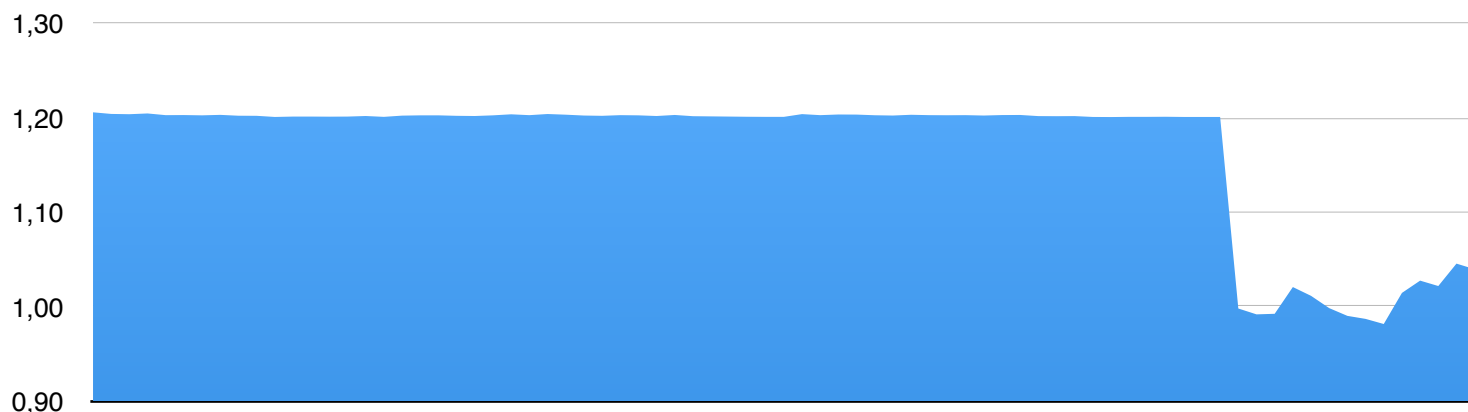




Janeiro foi o mês dos bancos centrais. Diversos países mexeram em suas taxas de juros (a Noruega viu seus juros caírem duas vezes em uma semana) fazendo com que o mercado de câmbio tivesse muita volatilidade. O grande destaque, porém, foi o banco central da Suíça, que, de surpresa, terminou com uma paridade de três anos com o euro. O resultado disso foi a quebra de corretoras de câmbio e prejuízos na casa das centenas de milhões de dólares para alguns bancos.

EUR/CHF



Se você já leu *A Lógica do Cisne Negro* de Nassim Taleb vai notar uma grande semelhança com o gráfico do peru de natal - e tivemos vários perus nessa história!

No mês passado, em nosso cenário, havíamos escrito que o Banco Central Europeu deveria agir para combater os problemas de demanda e deflação que pairavam sobre a zona do euro. Pois bem, o programa de recompra de ativos pelo BCE acabou sendo mais agressivo que o esperado. Serão 60 bilhões de euros por mês, até que a inflação se aproxime da meta de 2,0% - espera-se que isso ocorra por volta de setembro de 2016. A farra da liquidez continua!

No mês passado, começamos a Carta Inva Capital com um pequeno desabafo sobre a Petrobras e o desenrolar dos fatos mostrou que a empresa continuará passando por dificuldades nos próximos meses. Além de processos nos EUA, escândalos de corrupção, a empresa divulgou um balanço auditado sem mostrar o impacto que o superfaturamento de obras teve no resultado.

Apesar de mostrar que pode haver um *impairment* de até R\$ 88 bilhões (um terço do valor de mercado da empresa, aproximadamente), o conselho achou melhor não fazer esse número aparecer na demonstração de resultados. A divulgação do balanço só serviu para que a empresa não quebrasse uma das cláusulas de sua dívida. Um *hedge fund* norte-americano já disputa a legalidade disso e deveremos ver o caso parar na justiça.

