco BTG Pactual

Matheus Oliveira

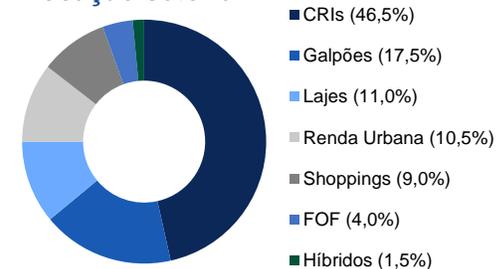
Banco BTG Pactual

Carteira recomendada

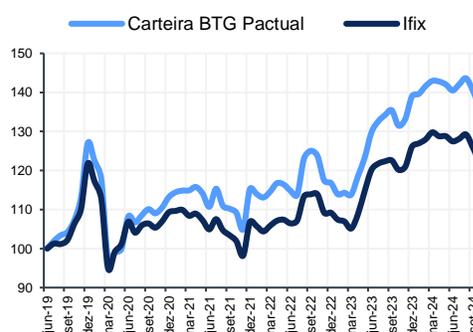
Ticker	Part.	P/VPA	DY ¹
BTCI11	8,5%	0,91x	12,1%
KNCR11	4,5%	1,03x	10,9%
CPTS11	5,5%	0,83x	13,5%
KNIP11	7,5%	0,97x	9,8%
CLIN11	3,5%	0,96x	12,2%
RBR11	9,0%	0,92x	11,8%
RBRY11	8,0%	0,94x	12,4%
VILG11	6,0%	0,72x	8,9%
BRCO11	4,5%	0,91x	9,7%
BTLG11	7,0%	0,92x	9,7%
KNRI11	1,5%	0,85x	8,7%
BRCR11	3,5%	0,49x	13,8%
PVBH11	7,5%	0,76x	8,3%
XPML11	5,5%	0,87x	10,6%
HGBS11	3,5%	0,87x	9,7%
HFOF11	4,0%	0,86x	11,1%
TRXF11	7,0%	0,97x	11,1%
HGRU11	3,5%	0,97x	8,4%
Total	100%	0,88x	10,8%

¹Dividend 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	6
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
BTLG11	12
VILG11	12
BRCO11	12
KNRI11	12
HFOF11	12
PVBI11	13
BRCR11	13
HGBS11	13
XPML11	13
HGRU11	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 KNCR11 (0,50%); (ii) saída de HGLG11 (2,00%) e RBRP11 (0,50%); e (iii) aumento de posição em HGBS11 (1,50%) e HGRU11 (1,50%).

Nesse mês, buscamos rebalancear a exposição em FIIs de tijolo visando capturar parte dos movimentos recentes de mercado. Sendo assim, encerramos a posição em HGLG11 e RBRP11 para elevar a exposição em HGRU11 e HGBS11, dois ativos que entraram na carteira no último mês e que, na nossa visão, seguem oferecendo uma relação risco vs. retorno bastante atrativa. Esta decisão tem como intuito elevar a participação de fundos que têm: (i) resultados recorrentes estáveis; (ii) possibilidade de ganhos adicionais via venda de ativos ou via melhoras operacionais; (iii) carteira de ativos pulverizada e com grande diversificação regional; e (iv) reserva de resultados que podem ser utilizados para estabilizar ou elevar marginalmente os dividendos pagos ao longo do tempo.

Como resultado das movimentações, nossa carteira apresenta liquidez média diária de R\$ 5,9 milhões, *dividend yield* médio ponderado de 10,6%, ao passo que o número de ativos foi reduzido para 18 FIIs.

Exposição setorial: Carteira BTG vs. IFIX

Sector	Mês Anterior	Alterações	Mês Atual	Bench.
-	-	Δ	-	IFIX
Receível	47,0%	-0,5%	46,5%	41,0%
Galpão Logístico	19,5%	-2,0%	17,5%	15,6%
Laje Corporativa	11,0%	0,0%	11,0%	7,7%
Shopping Center	7,5%	1,5%	9,0%	12,5%
Fundo de Fundos	4,0%	0,0%	4,0%	4,2%
Híbrido	2,0%	-0,5%	1,5%	5,7%
Renda Urbana	9,0%	1,5%	10,5%	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	6,9%	4,6%
Desvio padrão anualizado	13,8%	12,2%
Mediana anual do retorno	9,7%	4,8%
Assimetria	-0,8	-0,9
Excesso de curtose	7,3	7,2
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 do mês foi a ata da reunião do Federal Open Market Committee (FOMC). A ata justificou a decisão do Fed de cortar os juros em 50 bps em setembro devido à desaceleração da inflação e ao enfraquecimento do mercado de trabalho. Embora o comitê tenha um viés *dovish*, foi considerada a possibilidade de um corte menor de 25 bps, refletindo uma mudança em relação às reuniões anteriores. A ata destaca que a inflação está em declínio (CPI de setembro em 2,4% a/a vs. 3,1% a/a em janeiro), com riscos equilibrados, e que o mercado de trabalho está se ajustando, mas ainda apresenta certa robustez. Nessa linha, a primeira leitura do PIB dos EUA no 3T24 mostrou um crescimento de 2,8% t/t, impulsionado principalmente pelo consumo das famílias. Diante desse cenário, nosso time de economistas acredita em um *soft landing* para a economia americana, em que o Fed realizará mais dois cortes na taxa de juros, sendo eles de 25 bps em novembro e dezembro, levando a média da FFR para 4,4% ao ano. Além disso, no próximo mês, o mercado estará atento às eleições presidenciais nos Estados Unidos. Dependendo do candidato vencedor (Kamala ou Trump), podem ocorrer mudanças significativas nas políticas fiscais, comerciais e regulatórias, impactando a economia global.

