



Certamente, o cenário político desbancou o econômico em fevereiro, principalmente no Brasil. Por isso, vamos focar mais no assunto do momento este mês e dar uma leve pincelada na economia.

Começando pela Europa, vimos a Grécia negociando com o restante da Europa sobre sua dívida. Um acordo foi alcançado, pelo menos para os próximos quatro meses, mas ainda vemos algum risco ali. O episódio também gerou uma infinidade de artigos sobre Teoria dos Jogos, já que o atual ministro das finanças grego, Yanis Varoufakis, foi professor da matéria na Universidade do Texas até assumir o cargo.

No Brasil, a crise política brasileira deve entrar em ebulição em março e como consequência devemos ver piora no cenário econômico já enfraquecido.

Nos chamou a atenção a propaganda política do PMDB, veiculada no último dia 26 de fevereiro, que iniciou com a frase “NÃO, Não são as estrelas que vão me guiar”. As intrigas entre PT e PMDB apresentadas na Veja, abrem uma brecha para uma séria crise política, justo no mês em que se planeja uma das maiores manifestações populares do país. Soma-se a isso manifestações dos caminhoneiros, aumento médio de 23,4% no preço da energia elétrica e crescimento do desemprego.

Não foi à toa que Lula intercedeu, e junto com Roberto Requião e outros senadores do PMDB, foram à casa do presidente do Senado, Renan Calheiros. Dilma parece isolada, porém sem esquecer de sua prepotência (afinal a culpa sempre é dos outros).

Uma questão que a operação Lava-Jato começa a trazer é em relação ao sistema financeiro brasileiro. Quanto os bancos tem emprestado para as empreiteiras? Quanto a Caixa e o Banco do Brasil possuem de empréstimos para estaleiros? Quanto se tem de banco público emprestado para a Petrobras? Será que os estados "quebrados" estão repassando os pagamentos dos créditos consignados aos bancos? Será que os bancos de investimentos aguentam um teste de stress?

Essas são perguntas que não sabemos responder, porém neste momento, sabemos que são dúvidas relevantes. Essa crise política poderá afetar o cenário econômico (que já é ruim) e prejudicar ainda mais a recuperação do país.

Passando agora para a economia e voltando à Europa, um fato nos chamou a atenção, quase no final do mês. Os títulos de 10 anos de Portugal estão nos mesmos níveis dos norte-americanos! Qualquer investidor sensato consegue enxergar uma desconexão entre o risco de Portugal e dos EUA. O motivo desse alinhamento nos *yields* é a injeção de capital que o Banco Central Europeu anunciou em janeiro e começará em março. Veja a comparação entre os dois:



Além dessa injeção de capital, devemos nos lembrar da inflação em cada país. Enquanto nos EUA há inflação, na Europa a deflação é um problema, afetando o retorno real dos títulos. A dúvida agora é, o que acontecerá com os *yields* mundo afora quando o Fed começar a subir os juros nos EUA?

Indicadores

	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	2015	
Renda Fixa														
CDI	0,93%	0,82%												1,76%
IRF-M	1,79%	0,29%												2,08%
IMA-B	3,12%	0,54%												3,68%
IMA Geral ex-C	2,08%	0,49%												2,58%
Fundos Imobiliários														
IFIX	2,69%	-0,22%												2,46%
Ações														
Ibovespa	-6,20%	9,97%												3,15%
IBrX	-5,88%	9,33%												2,90%
Small Caps	-12,05%	5,65%												-7,08%
S&P500 (US\$)	-3,10%	5,49%												2,22%
MSCI World Index (US\$)	-1,88%	5,68%												3,69%
Outros														
IFMM	1,12%	2,04%												3,18%
Dólar	1,20%	5,71%												6,98%
IPCA	1,24%													1,24%