O nosso cenário para o Brasil é o seguinte (conforme a Carta Inva Capital do mês passado)

- Brasil: baixo crescimento, inflação e juros altos. No segundo semestre, as coisas começam a dar um sinal de melhora. Não chutaremos em quanto o Ibovespa terminará o ano.

O banco central voltou a subir a taxa Selic em janeiro, para 12,25%. A expectativa do mercado é que a alta dos juros pare em 12,50%, mas as expectativas de inflação não param de subir (o IPCA para 2015 já passou dos 7%) e juros poderão passar dos 13%.

Além disso, o crescimento esperado para este ano é praticamente zero. Acreditávamos que o PIB de 2015 cresceria em torno de 0,5%, mas como escrevemos na seção de Investimentos, reduzimos nossa expectativa drasticamente.

Começamos o ano com um grande aumento de impostos e redução de alguns benefícios trabalhistas, que devem gerar uma receita de R\$ 20 bilhões e uma economia de R\$ 18 bilhões, respectivamente. E também com grande pressão política e de sindicatos para abrandar tais medidas. Parece que a presidente Dilma não cederá a essa pressão, mas quando as coisas apertarem nos próximos meses, saberemos realmente se ela irá manter as mudanças ou não.

Indicadores

	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	2015
Renda Fixa													
CDI	0,93%												0,93%
IRF-M	1,79%												1,79%
IMA-B	3,12%												3,12%
IMA Geral ex-C	2,08%												2,08%
Fundos Imobiliários													
IFIX	2,69%												2,69%
Ações													
Ibovespa	-6,20%												-6,20%
IBrX	-5,88%												-5,88%
Small Caps	-12,05%												-12,05%
S&P500 (US\$)	-3,10%												-3,10%
MSCI World Index (US\$)	-1,88%												-1,88%
Outros													
IFMM	1,12%												1,12%
Dólar	1,20%												1,20%
IPCA													0,00%

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Total	Anualizado
Renda Fixa												
CDI	11,59%	8,40%	8,06%	10,82%							44,86%	9,71%
IRFM	14,46%	14,31%	2,63%	11,41%							49,60%	10,60%
IMA-B	15,11%	26,67%	-8,80%	14,62%							52,42%	11,11%
IMA Geral ex-C	13,73%	16,88%	-0,98%	12,42%							47,97%	10,29%
Fundos Imobiliários												
IFIX	16,50%	35,02%	-12,87%	-2,86%							33,13%	7,42%
Ações												
Ibovespa	-18,11%	7,40%	-15,50%	-3,09%							-27,98%	-7,88%
IBrX	-11,39%	11,55%	-3,14%	-2,81%							-6,95%	-1,78%
Small Caps	-16,61%	28,67%	-15,10%	-16,98%							-24,37%	-6,74%
S&P500 (US\$)	0,00%	13,41%	29,60%	11,38%							63,71%	13,11%
MSCI World Index (US\$)	-7,61%	13,18%	24,10%	2,93%							33,57%	7,50%
Outros												
IFMM	11,16%	13,43%	9,35%	7,75%							48,57%	10,40%
Dólar	12,32%	9,42%	14,33%	12,31%							57,80%	12,08%
IPCA	6,50%	5,83%	5,91%	6,41%							27,02%	6,16%

