



Fundos Imobiliários

Carteira Recomendada

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Janeiro 2025



Carteira Recomendada de Fundos Imobiliários



Cenário doméstico 2024

Em 2024, a economia brasileira demonstrou resiliência na atividade econômica. O crescimento do PIB, estimado em 3,5% no ano, superou as expectativas do mercado, impulsionado pela queda na taxa de desemprego, a qual deve fechar em aproximadamente 6%. Por outro lado, a inflação deve encerrar o ano acima da meta, alimentada pelo aquecimento do mercado de trabalho e pela forte depreciação cambial, forçando o Banco Central a iniciar um novo ciclo de alta na taxa Selic.

Apesar de o primeiro semestre ter sido marcado por cortes na taxa de juros, o Copom alterou a rota monetária na reunião de setembro e encerrou o ano em 12,25% ao ano, com a perspectiva de novos aumentos para 2025. Em sua última reunião de dezembro, o BC surpreendeu o mercado com um ajuste de 1,0%, sinalizando que a inflação ainda não estava sob controle e que os juros precisariam permanecer elevados por mais tempo. Nessa linha, a ata da reunião confirmou a postura "hawkish" do comitê, reconheceu as dificuldades externas, como o cenário da vitória de Donald Trump nos Estados Unidos, bem como riscos internos, sobretudo nas contas públicas.

O cenário fiscal brasileiro se deteriorou ao longo de 2024, com a incerteza sobre o cumprimento das metas fiscais e a crescente pressão das despesas obrigatórias. Embora o governo tenha tentado implementar medidas para controlar os gastos públicos, a falta do consenso político em torno dessas ações gerou um clima de desconfiança dos investidores. Assim, a revisão das metas fiscais e a diluição das propostas de controle de gastos resultaram no aumento do risco fiscal, afetando negativamente as expectativas futuras de inflação. No mesmo período, o Brasil viu a sua moeda se desvalorizar significativamente, encerrando o ano com queda acima de 20% em relação ao dólar.

Performance

Nossa carteira apresentou alta de 0,11% em dezembro, ao passo que o Ifix registrou queda de 0,67% no mesmo período. No ano, nossa carteira registra queda de -4,74%, ao passo que o Ifix cai -5,89%.

Alterações na carteira

Estamos realizando as seguintes alterações em nossa carteira recomendada: (i) saída de XPML11 (5,50%); e (ii) aumento de posição em KNCR11 (5,50%).

BTG Pactual Equity Research

Daniel Marinelli

Banco BTG Pactual

Matheus Oliveira

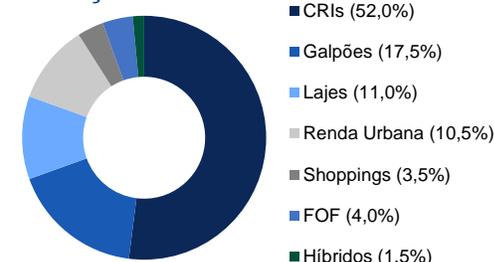
Banco BTG Pactual

Carteira recomendada

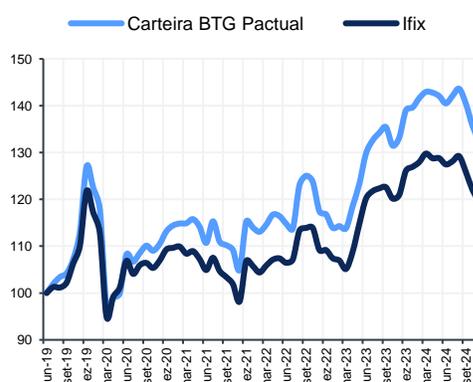
Ticker	Part.	P/VPA	DY ¹
BTCI11	8,5%	0,87x	12,6%
KNCR11	10,0%	1,01x	11,8%
CPTS11	5,5%	0,79x	12,3%
KNIP11	7,5%	0,97x	13,4%
CLIN11	3,5%	0,84x	14,8%
RBRR11	9,0%	0,90x	11,6%
RBRY11	8,0%	0,92x	12,9%
VILG11	6,0%	0,66x	10,2%
BRCO11	4,5%	0,86x	10,3%
BTLG11	7,0%	0,90x	10,0%
KNRI11	1,5%	0,85x	8,8%
BRCR11	3,5%	0,48x	14,4%
PVBI11	7,5%	0,73x	8,7%
HGBS11	3,5%	0,83x	10,4%
HFOF11	4,0%	0,83x	11,7%
TRXF11	7,0%	0,98x	29,9%
HGRU11	3,5%	0,95x	19,7%
Total	100%	0,86x	13,2%

¹ Dividend yield anualizado

Alocação setorial



Performance



Índice

Alterações na carteira	4
Retrospectiva 2024 e perspectivas 2025.....	4
Destaques da carteira recomendada	7
Recebíveis imobiliários (CRIs)	7
Galpões logísticos	7
Híbridos.....	7
Shopping centers	7
Renda Urbana	7
Performance histórica e resultados do mês	8
Carteira recomendada.....	9
Recomendações	11
BTCI11.....	11
KNCR11.....	11
CPTS11	11
KNIP11.....	11
CLIN11.....	11
RBRR11.....	11
RBRY11	11
BTLG11.....	12
VILG11.....	12
BRCO11.....	12
KNRI11	12
HFOF11	12
PVBI11.....	13
BRCR11.....	13
HGBS11.....	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) saída de XPML11 (5,50%); e (ii) aumento de posição em KNCR11 (5,50%).