No cenário doméstico, a economia brasileira continua com desafios tanto na política fiscal quanto monetária. Nossos economistas estimam que as contas públicas apresentarão um déficit primário de R\$ 48 bilhões em 2024, com uma previsão de déficit de R\$ 110 bilhões para 2025. Portanto, a necessidade de medidas estruturais para conter despesas obrigatórias é um ponto crucial para garantir uma consolidação fiscal sustentável e a confiança no controle das contas públicas. Por outro lado, na política monetária, o Comitê de Política Monetária (Copom) elevou a taxa Selic em 25 bps para 10,75% ao ano em sua última reunião, com projeção de aumento adicional para 11,25% ao ano em novembro. O comitê destacou a força da atividade econômica e as dificuldades de convergência da inflação, que permanece próxima ao teto

da meta. Apesar da ausência de *guidance*, o comitê também reconheceu toda a incerteza que paira sobre o cenário fiscal e a necessidade de um ciclo de aperto monetário, enfatizando que persistem dúvidas acerca da credibilidade do arcabouço fiscal no longo prazo. Assim, nossa equipe de economistas projeta duas altas de 50 bps nas reuniões de novembro e dezembro, levando a taxa Selic para 11,75% ao ano em 2024.

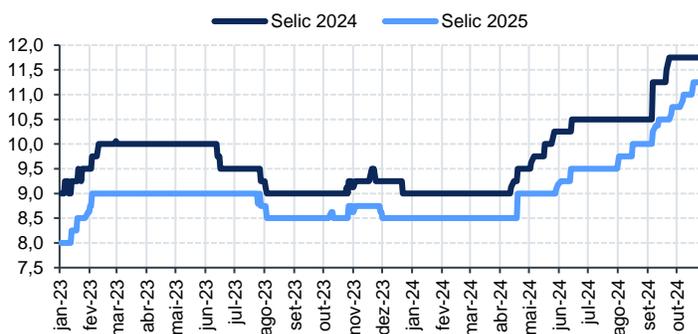
No campo da inflação, o IPCA-15 para o mês de outubro registrou alta de 0,54% m/m, ligeiramente acima da projeção do mercado, que previa aumento de 0,50% m/m. Esse resultado acima do esperado foi impulsionado por surpresas altistas em alimentação no domicílio (0,95% m/m) e energia elétrica residencial (5,29% m/m). O dado trouxe uma piora qualitativa nos itens mais sensíveis à atividade doméstica, sobretudo no setor de serviços subjacentes, que segue sendo pressionado pelo momento forte da atividade econômica. Diante desse cenário, nossos economistas revisaram a projeção para o IPCA de 2024 de 4,7% para 4,9%.

BTG Pactual: Projeções Macroeconômicas

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
PIB (%, a/a real)	-3,28%	4,76%	2,90%	2,90%	3,10%	1,90%
Desemprego (%)	14,20%	11,10%	7,90%	7,40%	7,20%	7,30%
IPCA (%, a/a)	4,52%	10,06%	5,79%	4,62%	4,90%	4,00%
Selic (%, a/a)	2,00%	9,25%	13,75%	11,75%	11,75%	10,75%
Dívida Bruta (% do PIB)	86,90%	77,3%	71,7%	74,4%	77,58%	81,58%

Fonte: BTG Pactual.

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



Fontes: Boletim Focus e BTG Pactual.

Nossa carteira apresentou queda de 3,36% em outubro, ao passo que o Ifix registrou queda de 3,06% no mesmo período. No ano, nossa carteira registra queda de 2,36%, ao passo que o Ifix cai 3,22%.