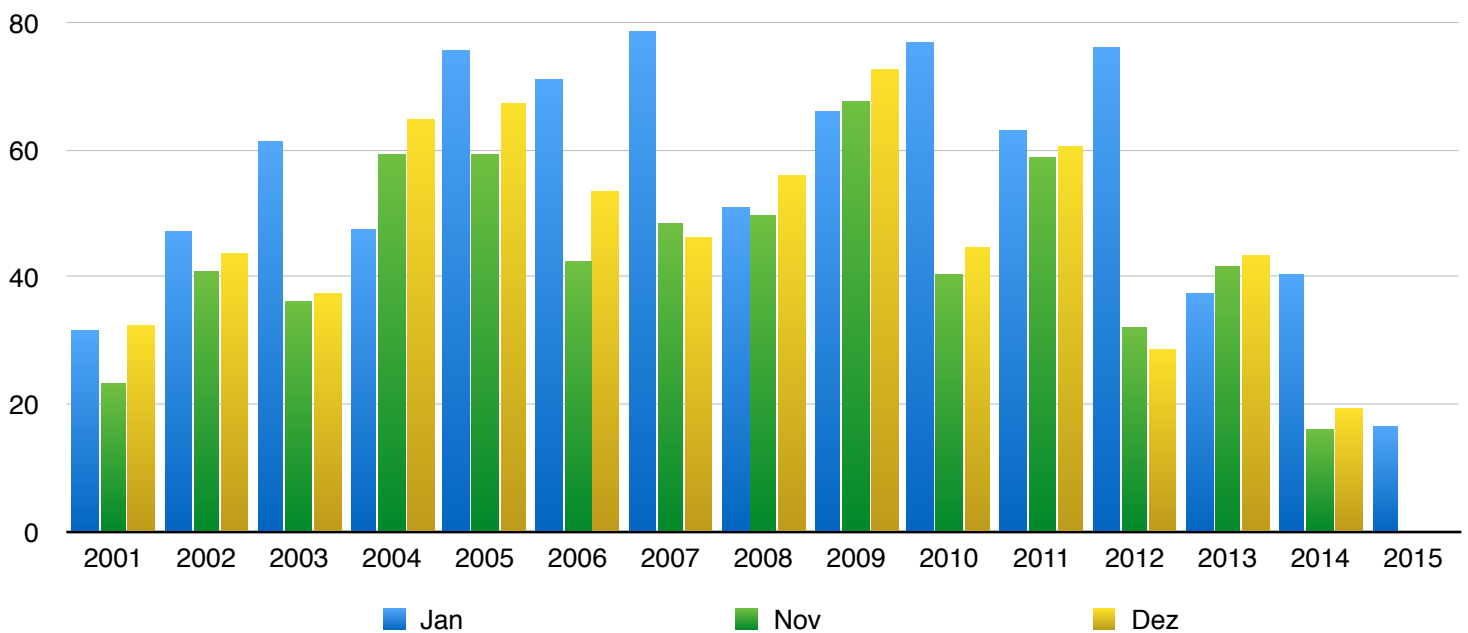
Investimentos

Para onde vai a economia brasileira?

Segundo o último Relatório Focus do Banco Central, de 30 de janeiro, a expectativa do mercado para o PIB e para o IPCA está, respectivamente, em 0,03% e 7,01%.

Estamos acreditando que essa expectativa irá piorar ao longo dos próximos meses, pois vemos grandes chances de haver racionamento de energia, além do de água que iniciará em breve na capital paulista. O nível da represa de Furnas, a principal usina do sudeste, por exemplo, está abaixo de 10% há alguns meses. Veja como estão os reservatórios nas regiões Sudoeste e Centro-Oeste:

Situação dos reservatórios SE/CO (%)



Esses racionamentos (energia e água) deverão colocar uma pressão negativa no PIB entre 0,5% e 1,0% neste ano. Infelizmente, a história não para por aí, pois cada dia que passa, aumenta-se a chance de vermos uma crise política mais séria se instalar no Brasil.

Soma-se a tudo isso o fato da gasolina ter subido 10% e a energia elétrica próximo de 25% ao redor do país. No final do ano passado, acreditávamos que o PIB subiria em torno de 0,5%, agora mudamos nossa estimativa para um recuo próximo de 1,5%, com grandes chances da inflação acabar o ano acima de 7%.