No mês, elevamos nossa participação no KNCR11 por conta da carteira de crédito com exposição majoritária a operações pós-fixadas. O fundo negocia com leve ágio ao patrimonial e taxa equivalente a CDI + 1,10% ao ano, o que acreditamos ser atrativo considerando o potencial aumento dos dividendos por conta da elevação do CDI, bem como pelo perfil de risco *high grade*. Em contrapartida, reduzimos em 5,5% nossa exposição aos shoppings, por meio da saída do XPML11, que registrou a excelente performance de 22,3% (*alpha* de 9,41% vs. o Ifix) desde a sua inclusão na carteira em abril de 2023.

Como resultado das movimentações, nossa carteira apresenta liquidez média diária de R\$ 6,5 milhões, *dividend yield* médio ponderado de 13,2%, ao passo que o número de ativos foi reduzido para 17 FIIs.

Exposição setorial: Carteira BTG vs. IFIX

Setor	Mês Anterior	Alterações	Mês Atual	Bench.
-	-	Δ	-	IFIX
Receável	46,5%	5,5%	52,0%	41,1%
Galpão Logístico	17,5%	0,0%	17,5%	15,7%
Laje Corporativa	11,0%	0,0%	11,0%	7,6%
Shopping Center	9,0%	-5,5%	3,5%	12,0%
Fundo de Fundos	4,0%	0,0%	4,0%	4,0%
Híbrido	1,5%	0,0%	1,5%	6,1%
Renda Urbana	10,5%	0,0%	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	6,2%	3,9%
Desvio padrão anualizado	13,6%	12,0%
Mediana anual do retorno	7,4%	3,6%
Assimetria	-0,8	-0,8
Excesso de curtose	7,3	7,3
Máximo	12,4%	10,6%
Mínimo	-17,7%	-15,8%
Máximo drawdown	-23,6%	-22,0%

Fontes: Economatica e BTG Pactual.

Retrospectiva 2024 e perspectivas 2025

Em 2024, a economia brasileira demonstrou resiliência na atividade econômica. O crescimento do PIB, estimado em 3,5% no ano, superou as expectativas do mercado, impulsionado pela queda na taxa de desemprego, a qual deve fechar em aproximadamente 6%. Por outro lado, a inflação deve encerrar o ano acima da meta, alimentada pelo aquecimento do mercado de trabalho e pela forte depreciação cambial, forçando o Banco Central a iniciar um novo ciclo de alta na taxa Selic. Apesar de o primeiro semestre ter sido marcado por cortes na taxa de juros, o Copom alterou a rota monetária na reunião de setembro e encerrou o ano em 12,25% ao ano, com a perspectiva de novos aumentos para 2025. Em sua última reunião de dezembro, o BC surpreendeu o mercado com um ajuste de 1,0%, sinalizando que a inflação ainda não estava sob controle e que os juros precisariam permanecer elevados por mais tempo. Nessa linha, a ata da reunião confirmou a postura "*hawkish*" do comitê, reconheceu as dificuldades externas, como o cenário da vitória de Donald Trump nos Estados Unidos, bem como riscos internos, sobretudo nas contas públicas.

O cenário fiscal brasileiro se deteriorou ao longo de 2024, com a incerteza sobre o cumprimento das metas fiscais e a crescente pressão das despesas obrigatórias. Embora o governo tenha tentado implementar medidas para controlar os gastos públicos, a falta do consenso político em torno dessas ações gerou um clima de desconfiança dos investidores. Assim, a revisão das metas fiscais e a diluição das propostas de controle de gastos resultaram no aumento do risco fiscal, afetando negativamente as expectativas futuras de inflação. No mesmo período, o Brasil viu a sua moeda se desvalorizar significativamente, encerrando o ano com queda acima de 20% em relação ao dólar.

