

# Fundos Imobiliários

Carteira Recomendada

Equity Research  
Banco BTG Pactual S.A.

Janeiro 2026



# Carteira Recomendada de Fundos Imobiliários



## Cenário doméstico 2025

*Em 2025, a economia brasileira atravessou um processo de desaceleração moderado* após um bom crescimento em 2024. O início do ano foi marcado por um ambiente macroeconômico desafiador, com inflação acima do teto da meta, mercado de trabalho apertado, elevado endividamento das famílias e dúvidas sobre a sustentabilidade fiscal. Esse contexto levou o Banco Central a manter postura contracionista, com a taxa Selic em 15% ao ano. Ao longo dos meses, o aperto monetário contribuiu para a redução do consumo das famílias e da atividade nos setores cíclicos. Ainda que o crescimento do PIB em 2025 tenha se mantido positivo (expectativa de 2,2%), a composição tornou-se menos dependente da demanda doméstica e mais concentrada em setores como a agropecuária e a indústria extrativa.

**O mercado de trabalho passou por uma inflexão ao longo do ano.** A geração de empregos formais desacelerou, a criação de vagas surpreendeu negativamente e a massa salarial apresentou moderação. Apesar da taxa de desemprego ter permanecido baixa, esse movimento refletiu a redução da taxa de participação da força de trabalho, não um mercado excessivamente aquecido, contribuindo para a redução das pressões inflacionárias, especialmente nos serviços.

**No campo da inflação, as projeções próximas a 6% para o IPCA no início de 2025 evoluíram de forma favorável** ao longo do ano, impulsionada pela apreciação do real, queda dos preços de commodities e desaceleração da demanda interna, com a inflação recuando para cerca de 4% ao final do período. No âmbito fiscal, apesar de melhora na margem, o quadro estrutural seguiu desafiador, com a dívida pública em alta. No cenário externo, episódios de volatilidade impactaram os ativos domésticos, ainda que o real tenha encerrado o ano com apreciação relevante. Em resumo, 2025 terminou com economia em desaceleração, inflação benigna, mercado de trabalho menos tensionado e política monetária restritiva, criando expectativas para flexibilização gradual dos juros em 2026.

## Performance

**Nossa carteira apresentou alta de 2,74% em dezembro**, abaixo do IPIX, que registrou alta de 3,14% no mesmo período.

## Alterações na carteira

**Estamos realizando as seguintes alterações em nossa carteira recomendada:** (i) aumento da exposição em BTLG11 (3,0%), MCC11 (1,5%) e KNIP11 (1,5%); (ii) redução das posições em KNCR11, HGRU11 e BTHF11, com diminuição de 1,5% em cada fundo; e (iii) saída de CLIN11 (1,5%).

## BTG Pactual Equity Research

**Daniel Marinelli**

Banco BTG Pactual

**Matheus Oliveira**

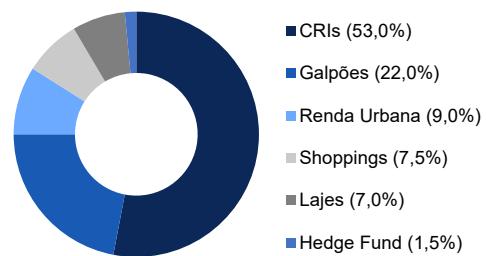
Banco BTG Pactual

## Carteira recomendada

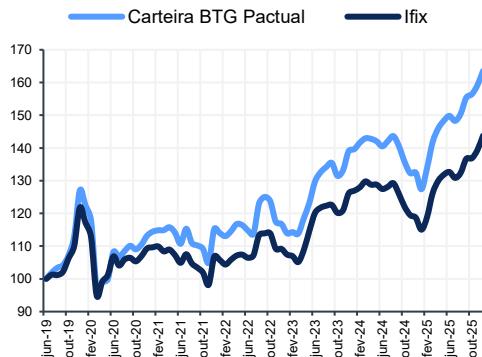
Ticker	Part.	P/VPA	DY <sup>1</sup>
BTCI11	6,0%	0,93x	12,3%
KNCR11	12,5%	1,05x	14,5%
KNIP11	12,5%	0,98x	9,3%
RBRR11	7,5%	0,94x	11,0%
RBRY11	9,0%	0,98x	15,3%
MCCI11	5,5%	0,98x	13,1%
VILG11	4,5%	0,88x	8,9%
BRCO11	4,5%	1,00x	8,9%
BTLG11	13,0%	0,99x	9,2%
BRCR11	3,5%	0,53x	10,7%
PVBI11	3,5%	0,76x	6,6%
HGBS11	1,0%	0,98x	9,0%
GZIT11	2,5%	0,51x	20,1%
HSML11	4,0%	0,89x	9,1%
TRXF11	7,0%	0,96x	12,2%
HGRU11	2,0%	0,98x	13,8%
BTHF11	1,5%	0,90x	12,2%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>0,94x</b>	<b>11,5%</b>

<sup>1</sup>Dividend yield anualizado

## Alocação setorial



## Performance



## Índice

Alterações na carteira .....	4
Retrospectiva 2025 e perspectivas 2026.....	4
Performance histórica e resultados do mês .....	8
Carteira recomendada.....	9
Recomendações .....	11
BTCI11.....	11
KNCR11.....	11
KNIP11.....	11
MCCI11.....	11
RBRR11.....	11
RBRY11.....	11
BTLG11.....	12
VILG11.....	12
BRCO11.....	12
PVBI11.....	12
BRCR11.....	12
HGBS11.....	13
HSML11.....	13
GZIT11.....	13
HGRU11.....	13
TRXF11.....	13
BTHF11.....	13
Gestoras.....	14
Avaliação dos fundos .....	15
Riscos.....	15
Glossário .....	16
<i>Disclaimers</i> .....	17

## Alterações na carteira

Estamos realizando as seguintes movimentações na carteira de FIIs deste mês: (i) aumento da exposição em BTLG11 (3,0%), MCCI11 (1,5%) e KNIP11 (1,5%); (ii) redução das posições em KNCR11, HGRU11 e BTHF11, com diminuição de 1,5% em cada fundo; e (iii) saída de CLIN11 (1,5%).