	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%

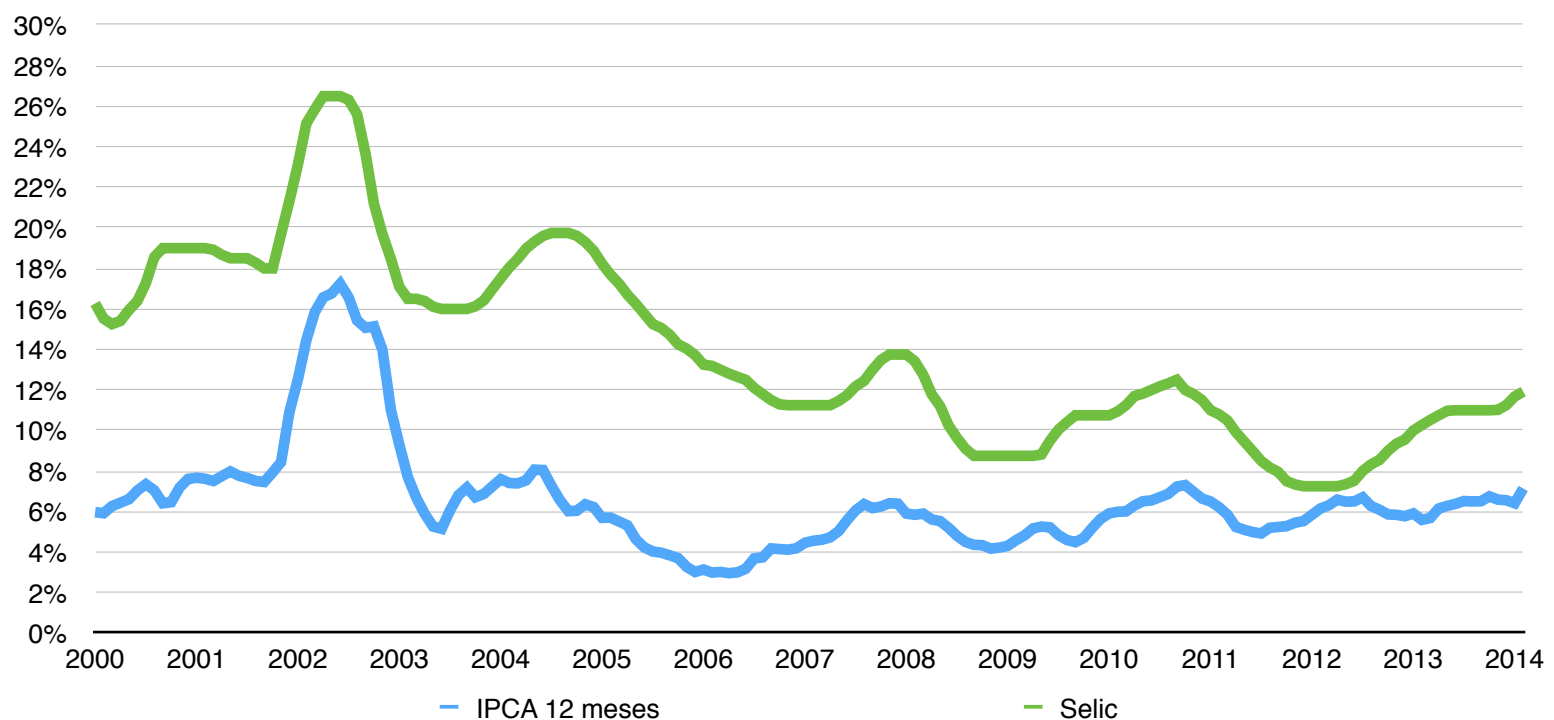
Investimentos

Estaria o Brasil com saudades do início dos anos 2000? É o que parece, com a inflação apontando para 8% e a possibilidade de perdermos o *investment grade* esse é o futuro que nos espera. Vamos detalhar nossas recomendações em cada uma das classes de investimentos.

Renda Fixa

Até janeiro, a inflação acumulada em 12 meses estava em 7,14%. Com alta dos impostos e da energia elétrica, inesperadamente anunciada para este mês, não será difícil vermos o IPCA encerrar o ano próximo de 8%, que seria a inflação mais alta desde 2003. O que assusta um pouco, é que naquela época, dez/03, a taxa SELIC estava em 16,50%. Não trabalhamos com este cenário, acreditamos que a taxa básica encerre o ano entre 12,5% e 13%, porém seria muita pretensão garantir que os juros jamais voltarão para estes níveis.