Assim, o Ibovespa registrou queda de -10,36% em 2024, enquanto o Ifix caiu -5,89% no mesmo período. Olhando para a frente, temos um cenário de cautela para 2025. A inflação deve seguir pressionada com taxa projetada de 5,5% em 2025, bem como uma desaceleração do PIB para 1,5% devido ao impacto da política monetária mais restritiva na atividade

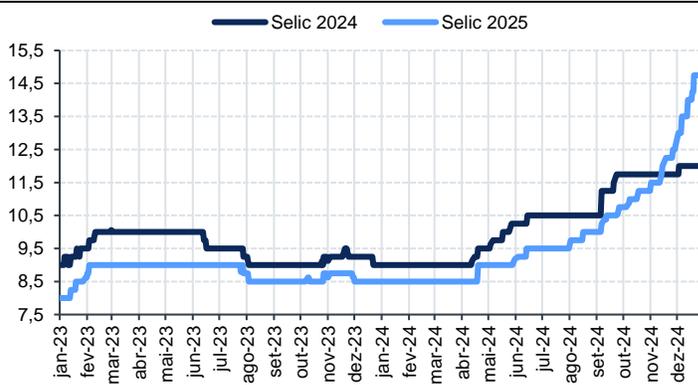
econômica. A estimativa de nossos economistas é que a Selic deve continuar sua trajetória de alta e ultrapassar os 14% ao ano no segundo semestre de 2025, caso o governo não implemente medidas fiscais mais robustas. Sem um controle efetivo das despesas obrigatórias e a aprovação de reformas fiscais estruturais, o Brasil tende a apresentar um cenário desafiador para os ativos de renda variável ao longo de 2025.

BTG Pactual: Projeções Macroeconômicas

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
PIB (%, a/a real)	-3,28%	4,76%	2,90%	2,90%	3,50%	1,50%
Desemprego (%)	14,20%	11,10%	7,90%	7,40%	6,50%	7,10%
IPCA (%, a/a)	4,52%	10,06%	5,79%	4,62%	4,90%	5,50%
Selic (%, a/a)	2,00%	9,25%	13,75%	11,75%	12,25%	12,50%
Dívida Bruta (% do PIB)	86,90%	77,3%	71,7%	74,4%	77,7%	82,4%

Fonte: BTG Pactual.

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



Fontes: Boletim Focus e BTG Pactual.

Refletindo o cenário econômico conturbado, o mercado de FIIs apresentou em 2024 a sua pior performance desde 2020. Nossa carteira recomendada apresentou alta de 0,11% em dezembro, ao passo que o Ifix registrou queda de -0,67% no mesmo período, enquanto na variação anual nossa carteira registrou queda de -4,74% (vs. queda de -5,89% do Ifix).

Na nossa visão, a performance dos ativos não reflete a melhora de fundamento que observamos no mercado imobiliário em 2024, uma vez que os indicadores de ocupação e de preços dos aluguéis se elevaram, ao mesmo tempo que diversos fundos conseguiram realizar uma série de movimentações de compra e venda de imóveis (leia-se reciclagem de ativos), aumentando sua distribuição de rendimentos e reduzindo a alavancagem. Assim, reforçamos que os FIIs de alta qualidade entram em 2025 em patamares operacionais melhores do que os apresentados no início de 2024, ainda que os preços no mercado secundário não reflitam essa realidade. Analisando a performance setorial dos ativos, na média, nenhum segmento encerrou o ano com performance positiva, sendo que apenas os segmentos de desenvolvimento e recebíveis apresentaram quedas inferiores ao Ifix.

Ifix: Performance setorial

Setor	Performance (%)				Liquidez R\$ mil/dia	P/VPA -	Dividend yield LTM (%)
	Mês (MTD)	Ano (YTD)	6M	12M			
-							
Desenvolvimento	-4,3%	-1,8%	-12,5%	-1,8%	5.296,3	0,84x	16,2%
Recebível	-2,5%	-3,6%	-7,0%	-3,6%	3.295,3	0,83x	14,4%
Ifix	-0,7%	-5,9%	-6,9%	-5,9%	6.388,6	0,86x	12,3%
Renda Urbana	0,3%	-8,0%	-4,6%	-8,0%	3.671,7	0,86x	12,2%
Híbrido	-1,5%	-8,9%	-9,7%	-8,9%	2.090,3	0,73x	12,0%
Galpão Logístico	-1,9%	-10,1%	-8,5%	-10,1%	3.403,0	0,75x	11,8%
Hedge Fund	-1,8%	-10,6%	-8,9%	-10,6%	2.984,7	0,85x	14,0%
Fundo de Fundos	-1,5%	-11,5%	-12,7%	-11,5%	1.237,5	0,86x	12,9%
Shopping Center	-1,9%	-12,0%	-11,4%	-12,0%	4.587,7	0,74x	12,3%
Agronegócio	-2,8%	-12,0%	-6,3%	-12,0%	2.153,6	0,63x	11,8%
Laje Corporativa	-0,3%	-12,2%	-10,4%	-12,2%	1.559,6	0,62x	20,5%

Fontes: Economática e BTG Pactual.