Para este mês, as reduções das posições têm como objetivo a realização dos ganhos acumulados ao longo de 2025. Esses fundos apresentaram valorização relevante e contribuíram com bom carregamento para a carteira. Apesar do ajuste, seguimos com uma visão construtiva para esses papéis.

As realocações foram direcionadas a ativos que consideramos bem-posicionados para o cenário de 2026. Reforçamos a parcela da carteira alocada em fundos de crédito indexados à inflação com perfil high grade ao aumentar a exposição em MCCI11 e KNIP11. Ambos negociam com leve desconto ante o valor patrimonial, apresentam TIRs implícitas atrativas (próximas a IPCA + 9% e IPCA + 10%, respectivamente) e oferecem uma relação risco vs. retorno favorável, especialmente em um contexto de fechamento da curva de juros. Também aumentamos a exposição em BTLG11, fundo logístico com ativos de qualidade e boa previsibilidade de renda suportada por contratos atípicos e elevada taxa de ocupação.

Como resultado das movimentações, nossa carteira agora conta com 17 ativos, com liquidez média diária ponderada de R\$ 7,7 milhões e *dividend yield* médio ponderado de 11,5%.

### Exposição setorial – Carteira BTG vs. IFIX

Setor	Mês Anterior	Alterações	Mês Atual	Bench.
-	-	Δ	-	IFIX
Recebível	53,0%	0,0%	53,0%	37,1%
Galpão Logístico	19,0%	3,0%	22,0%	15,8%
Renda Urbana	10,5%	-1,5%	9,0%	5,4%
Laje Corporativa	7,0%	0,0%	7,0%	7,9%
Hedge Fund	3,0%	-1,5%	1,5%	6,5%
Shopping Center	7,5%	0,0%	7,5%	13,1%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>-</b>	<b>100%</b>	<b>-</b>

Fontes: Economatica e BTG Pactual.

### Estatísticas históricas – Carteira BTG vs. IFIX

Estatísticas Históricas		
Métricas (cálculo mensal)	Carteira	IFIX
Média anualizada do retorno	8,8%	6,5%
Desvio padrão anualizado	13,1%	11,6%
Mediana anual do retorno	11,8%	6,0%
Assimetria	-0,8	-0,9
Máximo	12,4%	10,6%
Mínimo	-17,7%	-15,8%
Máximo drawdown	-23,6%	-22,0%
Tracking Error	3,5%	-

Fontes: Economatica e BTG Pactual.

## Retrospectiva 2025 e perspectivas 2026

Em 2025, a economia brasileira atravessou um processo de desaceleração moderado, após um bom crescimento em 2024. O início do ano foi marcado por um ambiente macroeconômico desafiador, caracterizado por inflação acima do teto da meta, mercado de trabalho apertado, elevado endividamento das famílias e dúvidas relevantes sobre a sustentabilidade fiscal. Esse contexto levou o Banco Central a manter uma postura contracionista, com a taxa Selic alcançando 15% ao ano. Ao longo dos meses, os efeitos do aperto monetário se tornaram mais evidentes, especialmente nos componentes mais sensíveis ao ciclo de juros, resultando na redução do consumo das famílias e da atividade nos setores cíclicos. Ainda que o crescimento do PIB em 2025 tenha se mantido positivo (com expectativa de crescimento de 2,2%), a composição desse crescimento tornou-se menos dependente da demanda doméstica e mais concentrada em setores exógenos, como a agropecuária e a indústria extrativa.

O mercado de trabalho, que começou o ano operando em níveis elevados, também passou por uma inflexão ao longo do ano. A geração de empregos formais desacelerou, a criação líquida de vagas surpreendeu negativamente e a massa salarial entrou em trajetória de moderação. Apesar de a taxa de desemprego ter permanecido baixa, esse movimento refletiu, em grande medida, a redução da taxa de participação da força de trabalho, não um mercado excessivamente aquecido. Esse arrefecimento gradual contribuiu para a redução das pressões inflacionárias, especialmente nos serviços mais sensíveis à dinâmica salarial. No campo da inflação, o início de 2025 marcava projeções próximas a 6% para o IPCA, mas o cenário evoluiu de forma favorável, impulsionado pela apreciação expressiva do real, queda dos preços de

commodities e desaceleração da demanda interna. Ao final do ano, a inflação projetada recuou para cerca de 4%, com melhora nos núcleos, ainda que os serviços tenham permanecido relativamente rígidos.

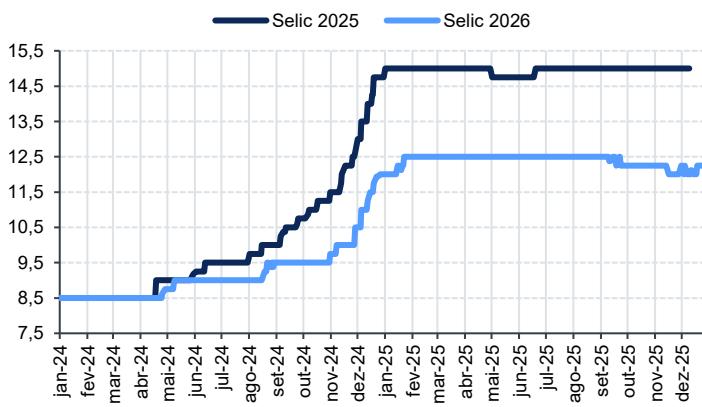
No âmbito fiscal, apesar de alguma melhora na margem ao longo do ano, impulsionada por surpresas positivas de arrecadação e reorganização de medidas legislativas, o quadro estrutural seguiu desafiador. A dívida pública manteve trajetória de alta e o risco fiscal deixou de se concentrar apenas no cumprimento das metas de curto prazo, passando a refletir, de forma mais clara, o desafio de estabilização da dívida em um ambiente de juros elevados e baixo crescimento. No cenário externo, houve episódios relevantes de volatilidade, incluindo incertezas fiscais nos Estados Unidos, tensões comerciais entre EUA e China e movimentos erráticos nos mercados globais, fatores que impactaram o câmbio e os ativos domésticos. Ainda assim, o real encerrou o ano com apreciação relevante, acompanhando um movimento global de enfraquecimento do dólar e favorecendo a dinâmica inflacionária local. Em síntese, 2025 terminou com a economia em desaceleração, inflação em trajetória mais benigna, mercado de trabalho menos tensionado e política monetária claramente restritiva, criando expectativas para o início de um ciclo gradual de flexibilização monetária em 2026.