Ifix: Performance setorial

Setor	Performance (%)				Liquidez R\$ mil/dia	P/VPA	Dividend yield LTM (%)
	Mês (MTD)	Ano (YTD)	6M	12M			
-							
Desenvolvimento	-4,1%	6,1%	-5,3%	10,1%	5.736,4	0,92x	14,7%
Recebível	-3,7%	-0,2%	-3,0%	4,0%	2.854,0	0,87x	13,5%
Ifix	-3,1%	-3,2%	-5,2%	1,6%	5.671,8	0,88x	11,4%
Híbrido	-2,7%	-4,7%	-10,2%	0,0%	2.203,7	0,77x	11,2%
Hedge Fund	-3,4%	-6,0%	-5,4%	-1,7%	2.550,5	0,89x	13,3%
Galpão Logístico	-5,6%	-6,2%	-6,0%	-5,2%	2.909,2	0,79x	11,0%
Shopping Center	-2,8%	-6,4%	-8,0%	1,1%	4.163,3	0,80x	9,6%
Fundo de Fundos	-5,5%	-6,9%	-9,5%	-2,6%	1.099,2	0,87x	12,0%
Renda Urbana	-3,8%	-8,1%	-8,1%	-3,1%	3.041,9	0,87x	12,1%
Laje Corporativa	-2,1%	-9,7%	-9,7%	-4,6%	1.486,2	0,66x	10,9%
Agronegócio	-0,8%	-13,6%	-5,2%	-10,7%	1.833,7	0,63x	12,3%

Fontes: Economática e BTG Pactual.

Ifix: Maiores altas e baixas do mês

10 Maiores Altas			10 Maiores Baixas		
Código	Segmento	Δ	Código	Segmento	Δ
HTMX11	Hotel	9,65%	VINO11	Laje Corporativa	-16,12%
KNCR11	Recebível	1,88%	BTRA11	Agronegócio	-14,71%
KNSC11	Recebível	1,42%	PVBI11	Laje Corporativa	-9,46%
RBRY11	Recebível	1,37%	KNRI11	Híbrido	-8,96%
KNHY11	Recebível	1,34%	AJFI11	Shopping Center	-7,73%
KNUQ11	Recebível	1,19%	RBRP11	Híbrido	-7,70%
AFHI11	Recebível	1,17%	BCIA11	Fundo de Fundos	-7,68%
BTCH11	Recebível	1,03%	HGRE11	Laje Corporativa	-7,61%
BROF11	Laje Corporativa	0,91%	ZAVI11	Híbrido	-7,37%
SNEL11	Outros	0,88%	RECT11	Laje Corporativa	-7,05%

Fontes: Economatica e BTG Pactual.

Destaques da carteira recomendada

Recebíveis imobiliários (CRIs)

Entre os fundos de recebíveis, o **Kinea Rendimentos Imobiliários (KNCR11)** alocou R\$ 140 milhões em novas operações, sendo R\$ 100 milhões no CRI MRV Pro-Soluta 344 e R\$ 40 milhões no CRI BTS Meli, operações com taxas de CDI + 2,3% ao ano. Ainda, a gestão segue com a expectativa de investir cerca de R\$ 655 milhões em operações com taxa média de CDI + 2,05% ao ano.

Quanto ao **Capitânia Securities FII (CPTS11)**, o fundo convocou uma **AGE** para que seus cotistas possam deliberar sobre: (i) adaptar o regulamento do fundo para a resolução CVM nº 175; (ii) flexibilizar a política de ativos-alvo (com base nos fundos com formato *hedge fund*); (iii) reduzir a taxa de administração de 1,05% a.a. para 0,90% a.a. e incluir uma taxa de performance de 15% do que exceder 100% do CDI; e (iv) zerar a taxa de gestão para o percentual do CPTS11 alocado em fundos geridos pela Capitânia..

Sobre o **RBR Crédito Imobiliário Estruturado (RBRY11)**, o fundo anunciou a alocação de ~R\$ 91 milhões, sendo R\$ 65 milhões destinados a uma nova operação exclusiva chamada CRI Lux Vila Nova Conceição (CDI + 3,5% a.a.) e o restante em operações já existentes na carteira. A nova operação envolve a aquisição de um terreno na Vila Nova Conceição (SP) e visa consolidar o financiamento de longo prazo para a aquisição de seis lotes. Além disso, a nova operação resultou no pré-pagamento de um empréstimo-ponte anterior de R\$ 33 milhões.

Lajes corporativas

Sobre os fundos de lajes corporativas, o **BTG Pactual Corporate Office Fund (BRCR11)** destacou o recebimento dos aluguéis pendentes de maio, junho e julho, devidos pela WeWork. Além disso, a gestão divulgou sua [apresentação de resultados](#) referente ao 2T24.