Selic e IPCA acumulado em 12 meses

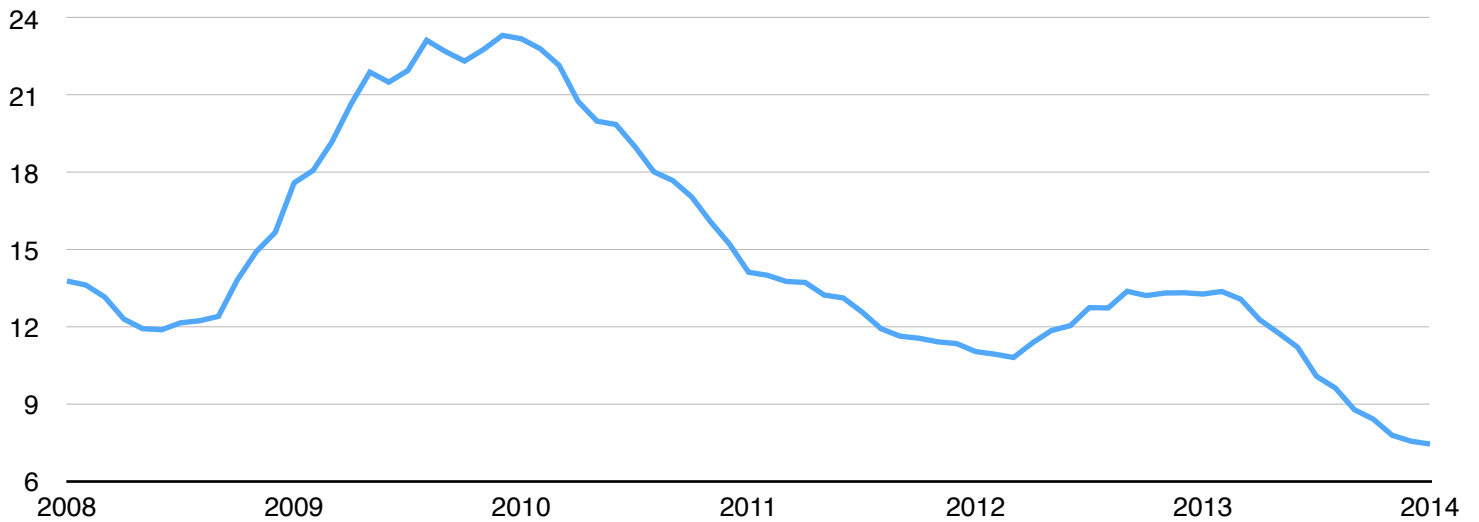


Imóveis

Estamos MUITO preocupados com o mercado imobiliário brasileiro. Segundo dados do Inpespar e da FIPE ZAP, em 2014, tanto em Curitiba como em São Paulo, os imóveis se valorizaram menos do que a inflação, entretanto, o que assusta mesmo é a queda nas vendas na maior cidade do Brasil. Segundo o Secovi-SP, as vendas de imóveis novos recuou 35% em 2014, menor nível desde 2004, e o índice Vendas Sobre Ofertas (VSO) despencou de 13,28% para 7,44%.

O que é curioso observar é que o VGV (valor geral de vendas) caiu mais do que as unidades vendidas, -35%, ou vendeu-se por menos ou os imóveis eram menores - se pudéssemos arriscar, diríamos que foi a primeira razão. Porém, a queda nos preços ainda não foi refletida nos índices, já que eles levam em conta os preços de oferta e não os de fechamento.

Velocidade sobre Oferta na cidade de São Paulo, média de 12 meses



Ações

Nosso preço justo para o Ibovespa continua o mesmo, entre 48 mil e 54 mil pontos. Entretanto, a alta de quase 10% em fevereiro, com o índice em torno de 52 mil pontos, nos parece exagerada com a potencial crise política que se avizinha.

