



## Carteira Recomendada de Ações (10SIM)

Equity Research  
Banco BTG Pactual S.A.

Fevereiro 2024

Carlos Sequeira, CFA  
New York - BTG Pactual US Capital LLC

Osni Carfi  
São Paulo – Banco BTG Pactual

Guilherme Guttilla  
São Paulo – Banco BTG Pactual

Bruno Lima  
São Paulo – Banco BTG Pactual

[analise.acoes@btgpactual.com](mailto:analise.acoes@btgpactual.com)

## Objetivo da Carteira

---

A carteira tem como objetivo capturar as melhores oportunidades e performances do mercado de ações sugerindo cerca de 10 ações a cada mês. O processo de seleção dos ativos é realizado pelo time de estrategistas do Research do Banco BTG Pactual, com base em uma análise conjunta ao time de analistas, sem considerar necessariamente índices de referência ou liquidez.

## Pontos Principais

---

### **Começo difícil, mas perspectivas positivas**

Apesar do início de ano difícil, com o Ibovespa caindo 4,8% em reais (e 6,3% em dólares), acreditamos que a combinação da queda das taxas de juros nos EUA e no Brasil e múltiplos relativamente baratos podem preparar o terreno para que as ações brasileiras tenham um desempenho superior em 2024. Neste momento, ainda temos uma carteira muito equilibrada com exposição limitada a nomes cíclicos. Dito isto, estamos aumentando a exposição à “economia doméstica” e planeamos continuar avançando nessa direção.

### **Nubank estreia na 10SIM; Cyrela também entra no grupo**

O Nubank estreia na 10SIM este mês. O crescimento dos empréstimos no Brasil continua a expandir-se rapidamente, aumentando a rentabilidade, enquanto o número de clientes e depósitos no México aumenta. Os múltiplos certamente não são baixos, mas as perspectivas de crescimento do banco justificam-nos. A construtora Cyrela também se junta ao grupo. Apresentou resultados operacionais consistentes em 2023 (lançamento/crescimento de vendas e margens resilientes), e o cenário mais favorável à frente (taxas de juros em queda) poderia impulsionar ainda mais os resultados em 2024. Vemos as ações sendo negociadas a 1,1x P/VP e 7x P/L para 2024E. Para abrir espaço para Nubank e Cyrela, estamos retirando Embraer e Vibra, aumentando o risco geral da carteira.

### **Equatorial substitui Eletrobras; Petrobras e Vale permanecem na carteira**

Entre as concessionárias, estamos substituindo a Eletrobras pela Equatorial após o desempenho relativamente bom da ELET desde que a adicionamos ao portfólio. A Equatorial é negociada a uma TIR real de 10,5% (prêmio de 486ps para os títulos de 10 anos do Brasil vs. uma média histórica de 400bps) e com boas oportunidades de crescimento pela frente. Petrobras e Vale ficam na carteira.

### **BB, Localiza, Vivara, MELI e Cosan completam a 10SIM**

Mantemos alguma exposição aos grandes bancos do Brasil através do Banco do Brasil. Também mantemos exposição a varejistas tradicionais através da Vivara. O player de e-commerce Mercado Livre também mantém seu lugar. A locadora de veículos Localiza e a holding Cosan completam a 10SIM.

**Tabela 1: Portfólio 10SIM para Fevereiro/24**

Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mi)	EV/EBITDA		P/L		P/VPA	
					2024	2025	2024	2025	2024	2025
Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	15%	539.202	3,2x	3,4x	4,9x	5,3x	1,4x	1,3x
Mercado Livre	Varejo	MELI34	10%	425.610	22,9x	17,0x	56,2x	38,8x	18,9x	12,7x
Vale	Siderurgia & Mineração	VALE3	10%	291.561	4,0x	4,0x	4,9x	5,6x	1,5x	1,3x
Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%	161.098	n.a.	n.a.	3,8x	3,6x	0,8x	0,7x
Localiza	Aluguel de Carros	RENT3	10%	57.712	7,0x	6,5x	14,8x	12,5x	2,0x	1,8x
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	39.638	8,1x	7,6x	12,2x	10,2x	2,0x	1,8x
Cosan	Agronegócio	CSAN3	10%	34.119	3,4x	3,1x	8,2x	6,5x	0,4x	0,4x
Nubank	Bancos	ROXO34	10%	204.166	n.a.	n.a.	20,8x	14,3x	5,1x	3,8x
Cyrela	Construção civil	CYRE3	10%	8.383	8,2x	7,4x	7,0x	5,5x	1,0x	1,1x
Vivara	Varejo	VIVA3	5%	7.950	10,8x	8,6x	16,0x	13,0x	3,1x	2,6x

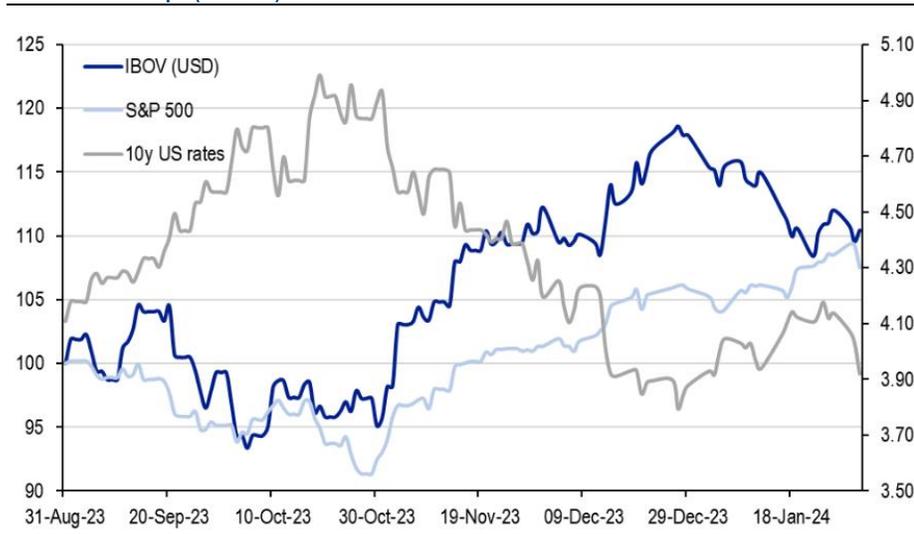
Fonte: Estimativas do BTG Pactual e Economatica

## Começo difícil, mas perspectivas positivas

Está sendo um início de ano difícil para as ações brasileiras. O Ibovespa caiu 4,8% em reais e 6,3% em dólares após a forte recuperação observada no final de 2023 – subiu 19% em reais e 23% em dólares em novembro-dezembro de 2023.

Na nossa opinião, a maior parte da queda deste mês foi impulsionada pelo comportamento das taxas de juros de 10 anos dos EUA, que subiram para 4,0%, frente aos 3,9% no final de Dezembro (Gráfico 1).

As fracas perspectivas para a economia chinesa e a grande queda das ações chinesas também ajudam a explicar o fraco desempenho do Ibovespa – a exposição econômica do Brasil à China torna esta relação forte. O governo chinês tem procurado formas de estimular o crescimento, mas a resposta limitada da economia aos estímulos fiscais é motivo de preocupação. Modelamos um crescimento para a economia chinesa de 4,8% em 2024, em linha com a meta de crescimento do governo (intervalo de 4,5-5,0%).

**Gráfico 1: Ibovespa (em USD) e S&P500 vs. taxas de 10 anos dos EUA**


Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

## Cenário macro no Brasil é animador

As perspectivas para a economia brasileira em 2024 são positivas. No que diz respeito à inflação, os indicadores qualitativos, como as medidas do núcleo e difusão, continuam a implicar uma dinâmica positiva da inflação e têm conduzido a revisões baixistas das projeções de inflação para 2024. De acordo com a última pesquisa Focus do Banco Central, os participantes do mercado agora esperam que a inflação seja de 3,8% ao final de 2024, abaixo dos

3,9% do mês anterior – em recente pesquisa com investidores locais realizada pela equipe macroeconômica do BTG Pactual, perto de 30% dos entrevistados já esperam que a inflação deverá ficar na faixa de 3,50% a 3,75% em 2024.