Acreditamos que o forte movimento de ajuste abriu uma janela de oportunidades para os investidores que têm um horizonte de investimento de longo prazo. Olhando para a frente, acreditamos que a melhora operacional da maior parte dos fundos deve seguir seu curso, mas com menor ímpeto. Para 2025, nossas preferências se baseiam em: (i) fundos de recebíveis

com exposição a ativos de perfil de risco *high grade* e indexação ao CDI, oferecendo maior estabilidade na distribuição de dividendos; (ii) fundos de recebíveis com exposição a operações indexadas ao IPCA, oferecendo a possibilidade de valorização por meio da marcação a mercado e carregos atrativo, uma vez que diversos fundos negociam com taxas superiores a IPCA + 8% ao ano; (iii) fundos de renda urbana, que oferecem maior estabilidade em termos de rendimentos, ampla diversificação geográfica, exposição a contratos atípicos e possibilidade de geração de ganho de capital via venda de ativos; e (iv) fundos de tijolo blue chip descontados que detenham carteiras diversificadas com ativos bem localizados. Abaixo, nossas perspectivas para cada segmento:

Recebíveis Imobiliários



Diante da aceleração da inflação e do aumento dos juros, entendemos que os fundos de recebíveis podem elevar suas distribuições de rendimentos ao longo de 2025. Além disso, considerando os preços atuais, a ampla liquidez, a diversificação das carteiras e a taxa efetiva que alguns fundos negociam (em alguns casos superando o nível de IPCA + 8% ao ano), acreditamos que o segmento oferece boas oportunidades com foco em renda e valorização das cotas. Nossa preferência segue sendo os ativos de perfil *high/mid grade*.

Galpões Logísticos



O segmento apresentou grande evolução em seus indicadores operacionais ao longo de 2024, se consolidando como um dos principais segmentos dentro do mercado de FIIs de tijolo. Para 2025, acreditamos que a tendência segue positiva, uma vez que boa parte dos novos lançamentos tem sido absorvida sem necessariamente impactar a dinâmica comercial das regiões. Seguimos preferindo fundos com maior exposição ao estado de São Paulo, em especial às regiões mais próximas da capital.

Lajes Corporativas



O segmento segue apresentando melhora gradual em seus indicadores de vacância e preços dos aluguéis. Olhando para 2025, dado o contexto de elevação dos juros, acreditamos que o ritmo de crescimento deve ser reduzido, com maior impacto nas regiões secundárias. Mantemos uma visão positiva para os fundos com exposição às regiões da Av. Faria Lima, Pinheiros e Vila Olímpia devido aos seus elevados índices de ocupação, proporcionando maior capacidade para ajustes nos aluguéis em termos reais, sendo opções mais conservadoras e voltadas para renda.

Shopping Centers



Depois de entregar bons resultados operacionais ao longo de todo o ano de 2024 (e.g., aumento de vendas, índices de ocupação e ampliação dos portfólios por meio de aquisições), seguimos otimistas quanto à capacidade dos fundos de shopping centers em seguir entregando dividendos competitivos ao longo de 2025.

Renda Urbana



O segmento de renda urbana se destaca pela sua resiliência e por seu dinamismo em diferentes contextos econômicos, uma vez que: (i) a exposição a contratos atípicos de longo prazo traz maior previsibilidade aos rendimentos; e (ii) existe a possibilidade de geração de ganho de capital por meio da venda de seus imóveis a outros investidores e pessoas físicas. Olhando para 2025, entendemos que essas duas características contribuíram positivamente para a entrega de dividendos competitivos, sendo uma boa opção para alocações conservadoras.

Fundo de Fundos



Entendemos que os FOFs devem seguir pressionados por conta da performance recente do mercado de FIIs e pelos juros elevados. Acreditamos que, até que haja uma sinalização de retomada mais sólida do mercado, a performance dos FOFs deve seguir de lado. Apesar de enxergarmos um cenário mais estático, entendemos que o duplo desconto dos fundos é bastante atrativo no momento atual de mercado.

Destaques da carteira recomendada

Recebíveis imobiliários (CRIs)

Entre os fundos de recebíveis, o **Kinea Rendimentos Imobiliários (KNCR11)** alocou R\$ 103 milhões em duas novas operações, sendo R\$ 90 milhões no CRI Hotel Hilton Copacabana e R\$ 13 milhões no CRI JSRE – Ed. Rochaverá, operações com taxas de CDI + 2,0% ao ano e CDI + 2,6% ao ano, respectivamente. Como instrumentos de garantia, os CRIs contam com alienação fiduciária dos imóveis, cessão fiduciária de recebíveis e fundo de reserva.

Já o **Capitânia Securities II (CPTS11)** aprovou em AGE: (i) a adaptação do regulamento do fundo para a resolução CVM nº 175; (ii) flexibilização da política de investimentos (com base nos fundos com formato “*hedge fund*”); (iii) reduziu a taxa de administração de 1,05% para 0,90% ao ano e incluiu uma taxa de performance de 15% do que exceder o CDI; e (iv) zerou a taxa de gestão para o percentual do CPTS11 alocado em fundos geridos pela Capitânia.

