



Carteira Recomendada de Ações (10SIM)

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Março 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

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

Aumentando a exposição a teses domésticas; Entra Itaú e B3, sai Nubank e BBAS

Aumentamos a exposição a setores mais domésticos e cíclicos e aumentamos o Beta da nossa carteira, dando continuidade a uma tendência em vigor desde janeiro. No setor de serviços financeiros, tiramos Nubank (+29% em fevereiro; +33% no acumulado do ano) e BBAS. O Itaú retorna graças às suas promissoras perspectivas de lucro para 2024 (+11% a/a). E finalmente, adicionamos B3. Os volumes estão fracos, mas se estivermos certos e os fluxos começarem a aumentar este ano, a empresa deverá ser um beneficiário direto.

Renner substitui Vivara; trocando Vale pela Embraer

No varejo, adicionamos risco e reforçamos nosso call macro ao incluir a Renner (13x P/L para 2024 e 10x para 2025), em substituição à Vivara. Esperamos que seus resultados melhorem gradativamente ao longo do ano, à medida que as taxas de juros caem e as condições de crédito melhorem. Também removemos a Vale devido à queda dos preços do minério de ferro e ao ruído político, e a substituímos pela Embraer (8x EV/EBITDA para 2024, desconto para pares globais), pois vemos várias opções de valor em suas divisões de Defesa, Comercial e Aviação Executiva. O programa Reintegra do governo pró-exportação e a arbitragem com a Boeing também podem ajudar.

Entra Raizen, sai Cosan; Petrobras permanece

Substituímos a holding Cosan pela subsidiária Raizen (com um desempenho inferior em relação aos pares), recuperando assim a exposição à distribuição de combustíveis e exposição aos aumentos dos preços do etanol. A Petrobras permanece por mais um mês graças a um valuation barato (4,8x P/L) mais um elevado dividend yield (12% para 2024), e investimentos mais baixos, maior produção e potenciais dividendos adicionais poderiam elevar esse yield ainda mais.

Equatorial, Localiza, Cyrela e MELI completam o 10SIM

A concessionária de energia Equatorial, a locadora de automóveis Localiza, a construtora residencial de alto padrão Cyrela e o gigante do e-commerce Mercado Livre completam nossa 10SIM.

Tabela 1: Portfólio 10SIM para Março/24

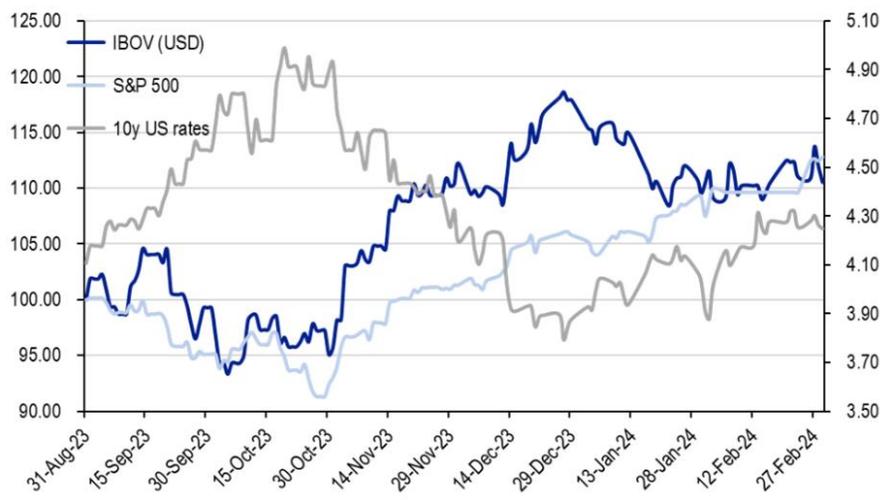
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mi)	EV/EBITDA		P/L		P/VPA	
					2024	2025	2024	2025	2024	2025
Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	15%	530.478	3,2x	3,3x	4,8x	5,2x	1,3x	1,2x
Mercado Livre	Varejo	MELI34	10%	403.410	22,5x	16,2x	43,0x	31,0x	16,4x	10,7x
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%	309.781	n.a.	n.a.	8,3x	7,5x	1,8x	1,6x
B3	Financeiro (ex-Bancos)	B3SA3	10%	72.007	10,1x	9,1x	15,4x	14,8x	3,5x	3,3x
Localiza	Aluguel de Carros	RENT3	10%	56.517	6,9x	6,4x	15,0x	12,3x	1,9x	1,7x
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	38.240	8,0x	7,5x	11,7x	9,9x	1,9x	1,8x
Raizen	Distribuição de combustível	RAIZ4	10%	36.554	4,2x	4,1x	11,5x	8,3x	1,4x	1,2x
Embraer	Bens de capital	EMBR3	5%	17.947	8,0x	7,9x	21,9x	16,3x	1,2x	1,2x
Lojas Renner	Varejo	LREN3	10%	15.098	6,8x	5,4x	13,0x	10,0x	1,4x	1,2x
Cyrela	Construção civil	CYRE3	10%	9.017	8,7x	7,8x	7,0x	5,9x	1,1x	1,2x