As expectativas de inflação reduzida estão deixando os investidores cada vez mais confiantes de que a taxa Selic poderá atingir um dígito até o final de 2024. A pesquisa Focus do Banco Central do Brasil aponta para uma taxa Selic de 9,0% no final de 2024, abaixo dos 11,25% atuais e de 8,5% no final de 2025. Na nossa pesquisa recente, 30% dos entrevistados disseram que a taxa Selic poderia encerrar 2024 entre 8,0% e 8,75%.

A grande queda esperada nas taxas de juro no curto prazo deverá ter um grande impacto positivo nos lucros das empresas este ano (mais sobre isso à frente). Estimamos que a taxa Selic média deste ano caia 315bps em relação a 2023 (10,1% vs. 13,25% em 2023).

A inflação mais baixa e as taxas de juro reduzidas também podem ter um impacto positivo na atividade econômica. A equipe macroeconômica do BTG Pactual modela um crescimento do PIB de 1,7% em 2024, mas os participantes do mercado têm aumentado suas estimativas, com alguns já acreditando que o PIB do Brasil poderá crescer mais de 2% este ano.

Outro destaque importante é o superávit comercial recorde do Brasil. Para 2023, estimamos um superávit comercial de US\$ 95 bilhões, 53% acima do recorde registrado em 2022. Para 2024, modelamos um excedente comercial ligeiramente inferior (US\$ 87 mil milhões), mas ainda muito forte e muito superior aos anos anteriores. A forte entrada de dólares impulsionada pelo superávit comercial recorde pode ajudar a manter o câmbio abaixo de R\$ 5,0.

Dito isto, a queda das taxas de juro no curto prazo no Brasil e nos EUA e os múltiplos relativamente baratos (mais sobre isto à frente) podem criar excelentes condições para que as ações locais tenham um desempenho superior em 2024.

### **A situação fiscal ainda é a principal preocupação no Brasil**

A situação fiscal do Brasil continua sendo a principal preocupação dos investidores. Em Outubro, o Presidente Lula sinalizou que o governo pode alterar a sua ambiciosa meta de um déficit fiscal primário zero em 2024 para abrir espaço para despesas mais elevadas.

A meta fiscal ainda não mudou, mas provavelmente é apenas uma questão de tempo. Neste momento, os participantes do mercado acreditam que a meta fiscal será alterada, com 64% esperando que seja alterada para um déficit primário de 0,5%. Na nossa opinião, uma mudança para um déficit de 0,5% já é precificada pelo mercado.

Embora as contas fiscais sejam motivo de preocupação, a situação fiscal não é terrível, com o governo empenhado em aumentar a receita. No entanto, uma mudança quase certa na meta fiscal para 2024 em Março/Abril deverá aumentar a volatilidade nos mercados. Além disso, o cumprimento da meta para 2025 (superávit primário de 0,5%) pode revelar-se extremamente desafiador, uma vez que uma parte relevante das receitas fiscais extras que estão sendo arrecadadas este ano tem caráter pontual.

### **As ações tiveram um bom desempenho nos últimos dois ciclos de flexibilização monetária**

Analisamos os dois ciclos de flexibilização mais recentes do Brasil para esclarecer quais setores tiveram melhor desempenho. Para isso, analisamos os índices setoriais da B3 durante os dois últimos ciclos de flexibilização monetária.

#### **Ciclo 1: julho de 2019 até início da pandemia**

O ciclo de flexibilização monetária mais recente se estendeu de julho de 2019 até os primeiros dias da pandemia (encerramos nossa análise no início de 2020 para evitar a volatilidade extrema após o início da pandemia). Durante este ciclo, o setor imobiliário foi o de melhor desempenho, seguido por bens de consumo (incluindo varejo), serviços básicos e indústria.

Esse resultado está bem alinhado com as expectativas, já que os setores imobiliário e de varejo são tipicamente mais alavancados e altamente correlacionados com a dinâmica da economia local, tendendo a ter um desempenho melhor em cenários de queda das taxas de juros.

O índice financeiro foi o único a ter um desempenho inferior ao Ibovespa (+4,8% vs +12,2%), mas ainda assim superou o CDI no período (+3,4%). Em outras palavras, até o setor de pior desempenho em nossa análise superou o CDI, levando-nos a crer que aumentar a exposição em ações durante ciclos de flexibilização monetária tende a ser uma estratégia sólida.

**Gráfico 2: Desempenho dos índices setoriais (julho de 2019 a fevereiro de 2020)**



Fonte: B3, BTG Pactual

## Ciclo 2: outubro de 2016 a março de 2018

O ciclo de flexibilização anterior decorreu de Outubro de 2016 a Março de 2018, começando logo após o impeachment da Presidente Rousseff.

Talvez surpreendentemente, o setor com melhor desempenho foi o dos Materiais Básicos, apoiado pelo aumento dos preços do minério de ferro e da celulose. Materiais Básicos superaram significativamente o Ibovespa durante o período, um resultado inesperado quando se isola o impacto da queda das taxas de juros. Devido ao peso expressivo de Metais e Mineração (11% do Ibovespa na época) e Papel & Celulose (2%) no Ibovespa, o forte desempenho de Materiais Básicos impulsionou o índice.

Além disso, a Petrobras, outro peso pesado do índice (peso de 11%), também teve bom desempenho no período, superando o índice (alta de 58% vs. Ibovespa +46%). O setor financeiro foi o único adicional setor a registrar um desempenho superior no período.

Apesar de todos os outros setores terem apresentado desempenho inferior ao do Ibovespa, nenhum apresentou desempenho negativo. Na verdade, todos os setores superaram a taxa Selic no período – o setor de pior desempenho, Bens de Consumo, subiu 17% no período contra 15% da Selic.

**Gráfico 3: Desempenho dos índices setoriais (outubro de 2016 a março de 2018)**


Ticker	Sector	Performance
IMAT	Basic Materials	115.4%
IFNC	Financials	57.6%
IBOV	Ibovespa	46.3%
INDX	Industrials	23.4%
IMOB	Real Estate	21.8%
UTIL	Utilities	19.5%
ICON	Consumer	17.2%

Fonte: B3, BTG Pactual

## Recuperação significativa dos lucros esperada para 2024

Modelamos o lucro consolidado (ex-Petro&Vale) crescendo 22% a/a em 2024 (vs. -2,6% a/a em 2023). As empresas domésticas deverão aumentar os seus lucros em 28% a/a, e também esperamos bons resultados dos exportadores de commodities (+16% a/a). Analisando todo o nosso universo de cobertura, as estimativas de lucros consolidados para 2024 aumentam 22% a/a.

O forte crescimento dos lucros domésticos esperado para 2024 é apoiado principalmente pela recuperação das margens (+1,1p.p.) e pelas empresas alavancadas que se beneficiam de uma Selic em queda – modelamos a taxa Selic média em 10,1% em 2024 vs. 13,25% em 2023.

Nossos analistas estimam crescimento dos lucros acima da inflação para quase todos os setores em 2024, com exceção de Bebidas (Ambev). Do crescimento anual doméstico de R\$ 58 bilhões (+28% a/a), os principais contribuintes são Bancos (+R\$ 13,1 bilhões), Varejo (+R\$ 9,5 bilhões), Alimentos (+R\$ 8,9 bilhões) e Serviços básicos (+R\$ 8,4 bilhões).

Os bancos deverão se beneficiar da expansão das carteiras de crédito e do menor risco, e o Varejo, da melhora do cenário atual (difícil) e da redução da Selic. Uma base de comparação fraca deverá impulsionar o crescimento dos lucros em Alimentos, enquanto o crescimento em Serviços Básicos será impulsionado principalmente pela Eletrobras, devido aos ganhos de eficiência relacionados à privatização e à reversão das provisões para empréstimos compulsórios, com a Equatorial e a Sabesp também em destaque.