Por fim, o **Kinea Índices de Preços (KNIP11)** investiu R\$ 147 milhões em novas operações, sendo R\$ 128 milhões no CRI VISC – Portfólio Ancar (IPCA + 8,0% ao ano). Tal operação visa financiar a aquisição de um portfólio de quatro shoppings pelo Vinci Shoppings FII (VISC11). Em termos de garantias, o CRI conta com alienação fiduciária dos imóveis, cessão fiduciária de recebíveis e hipoteca.

Galpões logísticos

Quanto ao segmento de galpões logísticos, o **BTG Pactual Logística (BTLG11)** concluiu a **venda** do imóvel BTLG Ambev Santa Luzia (MG), recebendo a última parcela de R\$ 45 milhões. Com essa venda, o fundo obteve lucro de R\$ 18 milhões e TIR de 21,5%, equivalente a R\$ 0,43 por cota. Além disso, o fundo ainda tem a receber R\$ 30 milhões pela venda dos ativos BTLG Camaçari (BA) e BTLG Campinas (SP), a serem pagos em duas parcelas, uma em junho de 2025 e outra em dezembro de 2025.

Por fim, o **Vinci Logística (VILG11)** assinou um compromisso para **vender** 19% do Parque Logístico Osasco (SP) por R\$ 21 milhões (*cap rate* de 7%). Como resultado da transação, a gestão estima um lucro de R\$ 6 milhões (R\$ 0,42 por cota), equivalente à TIR de 15,6%. Ainda, o fundo assinou dois novos contratos de locação (7,3 mil m²) para o ativo Caxias Park (RJ), levando o empreendimento a 100% de ocupação.

Híbridos

Já o **Kinea Renda Imobiliária FII (KNRI11)** anunciou que os ativos Madison (SP) e Botafogo Trade Center (RJ) receberam a certificação LEED Operations and Maintenance na categoria Gold, completando a certificação LEED de 100% do portfólio de escritórios. Além disso, houve a desocupação de um andar do Ed. Boulevard Corporate Tower (MG) pela WeWork, resultando em vacância física de 3%.

Shopping centers

Em relação ao segmento de shopping centers, o **XP Malls (XPML11)** concluiu a **aquisição** de 25% do Jundiá Shopping (SP), anteriormente detido pela Multiplan, por R\$ 253 milhões. Como resultado da transação, a gestão estima um impacto financeiro positivo de R\$ 19 milhões no primeiro ano de operação, equivalente a R\$ 0,37 por cota.

Sobre o **Hedge Brasil Shopping (HGBS11)**, o fundo anunciou a **aquisição** de 25% do Shopping Jaraguá Araraquara (SP) por R\$ 63 milhões. A operação tem *cap rate* estimado de 9% para 2025 e 12% para 2028. Com essa aquisição, o fundo agora possui participação em 20 shopping centers em 15 cidades, com 87% de sua carteira investida em ativos no estado de São Paulo. Além disso, o fundo encerrou sua 10ª emissão de cotas com a **captação** de R\$ 41 milhões.