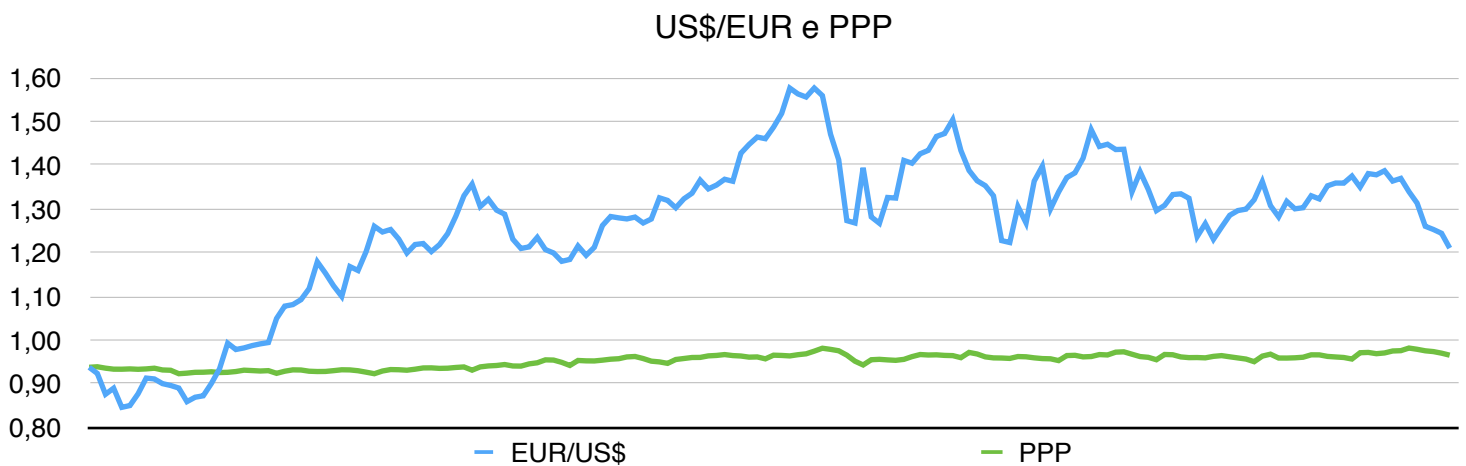
Tem mais um detalhe: será que o Ministro da Fazenda, Joaquim Levy, conseguirá permanecer no governo? Ou a presidente Dilma cederá a pressão política e popular para afrouxar as medidas tomadas por ele até agora?

O euro está barato?

Para verificar se o dólar em relação ao Real está em nível adequado nós costumamos utilizar a teoria da Paridade do Poder de Compra (PPP - *Purchasing Power Parity*), gráfico apresentado na última Carta Inva Capital em que a cotação do real/dólar indica um valor de equilíbrio próximo de 2,80.

No caso do euro ela não nos parece tão eficiente, mesmo assim, fizemos um estudo entre o dólar e o euro. A inflação dos dois "países" é próxima e, por isso, não haveria razão para o câmbio mudar muito nos últimos anos. Partindo da cotação do euro de janeiro de 2001, chega-se a uma cotação de 0,96.

De fato, não fazia sentido o euro permanecer valendo USD\$ 1,40 e não nos surpreenderá se a moeda europeia voltar a valer 1,00 dólar. O programa de recompra de títulos que inundará a economia em mais de EUR 1 trilhão ao longo dos próximos dois anos, somado a possibilidade da Grécia sair da zona do euro (que parece diminuir a cada semana) justifica a paridade.



Com base no cenário descrito acima, ainda não iremos elevar nossa exposição nas classes de Imóveis e Ações, tampouco elevar o prazo da carteira de Renda Fixa.

Acreditamos que os fundos imobiliários estejam levemente abaixo dos seus preços justos, porém ainda não estamos seguros de qual é o teto dos juros. Se o Brasil perder o grau de investimento e/ou a inflação continuar subindo, não haverá como segurar a taxa de juros.

As ações também não parecem estar caras, ao contrário, segundo o nosso valor justo (entre 48 mil e 54 mil pontos) elas estão levemente baratas, porém achamos que uma crise política somada a um racionamento de energia levará o Ibovespa para próximo de 42 mil pontos

Portfólio

O Portfólio da Inva Capital começa o ano muito bem. Mesmo com as ações despencando, tivemos um bom desempenho em nossa alocação.

O cenário desafiador nos faz manter os pesos das carteiras de ações e imóveis em patamares baixos, enquanto a carteira de renda fixa é responsável por metade do peso. Esperaremos mais alguns meses para termos uma ideia melhor se as medidas adotadas pelo governo no início de 2015 servirão para recolocar a economia brasileira de volta nos trilhos.