Galpões logísticos

Quanto ao segmento de galpões logísticos, o **BTG Pactual Logística (BTLG11)** celebrou a escritura de **compra** de um portfólio logístico de 541 mil m², distribuídos em 13 imóveis localizados principalmente em São Paulo – cerca de 94% da receita é proveniente de ativos dentro do raio de até 60 km da capital. No total, o fundo irá pagar ~R\$ 1,8 bilhão (*cap rate* de 9,5%) em duas parcelas, sendo ~R\$ 1,2 bilhão após a superação de algumas condições precedentes e conclusão da operação, enquanto o restante (R\$ 614 milhões) será pago 18 meses após a data de conclusão da operação, corrigido por IPCA. Devido ao pagamento parcelado (*seller's finance*) com o recebimento total das receitas, o fundo receberá um *yield* de 14,6% a.a. ao longo dos meses que antecedem o pagamento da última parcela. Como resultado da transação, a gestão estima um incremento na receita imobiliária de R\$ 0,32 por cota. Além disso, o fundo anunciou a **aquisição** de um galpão logístico AAA em Cajamar (SP) por R\$ 165 milhões (*cap rate* de 10%). O pagamento será feito em três parcelas, sendo

R\$ 114 milhões agora, R\$ 25 milhões em 12 meses e R\$ 27 milhões em 24 meses, com correção pelo IPCA. A operação foi realizada na modalidade *Sale and Leaseback*, com o imóvel locado para a Rojemac por 10 anos. Como resultado, o fundo receberá R\$ 0,03 por cota mensalmente, com rendimento estimado de 12% ao ano nos primeiros 24 meses.

Sobre o **Bresco Logística (BRCO11)**, o fundo assinou dois novos contratos de locação com a Bunzl, visado a locação de 6,9 mil m² do imóvel Bresco Contagem (MG) por 5 anos. Como resultado das locações, o fundo passa a ter 0% de vacância física.

Já o **Vinci Logística (VILG11)** anunciou a assinatura de dois novos contratos de locação para os ativos Caxias Park (RJ) e Alianza Park Belém (PA), totalizando uma ABL de 14,7 mil m² e elevando a ocupação do fundo para 97%. No Caxias Park, uma empresa de transporte e logística alugou 10 módulos do Galpão 1 (8,1 mil m²), enquanto no Alianza Park, uma empresa de energias renováveis expandiu sua ocupação para 6,6 mil m². Por fim, a gestão manteve o *guidance* de distribuição para os próximos meses no intervalo de R\$ 0,60 – R\$ 0,67 por cota, mas elevou suas estimativas para os três primeiros trimestres de 2025 para os intervalos de R\$ 0,62 – R\$0,68 por cota, R\$0,65 – R\$0,70 por cota e R\$ 0,67 – R\$ 0,72 por cota, respectivamente.

Por fim, o **Pátria Log (HGLG11)** anunciou a [aquisição](#) adicional de uma fração ideal de 2,6% do Cone Multimodal 02 (PE) por R\$ 10 milhões. Além disso, o fundo concluiu a [aquisição](#) de 9 galpões logísticos no Condomínio Log Goiânia I Business Park (GO), com ABL de 78 mil m². O preço total da compra é de R\$ 251 milhões (R\$ 3,2 mil/m²), equivalente ao *cap rate* de 7,8%. O valor médio das locações no condomínio é de R\$ 20,78/m² e, após o pagamento da primeira parcela, o fundo começará a receber as receitas mensais de aluguel, projetadas em R\$ 1,6 milhão para outubro, equivalente a R\$ 0,05 por cota.

Híbridos

Sobre o **RBR Properties (RBRP11)**, o fundo celebrou um contrato de [locação](#) com prazo de 10 anos, visando a ocupação de 722 m² do Ed. River One (SP). Tal locação representa ~4% do imóvel, que atingirá 79% de ocupação. Adicionalmente, o fundo reduzirá sua vacância física de 16% para 14% e, após o término do período de carência, o impacto estimado nos resultados do fundo será de R\$ 0,01 por cota.

Já o **Kinea Renda Imobiliária FII (KNRI11)** anunciou duas novas locações (1,7 mil m²) na torre Crystal do Edifício Rochaverá (SP), sendo uma de 842 m² para a NBA e outra de 844 m² para a Yunity. Além disso, o Banco Santander desocupou uma loja no Ed. Lagoa Corporate (RJ). Como resultado das movimentações, a vacância física do fundo encerrou o mês de setembro em 3%.

Shopping centers

Em relação ao segmento de shopping centers, o **XP Malls (XPML11)** firmou um MOU visando a [aquisição](#) de 25% do Shopping Jundiá (SP) por R\$ 251 milhões. Contudo, a conclusão da aquisição está sujeita à concretização de algumas condições precedentes, incluindo a aprovação pelo Cade.