**Tabela 2: Lucro consolidado das empresas abrangidas (R\$ milhões)**

Sector (R\$mn)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
BTGP Coverage	228,755	198,675	538,998	543,967	411,270	502,259	517,012
y/y growth		-13.1%	171.3%	0.9%	-24.4%	22.1%	2.9%
BTGP Coverage (ex-Petr&Vale)	205,354	166,379	311,018	258,237	251,595	306,360	360,551
y/y growth		-19.0%	86.9%	-17.0%	-2.6%	21.8%	17.7%
Domestic	192,153	166,028	219,266	195,239	206,404	264,187	305,425
y/y growth		-13.6%	32.1%	-11.0%	5.7%	28.0%	15.6%
Commodities	36,602	32,647	319,731	348,729	204,866	238,072	211,587
y/y growth		-10.8%	879.4%	9.1%	-41.3%	16.2%	-11.1%

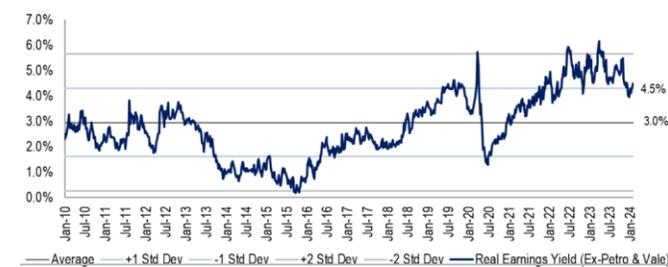
Fonte: BTG Pactual

## As ações brasileiras são atraentes

As ações brasileiras são negociadas a 10,0x P/L 12 meses à frente ex-Petro & Vale (apenas 8x incluindo eles), um desvio padrão abaixo da média. O prêmio para deter ações (medido como o inverso do P/L menos as taxas reais a 10 anos) é de 4,5%, mais de um desvio padrão acima da sua média histórica.

**Gráfico 4: P/L Bovespa de 12 meses (ex-Petro&Vale)**


Fonte: Economatica, BTG Pactual

**Gráfico 5: Equity risk premium (L/P menos taxas de juros de 10 anos)**


Fonte: Economatica, BTG Pactual

## Com 18,8% de ROE em 2024 e 8x P/L 12 meses à frente, o Brasil se destaca

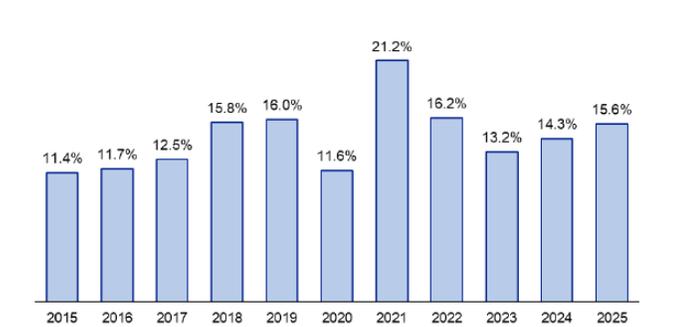
O ROE consolidado das empresas brasileiras (excluindo Petrobras e Vale) caiu para abaixo de 12% em 2015 e 2016 (11,4% e 11,7%, respectivamente), após a pior recessão na história moderna do país — o PIB caiu 3,5% e 3,3% em 2015 e 2016.

A economia começou a se recuperar lentamente em 2017, acelerando em 2018-19, levando o ROE para 16%, acima da média histórica (ROE excluindo Petrobras e Vale teve uma média de 15,3% nos últimos 20 anos).

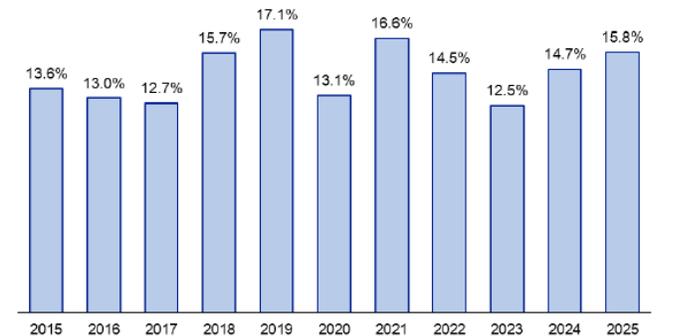
A pandemia fez os ROEs despencarem para abaixo de 12% em 2020, antes de rapidamente se recuperarem para níveis anormalmente altos (21%) em 2021. O ROE permaneceu alto em 2022 (16%), mas já indicava uma tendência de queda.

Com as taxas de juros passando de 2% em março de 2021 para 13,75% em agosto de 2022, a economia desacelerou e as despesas financeiras aumentaram, prejudicando os lucros das empresas. Em 2023, estimamos que o ROE das empresas brasileiras listadas tenha caído para 13,2%.

Com a Selic em trajetória de queda (13,75% em julho de 2023, 11,75% agora e o mercado espera 9% no final de 2024), espera-se que os lucros se recuperem em 2024. Temos uma estimativa de crescimento de 22% nos lucros (excluindo Petrobras e Vale) e um aumento do ROE para 14,3% e para 15,6% em 2025.

**Gráfico 6: ROE consolidado das empresas brasileiras listadas, excluindo Petrobras e Vale**


Fonte: Estimativas do BTG Pactual

**Gráfico 7: ROE consolidado das empresas brasileiras listadas, no mercado interno**


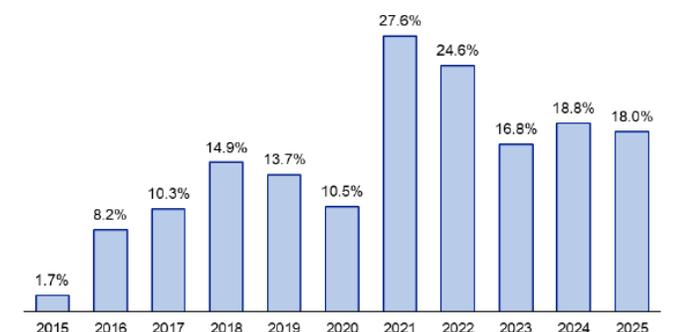
Fonte: Estimativas do BTG Pactual

O ROE consolidado, incluindo Petrobras e Vale, tem se mantido em níveis mais altos devido ao forte desempenho recente dos exportadores de commodities. Em 2021 e 2022, o ROE deles foi anormalmente alto, 50,2% e 42,8%, respectivamente. Em 2023, estimamos que o ROE caiu para 25,1%, ainda um nível consideravelmente alto, especialmente dado o histórico recente de menores retornos dos exportadores.

Dada a volatilidade intrínseca dos lucros e retornos dos exportadores de commodities, e como eles são grandes empresas listadas, optamos por analisar os retornos excluindo Petrobras e Vale.

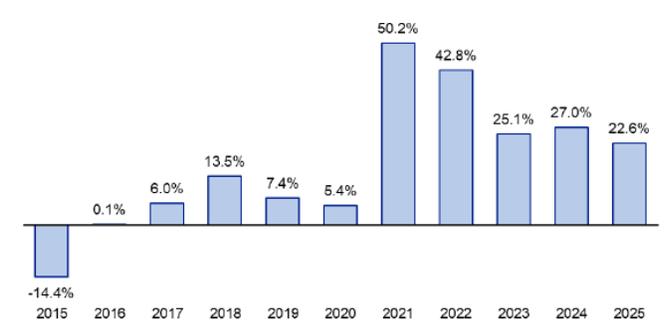
No entanto, para quem compara os lucros consolidados e P/Ls, as ações brasileiras parecem extremamente atrativas a 8x o P/L projetado para os próximos 12 meses, gerando um ROE de 18,8% em 2024.

**Gráfico 8: ROE consolidado das empresas brasileiras listadas, consolidado**



Fonte: Estimativas do BTG Pactual

**Gráfico 9: ROE consolidado das empresas brasileiras listadas, commodities**



Fonte: Estimativas do BTG Pactual

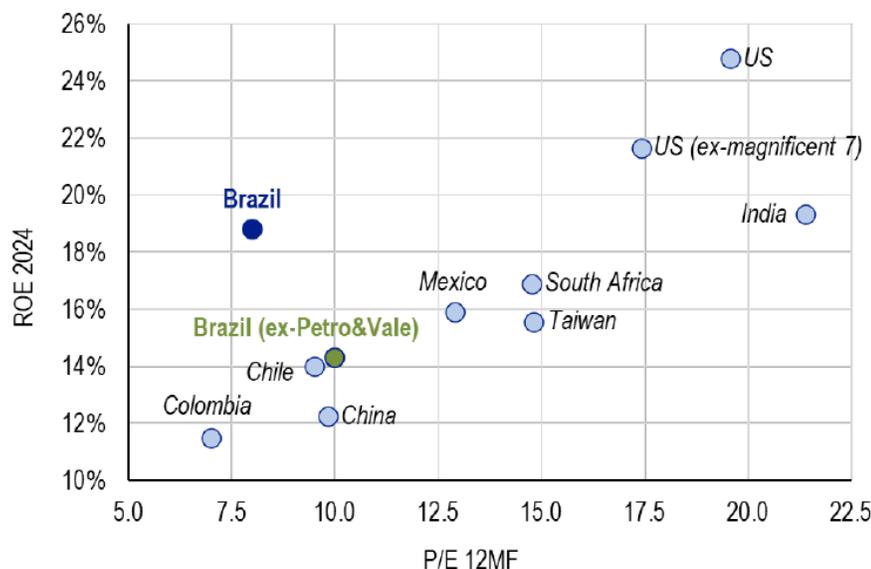
### Comparado aos pares globais, o Brasil se destaca

Ao comparar os valuations e retornos das ações locais com outros mercados internacionais, o Brasil claramente se destaca. O retorno consolidado de 18,8% das ações brasileiras é bom e comparável a outros mercados emergentes e globais. O ROE é menor que o da Índia (19,3%) e dos EUA (24,8%), mas os valuations são muito menores.