Recomendamos que os investidores tenham cautela com empresas de consumo e que possuem ciclos financeiros muito longos. Segundo nossa percepção, as redes varejistas e as construtoras são tipos de empresas que os investidores devem se afastar neste momento - obviamente, há empresas nesses segmentos que podem ser bons investimentos.

Alternativos

Os fundos cambiais, recomendados pela Inva Capital desde o segundo semestre de 2013, devem continuar sendo a estrela dos investimentos alternativos. Além da credibilidade do Brasil estar abalada, já no segundo mês do ano, o déficit da Balança Comercial ultrapassa os US\$ 5 bilhões. O pior é que o mercado, segundo o Relatório FOCUS do Banco Central, espera que o saldo do final do ano seja positivo em USD 5 bilhões - o que provavelmente será razão para frustração. Esses números devem melhorar apenas em 2016, incentivados por um dólar bem acima de R\$ 3,00.

Portfólio

O resultado do Portfólio em fevereiro foi muito bom, com as carteiras de Ações e Investimentos Alternativos subindo bem. Além disso, também a Carteira de Imóveis teve alta expressiva.

Continuamos pessimistas em relação à economia brasileira este ano, por isso, vamos aproveitar esta alta inesperada das ações para reduzir seu peso em nosso Portfólio. Inclusive, é a menor exposição que já tivemos à ações desde o início das nossas recomendações. Podemos estar errados? Claro que sim, mas preferimos deixar de ganhar alguns pontos percentuais no momento a nos expormos a grande perdas.

Com a redução do peso de ações, aumentaremos o de investimentos alternativos. Os fundos multimercados, com suas estratégias mais complexas e variadas, podem gerar um bom retorno neste ano, que promete ser bastante turbulento.

	Peso	Rendimento	Mudanças	Novo Peso
Renda Fixa	50%	0,67%		
Imóveis	14%	1,43%		
Ações	11%	5,42%	-3%	8%
Alternativos	25%	2,06%	3%	28%
TOTAL	100%	1,65%		
	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%	1,65%											2,62%
	Benchmark	1,10%	1,10%											2,21%
TOTAL	Portfólio													23,51%
	Benchmark													58,32%

	Portfólio			Benchmark	
	Rentabilidade acumulada	Rentabilidade anualizada	Volatilidade anualizada	Rentabilidade acumulada	Rentabilidade anualizada
12 meses	13,78%	13,78%	3,40%	14,03%	14,03%
24 meses	4,30%	2,13%	6,95%	30,03%	14,03%
36 meses	11,39%	3,66%	6,33%	48,27%	14,03%
Início	23,51%	6,38%	6,48%	58,32%	14,39%

Renda Fixa

Mesmo com toda a volatilidade no mercado de juros, a Carteira de Renda Fixa conseguiu superar o seu *benchmark*, o IMA Geral ex-C. A *duration* menor parece ter sido acertada para este momento turbulento - cabe lembrar que o Tesouro Direto foi interrompido algumas vezes durante o mês devido à grande volatilidade dos juros futuros.

Apesar do vencimento da LTN de 2016 estar se aproximando, ainda não vamos modificar nossa carteira, pois acreditamos que ela está adequada ao atual cenário.

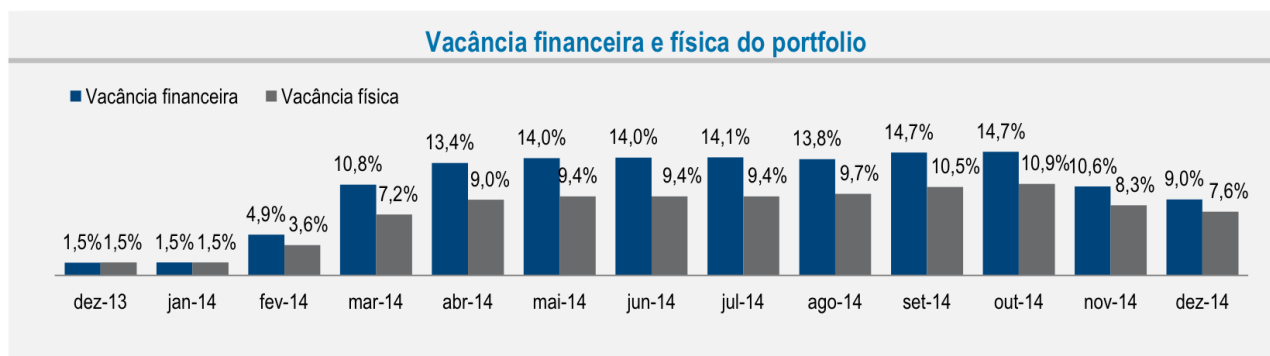
	Peso	Rendimento	Mudanças	Novo Peso
LCI/LCA AAA	40%	0,89%		
NTN-B 15/08/2024	15%	0,23%		
LTN 01/01/16	15%	0,65%		
NTN-B 15/05/35	8%	0,14%		
LCI A+	17%	0,91%		
LTN 01/01/17	5%	0,34%		
TOTAL	100%	0,67%		
	IMA Geral ex-C	0,49%		