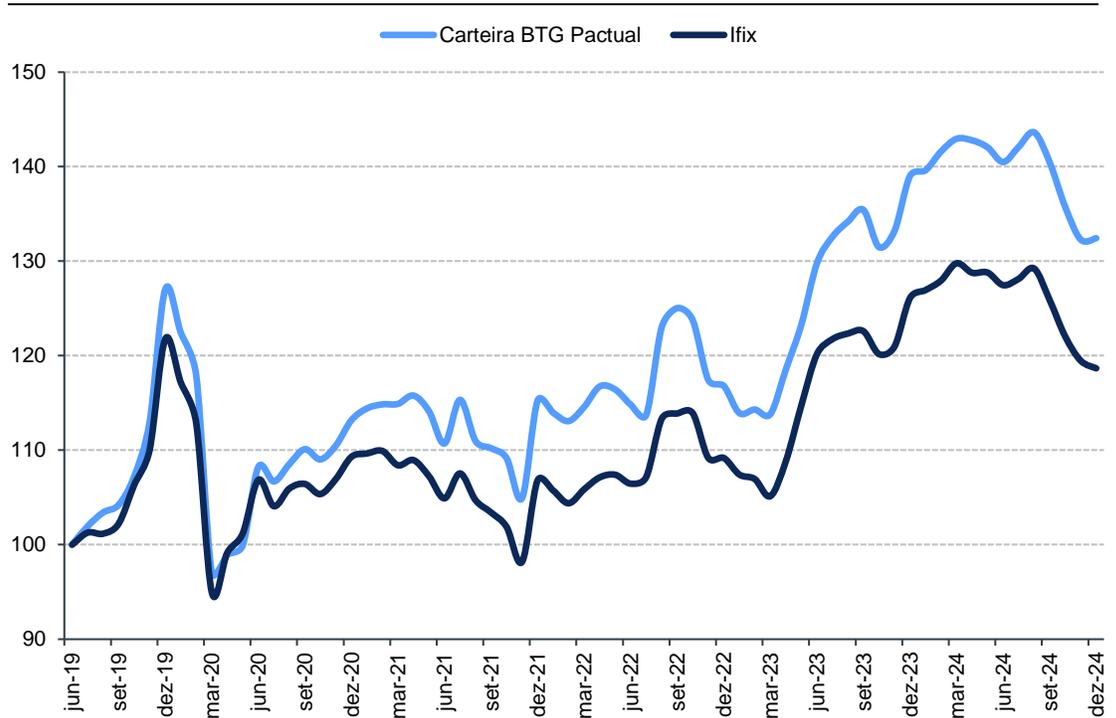
Renda Urbana

No segmento de renda urbana, o **Pátria Renda Urbana (HGRU11)** anunciou o resultado da **reavaliação** do valor justo de seus imóveis. Segundo a Colliers, o valor justo das participações do fundo apresentou valorização de 3,06%, resultando em uma variação positiva de 2,99% de sua cota patrimonial.

Performance histórica e resultados do mês

Fundo	Peso	Retorno
Código	(%)	(%)
BTCI11	8,5%	-3,22%
KNCR11	4,5%	-0,17%
CPTS11	5,5%	0,27%
KNIP11	7,5%	0,52%
CLIN11	3,5%	-7,03%
RBRR11	9,0%	4,28%
RBRY11	8,0%	-0,52%
VILG11	6,0%	-2,66%
BRCO11	4,5%	2,57%
BTLG11	7,0%	-0,34%
KNRI11	1,5%	4,66%
BRCR11	3,5%	-1,19%
PVBI11	7,5%	4,21%
XPML11	5,5%	-1,90%
HGBS11	3,5%	-2,78%
HFOF11	4,0%	-0,26%
TRXF11	7,0%	1,05%
HGRU11	3,5%	2,89%
Total	100%	0,11%

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%	-2,54%	0,11%	-4,74%	32,43%
IFIX	0,67%	0,79%	1,43%	-0,77%	0,02%	-1,04%	0,52%	0,86%	-2,58%	-3,06%	-2,11%	-0,67%	-5,89%	18,67%
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: 30 de dezembro de 2024.