Fonte: Estimativas do BTG Pactual e Economatica

Estamos otimistas com as ações brasileiras

O início de fevereiro foi frustrante para os mercados, depois do FED ter sinalizado que seria mais cauteloso do que o esperado, provavelmente apenas iniciando a flexibilização monetária no segundo semestre de 2024.

Mas mesmo com as taxas de 10 anos dos EUA em alta (3,97% em janeiro, para 4,27% agora), provocando uma grande saída de investidores estrangeiros pelo segundo mês consecutivo (-R\$ 9,5 bilhões em fevereiro; -R\$ 17,4 bilhões no acumulado do ano), as ações locais tiveram um desempenho surpreendentemente positivo, subindo 1,0% em real (estável em dólares).

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


Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Perspectivas positivas para a economia do Brasil em 2024

Continuamos otimistas com as perspectivas para a economia local em 2024. A dinâmica da inflação continua positiva, com a pesquisa Focus do Banco Central mostrando uma projeção de IPCA de 3,8% para este ano (nossa equipe macroeconômica é um pouco mais conservadora e modela 4%).

Nossa estimativa de inflação mais conservadora tem a ver com o viés mais positivo de nossa equipe no crescimento do crédito e do consumo, o que poderia empurrar o PIB acima dos 1,7% do consenso para 2024. Se nossa equipe estiver certa, a economia poderá crescer 2,5% a/a no segundo semestre de 2024.

As expectativas de uma inflação “bem-comportada” são consequências das expectativas da pesquisa Focus de uma Selic de 9% no final de 2024, abaixo dos 11,25% de hoje. A visão mais otimista da nossa equipe macroeconômica sobre o crescimento econômico explica a sua estimativa mais elevada de 9,5%.

Conforme declarado em nossa 10SIM de fevereiro, a queda esperada nas taxas de juros de curto prazo (modelamos a Selic média caindo 315bps em 2024) realmente impulsionará os lucros este ano. O crescimento dos salários é forte e as condições de crédito estão melhores, impulsionando o dinamismo dos lucros das empresas listadas locais em 2024 – modelamos o crescimento dos lucros (ex-Petrobras e Vale) de 22% a/a em 2024.