As ações brasileiras estão sendo negociadas a 8x o P/L projetado para os próximos 12 meses, em comparação com 21,4x para a Índia e 19,6x para os EUA.

Os retornos e os valuations são impulsionados pelo fato de que a gigante de Petróleo & Gás, Petrobras e a produtora de minério de ferro Vale representam uma grande parcela dos lucros consolidados (Petrobras 27% + Vale 13% = peso total de 40%). Para abordar isso, também analisamos os retornos e o valuation das empresas brasileiras listadas excluindo Petrobras e Vale. Aqui, vemos o Brasil negociando a 10x o P/L projetado para os próximos 12 meses e entregando um ROE de 14,3% em 2024.

Naturalmente, as ações brasileiras excluindo Petrobras e Vale não são tão atrativas quanto quando olhamos para os números consolidados, mas ainda são atraentes.

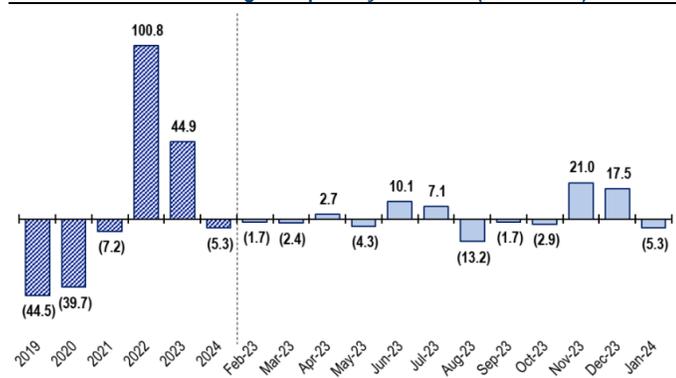
**Tabela 3: ROE nos últimos doze meses x P/L: mercados emergentes e EUA**


Fonte: Bloomberg e estimativas do BTG Pactual

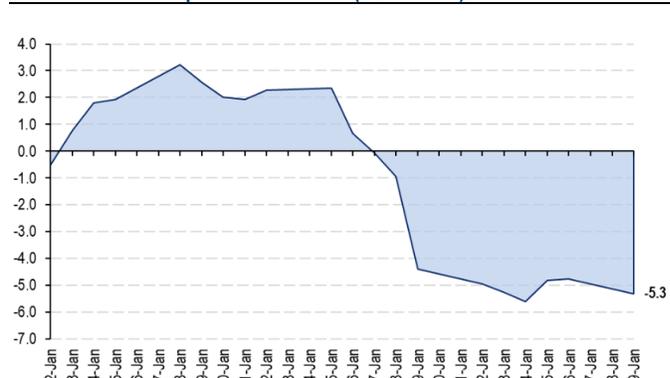
### Os estrangeiros foram vendedores líquidos em janeiro e as taxas de 10 anos aumentaram nos EUA

Com as taxas de 10 anos dos EUA em declínio constante nos últimos meses de 2023, o mercado de ações se recuperou a nível global. Dado o perfil de risco mais elevado do Brasil e os múltiplos relativamente baratos, os investidores estrangeiros investiram R\$ 39 bilhões em ações locais em Novembro/Dezembro, o maior fluxo estrangeiro há algum tempo.

No entanto, com as taxas a 10 anos dos EUA subindo ligeiramente em Janeiro, a tendência inverteu-se, com os estrangeiros sendo vendedores líquidos no valor de R\$ 4,8 bilhões no mês.

**Gráfico 10: Fluxos estrangeiros para ações locais (R\$ bilhões)**


Fonte: B3, BTG Pactual

**Gráfico 11: Fluxos para fundos GEM (R\$ bilhões)**


Fonte: EPFR, BTG Pactual

Após o fluxo significativo de investimento estrangeiro em ações brasileiras no final do ano passado, as alocações para o Brasil por parte dos fundos de ações de mercados emergentes aumentaram, passando de 6,90% em outubro para 7,61% em dezembro (+71bps). A mesma tendência foi observada nos fundos de ações globais, com as alocações aumentando de 0,51% em outubro para 0,56% em dezembro.

**Tabela 4: Alocação de fundos para o Brasil**

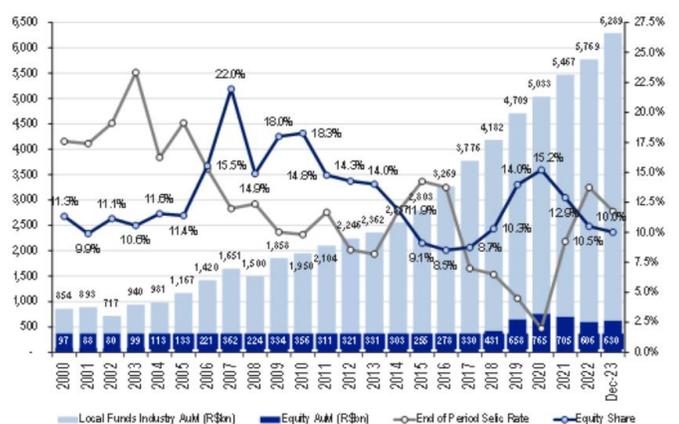
Date	G.E.M.	Global	Global (ex-US)	LatAm
Dec-16	8.15%	0.68%	1.18%	56.03%
Dec-17	6.73%	0.52%	0.69%	56.42%
Dec-18	7.69%	0.54%	0.70%	59.85%
Dec-19	8.18%	0.45%	0.55%	65.86%
Dec-20	5.29%	0.25%	0.36%	62.71%
Dec-21	4.34%	0.26%	0.42%	55.09%
Dec-22	6.31%	0.42%	0.68%	59.12%
Mar-23	6.04%	0.43%	0.59%	55.42%
Apr-23	6.21%	0.45%	0.60%	54.53%
May-23	6.50%	0.48%	0.62%	55.34%
Jun-23	7.27%	0.47%	0.68%	57.90%
Jul-23	7.06%	0.54%	0.69%	57.66%
Aug-23	6.75%	0.50%	0.66%	56.43%
Sep-23	6.86%	0.50%	0.68%	57.78%
Oct-23	6.90%	0.51%	0.75%	59.46%
Nov-23	7.36%	0.55%	0.86%	59.63%
Dec-23	7.61%	0.56%	0.85%	58.88%

Fonte: EPFR, BTG Pactual

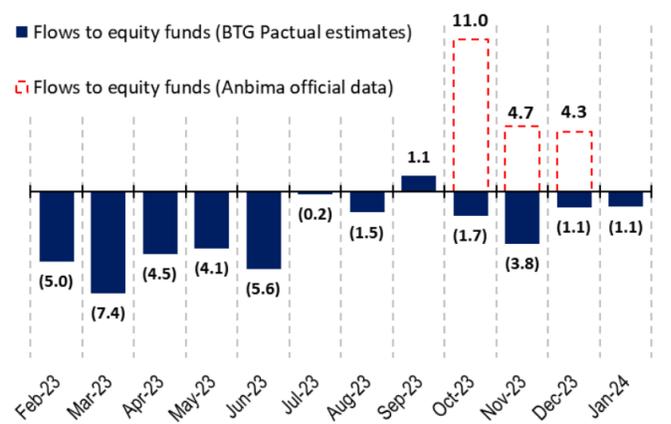
### A tendência de resgate de fundos de ações locais permanece; cenário melhor pela frente

A tendência de saídas de fundos de ações locais continuou em janeiro, com a Anbima reportando resgates de R\$ 1,3 bilhão. No entanto, desde meados de 2023, as saídas de fundos de ações locais desaceleraram.