### BTG Pactual: Projeções Macroeconômicas

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
<b>PIB</b> (%, a/a real)	4,76%	2,90%	2,90%	3,40%	<b>2,20%</b>	<b>1,50%</b>
<b>Desemprego</b> (%)	11,10%	7,90%	7,40%	6,20%	<b>5,90%</b>	<b>6,50%</b>
<b>IPCA</b> (%, a/a)	10,06%	5,79%	4,62%	4,83%	<b>4,30%</b>	<b>4,10%</b>
<b>Selic</b> (%, a/a)	9,25%	13,75%	11,75%	12,25%	<b>15,00%</b>	<b>12,00%</b>
<b>Dívida Bruta</b> (% do PIB)	77,3%	71,7%	74,4%	76,1%	<b>78,91%</b>	<b>81,94%</b>

Fonte: BTG Pactual.

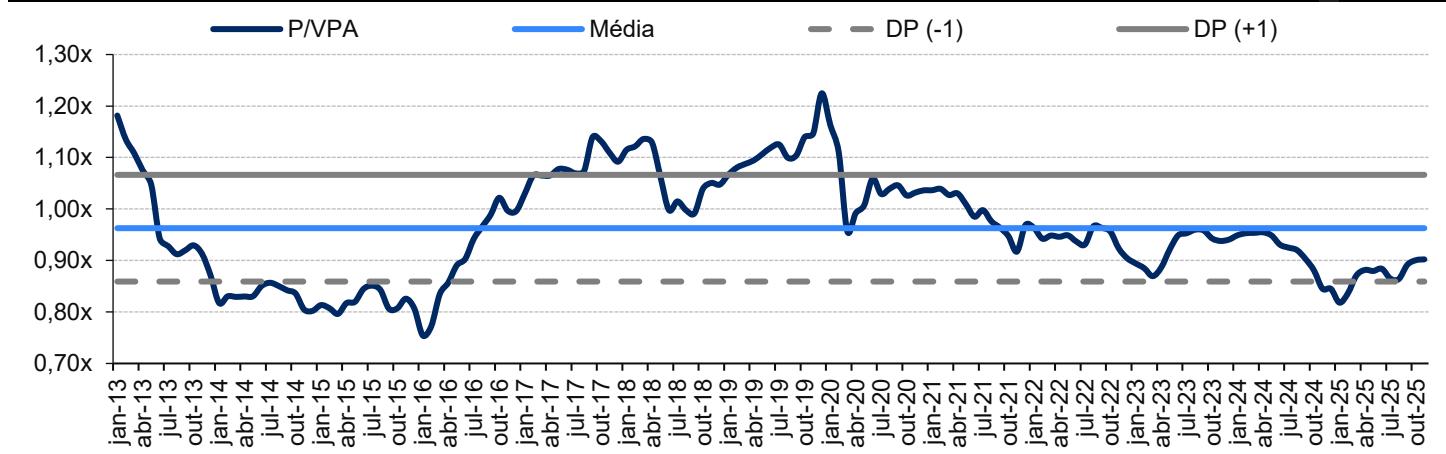
### Boletim Focus: Mediana das projeções da Selic terminal (%)



Fontes: Boletim Focus e BTG Pactual.

Nesse contexto, o mercado de fundos imobiliários apresentou desempenho positivo, revertendo a pressão observada ao longo de 2024. A boa performance ao longo do ano foi sustentada por três vetores principais. O primeiro deles foi o nível extremamente descontado dos *valuations* no início do ano, quando os fundos negociavam, em média, abaixo de um desvio padrão negativo em relação ao valor patrimonial.

### IFIX: P/VPA histórico

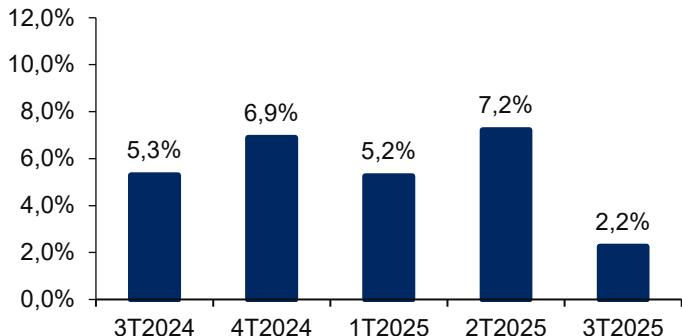


Fontes: Economatica e BTG Pactual. Calculado sobre a média ponderada do valor de mercado dos fundos que já fizeram parte do IFIX.

O segundo fator determinante foi a melhora contínua dos indicadores operacionais, especialmente nos segmentos de tijolo. Ao longo de 2025, observamos queda de vacância em lajes corporativas e galpões logísticos, aumento dos valores locatícios em regiões de maior qualidade, crescimento das vendas e do NOI dos shoppings centers e maior estabilidade

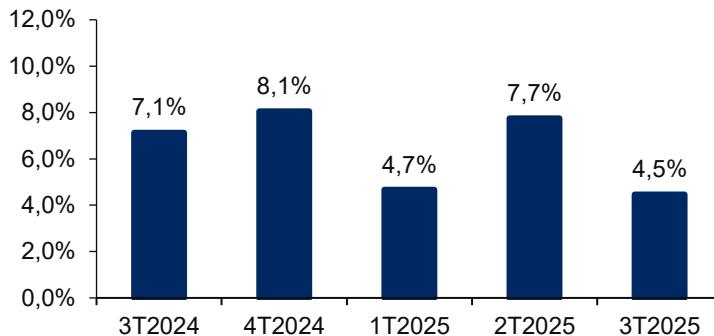
operacional nos fundos de renda urbana. Essa evolução reforçou a percepção de que os resultados dos fundos estavam ancorados na geração recorrente de caixa dos ativos imobiliários.

### Vendas/m<sup>2</sup> dos FIIs de shoppings (% a/a)



Fontes: Relatórios Gerenciais e BTG Pactual.