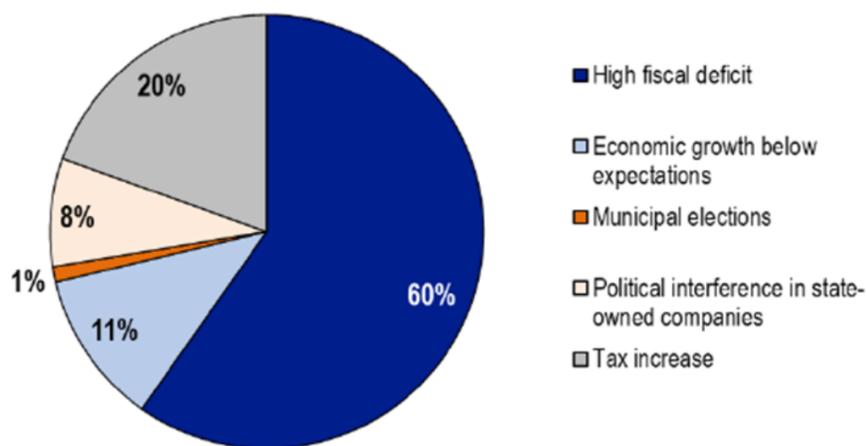
Os problemas fiscais do Brasil ainda são a principal preocupação dos investidores

Melhores perspectivas econômicas não significam que possamos pôr de lado as questões fiscais. Pelo contrário, continuam a ser a principal preocupação dos investidores. Em nossa CEO Conference Brasil de 2024, entrevistamos gestores de ativos locais sobre suas opiniões sobre a economia e os investimentos. Em termos de riscos locais, o enorme déficit fiscal do Brasil é a principal preocupação, com 60% dos investidores escolhendo esta opção.

As contas fiscais são motivo de preocupação, mas a situação fiscal não é dramática, com o governo empenhado em levantar recursos. Mas a possibilidade de o governo alterar a meta fiscal para 2024 em Maio deverá injetar volatilidade nos mercados – onde uma mudança de um déficit primário zero para um déficit de até 0,5% é precificada pelo mercado.

Talvez mais importante ainda, cumprir a meta para 2025 (um excedente primário de 0,5%) poderá revelar-se extremamente difícil, uma vez que grande parte da receita fiscal extra realizada este ano será pontual.

Gráfico 2: O enorme déficit orçamental é o principal risco interno



Fonte: BTG Pactual

As ações brasileiras estão baratas

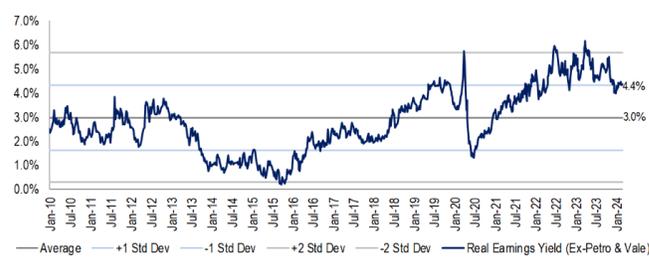
As ações brasileiras estão sendo negociadas a 10,0x P/L 12 meses à frente ex-Petro & Vale (apenas 8,2x incluindo elas), um desvio padrão abaixo da média. O prêmio para deter ações (medido como o inverso do P/L menos as taxas reais a 10 anos) é de 4,4%, mais de um desvio padrão acima da sua média histórica.

Gráfico 3: P/L Bovespa de 12 meses (ex-Petro e Vale)



Fonte: Economatica, BTG Pactual

Gráfico 4: Equity risk premium (L/P menos taxas de juros de 10 anos)