A queda da taxa Selic no Brasil pode atrair investidores locais de volta às ações – hoje, apenas 10% de todo o dinheiro investido em fundos mútuos está alocado em ações, contra 15,2% no final de 2020. Com as taxas de curto prazo passando para um dígito, esperar que o dinheiro retorne para fundos de ações locais.

**Gráfico 12: Fundos de ações – fluxos líquidos mensais**


Fonte: Anbima, BTG Pactual

**Gráfico 13: Fundos locais – alocações mensais de ações**


Fonte: Anbima, BTG Pactual

## 10 SIM de fevereiro: Perspectivas positivas para as ações brasileiras em 2024

Apesar do início de ano difícil, com o Ibovespa caindo 4,8% em real (e 6,3% em dólar), acreditamos que a combinação de taxas de juros em queda nos EUA e no Brasil e múltiplos relativamente baratos podem preparar o terreno para que as ações brasileiras tenham um desempenho superior em 2024.

A queda das taxas nos EUA deverá estimular o apetite ao risco dos investidores globais, com implicações positivas para os mercados emergentes em geral e para o Brasil em particular. Além disso, com a Selic passando para um terreno de um dígito, os investidores locais poderão transferir uma maior parte do seu capital de volta para ações – apenas 10% de todo o dinheiro investido em fundos multimercados estão alocados em ações (vs. 15,2% no final de 2020).

Neste momento, ainda temos uma carteira muito equilibrada, com exposição limitada a nomes cíclicos e a cortes nas taxas de juro. Dito isto, estamos aumentando a nossa exposição à tese “doméstica” na carteira de Fevereiro e o nosso objetivo é continuar avançando nessa direção no futuro.

Talvez a mudança mais importante que estamos fazendo na 10SIM em fevereiro seja a adição do Nubank. O crescimento dos empréstimos continua a expandir-se rapidamente, com os empréstimos ao consumidor e o financiamento PIX aumentando a rentabilidade no Brasil. No México, o NU está acelerando os investimentos e o número de clientes e depósitos está aumentando. Embora os múltiplos não sejam baratos, as perspectivas de crescimento do banco são encorajadoras e, na nossa opinião, justificam o nível atual das ações.

Também decidimos adicionar ao portfólio a incorporadora de alto padrão Cyrela. A companhia apresentou resultados operacionais consistentes em 2023 (lançamentos e crescimento de vendas e margens resilientes) e o cenário mais positivo que se aproxima (taxas de juros em queda) poderá melhorar ainda mais os resultados em 2024. Vemos também as ações sendo negociadas em múltiplos atrativos (1,1x P/VP e 7x P/L para 2024E).

Para abrir espaço para Nubank e Cyrela, estamos retirando Embraer e Vibra, aumentando o risco geral da carteira.

Entre as concessionárias, estamos substituindo a Eletrobras pela Equatorial. A ELET teve um forte desempenho (+16%) desde que a adicionamos ao portfólio em setembro do ano passado, apoiado pelo aumento dos preços da energia. Neste momento, dado o excesso de oferta de energia no mercado, estamos preocupados que os preços possam ficar sob pressão, impactando o desempenho das ações. Ao substituí-la pela Equatorial, ganhamos exposição a uma ação que oferece uma TIR real de 10,5%, um prêmio de 486bps para títulos do tesouro brasileiro de 10 anos (vs. um prêmio médio histórico de 403bps) e boas oportunidades de crescimento pela frente, especialmente considerando seu excelente histórico de alocação de capital.

Mantemos a Petrobras na 10SIM por mais um mês. O valuation relativamente descontado da empresa (5,0x P/L) e o alto yield de dividendos contribuíram para a nossa decisão de manter as ações em nosso portfólio. Neste ponto, modelamos um yield de dividendos de 12% para 2024, mas uma combinação de investimentos reduzidos, aumento de produção e potenciais dividendos extraordinários pode levar o yield para cerca de 15%.

A gigante do minério de ferro Vale também permanece na 10SIM por mais um mês. Embora as perspectivas para a economia chinesa pareçam difíceis, os preços do minério de ferro têm sido bem apoiados pela forte dinâmica de oferta e demanda no curto prazo. Consequentemente, esperamos que a empresa reporte fortes resultados no 4T e que as ações se recuperem de níveis muito baixos – as ações estão sendo negociadas a 4,9x P/L 2024E e um yield de fluxo de caixa livre de 16%.

Embora estejamos pouco alocados no setor, mantemos alguma exposição aos grandes bancos do Brasil através do Banco do Brasil (negociado a apenas 4,3x P/L 2024E). Também estamos mantendo exposição a varejistas tradicionais por meio da Vivara. O Mercado Livre, vencedor nos segmentos de e-commerce e pagamentos na América Latina, beneficiando-se da tendência secular de crescimento do e-commerce na região e da menor concorrência, permanece no portfólio por mais um mês.

Entre as empresa do transporte, a locadora de veículos Localiza, que tem uma posição competitiva única e deve se beneficiar da normalização gradual do mercado automobilístico e da queda das taxas de juros de longo prazo, é a nossa principal escolha. A Cosan completa a 10SIM.

Tabela 4: Mudanças no 10SIM™ (Janeiro vs. Fevereiro)

Janeiro				Fevereiro			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	15%	Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	15%
Mercado Livre	Varejo	MELI34	10%	Mercado Livre	Varejo	MELI34	10%
Vale	Siderurgia & Mineração	VALE3	10%	Vale	Siderurgia & Mineração	VALE3	10%
Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%	Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%
Eletrobras	Serviços Básicos	ELET3	10%	Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%
Localiza	Aluguel de Carros	RENT3	10%	Localiza	Aluguel de Carros	RENT3	10%
Cosan	Agronegócio	CSAN3	10%	Cosan	Agronegócio	CSAN3	10%
Vibra Energia	Distribuição de Combustível	VBBR3	10%	Nubank	Bancos	ROXO34	10%
Embraer	Bens de Capital	EMBR3	5%	Cyrela	Construção civil	CYRE3	10%
Vivara	Varejo	VIVA3	10%	Vivara	Varejo	VIVA3	5%

Fonte: BTG Pactual

## Um resumo das nossas escolhas de fevereiro

### Mercado Livre (MELI34)

Ainda vemos uma tendência de crescimento secular para o comércio eletrônico brasileiro nos próximos anos, com um GMV muito maior do que os níveis pré-pandemia, ao contrário de mercados mais maduros. Nos últimos três anos, já ajustamos nossas estimativas de mercado endereçável total para refletir os números muito melhores de receita líquida dos principais players, um legado que agora deve claramente persistir muito tempo após o fim da pandemia (com mais vendedores, tráfego mais forte, melhor sortimento, maior frequência e investimentos aumentados no nível de serviço). Mas um custo de financiamento mais alto impedirá que a maioria dos players mantenha seus ritmos de crescimento dos últimos anos, suportando o caminho para mais consolidação. Continuamos a ver o MELI como um vencedor no e-commerce e pagamentos da América Latina. Aos preços atuais, o MELI é negociado a 1,5x EV/GMV 2024 (4,4x EV/Vendas e 49x P/L). Assim, embora ainda sejamos conservadores em relação à exposição ao comércio eletrônico no curto prazo (em termos setoriais), graças ao valor de seu ecossistema, vemos o MELI à frente do pacote neste aspecto (CAGR em 4 anos de 26% em USD), com take rate e rentabilidade melhorando, reforçando a empresa como uma das nossas principais escolhas.

### Vale (VALE3)

Antecipamos um ambiente operacional melhor para a Vale em 2024, com os mercados de minério de ferro caminhando para mais um ano de déficits e contínuas revisões positivas de lucros. Agora estamos mais confiantes de que a performance operacional mais fraca da empresa ficou para trás e que a produção/vendas e o desempenho de custos devem continuar a melhorar. Acreditamos que há muito pouco precificado nas ações neste momento. Espera-se que a produção chinesa de aço bruto permaneça acima de 1 bilhão de toneladas, já que a demanda por infraestrutura/manufatura + exportações devem compensar um mercado imobiliário ainda fraco. Estimamos outro déficit no mercado este ano, provavelmente sustentando os preços em níveis elevados – atualmente na faixa de US\$130-140/t. Estamos modelando os preços do minério de ferro em uma média de US\$120/t para o ano, que ainda está acima do mercado, e esperamos ver mais revisões positivas nos próximos meses. Nesses níveis, vemos a Vale negociando abaixo de 4x EV/EBITDA 24, e esperamos yields de ~13%, incluindo recompras de ações, o que consideramos atrativo. Além disso, a Vale tem o melhor momento de resultados dentro da nossa cobertura de Metais & Mineração (resultados do 4T devem acelerar ~50% t/t), o que deve apoiar o desempenho das ações no curto prazo.