Até lá, não faremos modificações em nosso portfólio.

	Peso	Rendimento	Mudanças	Novo Peso
Renda Fixa	50%	1,67%		
Imóveis	14%	4,00%		
Ações	11%	-5,04%		
Alternativos	25%	0,41%		
TOTAL	100%	0,95%		
	Benchmark	1,10%		

Portfólio	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Total	
2011	Portfólio								0,47%	4,45%	0,01%	0,16%	5,12%	
	Benchmark								1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	4,47%	
2012	Portfólio	3,59%	2,78%	0,78%	1,07%	-1,78%	-1,01%	3,00%	0,56%	0,13%	-1,41%	0,36%	1,88%	10,24%
	Benchmark	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	14,03%
2013	Portfólio	1,69%	0,49%	-1,13%	-0,22%	-1,47%	-4,53%	-0,30%	-0,38%	2,62%	2,99%	-2,42%	-1,81%	-4,62%
	Benchmark	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	14,03%
2014	Portfólio	-3,91%	2,31%	2,16%	1,49%	2,28%	1,50%	1,36%	1,70%	-1,01%	0,95%	0,35%	-0,44%	8,90%
	Benchmark	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	14,03%
2015	Portfólio	0,95%												0,95%
	Benchmark	1,10%												1,10%
TOTAL	Portfólio													21,51%
	Benchmark													56,60%

	Portfólio			Benchmark	
	Rentabilidade acumulada	Rentabilidade anualizada	Volatilidade anualizada	Rentabilidade acumulada	Rentabilidade anualizada
12 meses	14,45%	14,45%	3,64%	14,03%	14,03%
24 meses	3,36%	1,67%	6,95%	30,03%	14,03%
36 meses	12,57%	4,03%	6,44%	48,27%	14,03%
Início	21,51%	5,87%	6,61%	56,60%	14,03%

Renda Fixa

A Carteira de Renda Fixa teve uma boa rentabilidade, porém abaixo do Ima Geral ex-C. Isso porque, conforme havíamos escrito no último mês, a deixamos com um menor *duration* para enfrentar um cenário mais atribulado nos juros. A forte alta dos títulos mais longos mostra que a variação nos juros foi grande durante janeiro e que deveremos continuar a ter grande volatilidade nos próximos meses.

Por isso, manteremos um *duration* menor no momento e não faremos alterações em nossa carteira.

	Peso	Rendimento	Mudanças	Novo Peso
LCI/LCA AAA	40%	1,00%		
NTN-B 15/08/2024	15%	3,44%		
LTN 01/01/16	15%	1,22%		
NTN-B 15/05/35	8%	3,87%		
LCI A+	17%	1,03%		
LTN 01/01/17	5%	1,80%		
TOTAL	100%	1,67%		
	IMA Geral ex-C	2,08%		

Renda Fixa		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Total
2011	Carteira									0,99%	1,12%	1,59%	0,51%	4,27%
	IMA Geral ex-C									1,07%	1,10%	1,54%	0,46%	4,23%
2012	Carteira	0,82%	0,96%	0,89%	1,05%	0,84%	0,72%	0,68%	0,70%	0,56%	0,98%	0,76%	0,70%	10,10%
	IMA Geral ex-C	1,31%	1,30%	1,33%	2,36%	1,44%	0,53%	1,65%	0,94%	1,02%	2,19%	0,48%	1,17%	16,88%
2013	Carteira	0,74%	-0,22%	-0,26%	0,93%	-1,55%	-1,12%	1,24%	-0,73%	0,68%	0,91%	-1,58%	1,10%	0,08%
	IMA Geral ex-C	0,38%	-0,22%	-0,57%	1,29%	-1,89%	-0,70%	0,58%	-1,22%	0,95%	0,81%	-1,28%	0,93%	-1,00%
2014	Carteira	-0,99%	2,52%	0,62%	1,62%	2,31%	0,63%	1,10%	2,01%	-0,35%	1,26%	1,17%	0,13%	12,65%
	IMA Geral ex-C	-0,74%	2,64%	0,68%	1,59%	2,51%	0,58%	1,09%	2,56%	-1,42%	1,43%	1,44%	-0,50%	12,42%
2015	Carteira	1,67%												1,67%
	IMA Geral ex-C	2,08%												2,08%
TOTAL	Carteira													31,59%
	IMA Geral ex-C													38,42%