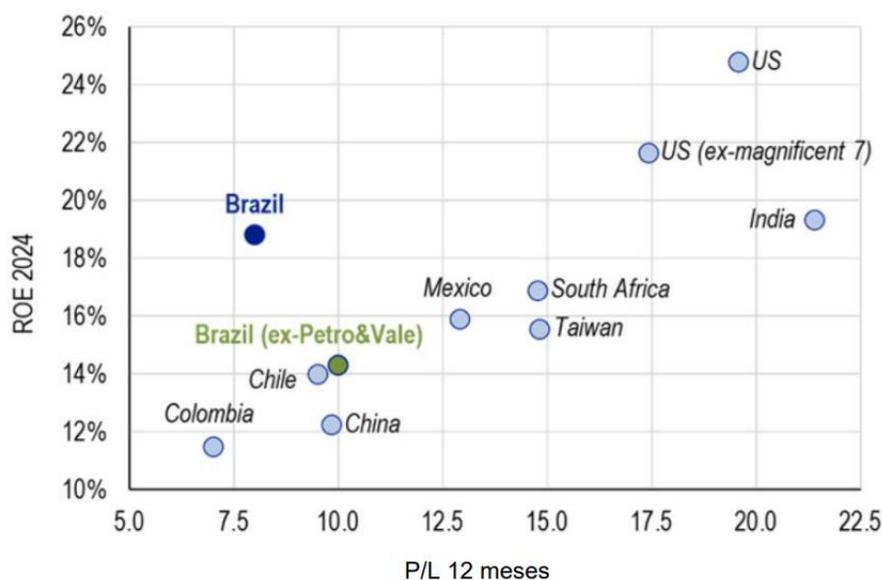
Fonte: Economatica, BTG Pactual

O Brasil se destaca quando comparado a seus pares globais

Quando comparamos os valuations e retornos das ações locais com outros mercados internacionais, o Brasil se destaca claramente. O retorno consolidado de 18,8% das ações brasileiras é bom e comparável a outros mercados emergentes e globais. O ROE é inferior ao da Índia (19,3%) e dos EUA (24,8%), mas os valuations são muito mais baixos. As ações brasileiras estão sendo negociadas a 8x P/L 12 meses à frente, em comparação com 21,4x para a Índia e 19,6x para os EUA.

Os retornos e os valuations são impulsionados pelo fato de a gigante do petróleo e gás Petrobras e a produtora de minério de ferro Vale representarem uma grande parcela dos lucros consolidados (40% combinados). Para abordar isso, também analisamos os retornos e o valuation das empresas brasileiras listadas excluindo a Petrobras e a Vale. Aqui, vemos o Brasil sendo negociado a 10x P/L 12 meses à frente e entregando um ROE de 14,3% em 2024. Naturalmente, as ações brasileiras ex-Petro e Vale não são tão atraentes quanto se olharmos os números consolidados, mas ainda são boas opções.

Gráfico 5: ROE nos últimos 12 meses x P/L: mercados emergentes e EUA



Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

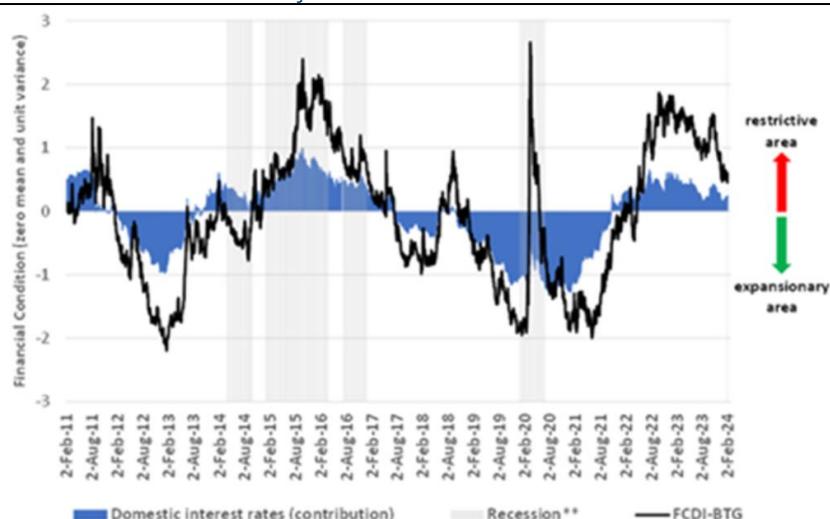
As condições financeiras gerais melhoraram muito ultimamente

Nossa equipe macro compilou um amplo índice para avaliar as condições financeiras gerais da economia brasileira. O estudo abrange vários mercados que influenciam as decisões financeiras na economia local, incluindo taxas de juros locais e globais, taxas de câmbio, prêmios de risco, taxas de empréstimos bancários, mercado de dívida privada do Brasil, preços de commodities e retornos do mercado de ações local e global. O índice é derivado de 107 variáveis financeiras e foi normalizado para representar com precisão os desvios da média.