### Equatorial (EQTL3)

Apesar de seu bom desempenho em 2023, a Equatorial ainda oferece um TIR real de 10,5%, um prêmio de 486bps em relação aos títulos do tesouro brasileiro de 10 anos (versus a média histórica de prêmio de 403bps), uma das razões pelas quais gostamos da empresa, pois oferece um bom carregamento com oportunidades de crescimento pela frente. Além disso, tem entregado consistentemente fortes números operacionais, com redução de perdas de energia e controle rigoroso sobre os custos, bem como progresso nas reestruturações das concessões de distribuição

recentemente adquiridas. Antecipamos resultados fortes no 4T, especialmente da divisão de distribuição, já que sua prévia operacional mostra crescimento de volume de dois dígitos (+12,3% a/a), combinado com melhorias nas perdas de energia. A EQTL recentemente se beneficiou de revisões tarifárias muito positivas (levando a um forte aumento no EBITDA), e, portanto, deve acelerar a desalavancagem em 2024. Por fim, considerando seu excelente histórico em alocação de capital, a EQTL poderia potencialmente entregar crescimento adicional com bons retornos tanto no segmento de distribuição quanto no de saneamento. Recentemente revisamos nosso preço-alvo para R\$42 (versus R\$37).

## Cosan (CSAN3)

---

Estamos mantendo a Cosan em nosso portfólio 10SIM. Uma vez que a maioria de seus investimentos estratégicos já foi concluída, antecipamos que a CSAN entrará em uma fase de desalavancagem e começará a oferecer mais retornos em caixa aos seus acionistas, reduzindo a percepção de risco dos investidores e permitindo que a ação comece a reduzir o desconto de valuation atualmente implícito no preço das ações (~20%) em relação às suas subsidiárias. As ações da CSAN historicamente foram negociadas com base em seu ciclo de investimento, apresentando uma excelente oportunidade para investidores que buscam se beneficiar da transferência de valor da dívida para o equity.

## Vivara (VIVA3)

---

Desde sua abertura de capital, acompanhamos seu sucesso como a maior varejista de joias do Brasil em um mercado fragmentado, e ela está excepcionalmente posicionada para se destacar ainda mais, impulsionada por grandes vantagens de escala (em operações de varejo e industriais), um modelo de negócios verticalmente integrado e vantagens na distribuição por todo o Brasil, além de uma marca forte. Ao lado da Arezzo, a Vivara é nossa outra escolha preferida entre os varejistas discricionários que cobrimos, oferecendo ainda proteção (via sua exposição a população de maior renda, bem como o poder de sua marca e sua capacidade de precificação) contra as incertezas no consumo do Brasil, enquanto ainda aproveita oportunidades de expansão (principalmente através da marca Life). Sim, existem riscos de canibalização na expansão da Vivara, mas o crescimento consistente da receita líquida (CAGR de 14% em 4 anos, com expansão de 11% na área de vendas), margens saudáveis e retornos crescentes, gerando um CAGR de 17% no LPA em 4 anos, nos deixam otimistas quanto à tese de investimento - a Vivara negocia a 16x P/L para 2024 e 13x P/L para 2025, não é uma barganha, mas ainda assim bastante razoável.

## Banco do Brasil (BBAS3)

---

Mantivemos as ações do Banco do Brasil na carteira pelo terceiro mês consecutivo. Embora não vejamos mais a ação como a compra sólida que era há um ano, ainda consideramos seu valuation muito atrativo. O mercado, incluindo a comunidade de investidores, parece excessivamente preocupado com os resultados de 2024/25. Nosso entendimento é que o buy side antecipa lucros estáveis ou em queda em 2024 em comparação a 2023 devido à desvalorização do ARS da Patagônia e aos riscos agrícolas. Em contraste, temos uma visão mais construtiva e acreditamos que o guidance deve indicar um crescimento do LPA em um dígito alto. Dada a atual situação de expectativas elevadas e o ROE em um maior patamar, também vislumbramos potencial para um aumento no payout, seja na forma de mais dividendos e/ou recompras de ações.

## Localiza (RENT3)

---

A Localiza é uma empresa de alta qualidade e oferece uma relação risco-retorno interessante hoje, pois deve se beneficiar de uma normalização gradual do mercado automotivo e de uma taxa de juros de longo prazo menor, apoiando o processo de renovação da frota da Localiza com melhores condições de compra. No curto prazo, antecipamos resultados razoáveis para o 4º trimestre, refletindo uma sazonalidade mais favorável, demanda mais forte e tarifas resilientes, apesar da ainda alta depreciação e de uma margem menor em Seminovos. No entanto, à medida que a Localiza renova a sua frota, acreditamos que há espaço para a depreciação diminuir (mesmo assumindo que não retorne ao patamar pré-pandemia), impulsionada por preços menores de aquisição de carros. No geral, negociando a 15x P/L24 (versus a média histórica de 22x), vemos espaço para expansão de múltiplos, especialmente após a recente queda (-10% no ano até o momento).

## Petrobras (PETR4)

---

A Petrobras deve continuar superando seus pares em 2024. Vemos a Petrobras oferecendo uma combinação atraente de múltiplos atraentes e potencial de expansão de múltiplos, à medida que os principais riscos continuam a diminuir. Um forte nível de produção, capex reduzido e uma sólida governança corporativa sustentarão uma geração sólida de fluxo de caixa para o acionista em 2024, permitindo que a Petrobras pague dividendos atraentes, beneficiando tanto acionistas minoritários quanto majoritários. Estimamos que a Petrobras poderia distribuir US\$3,6 bilhões em dividendos ordinários no 4T23 (yield de 3,4%) e US\$12,2 bilhões em 2024 (yield de 11,4%). Além disso, os pagamentos extraordinários poderiam alcançar US\$7,1 bilhões (yield de 6,8%) e US\$4,3 bilhões no 4T23 e 2024 (yield de 4%), respectivamente. Combinando dividendos ordinários e extraordinários, a Petrobras poderia potencialmente distribuir US\$19,4 bilhões em 2024 (ano calendário), ou um yield de 18%. Reconhecemos que não é óbvio que a companhia distribuirá todo o potencial extraordinário, mas permanecemos confiantes de que há espaço para remuneração em caixa que exceda sua política de distribuição (45% do fluxo de caixa menos capex).

## Cyrela (CYRE3)

---

A empresa apresentou resultados operacionais sólidos consistentemente durante 2023 (crescimento de lançamentos e vendas, margens resilientes, etc.), embora o cenário macroeconômico não tenha sido favorável para o segmento de habitação de média/alta renda (altas taxas de juros, menor acessibilidade, etc.). A Cyrela possui um forte momento de resultados, enquanto a ação está sendo negociada a um valuation atrativo (1,1x P/VPA ou ~7x P/L 24E). Além disso, com um cenário mais favorável à frente (a taxa Selic e as taxas de juros de longo prazo podem cair em 2024), os bancos poderiam facilitar as condições de financiamento imobiliário para compradores de imóveis (melhoria na acessibilidade) e a Cyrela poderia se beneficiar tanto de um melhor momento em suas operações + rentabilidade (maior velocidade de vendas, crescimento de lançamentos, etc.) enquanto a ação é beneficiada por para taxas de juros de longo prazo mais menores (nome de alta beta). Portanto, acreditamos que a Cyrela é uma boa adição ao nosso portfólio 10SIM este mês.