	Carteira			IMA Geral ex-C		
	Rentabilidade acumulada	Rentabilidade anualizada	Volatilidade anualizada	Rentabilidade acumulada	Rentabilidade anualizada	Volatilidade anualizada
12 meses	15,69%	15,69%	3,00%	15,63%	15,63%	4,32%
24 meses	13,12%	6,36%	4,31%	13,21%	6,40%	4,62%
36 meses	24,33%	7,53%	3,53%	31,12%	9,45%	4,11%
Início	31,59%	8,37%	3,32%	38,42%	9,98%	3,89%

Depois das quedas nos últimos meses, os fundos imobiliários voltaram a subir em janeiro. Nossa carteira se saiu muito bem, superando com facilidade o IFIX.

Destaque para o Brasil Shopping, com boa alta. O fundo reavaliou seus imóveis em dezembro, e o resultado do estudo mostrou uma valorização de 5,4%.

O BTG Corporate Office alugou mais um andar no edifício Eldorado, para o LinkedIn, totalizando 6 andares locados nos últimos três meses. Por outro lado, a Lenovo solicitou a recisão antecipada de andares no mesmo prédio - o fundo terá direito a uma multa por essa antecipação. Além disso, a BV Financeira irá reduzir sua área ocupada nos próximos meses. Esses movimentos acabaram tendo impacto negativo na cota do fundo.

Não faremos alterações para este mês, já que a carteira encontra-se bem equilibrada e com uma boa diversificação entre setores.

FUNDO	CÓDIGO	PESO	RENTABILIDADE			MUDANÇAS	NOVO PESO
			COTA	ALUGUEL	TOTAL		
Brasil Shopping	HGBS11	32%	5,71%	0,94%	6,64%		
Brasil Plural Absoluto	BPFF11	18%	2,78%	0,97%	3,75%		
TRX Logística	TRXL11	18%	2,16%	0,99%	3,15%		
RB Capital Renda II	RBRD11	20%	2,78%	0,63%	3,41%		
BTG Corporate Office	BRCR11	12%	-1,37%	0,93%	-0,44%		
	TOTAL	100%	3,11%	0,89%	4,00%		
		IFIX					

Imóveis		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Total
2011	Carteira									4,01%	0,40%	1,12%	1,17%	6,83%
	IFIX									1,67%	-0,36%	1,48%	3,70%	6,61%
2012	Carteira	3,59%	4,79%	0,72%	5,28%	-0,49%	3,96%	9,77%	0,69%	-1,88%	-1,39%	-0,60%	2,66%	29,95%
	IFIX	3,03%	4,65%	4,07%	1,43%	3,42%	3,90%	6,10%	-0,42%	1,76%	-2,05%	0,40%	4,43%	35,03%
2013	Carteira	3,86%	-1,16%	-2,27%	-2,01%	0,88%	-6,60%	-0,47%	-2,81%	3,42%	4,40%	-2,45%	-4,74%	-10,10%
	IFIX	2,54%	-0,99%	-1,13%	-1,92%	0,02%	-7,23%	-0,70%	-3,64%	1,82%	1,65%	-0,84%	-2,62%	-12,64%
2014	Carteira	-6,92%	5,63%	1,67%	0,75%	3,90%	0,88%	2,00%	-2,36%	-0,01%	2,05%	-6,04%	-0,54%	0,25%
	IFIX	-6,74%	3,74%	0,42%	1,04%	1,40%	1,31%	1,59%	0,28%	0,57%	-1,34%	-2,92%	-1,84%	-2,86%
2015	Carteira	4,00%												4,00%
	IFIX	2,69%												2,69%
TOTAL	Carteira													30,12%
	IFIX													25,44%