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%	0,67%											2,35%
	IMA Geral ex-C	2,08%	0,49%											2,58%
TOTAL	Carteira													32,47%
	IMA Geral ex-C													39,10%

	Carteira			IMA Geral ex-C		
	Rentabilidade acumulada	Rentabilidade anualizada	Volatilidade anualizada	Rentabilidade acumulada	Rentabilidade anualizada	Volatilidade anualizada
12 meses	12,89%	12,89%	3,00%	13,21%	13,21%	4,08%
24 meses	14,03%	6,78%	4,31%	14,02%	6,78%	4,59%
36 meses	23,08%	7,17%	3,53%	30,07%	9,16%	4,10%
Início	32,47%	8,58%	3,28%	39,10%	10,14%	3,84%

Nossa Carteira de Imóveis teve um desempenho excelente, principalmente se o compararmos ao IFIX, que caiu 0,43%.

O Brasil Shopping voltou a subir bem, mas o imbróglio do Shopping Goiabeiras ainda não foi resolvido. Já o Corporate Fund continua a sofrer com a inadimplência alta nos escritórios de São Paulo. Apesar de o pior já ter ficado para trás, o fundo ainda apresenta números altos:



Acreditamos que nossa carteira está muito bem posicionada para o atual cenário (e os resultados são prova disso), e, por isso, não faremos alterações.

FUNDO	CÓDIGO	PESO	RENTABILIDADE			MUDANÇAS	NOVO PESO
			COTA	ALUGUEL	TOTAL		
Brasil Shopping	HGBS11	32%	2,32%	0,89%	3,21%		
Brasil Plural Absoluto	BPFF11	18%	-0,95%	0,95%	0,00%		
TRX Logística	TRXL11	18%	-0,52%	0,90%	0,38%		
RB Capital Renda II	RBRD11	20%	0,79%	0,63%	1,42%		
BTG Corporate Office	BRCR11	12%	-0,55%	0,94%	0,39%		
	TOTAL	100%	0,57%	0,86%	1,43%		
		IFIX			-0,22%		

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%	1,43%											5,49%
	IFIX	2,69%	-0,22%											2,46%
TOTAL	Carteira													31,98%
	IFIX													25,17%

	Carteira			IFIX		
	Rentabilidade acumulada	Rentabilidade anualizada	Volatilidade anualizada	Rentabilidade acumulada	Rentabilidade anualizada	Volatilidade anualizada
12 meses	7,54%	7,54%	9,52%	2,93%	2,93%	5,54%
24 meses	-6,84%	-3,48%	12,21%	-14,28%	-7,41%	9,10%
36 meses	17,66%	5,57%	12,58%	8,98%	2,91%	9,84%
Início	31,98%	8,46%	11,99%	25,17%	6,79%	9,69%

Depois da forte queda em janeiro (e dezembro), as ações voltaram a subir fortemente em fevereiro. A volatilidade continua alta (como pode ser visto na próxima página), mas nossa carteira tem conseguido superar o índice com menor oscilação.