Desde Outubro, as condições financeiras melhoraram, com uma grande queda nas taxas de juro de longo prazo a nível nacional e global, a recuperação dos mercados de ações e a melhoria das métricas de risco.

Nosso índice subiu 1,45 ponto no período. A melhora decorre de diversas fontes, principalmente métricas de risco (0,28 ponto; VIX -23,6%; CDS Brasil -25,8%) e mercados de ações (0,23 ponto; Ibovespa +12%; MSCI World Index +17%), além de quedas nos índices locais (0,18 ponto; taxas reais de 2 anos -75bps) e taxas de juros reais globais (0,14 ponto; taxas reais dos EUA de 2 anos -72bps).

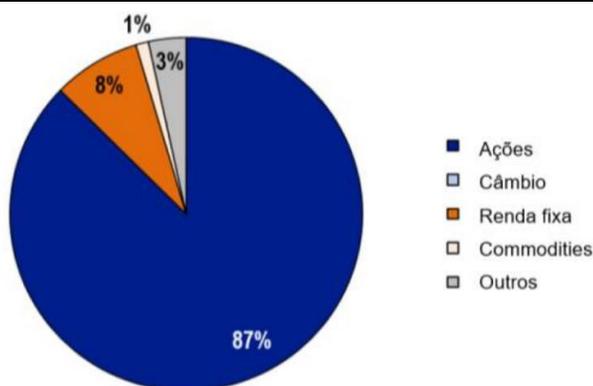
Gráfico 6: Índice Diário de Condições Financeiras – BTG Pactual



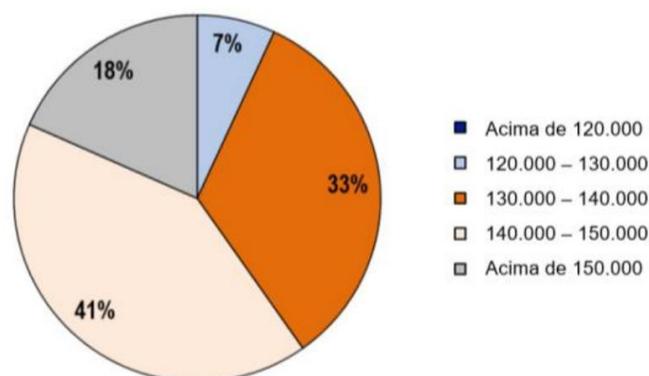
Fonte: BTG Pactual

As ações são o lugar para estar em 2024

Na nossa última pesquisa, os gestores de ativos locais estão positivos com o desempenho das ações este ano. A grande maioria (87%) espera que as ações tenham um desempenho superior ao dos instrumentos de renda fixa em 2024 – o nosso estudo mais recente mostrou que as ações tiveram um desempenho superior em todos os ciclos recentes de flexibilização monetária local. ~60% dos entrevistados veem o Ibovespa acima de 140 mil pontos até o final do ano (e 18% acima de 150 mil) versus o nível atual de 129 mil, enquanto apenas 7% acreditam que terminará o ano abaixo de 129 mil.