Renda Urbana

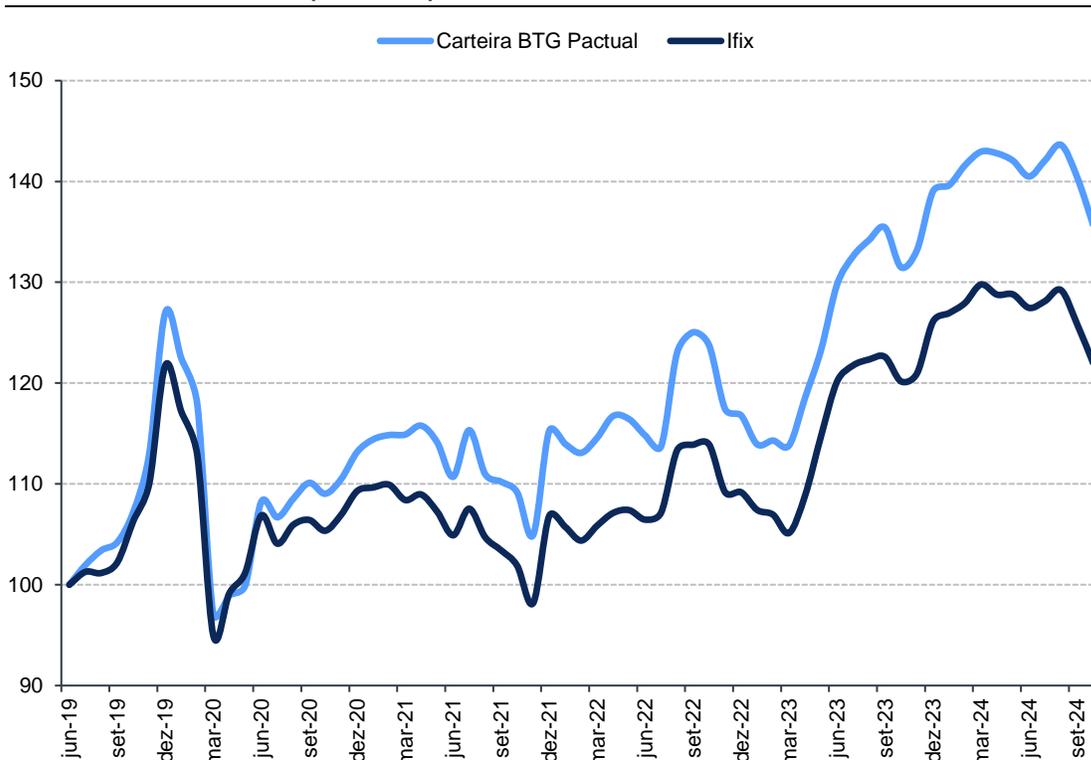
No segmento de renda urbana, o **TRX Real Estate (TRXF11)** concluiu a [aquisição](#) de um imóvel para desenvolvimento e locação para a Obramax, empresa do grupo Leroy Merlin. Segundo a gestão, o valor total do compromisso assumido pelo fundo com a aquisição do imóvel – localizado na região metropolitana do Rio de Janeiro (RJ) – é de R\$ 106 milhões.

Já o **Pátria Renda Urbana (HGRU11)** concluiu a aquisição de vários imóveis durante o mês, destacando-se a compra dos ativos do Succespar Varejo FII (**SPVJ11**) por R\$ 645 milhões (R\$ 4,3 mil/m² e *cap rate* de 8,9%) e os imóveis do Mint Educacional FII (**MINT11**) por R\$ 93 milhões (R\$ 4,7 mil/m² e *cap rate* de 11,9%). Além disso, o fundo concluiu a [compra](#) de todas as ações de uma SPE que possui 22 imóveis comerciais locados para a Pernambucanas por ~R\$ 190 milhões (R\$ 4,4 mil/m²), com aluguel mínimo mensal de R\$ 1,4 milhão, equivalente a ~R\$ 0,07 por cota. O fundo também [comprou](#) o Ed. Paulista 2000 (SP) por R\$ 72 milhões (R\$ 11,8 mil/m² e *cap rate* de 9,1%), garantindo um aluguel de R\$ 544 mil (R\$ 89,31/m²), equivalente a R\$ 0,03 por cota.