No início da Carta, havíamos perguntado sobre o repasse dos empréstimos consignados aos bancos pelos estados. O Paraná Banco possui R\$ 2,6 bilhões nesta modalidade (sendo que pouco mais de 40% dos empréstimos consignados são em convênios estaduais - uma exposição de 28% da carteira de crédito. Por isso, reduziremos nossa exposição a ele.

Além do Paraná Banco, reduziremos nossa exposição à Grazziotin. O momento da economia brasileira deverá prejudicar os negócios da empresa.

Assim, a diferença da redução dessas empresas será investida entre Itaú, Cielo, Cetip e Tractebel.

Empresa	Código	Peso	Rendimento	Mudanças	Novo Peso
iShare IBrX-100	BRAX11	20%	9,26%		
Cetip	CTIP3	12%	-2,75%	1%	13%
Cielo	CIEL3	11%	11,78%	2%	13%
Tractebel	TBLE3	11%	-2,42%	1%	12%
Paraná Banco	PRBC4	10%	-6,86%	-5%	5%
Grazziotin	CGRA4	10%	-3,16%	-3%	7%
Itaú Unibanco	ITUB4	10%	13,46%	4%	14%
Panvel	PNVL3	10%	3,61%		
Randon	RAPT4	6%	-15,80%		
	TOTAL	100%	5,42%		
	Ibovespa		9,97%		

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%	5,42%											0,51%
	Ibovespa	-6,20%	9,97%											3,15%
TOTAL	Carteira													-8,37%
	Ibovespa													-9,62%

	Carteira			Ibovespa		
	Rentabilidade acumulada	Rentabilidade anualizada	Volatilidade anualizada	Rentabilidade acumulada	Rentabilidade anualizada	Volatilidade anualizada
12 meses	14,06%	14,06%	16,62%	9,53%	9,53%	24,03%
24 meses	-13,47%	-6,98%	17,55%	-10,17%	-5,22%	20,59%
36 meses	-24,86%	-9,09%	16,82%	-21,62%	-7,80%	19,09%
Início	-8,37%	-2,52%	18,25%	-9,62%	-2,92%	20,30%

Alternativos

O resultado da Carteira de Investimentos Alternativos foi muito bom, assim como o IFMM. Os fundos multimercados começaram 2015 muito bem e poderemos ver uma recuperação em sua performance após um 2014 fraco.

Mais uma vez, o Bradesco Private Dólar e o Safra Galileo foram os destaques positivos, ambos com forte alta. A situação econômica (e política do Brasil) não deixam que a moeda norte-americana tenha um teto, ao menos não conseguimos enxergar um no momento.

Estamos bastante satisfeitos com a rentabilidade e diversificação da carteira, sem falar na baixa volatilidade, e, por isso, não faremos alterações nela.

Fundo	Estratégia	Peso	Rendimento	Mudanças	Novo Peso
Brasil Plural Inst. 15 FIC FIM	Multiestratégia	16%	1,46%		
BTG Pactual Hedge Plus	Multiestratégia	15%	1,09%		
BNY Mellon ARX Hedge Plus	Macro	14%	0,84%		
Claritas Long Short	Long Short Direcional	13%	0,40%		
Perfin Long Short 15 FIC FIM	Long Short Direcional	11%	1,33%		
Brasil Plural Cred. Corp. FIC FIM CP	Multiestratégia	12%	0,92%		
Bradesco Private Dolar FIC Cambial	Cambial	10%	6,55%		
Safra Galileo FIM	Multiestratégia	9%	6,43%		
	TOTAL	100%	2,06%		
	IFMM		2,04%		

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%	2,06%											2,48%
	IFMM	1,12%	2,04%											3,18%
TOTAL	Carteira													24,14%
	IFMM													23,74%

	Carteira			IFMM		
	Rentabilidade acumulada	Rentabilidade anualizada	Volatilidade anualizada	Rentabilidade acumulada	Rentabilidade anualizada	Volatilidade anualizada
12 meses	10,37%	10,37%	2,04%	10,24%	10,24%	1,96%
24 meses	17,96%	8,61%	1,73%	19,59%	9,36%	1,94%
36 meses						
Início	24,14%	10,09%	1,64%	23,74%	9,93%	1,69%

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

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 à 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.