Carteira recomendada

Dividend yield anualizado

13,2%

Dividend yield LTM

11,6%

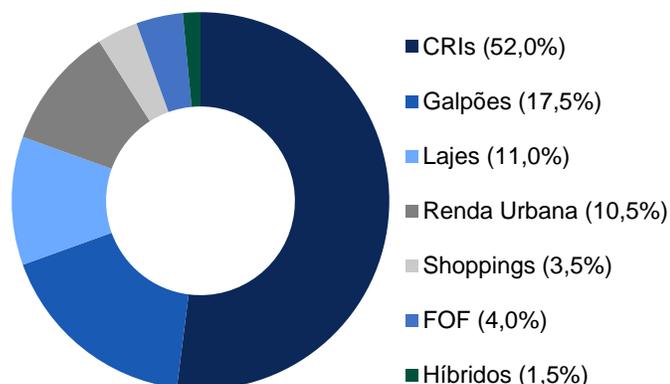
Volume diário médio

R\$ 6,5 MM

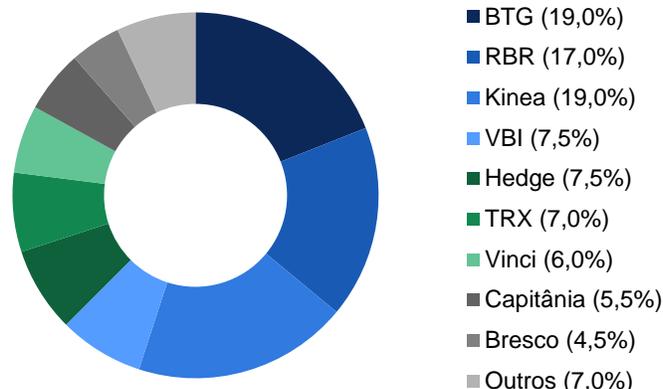
Volatilidade anualizada

13,6%

Exposição por segmento



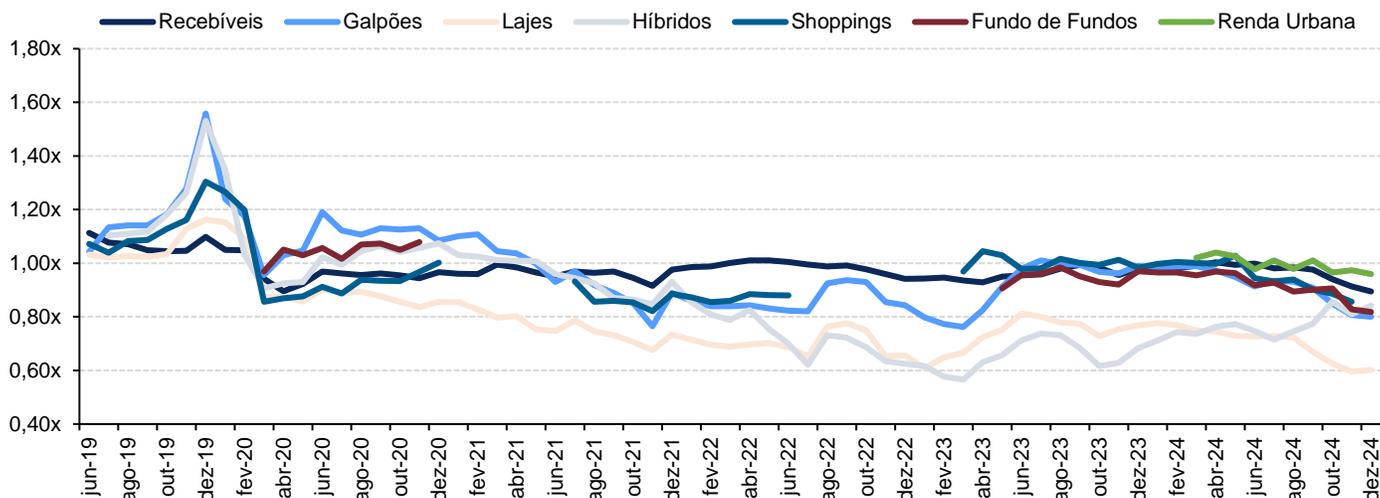
Exposição por gestora



Fundo	Peso	Características		Preço	P/VPA	Liquidez	Dividend Yield		Performance	
Código	(%)	Gestora	Segmento	-	-	R\$ milhares	Anualizado	LTM	1M (%)	12M (%)
BTCI11	8,5%	BTG Pactual	Recebíveis	8,7	0,87x	2.162	12,6%	12,8%	-3,2%	-2,1%
KNCR11	10,0%	Kinea	Recebíveis	102,0	1,01x	15.620	11,8%	11,5%	-0,2%	10,8%
CPTS11	5,5%	Capitânia	Recebíveis	6,8	0,79x	12.134	12,3%	13,1%	0,3%	-10,0%
KNIP11	7,5%	Kinea	Recebíveis	89,3	0,97x	11.508	13,4%	11,4%	0,5%	5,3%
CLIN11	3,5%	Clave	Recebíveis	81,1	0,84x	1.727	14,8%	14,6%	-7,0%	-8,1%
RBRR11	9,0%	RBR	Recebíveis	82,8	0,90x	3.608	11,6%	12,0%	4,3%	3,8%
RBRY11	8,0%	RBR	Recebíveis	88,6	0,92x	3.697	12,9%	13,2%	-0,5%	0,3%
VILG11	6,0%	Vinci	Galpões Logísticos	74,0	0,66x	2.105	10,2%	9,9%	-2,7%	-18,3%
BRCO11	4,5%	Bresco	Galpões Logísticos	101,1	0,86x	3.969	10,3%	10,4%	2,6%	-9,4%
BTLG11	7,0%	BTG Pactual	Galpões Logísticos	93,9	0,90x	10.304	10,0%	9,9%	-0,3%	-0,6%
KNRI11	1,5%	Kinea	Híbrido	135,9	0,85x	6.505	8,8%	8,8%	4,7%	-10,3%
BRCR11	3,5%	BTG Pactual	Lajes Corporativas	41,6	0,48x	1.628	14,4%	13,8%	-1,2%	-16,5%
PVBI11	7,5%	VBI	Lajes Corporativas	76,0	0,73x	6.018	8,7%	9,9%	4,2%	-19,5%
HGBS11	3,5%	Hedge	Lajes Corporativas	184,5	0,83x	3.372	10,4%	11,0%	-2,8%	-11,3%
HFOF11	4,0%	Hedge	Fundo de Fundos	57,2	0,83x	2.431	11,7%	12,8%	-0,3%	-19,9%
TRXF11	7,0%	TRX	Renda Urbana	100,4	0,98x	6.414	29,9%	11,6%	1,1%	3,1%
HGRU11	3,5%	Pátria	Renda Urbana	116,0	0,95x	6.081	19,7%	10,3%	2,9%	-6,7%
Total	100%			-	0,86x	6.466	13,2%	11,6%	-	-