	Carteira			IFIX		
	Rentabilidade acumulada	Rentabilidade anualizada	Volatilidade anualizada	Rentabilidade acumulada	Rentabilidade anualizada	Volatilidade anualizada
12 meses	6,02%	6,02%	9,50%	7,02%	7,02%	6,51%
24 meses	-8,15%	-4,16%	12,15%	-14,94%	-7,77%	9,10%
36 meses	16,00%	5,07%	15,57%	14,29%	4,55%	10,15%
Início	30,12%	8,01%	12,13%	25,44%	6,86%	9,80%

A Carteira de Ações voltou a sofrer com o cenário conturbado que vive a bolsa brasileira. A falta de confiança no país e o escândalo da Petrobras afugenta cada vez mais os investidores estrangeiros da Bovespa. Ao invés de arriscar seu capital em um ambiente extremamente volátil, eles preferem investir em renda fixa e lucrar com a alta taxa de juros brasileira.

Muitos fundos que tiveram anos, (alguns 10, 15 anos) de excelente performance chegaram a despencar mais de 30% em 2014, além de passarem sufoco em janeiro. Isso mostra que, mesmo escolhendo boas empresas (e esses fundos são especialistas nisso) o fluxo tem sido preponderante na rentabilidade das ações. Por esse motivo reduzimos o peso da Carteira de Ações em nosso Portfólio nos últimos meses.

Assim, diversas ações em nossa carteira tem passado dificuldades nos últimos meses, mesmo representando empresas com bons negócios, bem administradas e com excelente governança. Apesar do mau momento, estamos bastante seguros com a composição da nossa carteira, e, portanto, não faremos alterações.

Empresa	Código	Peso	Rendimento	Mudanças	Novo Peso
iShare IBrX-100	BRAX11	20%	-5,83%		
Cetip	CTIP3	12%	6,99%		
Cielo	CIEL3	11%	-4,01%		
Tractebel	TBLE3	11%	-7,95%		
Paraná Banco	PRBC4	10%	-7,87%		
Graziotin	CGRA4	10%	-6,83%		
Itaú Unibanco	ITUB4	10%	-4,88%		
Panvel	PNVL3	10%	-4,66%		
Randon	RAPT4	6%	-16,14%		
	TOTAL	100%	-4,66%		
	Ibovespa		-6,20%		

Ações	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Total	
2011	Carteira								-3,10%	11,26%	-2,50%	-1,05%	4,01%	
	Ibovespa								-7,38%	11,49%	-2,51%	-0,21%	0,46%	
2012	Carteira	10,72%	6,62%	0,46%	-2,64%	-9,52%	-8,67%	2,80%	0,20%	0,52%	-5,66%	0,68%	3,77%	-2,63%
	Ibovespa	11,13%	4,34%	-1,98%	-4,17%	-11,86%	-0,25%	3,21%	1,72%	3,70%	-3,56%	1,15%	6,05%	7,85%
2013	Carteira	1,96%	3,10%	-2,50%	-1,18%	-5,02%	-10,77%	-2,85%	2,02%	5,87%	5,74%	-5,07%	-4,43%	-13,59%
	Ibovespa	-1,95%	-3,91%	-1,87%	-0,78%	-4,30%	-11,31%	1,64%	3,68%	4,65%	3,67%	-3,27%	-3,08%	-16,55%
2014	Carteira	-7,59%	-0,67%	5,87%	2,67%	1,37%	4,79%	2,04%	6,96%	-7,23%	-0,73%	3,46%	-5,47%	4,18%
	Ibovespa	-7,51%	-1,14%	7,05%	2,38%	-0,75%	3,70%	5,00%	9,78%	-11,70%	0,95%	0,07%	-8,62%	-3,09%
2015	Carteira	-4,66%												-4,66%
	Ibovespa	-6,20%												-6,20%
TOTAL	Carteira													-13,08%
	Ibovespa													-17,81%

	Carteira			Ibovespa		
	Rentabilidade acumulada	Rentabilidade anualizada	Volatilidade anualizada	Rentabilidade acumulada	Rentabilidade anualizada	Volatilidade anualizada
12 meses	7,47%	7,47%	16,04%	-1,53%	-1,53%	21,98%
24 meses	-15,25%	-7,94%	17,23%	-21,51%	-11,41%	19,29%
36 meses	-24,01%	-8,75%	16,98%	-25,63%	-9,40%	18,28%
Início	-13,08%	-4,02%	18,22%	-17,81%	-5,58%	19,79%

Alternativos

Os fundos Long Short tiveram um mês difícil e acabaram impactando o resultado da Carteira de Investimentos Alternativos. Mesmo assim, o resultado foi positivo.