## Nubank (ROXO34)

---

Embora atualmente não tenhamos uma recomendação de COMPRA para o NU, nossa visão em relação à ação melhorou desde o início de dezembro. De fato, como destacado em nossos relatórios de feedback mais recentes de NDRs, esta é uma das três ações (junto com BB e PAGES) que temos apresentado aos investidores como ideias de investimento de curto prazo. A ação do Nubank apresentou uma valorização de 14% no mês passado, mas nas últimas três sessões de negociação, teve uma queda de aproximadamente 10% devido a preocupações de que o lucro líquido do 4T não atenda as expectativas. Em nossa visão, isso abriu uma janela favorável de oportunidade para comprar as ações. Ainda antecipamos números e tendências muito fortes para o 4T. O crescimento do empréstimo continua a expandir rapidamente, com o crédito ao consumidor e o financiamento via Pix aumentando a rentabilidade no Brasil. Por outro lado, o NU está acelerando seus investimentos/CAC no México, apresentando um aumento no número de clientes e depósitos. Embora isso possa reduzir o lucro líquido nos próximos trimestres, consideramos como uma despesa "boa". Consequentemente, decidimos incluir a ação em nosso portfólio 10SIM pela primeira vez desde seu IPO.

**Tabela 5: Portfólio Brasil 10SIM para Fevereiro de 2024**

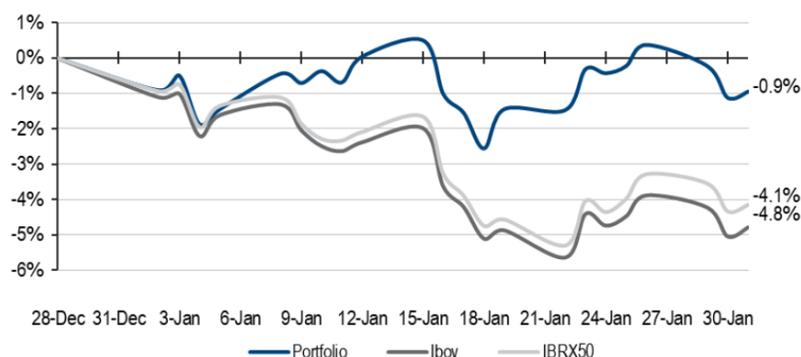
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mi)	EV/EBITDA		P/L		P/VPA	
					2024	2025	2024	2025	2024	2025
Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	15%	539.202	3,2x	3,4x	4,9x	5,3x	1,4x	1,3x
Mercado Livre	Varejo	MELI34	10%	425.610	22,9x	17,0x	56,2x	38,8x	18,9x	12,7x
Vale	Siderurgia & Mineração	VALE3	10%	291.561	4,0x	4,0x	4,9x	5,6x	1,5x	1,3x
Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%	161.098	n.a.	n.a.	3,8x	3,6x	0,8x	0,7x
Localiza	Aluguel de Carros	RENT3	10%	57.712	7,0x	6,5x	14,8x	12,5x	2,0x	1,8x
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	39.638	8,1x	7,6x	12,2x	10,2x	2,0x	1,8x
Cosan	Agronegócio	CSAN3	10%	34.119	3,4x	3,1x	8,2x	6,5x	0,4x	0,4x
Nubank	Bancos	ROXO34	10%	204.166	n.a.	n.a.	20,8x	14,3x	5,1x	3,8x
Cyrela	Construção civil	CYRE3	10%	8.383	8,2x	7,4x	7,0x	5,5x	1,0x	1,1x
Vivara	Varejo	VIVA3	5%	7.950	10,8x	8,6x	16,0x	13,0x	3,1x	2,6x

Fonte: Economatica, BTG Pactual

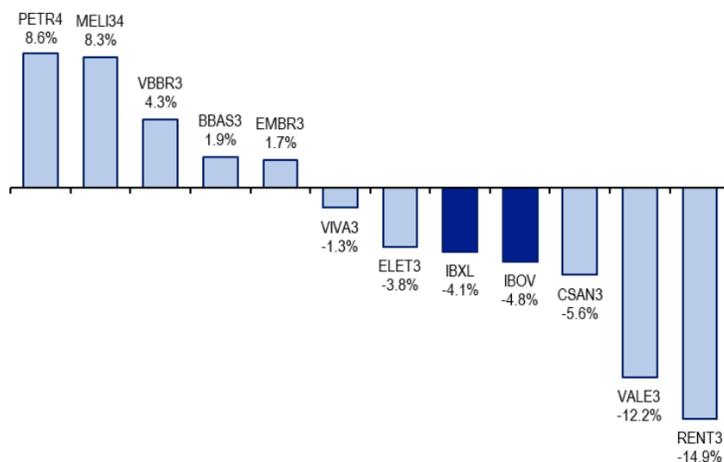
## Desempenho do 10SIM™ em Janeiro

### Desempenho mensal

Em janeiro, o desempenho da carteira 10SIM™ foi de -0,9%, ficando acima do Ibovespa (-4,8%) e IBRX-50 (-4,1%), conforme o gráfico abaixo.

**Gráfico 4: Desempenho relativo em dezembro de 2023**


Fonte: BTG Pactual, Economatica

**Gráfico 5: Desempenho das ações em janeiro de 2024**


Fonte: BTG Pactual, Economatica

## Desempenho histórico

Desde outubro de 2009, quando Carlos E. Sequeira assumiu a carteira 10SIM, o portfólio acumula alta de 431,1%, contra 107,7% do Ibovespa e 145,7% do IBX-50.

Gráfico 7: Desempenho desde Out/2009



Fonte: BTG Pactual, Economática

Tabela 6: Desempenho mensal histórico

	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ	No ano	IBOV	Carteira Acum.	IBOV Acum.
<b>2009</b>													19,1%	11,5%	19,1%	11,5%
<b>2010</b>	-5,5%	0,3%	0,1%	-1,1%	-2,8%	-2,4%	12,3%	-1,4%	8,6%	4,8%	-2,4%	2,3%	12,0%	1,0%	33,4%	12,7%
<b>2011</b>	-2,2%	2,7%	1,6%	0,6%	-1,4%	-2,2%	-4,6%	-1,0%	-10,8%	9,5%	0,2%	2,1%	-6,5%	-18,1%	24,7%	-7,7%
<b>2012</b>	3,2%	10,3%	-0,2%	-0,8%	-8,7%	-0,1%	2,3%	5,1%	6,9%	3,0%	2,1%	8,1%	34,4%	7,4%	67,6%	-0,9%
<b>2013</b>	6,1%	-1,9%	1,4%	1,9%	-2,1%	-6,1%	-0,5%	5,1%	2,8%	5,3%	-0,6%	-3,5%	7,3%	-15,5%	79,9%	-16,3%
<b>2014</b>	-6,1%	-0,7%	4,0%	1,5%	0,2%	5,6%	1,9%	6,4%	-10,8%	6,8%	0,8%	-8,6%	-0,9%	-2,9%	78,3%	-18,7%
<b>2015</b>	-6,3%	6,2%	3,6%	3,5%	-3,1%	-0,1%	-5,5%	-6,8%	2,4%	1,5%	3,6%	-0,4%	-2,4%	-13,3%	73,9%	-29,5%
<b>2016</b>	-5,5%	3,2%	4,4%	7,2%	-6,0%	6,8%	12,9%	0,9%	-0,2%	10,9%	-6,5%	-2,5%	26,0%	38,9%	119,1%	-2,1%
<b>2017</b>	11,2%	3,9%	-5,6%	1,7%	-4,2%	-2,1%	5,7%	4,3%	2,9%	-0,9%	-4,6%	2,9%	14,7%	26,9%	151,4%	24,2%
<b>2018</b>	10,2%	-0,4%	1,6%	1,5%	-6,7%	0,1%	1,9%	-2,7%	2,5%	5,0%	-0,7%	0,2%	12,3%	15,0%	182,3%	42,9%
<b>2019</b>	8,3%	2,1%	-2,1%	2,3%	-1,6%	5,2%	4,8%	-0,1%	4,3%	1,2%	0,8%	6,7%	39,9%	31,6%	294,9%	88,0%
<b>2020</b>	1,7%	-9,2%	-30,7%	8,0%	7,7%	8,3%	9,0%	-3,6%	-4,1%	-1,1%	16,2%	9,2%	1,8%	2,9%	302,0%	93,5%
<b>2021</b>	-3,9%	2,2%	-2,7%	5,6%	8,8%	-1,1%	-3,1%	-0,9%	-7,6%	-8,9%	-5,6%	4,6%	-13,3%	-11,9%	248,5%	70,4%
<b>2022</b>	10,5%	3,8%	6,1%	-3,9%	1,1%	-14,0%	6,4%	9,9%	3,2%	12,1%	-12,4%	-1,3%	18,9%	4,7%	314,4%	78,4%
<b>2023</b>	5,7%	-6,8%	0,0%	2,5%	5,1%	10,0%	4,5%	-6,6%	0,8%	-3,9%	13,1%	3,5%	29,4%	22,3%	436,1%	118,1%
<b>2024</b>	-0,9%												-0,9%	-4,8%	431,1%	107,7%

Fonte: BTG Pactual, Economática

## Informações Importantes

Este relatório foi elaborado pelo Banco BTG Pactual S.A. Os números contidos nos gráficos de desempenho referem-se ao passado; desempenho passado não é um indicador confiável de resultados futuros.