Performance histórica e resultados do mês

Fundo	Peso	Retorno
Código	(%)	(%)
BTCI11	8,5%	-8,23%
KNCR11	5,0%	-0,73%
CPTS11	5,5%	-6,80%
KNIP11	7,5%	-1,90%
CLIN11	3,5%	-0,58%
RBRR11	9,0%	-2,29%
RBRY11	8,0%	-3,74%
VILG11	6,0%	-3,16%
BRCO11	4,5%	-2,57%
BTLG11	7,0%	-1,05%
HGLG11	2,0%	-1,38%
RBRP11	0,5%	-1,84%
KNRI11	1,5%	0,00%
BRCR11	3,5%	-7,86%
PVBI11	7,5%	-4,42%
XPML11	5,5%	-2,63%
HGBS11	2,0%	-2,00%
HFOF11	4,0%	-3,30%
TRXF11	7,0%	-3,61%
HGRU11	2,00%	0,27%
Total	100%	-3,36%

Performance histórica (base 100)



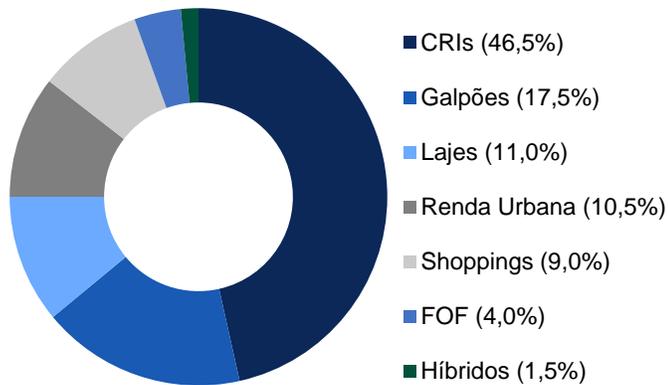
	Janeiro	Fevereiro	Março	Abril	Maior	Junho	Julho	Agosto	Setembro	Outubro	Novembro	Dezembro	No ano	Desde o início
2024														
BTG	0,42%	1,43%	0,95%	-0,12%	-0,51%	-1,10%	1,14%	1,09%	-2,20%	-3,36%	-	-	-2,36%	35,74%
IFIX	0,67%	0,79%	1,43%	-0,77%	0,02%	-1,04%	0,52%	0,86%	-2,58%	-3,06%	-	-	-3,22%	22,04%
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 outubro de 2024.

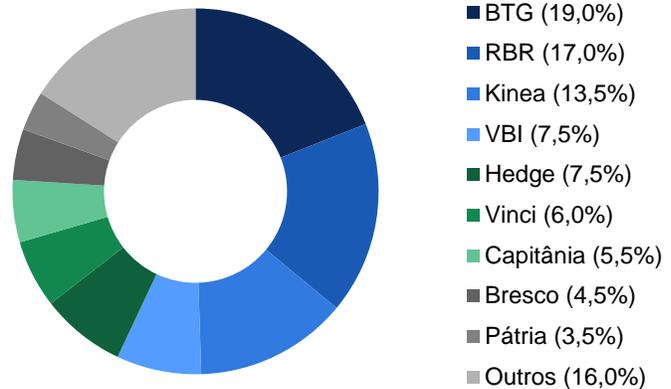
Carteira recomendada

Dividend yield anualizado	Dividend yield LTM	Volume diário médio	Volatilidade anualizada
10,6%	10,7%	R\$ 5,9 MM	13,8%