O Bradesco Private Dolar e o Safra Galileo foram os destaques positivos.

A Carteira de Investimentos continua com a volatilidade muito baixa, gerando um excelente retorno em relação ao risco. Por isso, não faremos alterações em sua composição.

Fundo	Estratégia	Peso	Rendimento	Mudanças	Novo Peso
Brasil Plural Inst. 15 FIC FIM	Multiestratégia	16%	-0,63%		
BTG Pactual Hedge Plus	Multiestratégia	15%	0,89%		
BNY Mellon ARX Hedge Plus	Macro	14%	0,65%		
Claritas Long Short	Long Short Direcional	13%	-1,42%		
Perfin Long Short 15 FIC FIM	Long Short Direcional	11%	-0,62%		
Brasil Plural Cred. Corp. FIC FIM CP	Multiestratégia	12%	1,04%		
Bradesco Private Dolar FIC Cambial	Cambial	10%	1,39%		
Safra Galileo FIM	Multiestratégia	9%	3,06%		
	TOTAL	100%	0,41%		
	IFMM				

Alternativos		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Total
2012	Carteira											1,64%	1,28%	2,94%
	IFMM											0,56%	1,22%	1,79%
2013	Carteira	1,01%	0,49%	0,72%	0,50%	1,22%	0,24%	0,58%	0,58%	0,19%	0,64%	1,56%	0,63%	8,68%
	IFMM	1,00%	0,45%	0,60%	0,50%	0,94%	0,46%	0,73%	0,93%	-0,53%	0,86%	1,85%	1,19%	9,34%
2014	Carteira	0,41%	0,21%	-0,07%	0,37%	0,81%	0,57%	0,75%	0,95%	1,13%	0,46%	1,69%	0,71%	8,28%
	IFMM	0,36%	0,31%	0,29%	0,33%	1,02%	0,73%	0,83%	1,09%	0,78%	-0,06%	1,35%	0,47%	7,75%
2015	Carteira	0,41%												0,41%
	IFMM	1,12%												1,12%
TOTAL	Carteira													21,63%
	IFMM													21,27%

	Carteira			IFMM		
	Rentabilidade acumulada	Rentabilidade anualizada	Volatilidade anualizada	Rentabilidade acumulada	Rentabilidade anualizada	Volatilidade anualizada
12 meses	8,29%	8,29%	1,69%	8,37%	8,37%	1,49%
24 meses	16,99%	8,16%	1,50%	17,73%	8,50%	1,70%
36 meses						
Início	21,63%	9,09%	1,45%	21,27%	8,95%	1,58%

A Inva Capital é uma boutique de investimentos que oferece os mais sofisticados instrumentos e técnicas em gestão de recursos, finanças corporativas, planejamento financeiro e análise de investimentos.

Analista Responsável: Raphael Cordeiro, CFP®, CNPI

Luiz Augusto Pacheco, CFA, FRM, CAIA

Disclaimer - Instrução CVM 483/10:

O(s) analista(s) de investimento, envolvido(s) na elaboração deste relatório, declara(m) que as recomendações contidas neste refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação à Inva Capital. O(s) analista(s) de investimentos, seus cônjuges ou companheiros, detêm, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, ações e/ou outros valores mobiliários de emissão das companhias objeto de sua análise.

Este relatório não pode ser reproduzido, distribuído ou repassado a terceiros. Não nos responsabilizamos por quaisquer decisões que sejam tomadas com base nas informações apresentadas e afirmamos que todos os dados contidos são baseados em variáveis incertas.