### NOI/m<sup>2</sup> dos FIIs de shoppings (% a/a)



Fontes: Relatórios Gerenciais e BTG Pactual.

Por fim, o terceiro pilar foi a blindagem regulatória do mercado de FIIs, com a manutenção da isenção de imposto de renda para pessoas físicas. Em um ambiente de discussões recorrentes sobre mudanças tributárias, a preservação desse benefício foi fundamental para sustentar o fluxo de investidores e reduzir prêmios de riscos regulatório nos preços.

Do ponto de vista setorial, o desempenho ao longo de 2025 foi relativamente homogêneo, com destaque para os fundos de tijolo, especialmente nos segmentos de: (i) agronegócio, que apresentou a melhor performance do ano, com alta acumulada de 35,6%, movimento associado às vendas de terras e ativos do setor, além da recuperação do cenário agro ao longo de 2025; (ii) galpões logísticos, que registraram valorização de 30,3%, sustentada pela resiliência operacional e pelo crescimento dos aluguéis, embora grande parte dos fundos com maior representatividade no segmento já opere mais próxima do valor patrimonial e com *dividend yield* inferior à média do mercado; e (iii) shopping centers, que avançaram 29,2% no período, ainda negociando com desconto em relação ao valor patrimonial, próximo de 0,88x P/VPA, e com *dividend yield* ao redor de 11% ao ano, em linha com a média do setor.

Nos demais segmentos, cabe destacar a recuperação dos fundos de lajes corporativas, que acumularam alta de aproximadamente 25% no ano, mantendo, contudo, uma precificação ainda bastante descontada, ao redor de 0,70x P/VPA, o que reflete tanto o atraso em relação ao ciclo imobiliário quanto o potencial de normalização futura. Já os fundos de recebíveis apresentaram uma performance mais moderada em termos de preço, compensada por *yields* elevados, superiores a 14% ao ano. Por fim, FOFs e Hedge Funds também entregaram bom retorno absoluto em 2025, ainda negociando com desconto relevante, em grande parte explicado pelo duplo desconto implícito em suas estruturas.

### Ifix – Performance setorial

Setor	Performance (%)					Liquidez média	P/VPA	Dividend yield
	Mês (MTD)	Ano (YTD)	6M	12M	R\$ mil/dia			
Agronegócio	4,8%	35,6%	10,4%	35,6%	1.862,5	0,85x	12,7%	
Galpão Logístico	3,1%	30,3%	13,4%	30,3%	4.365,1	0,89x	9,7%	
Shopping Center	3,3%	29,2%	13,1%	29,2%	5.165,2	0,88x	10,7%	
Laje Corporativa	4,7%	24,9%	11,1%	24,9%	1.758,7	0,70x	11,0%	
Hedge Fund	5,2%	21,5%	6,5%	21,5%	3.078,4	0,89x	13,0%	
Ifix	3,1%	21,1%	8,4%	21,1%	5.997,5	0,92x	11,7%	
Híbrido	3,5%	20,4%	10,5%	20,4%	2.281,0	0,89x	9,9%	
Recebível	5,3%	20,3%	5,6%	20,3%	2.734,8	0,88x	14,6%	
Fundo de Fundos	5,3%	20,0%	11,2%	20,0%	926,1	0,88x	11,7%	
Renda Urbana	1,4%	20,0%	12,3%	20,0%	6.591,5	0,98x	11,4%	
Desenvolvimento	5,1%	9,1%	5,0%	9,1%	3.133,6	0,82x	15,1%	

Fontes: Economatica e BTG Pactual.

Para 2026, nossa visão parte de um cenário macroeconômico mais construtivo, marcado pelo início do ciclo de queda da taxa Selic. Embora o patamar de juros deva permanecer elevado ao longo do ano, um ciclo de cortes tende a reduzir a volatilidade e melhorar o ambiente para ativos de risco, especialmente aqueles com geração recorrente de renda. Entendemos que os fundos de tijolo já realizaram um ajuste relevante, mas ainda negociam com desconto em relação ao valor patrimonial e devem continuar se apreciando ao longo do ciclo. Ao mesmo tempo, o nível ainda elevado dos juros favorece os fundos de papel, que devem seguir entregando um carregamento elevado, especialmente aqueles com exposição relevante a estruturas IPCA+, que se beneficiam do fechamento gradual da curva.

Diante desse cenário, nossa estratégia para 2026 será aumentar gradualmente a exposição aos fundos de tijolo, evitando movimentos abruptos. Por se tratar de um ano eleitoral, podem surgir janelas oportunísticas para entrada a preços mais atrativos. A alocação será feita de forma progressiva, com foco na qualidade dos ativos, localização consolidada e previsibilidade do fluxo de caixa.



### Recebíveis Imobiliários

Os fundos de papel devem iniciar um processo gradual de redução de dividendos ao longo de 2026, em função da queda da Selic e de uma inflação mais controlada. Ainda assim, o nível de rendimento deve permanecer bastante competitivo, com a vantagem adicional de menor volatilidade de cotas em relação aos fundos de tijolo.



### Galpões Logísticos

Nos galpões logísticos, a demanda permanece sólida e o crescimento dos aluguéis deve continuar refletindo a escassez relativa de ativos de alta qualidade. No entanto, o segmento já negocia mais próximo do valor patrimonial, o que limita o potencial de reprecificação e torna a seleção de ativos ainda mais relevante.



### Lajes Corporativas

As lajes corporativas seguem como um dos segmentos mais defasados do mercado em termos de *valuation*. Apesar da melhora operacional já observada, os fundos ainda negociam com desconto expressivo em relação ao valor patrimonial, o que sustenta nossa visão otimista para o segmento, especialmente em regiões como Faria Lima, Pinheiros e Vila Olímpia.



### Shopping Centers

Nos shoppings centers, seguimos com visão positiva. O segmento ainda negocia com desconto em relação ao valor patrimonial e apresenta FFO yield estimado para 2026 ao redor de 10% ao ano, acima da média histórica. Além disso, a implementação do programa de isenção de Imposto de Renda para pessoas físicas com renda mensal de até R\$ 5 mil tende a impulsionar o consumo das classes B e C, público predominante dos shoppings presentes nos FIIs. Por outro lado, a expectativa de IGPM negativo em 2025 limita reajustes de aluguel em 2026, o que exige uma visão mais seletiva dentro do segmento.