Exposição por segmento



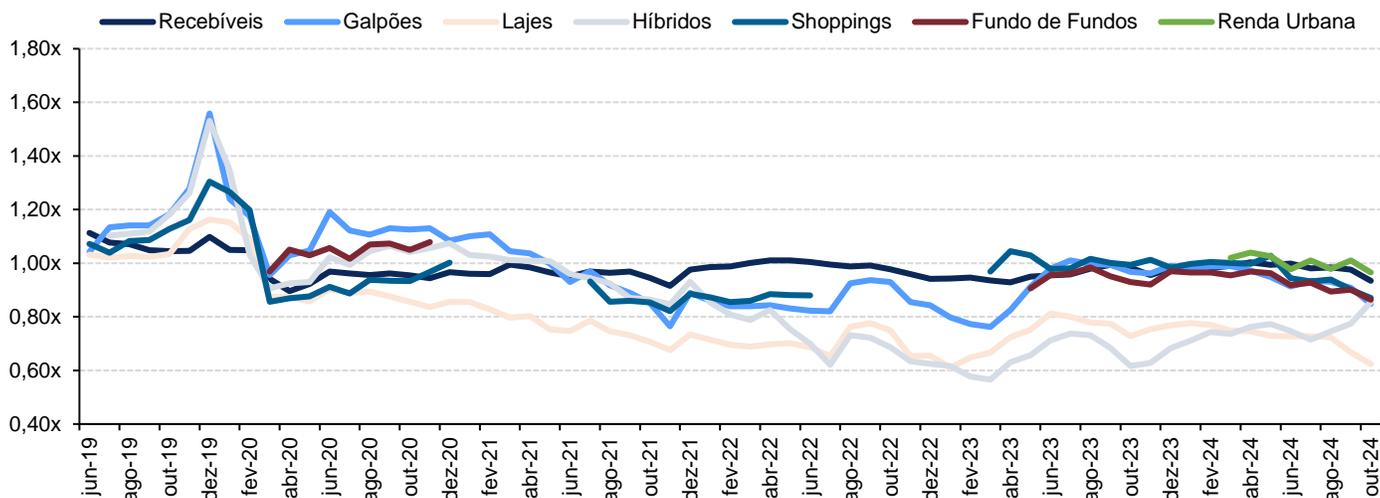
Exposição por gestora



Fundo	Peso	Características		Preço	P/VPA	Liquidez	Dividend Yield		Performance	
Código	(%)	Gestora	Segmento	-	-	R\$ milhares	Anualizado	LTM	1M (%)	12M (%)
BTIC11	8,5%	BTG Pactual	Recebíveis	9,1	0,91x	1.707	11,9%	12,3%	-8,2%	4,7%
KNCR11	4,5%	Kinea	Recebíveis	104,5	1,03x	15.127	11,7%	11,4%	-0,7%	14,9%
CPTS11	5,5%	Capitânia	Recebíveis	7,2	0,83x	11.288	12,0%	12,2%	-6,8%	2,5%
KNIP11	7,5%	Kinea	Recebíveis	91,5	0,97x	9.004	9,2%	11,0%	-1,9%	10,5%
CLIN11	3,5%	Clave	Recebíveis	93,5	0,96x	1.440	12,2%	-	-0,6%	-
RBRR11	9,0%	RBR	Recebíveis	86,1	0,92x	3.030	11,2%	11,2%	-2,3%	9,4%
RBRY11	8,0%	RBR	Recebíveis	91,8	0,94x	3.546	11,8%	12,9%	-3,7%	3,1%
VILG11	6,0%	Vinci	Galpões Logísticos	81,3	0,72x	1.898	9,0%	9,2%	-3,2%	-13,7%
BRCO11	4,5%	Bresco	Galpões Logísticos	107,9	0,91x	2.895	9,7%	9,9%	-2,6%	-3,3%
BTLG11	7,0%	BTG Pactual	Galpões Logísticos	96,0	0,92x	9.354	9,7%	9,6%	-1,0%	6,0%
KNRI11	1,5%	Kinea	Híbrido	138,3	0,85x	7.837	8,7%	8,7%	0,0%	-6,3%
BRCR11	3,5%	BTG Pactual	Lajes Corporativas	43,5	0,49x	1.379	13,8%	12,8%	-7,9%	-4,7%
PVBI11	7,5%	VBI	Lajes Corporativas	80,0	0,76x	6.812	8,3%	9,9%	-4,4%	-15,8%
XPML11	5,5%	XP Asset	Shoppings	103,7	0,87x	15.116	10,6%	10,5%	-2,6%	5,0%
HGBS11	3,5%	Hedge	Lajes Corporativas	197,8	0,87x	3.453	9,7%	10,8%	-2,0%	-4,7%
HFOF11	4,0%	Hedge	Fundo de Fundos	65,0	0,86x	1.963	10,7%	11,6%	-3,3%	-4,1%
TRXF11	7,0%	TRX	Renda Urbana	101,0	0,97x	6.515	11,1%	11,7%	-3,6%	4,6%
HGRU11	3,5%	Pátria	Renda Urbana	121,0	0,97x	3.687	8,4%	10,0%	0,3%	3,4%
Total	100%			-	0,88x	5.920	10,6%	10,7%	-	-

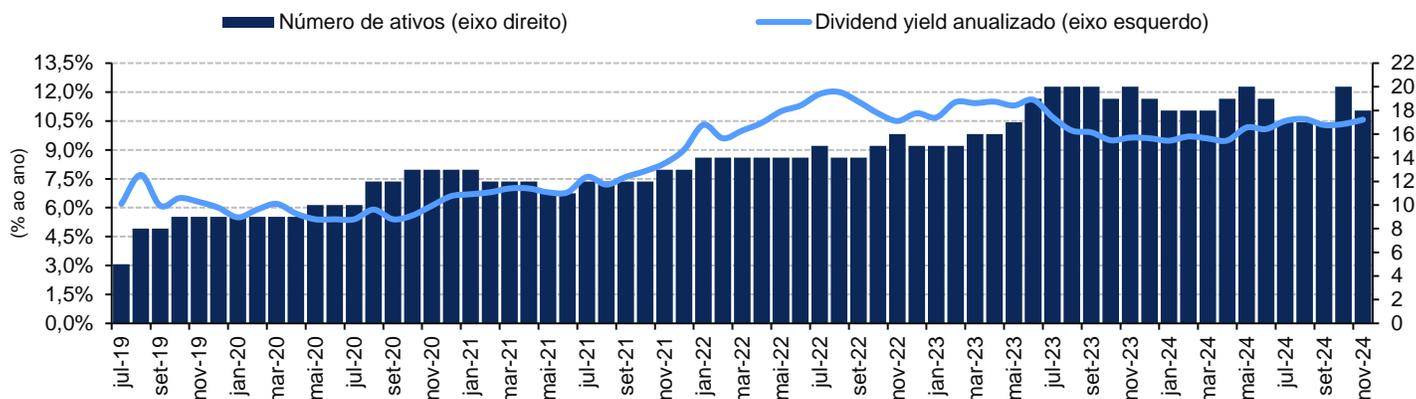
Fontes: Economática e BTG Pactual. Data-base: 31 de outubro. Glossário pode ser acessado aqui.