Certificado do Analista

Cada analista de pesquisa responsável pelo conteúdo deste relatório de pesquisa de investimento, no todo ou em parte, certifica que:

- (i) Nos termos do Artigo 21º, da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, todas as opiniões expressas refletem com precisão suas opiniões pessoais sobre esses valores mobiliários ou emissores, e tais recomendações foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação ao Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas, conforme o caso;
- (ii) Nenhuma parte de sua remuneração foi, e ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas contidas aqui ou vinculadas ao preço de qualquer um dos valores mobiliários aqui discutidos.

Parte da remuneração do analista provém dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas decorrentes de transações detidas pelo Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas. Quando aplicável, o analista responsável por este relatório, certificado de acordo com a regulamentação brasileira, será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

## Disclaimer Global

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual S.A.") para distribuição apenas sob as circunstâncias permitidas pela lei aplicável. Este relatório não é direcionado a você se o BTG Pactual estiver proibido ou restrito por qualquer legislação ou regulamentação em qualquer jurisdição de disponibilizá-lo a você. Antes de lê-lo, você deve se certificar de que o BTG Pactual tem permissão para fornecer material de pesquisa sobre investimentos a você de acordo com a legislação e os regulamentos relevantes. Nada neste relatório constitui uma representação de que qualquer estratégia de investimento ou recomendação aqui contida é adequada ou apropriada às circunstâncias individuais de um destinatário ou, de outra forma, constitui uma recomendação pessoal. É publicado apenas para fins informativos, não constitui um anúncio e não deve ser interpretado como uma solicitação, oferta, convite ou incentivo para comprar ou vender quaisquer valores mobiliários ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição.

Os preços neste relatório são considerados confiáveis na data em que este relatório foi emitido e são derivados de um ou mais dos seguintes:

- (i) fontes conforme expressamente especificadas ao lado dos dados relevantes;
- (ii) o preço cotado no principal mercado regulamentado para o valor mobiliário em questão;
- (iii) outras fontes públicas consideradas confiáveis;
- (iv) dados proprietários do BTG Pactual ou dados disponíveis ao BTG Pactual.

Todas as outras informações aqui contidas são consideradas confiáveis na data em que este relatório foi emitido e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. Nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é fornecida em relação à precisão, integridade ou confiabilidade das informações aqui contidas, exceto com relação às informações relativas ao Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas, nem pretende ser uma declaração completa ou resumo dos valores mobiliários, mercados ou desenvolvimentos referidos no relatório.

Em todos os casos, os investidores devem conduzir sua própria investigação e análise de tais informações antes de tomar ou deixar de tomar qualquer ação em relação aos valores mobiliários ou mercados analisados neste relatório. O BTG Pactual não assume que os investidores obterão lucros, nem compartilhará com os investidores quaisquer lucros de investimentos nem aceitará qualquer responsabilidade por quaisquer perdas de investimentos. Os investimentos envolvem riscos e os investidores devem exercer prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual não aceita obrigações fiduciárias para com os destinatários deste relatório e, ao comunicá-lo, não está agindo na qualidade de fiduciário. O relatório não deve ser considerado pelos destinatários como um substituto para o exercício de seu próprio julgamento. As opiniões, estimativas e projeções aqui expressas constituem o julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data em que o relatório foi emitido e, portanto, estão sujeitas a alterações sem aviso prévio e podem divergir ou ser contrárias às opiniões expressas por outras áreas de negócios ou grupos do BTG Pactual em decorrência da utilização de diferentes premissas e critérios. Como as opiniões pessoais dos analistas podem diferir umas das outras, o Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas podem ter emitido ou emitir relatórios inconsistentes e/ou chegar a conclusões diferentes das informações aqui apresentadas. Quaisquer opiniões, estimativas e projeções não devem ser interpretadas como uma representação de que os assuntos ali referidos ocorrerão.

Os preços e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a alterações sem aviso prévio. A pesquisa iniciará, atualizará e encerrará a cobertura exclusivamente a critério da Gerência de Pesquisa do Banco de Investimentos do BTG Pactual. A análise contida neste documento é baseada em numerosas suposições. Suposições diferentes podem resultar em resultados substancialmente diferentes. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração deste relatório pode(m) interagir com o pessoal da mesa de operações, pessoal de vendas e outros públicos com a finalidade de coletar, sintetizar e interpretar informações de mercado. O BTG Pactual não tem obrigação de atualizar ou manter atualizadas as informações aqui contidas, exceto quando encerrar a cobertura das empresas abordadas no relatório. O BTG Pactual conta com barreiras de informação para controlar o fluxo de informações contidas em uma ou mais áreas dentro do BTG Pactual, para outras áreas, unidades, grupos ou afiliadas do BTG Pactual.

A remuneração do analista que preparou este relatório é determinada pela gerência de pesquisa e pela alta administração (não incluindo banco de investimento). A remuneração dos analistas não se baseia nas receitas de banco de investimento, no entanto, a remuneração pode estar relacionada às receitas do BTG Pactual Investment Bank como um todo, do qual fazem parte os bancos de investimento, vendas e negociação.

Os valores mobiliários aqui descritos podem não ser elegíveis para venda em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Opções, produtos derivativos e futuros não são adequados para todos os investidores, e a negociação desses instrumentos é considerada arriscada. Títulos garantidos por hipotecas e ativos podem envolver um alto grau de risco e podem ser altamente voláteis em resposta a flutuações nas taxas de juros e outras condições de mercado. O desempenho passado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. Se um instrumento financeiro for denominado em uma moeda diferente da moeda de um investidor, uma alteração nas taxas de câmbio pode afetar adversamente o valor ou preço ou a receita derivada de qualquer título ou instrumento relacionado mencionado neste relatório, e o leitor deste relatório assume qualquer risco cambial.

Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer investidor em particular. Os investidores devem obter aconselhamento financeiro independente com base em suas próprias circunstâncias particulares antes de tomar uma decisão de investimento com base nas informações aqui contidas. Para aconselhamento sobre investimentos, execução de negócios ou outras questões, os clientes devem entrar em contato com seu representante de vendas local. Nem o BTG Pactual nem qualquer de suas afiliadas, nem qualquer um de seus respectivos diretores, funcionários ou agentes aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda ou dano decorrente do uso de todo ou parte deste relatório.

Quaisquer preços declarados neste relatório são apenas para fins informativos e não representam avaliações de títulos individuais ou outros instrumentos. Não há representação de que qualquer transação possa ou possa ter sido afetada a esses preços e quaisquer preços não refletem necessariamente os livros e registros internos do BTG Pactual ou avaliações baseadas em modelos teóricos e podem ser baseados em certas suposições. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído a qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o consentimento prévio por escrito do BTG Pactual e o BTG Pactual não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito. Informações adicionais relacionadas aos instrumentos financeiros discutidos neste relatório estão disponíveis mediante solicitação.

O BTG Pactual e suas afiliadas mantêm acordos para administrar conflitos de interesse que possam surgir entre eles e seus respectivos clientes e entre seus diferentes clientes. O BTG Pactual e suas afiliadas estão envolvidos em uma gama completa de serviços financeiros e relacionados, incluindo serviços bancários, bancos de investimento e prestação de serviços de investimento. Dessa forma, qualquer membro do BTG Pactual ou de suas afiliadas pode ter interesse relevante ou conflito de interesses em quaisquer serviços prestados a clientes pelo BTG Pactual ou por tal afiliada. As áreas de negócios dentro do BTG Pactual e entre suas afiliadas operam independentemente umas das outras e restringem o acesso do(s) indivíduo(s) específico(s) responsável(is) por lidar com os assuntos do cliente a determinadas áreas de informações quando isso é necessário para administrar conflitos de interesse ou interesses materiais.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse: [www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)