### Renda Urbana

A renda urbana teve um desempenho consistente em 2025, mantendo dividendos competitivos. Contudo, o desconto do segmento diminuiu e hoje negocia próximo ao valor patrimonial, o que reduz o potencial de valorização adicional no curto prazo.

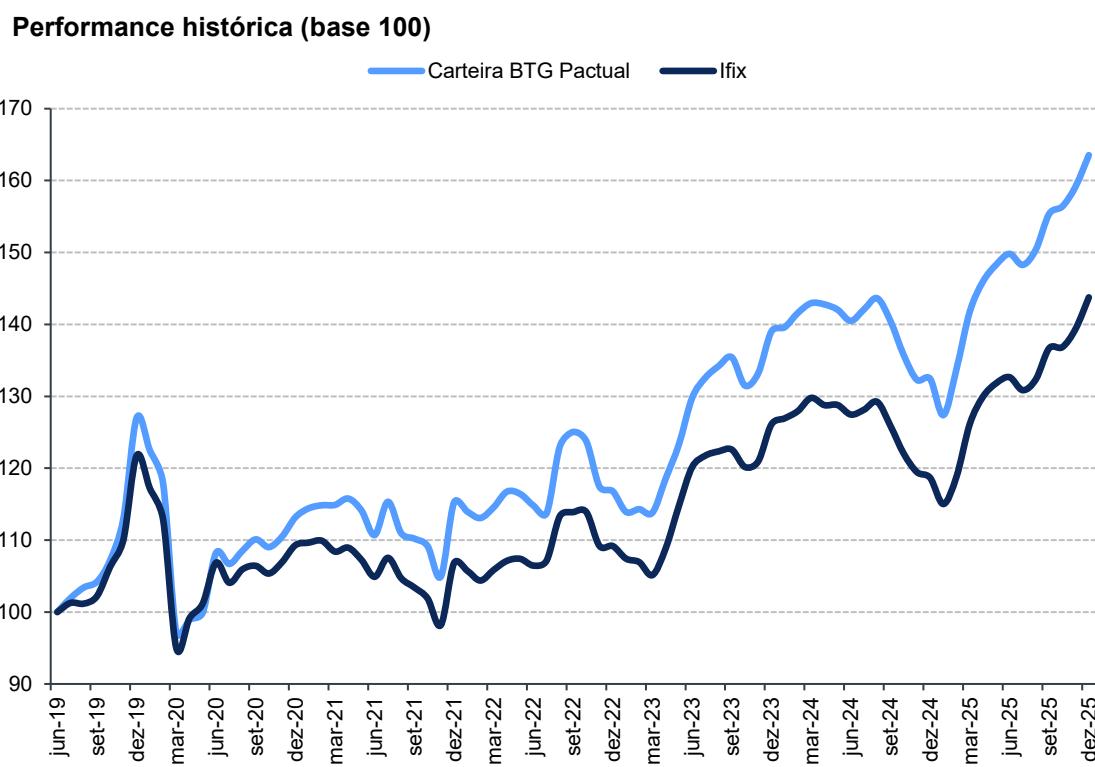


### Fundo de Fundos e Hedge Funds

Nos FOFs e Hedge Funds, o desconto permanece relevante, especialmente quando considerado o duplo desconto da estrutura. No entanto, entendemos que esses fundos tendem a apresentar maior volatilidade em um ano eleitoral. Nesse contexto, preferimos estratégias com maior exposição a crédito e renda fixa, que oferecem mais estabilidade de dividendos, àquelas mais expostas a cotas de FIIs, que carregam maior volatilidade, mas também maior potencial de ganho de capital.

## Performance histórica e resultados do mês

Fundo	Peso	Retorno
Código	(%)	(%)
BTCI11	6,0%	1,91%
KNCR11	14,0%	2,12%
KNIP11	11,0%	2,53%
CLIN11	1,5%	3,84%
RBRR11	7,5%	4,88%
RBRY11	9,0%	2,15%
MCCI11	4,0%	5,52%
VILG11	4,5%	5,57%
BRCO11	4,5%	1,52%
BTLG11	10,0%	-0,17%
BRCR11	3,5%	9,46%
PVBI11	3,5%	3,25%
HGBS11	1,0%	0,76%
GZIT11	2,5%	5,02%
HSML11	4,0%	5,66%
TRXF11	7,0%	-2,36%
HGRU11	3,5%	0,06%
BTHF11	3,0%	8,94%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>2,74%</b>



	Janeiro	Fevereiro	Março	Abril	Maiô	Junho	Julho	Agosto	Setembro	Outubro	Novembro	Dezembro	No ano	Desde o início
<b>2025</b>														
BTG	-3,81%	5,07%	5,92%	2,96%	1,61%	1,01%	-1,03%	1,45%	3,28%	0,67%	1,77%	2,74%	23,49%	63,54%
IFIX	-3,07%	3,34%	6,14%	3,01%	1,44%	0,63%	-1,36%	1,16%	3,25%	0,12%	1,86%	3,14%	21,15%	43,76%
<b>2024</b>														
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%
<b>2023</b>														
BTG	-2,46%	0,32%	-0,42%	4,16%	4,00%	5,25%	2,17%	1,22%	0,92%	-2,91%	1,30%	4,37%	19,02%	39,02%
IFIX	-1,60%	-0,45%	-1,69%	3,52%	5,43%	4,71%	1,33%	0,49%	0,20%	-1,97%	0,66%	4,25%	15,50%	26,10%
<b>2022</b>														
BTG	-1,11%	-0,78%	1,32%	1,89%	-0,27%	-1,38%	-0,94%	8,17%	1,64%	-1,03%	-5,11%	-0,53%	1,35%	16,80%
IFIX	-0,99%	-1,29%	1,42%	1,19%	0,26%	-0,88%	0,66%	5,76%	0,49%	0,02%	-4,15%	0,00%	2,22%	9,18%
<b>2021</b>														
BTG	1,10%	0,38%	0,04%	0,77%	-1,43%	-3,00%	4,18%	-3,78%	-0,69%	-0,95%	-3,88%	9,83%	1,83%	15,25%
IFIX	0,32%	0,25%	-1,38%	0,51%	-1,56%	-2,19%	2,51%	-2,63%	-1,24%	-1,47%	-3,64%	8,78%	-2,28%	6,80%
<b>2020</b>														
BTG	-3,58%	-3,73%	-17,69%	1,97%	0,99%	8,29%	-1,42%	1,72%	1,46%	-0,98%	1,34%	2,42%	-10,89%	13,17%
IFIX	-3,76%	-3,69%	-15,85%	4,39%	2,08%	5,59%	-2,61%	1,79%	0,46%	-1,01%	1,51%	2,19%	-10,24%	9,29%
<b>2019</b>														
BTG	-	-	-	-	-	-	1,94%	1,44%	0,78%	2,89%	5,41%	12,37%	27,01%	27,01%
IFIX	-	-	-	-	-	-	1,27%	-0,11%	1,04%	4,01%	3,52%	10,63%	21,76%	21,76%