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



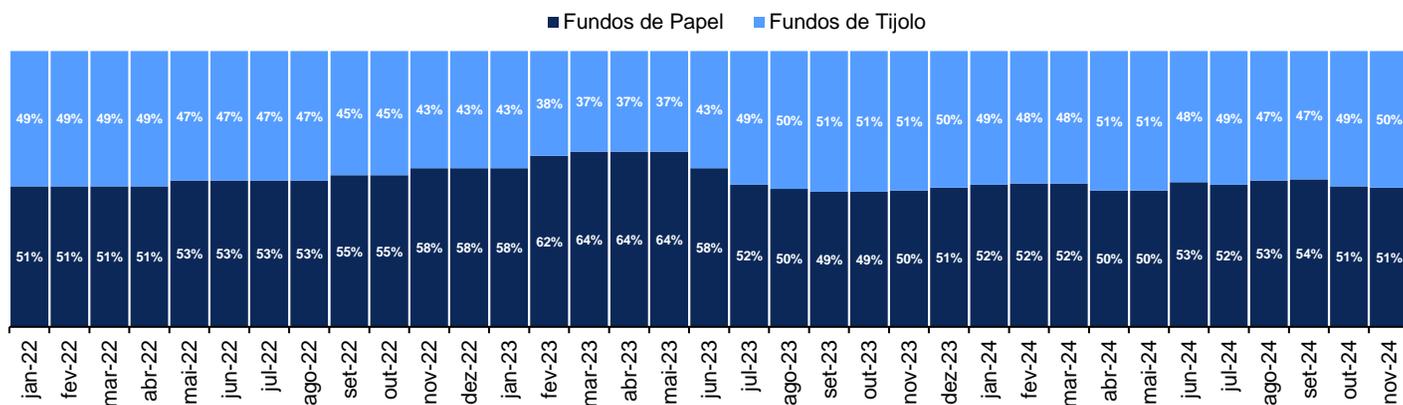
Fonte: BTG Pactual.

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
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
KNRI11	Nossa recomendação de compra para o KNRI11 segue os seguintes fundamentos: (i) grande representatividade no segmento híbrido (o fundo possui mais de R\$ 4 bilhões de patrimônio investido); (ii) carteira diversificada de escritórios e galpões posicionados nas principais regiões do país; (iii) portfólio pulverizado de inquilinos; (iv) baixo nível de vacância física; (v) flexibilidade de mandato; (vi) equipe de gestão com larga experiência no setor imobiliário; e (vii) excelente 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) um dos maiores fundos 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
HGBS11	Nossa recomendação de compra para o HGBS11 segue os seguintes pilares: (i) portfólio de shopping centers localizados em regiões maduras; (ii) carteira diversificada em ativos dominantes, com maior exposição ao estado de São Paulo; (iii) baixo nível de alavancagem; (iv) alta liquidez no mercado secundário; e (v) boa performance operacional dos shoppings.	Site
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
HGRU11	Nossa recomendação para o HGRU11 está pautada nos seguintes pilares: (i) portfólio diversificado, com grande participação no estado de São Paulo; (ii) exposição aos segmentos de varejo alimentício, educação e vestuário; (iii) exposição a contratos atípicos de longo prazo; (iv) possibilidade de ganhos adicionais por meio da venda de imóveis; e (v) alta liquidez no mercado secundário.	Site
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; e (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).



O Pátria Investimentos é uma empresa global de gestão de ativos alternativos com mais de R\$ 200 bilhões sob gestão. Há mais de 35 anos no mercado, tem realizado diversos investimentos nas áreas de Private Equity, Infraestrutura, Public Equities, Real Estate e Crédito.



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 tenham 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 tenham 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 tem 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 do 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.

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