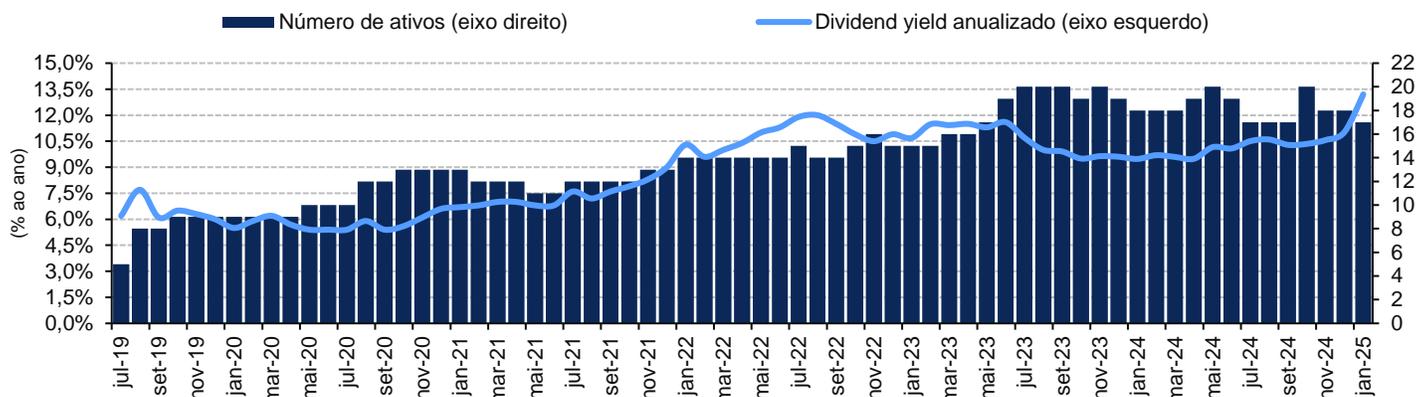
Fontes: Economatica e BTG Pactual. Data-base: 29 de novembro. Glossário pode ser acessado [aqui](#).

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



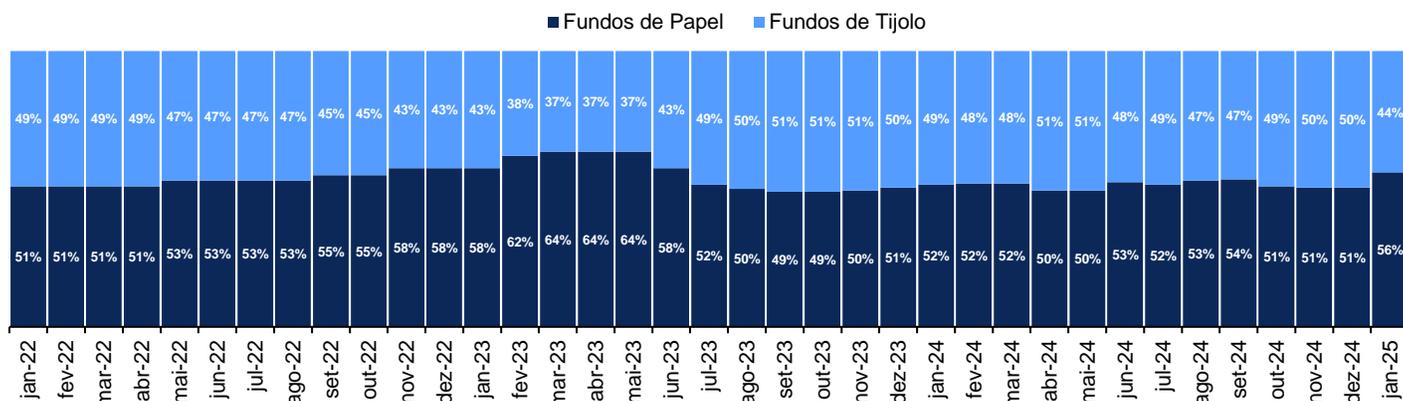
Fonte: BTG Pactual.

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 sustentada 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 firmada 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 firmada 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 de inquilinos pulverizado; (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 é pautada pelos 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 com excelente qualidade creditícia; (iv) possibilidade de ganhos adicionais através da alienação de ativos; e (v) alta liquidez.	Site
BRCR11	Nossa recomendação para o BRCR11 é pautada pelos 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

Renda urbana

Fundo	Tese de alocação	Análises
HGRU11	Nossa recomendação para o HGRU11 está firmada 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 é pautada pelos 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. Tem 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 tem 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 têm 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, de shoppings centers, logístico, de escritórios e de crédito imobiliário, tendo mais de R\$ 5 bilhões de ativos sob gestão.

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 tem 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, conseqüentemente, 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, conseqüentemente, a rentabilidade do fundo que é o tomador dessa dívida. Para mitigar esse potencial risco, os tomadores impõem multas de pré-pagamento.

Glossário

ABL: Área Bruta Locável.

Benchmark: Índice de referência.

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

Cap rate: Taxa de capitalização.

CCV: Contrato de Compra e Venda.

Código: Código de negociação do FII na Bolsa.

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

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

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

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

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

Follow-On: Oferta pública subsequente ao IPO.

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

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

High Yield: Ativos de renda fixa atrelados a devedores com risco elevado, 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 relação da dívida com 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 vinculada 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 dele 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, 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 pontos de referência:

- (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 para o 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 emitido 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 especial. Os investidores devem obter aconselhamento financeiro independente segundo 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 interesse 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