Fontes: Economatica e BTG Pactual. Data-base: 31 de dezembro de 2025.

## Carteira recomendada

Dividend yield anualizado

**11,5%**

Dividend yield LTM

**11,6%**

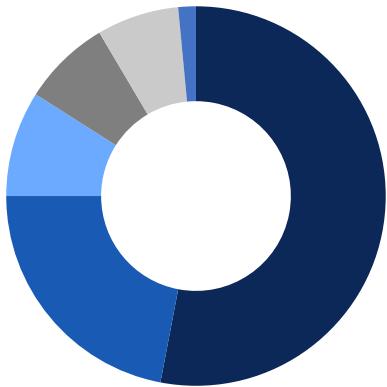
Volume diário médio

**R\$ 7,7 MM**

Volatilidade anualizada

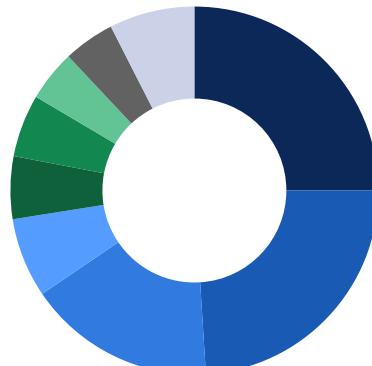
**13,1%**

### Exposição por segmento



- CRIs (53,0%)
- Galpões (22,0%)
- Renda Urbana (9,0%)
- Shoppings (7,5%)
- Lajes (7,0%)
- Hedge Fund (1,5%)

### Exposição por gestora

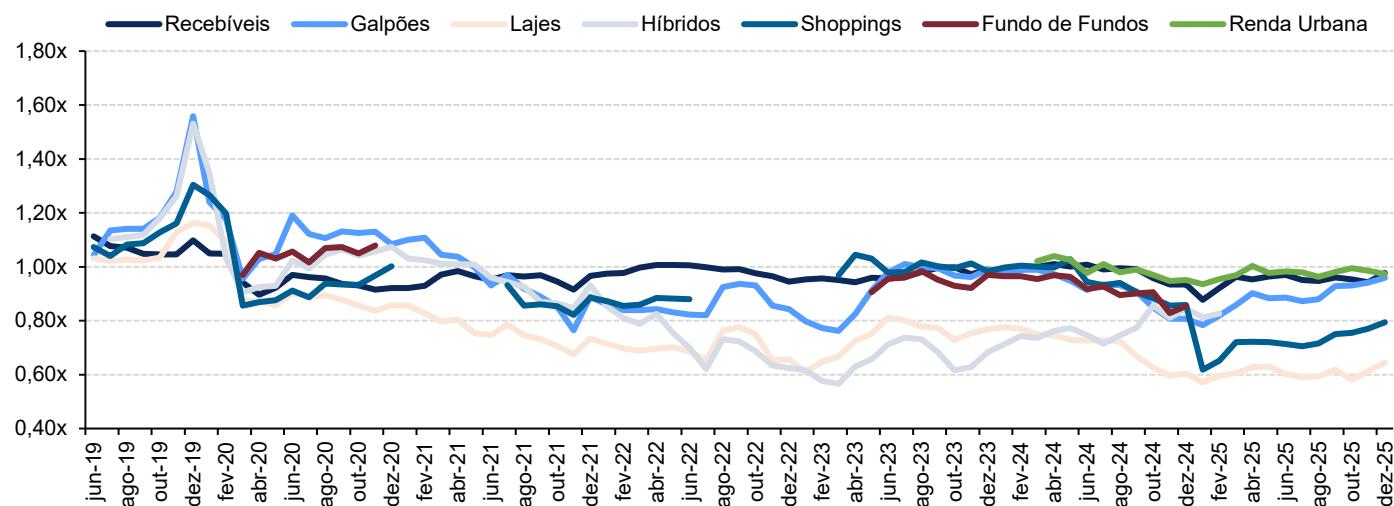


- Kinea (25,0%)
- BTG (24,0%)
- RBR (16,5%)
- TRX (7,0%)
- Patria (5,5%)
- Mauá (5,5%)
- Vinci (4,5%)
- Bresco (4,5%)
- Outros (7,5%)

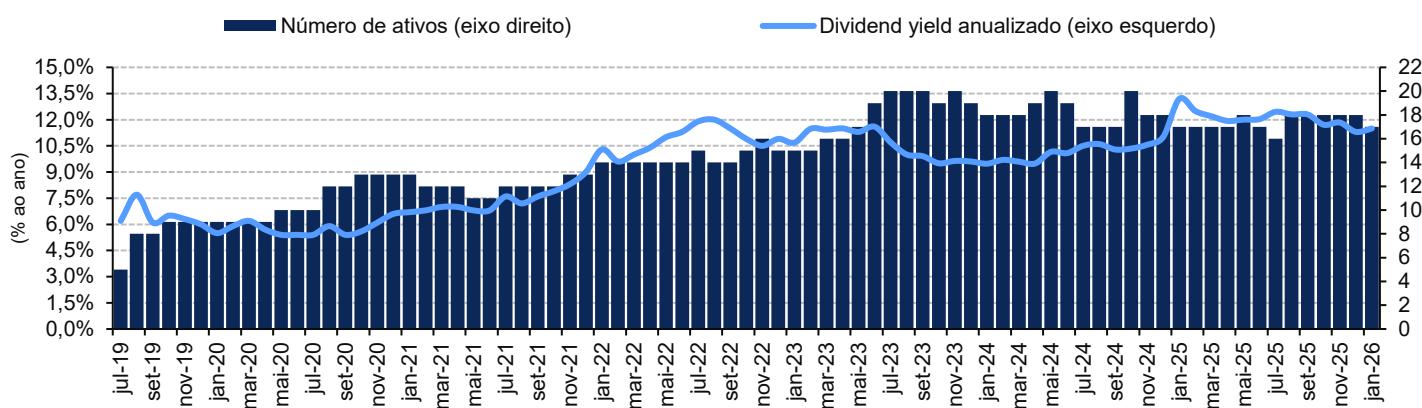
Fundo	Peso	Características		Preço	P/VPA	Liquidez	Dividend Yield		Performance	
		Código	(%)	Gestora	Segmento	-	-	R\$ milhares	Anualizado	LTM
BTCI11	6,0%	BTG Pactual	Recebíveis	9,3	0,93x	1.670	12,3%	12,4%	1,9%	22,3%
KNCR11	12,5%	Kinea	Recebíveis	107,5	1,05x	14.708	14,5%	13,2%	2,1%	20,1%
KNIP11	12,5%	Kinea	Recebíveis	90,5	0,98x	11.156	9,3%	11,6%	2,5%	12,8%
RBRR11	7,5%	RBR	Recebíveis	87,6	0,94x	3.636	11,0%	12,1%	4,9%	20,0%
RBRY11	9,0%	RBR	Recebíveis	97,8	0,98x	4.784	15,3%	14,0%	2,1%	28,0%
MCCI11	5,5%	Mauá	Recebíveis	91,5	0,98x	3.793	13,1%	12,2%	5,5%	30,0%
VILG11	4,5%	Vinci	Galpões Logísticos	99,5	0,88x	3.411	8,9%	8,3%	5,6%	47,3%
BRCO11	4,5%	Bresco	Galpões Logísticos	117,9	1,00x	3.744	8,9%	9,0%	1,5%	27,5%
BTLG11	13,0%	BTG Pactual	Galpões Logísticos	102,7	0,99x	12.542	9,2%	9,2%	-0,2%	20,3%
BRCR11	3,5%	BTG Pactual	Lajes Corporativas	46,0	0,53x	2.367	10,7%	11,3%	9,5%	25,2%
PVBI11	3,5%	Patria	Lajes Corporativas	82,0	0,76x	4.702	6,6%	7,2%	3,2%	15,7%
HGBS11	1,0%	Hedge	Shoppings	20,0	0,98x	2.972	9,0%	9,4%	0,8%	18,5%
GZIT11	2,5%	Gazit	Shoppings	46,5	0,51x	651	20,1%	20,1%	5,0%	31,4%
HSML11	4,0%	HSI	Shoppings	92,5	0,89x	3.969	9,1%	8,8%	5,7%	40,2%
TRXF11	7,0%	TRX	Renda Urbana	98,0	0,96x	13.358	12,2%	13,6%	-2,4%	9,1%
HGRU11	2,0%	Patria	Renda Urbana	126,1	0,98x	4.326	13,8%	10,1%	0,1%	18,8%
BTHF11	1,5%	BTG Pactual	Hedge Fund	9,0	0,90x	3.776	12,2%	12,3%	8,9%	31,8%
<b>Total</b>	<b>100%</b>			<b>-</b>	<b>0,94x</b>	<b>7.728</b>	<b>11,5%</b>	<b>11,6%</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

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

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

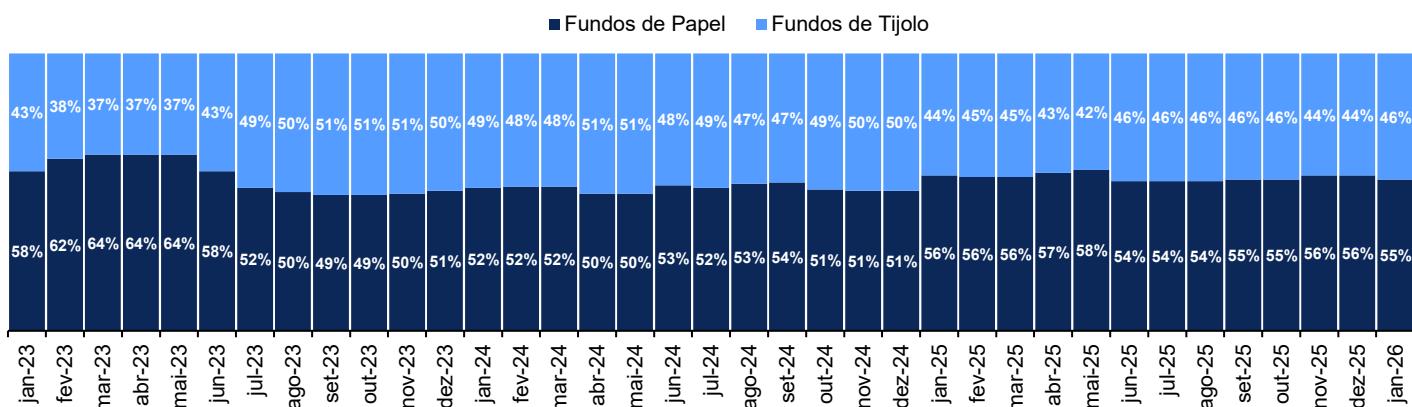


Fonte: BTG Pactual.

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


Fonte: BTG Pactual.

## Carteira Recomendada – Histórico de alocação entre tipos de FII's (desde jan/23)



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

## Recomendações

### Recebíveis imobiliários (CRIs)

Fundo	Tese de alocação	Análises
<b>BTCI11</b>	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.	<a href="#">Site</a>
<b>KNCR11</b>	Nossa recomendação para o KNCR11 se baseia nos seguintes pilares: (i) grande representatividade no segmento de recebíveis; (ii) excelente liquidez, sendo um dos mais negociados de toda a indústria; (iii) carteira formada com o viés de carrego, ou seja, pela aquisição de ativos que devem ser levados até seu vencimento; (iv) estruturação própria, permitindo a negociação de garantias adicionais e taxas mais atrativas; e (v) alocação em ao menos 50% de todas as operações da carteira, permitindo ao fundo aprovar qualquer tema relevante aos créditos em assembleia de devedores.	<a href="#">Site</a>
<b>KNIP11</b>	Nossa recomendação para o KNIP11 se baseia nos seguintes pilares: (i) grande representatividade no segmento de recebíveis (o fundo possui mais de R\$ 7 bilhões de patrimônio investido); (ii) excelente liquidez; (iii) carteira diversificada; (iv) capacidade de estruturação e originação própria; (v) estrutura sólida de garantias; (vi) devedores com bom risco de crédito; e (vii) carrego atrativo.	<a href="#">Site</a>
<b>MCCI11</b>	Nossa sugestão de compra para o MCCI11 é baseada nos seguintes pilares: (i) excelente liquidez; (ii) carrego atrativo das operações; (iii) capacidade de estruturação e originação própria da gestora; (iv) devedores com bom risco de crédito; (v) controle dos CRIs, permitindo ao fundo maior agilidade na aprovação de temas relevantes em assembleia; (vi) exposição a setores defensivos; e (vii) garantias localizadas em regiões resilientes.	<a href="#">Site</a>
<b>RBRR11</b>	Sobre nossa recomendação para o RBRR11, ela está associada aos seguintes fatores: (i) carteira de ativos diversificada; (ii) garantias robustas e localizadas em regiões <i>premium</i> ; (iii) time de gestão de ponta, com experiência no setor imobiliário; (iv) alocação segregada em diferentes estratégias; e (v) boa liquidez.	<a href="#">Site</a>
<b>RBRY11</b>	Nossa recomendação para o RBRY11 está 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.	<a href="#">Site</a>

## Galpões logísticos

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

## Lajes corporativas

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

## Shopping centers

Fundo	Tese de alocação	Análises
<b>HGBS11</b>	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.	<a href="#">Site</a>
<b>HSML11</b>	Nossa recomendação para o HSML11 é pautada pelos seguintes fundamentos: (i) portfólio de imóveis localizados em regiões maduras e resilientes; (ii) baixo nível de inadimplência; (iii) participação majoritária nos ativos; (iv) possibilidade de ganhos adicionais através da alienação de ativos; e (v) boa liquidez.	<a href="#">Site</a>
<b>GZIT11</b>	Nossa tese de investimento para o GZIT11 se baseia nos seguintes fatores: (i) posição de controle com possibilidade de geração de ganhos operacionais com a gestão ativa do portfólio; (ii) portfólio formado por ativos localizados em São Paulo, principal mercado consumidor do país; e (iii) expectativa de rendimentos estáveis até o final de 2025 e de ~13% de rendimento anualizado a partir de 2026, patamar superior aos que os fundos do mesmo segmento entregam atualmente.	<a href="#">Site</a>

## Renda urbana

Fundo	Tese de alocação	Análises
<b>HGRU11</b>	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.	<a href="#">Site</a>
<b>TRXF11</b>	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.	<a href="#">Site</a>

## Hedge Fund

Fundo	Tese de alocação	Análises
<b>BTHF11</b>	Nossa tese de investimento para o BTHF11 se baseia nos seguintes fatores: (i) carteira diversificada em vários segmentos do mercado imobiliário (FIIs, CRIIs, ações e imóveis); (ii) potencial de valorização graças ao duplo desconto que o fundo negocia; (iii) possibilidade de ganhos adicionais através da alienação de ativos do antigo BCFF11; (iv) alta liquidez no mercado secundário; (v) exposição a estratégias e ativos exclusivos; e (vi) flexibilidade de mandato.	<a href="#">Site</a>

## 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 Real Estate Hedge Fund (BTHF11).



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 Gazit Brasil Asset Management é uma empresa pertencente ao grupo G-City, multinacional israelense listada na Tel Aviv Stock Exchange (TASE:GCT), focada em desenvolvimento residencial, exploração de shoppings centers e imóveis comerciais na América do Norte, Brasil, Israel e Europa. Atualmente, o grupo controlador da Gazit possui quase 90 empreendimentos sob gestão, que somam mais de 1,9 milhão de m<sup>2</sup> de área locável.



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 HSI é uma gestora de recursos independente, com foco em investimentos nos segmentos imobiliário e de crédito estruturado. Ao longo de sua história, iniciada em 2006, já captou mais de R\$ 27 bilhões, contando hoje com R\$ 13 bilhões em ativos sob gestão. Foi eleita 6 vezes a maior gestora da América Latina em Real Estate Private Equity segundo o Ranking PERE 200.

## Kinea

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



A JiveMauá é uma gestora de investimentos alternativos que nasceu da fusão da Jive Investments com a Mauá Capital. Atualmente, a empresa é responsável pela gestão de mais de R\$ 21 bilhões distribuídos em diferentes estratégias, entre elas, Real Estate, Crédito Privado e Previdência.

## PATRIA

O Patria 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.

## trx

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, Multimercado, Ações, Investments Solutions e Assessoria.

## 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 das garantias.

Após a análise inicial, realizamos o *valuation* do fundo com o objetivo de entender se ele está precificado corretamente ou se há algum deságio em relação ao seu valor intrínseco calculado a partir do nosso modelo financeiro. Em seguida, realizamos a análise comparativa, avaliando a performance e os múltiplos do fundo em relação a ativos semelhantes e ao seu segmento (e.g., TIR, FFO yield, dividend yield, P/VPA, preço (R\$/m<sup>2</sup>), vacância e liquidez).

Depois da precificação e da análise relativa ao mercado, focamos no entendimento da estratégia e na 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 no 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 e sejam geridos por um time especializado, com visão de longo prazo e interesses alinhados com os dos cotistas.

## Riscos

**Risco de Mercado:** Conhecido também como “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 na 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 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, consequentemente 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, no todo ou em parte, pelo conteúdo deste relatório de pesquisa de investimento 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 ele 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; e

(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 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 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 este relatório ou de parte dele.

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