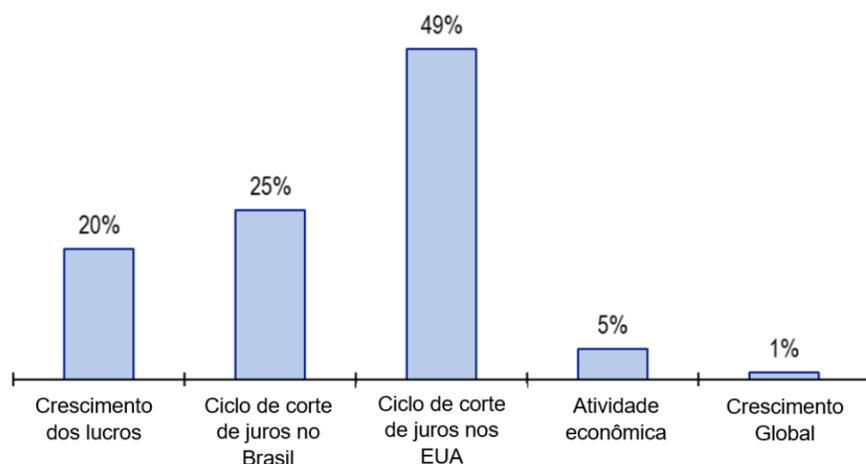
Gráfico 7: A maioria acredita que as ações terão desempenho superior em 2024


Fonte: BTG Pactual

Gráfico 8: ~60% esperam que o Ibovespa termine 2024 acima de 140 mil pontos


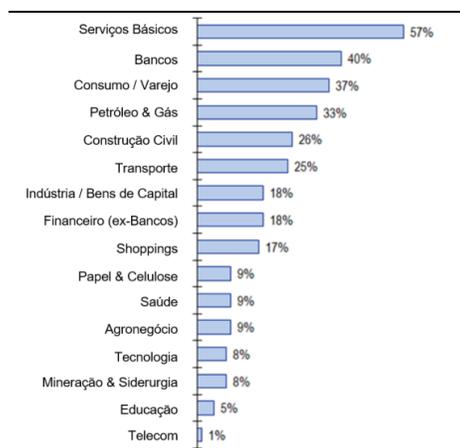
Fonte: BTG Pactual

Os investidores consideram que o principal catalisador dos mercados de ações este ano é a queda das taxas de juro nos EUA (49% dos entrevistados), seguida pelas taxas de juro locais (25%). O crescimento dos lucros, que estimamos em 22% em 2024, vem em seguida com 20% dos votos.

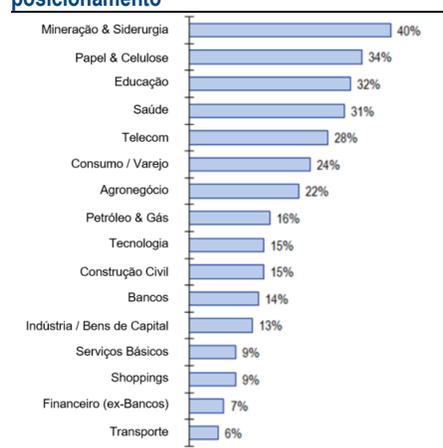
Gráfico 9: A queda das taxas de juros nos EUA e no Brasil são os principais catalisadores para as ações locais


Fonte: BTG Pactual

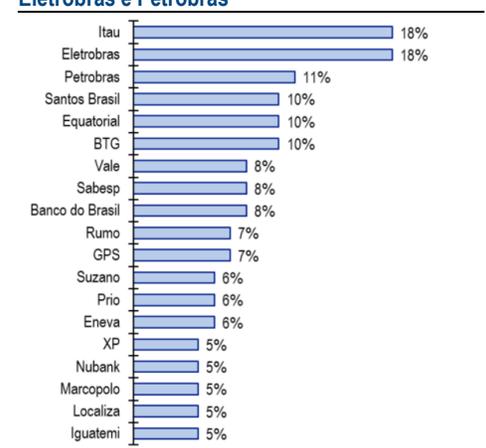
Os principais setores preferidos são Serviços Básicos e Bancos, com 57% dos investidores locais com maior ponderação em Serviços Básicos, seguidos por Bancos (40%) e Consumo/Varejo (37%), enquanto Materiais Básicos estão com menor procura, com 40% dos entrevistados com baixa alocação em Mineração & Siderurgia e 34% em Papel & Celulose. As principais escolhas são Itaú, Eletrobras e Petrobras.

Gráfico 10: Setores com maior posicionamento


Fonte: BTG Pactual

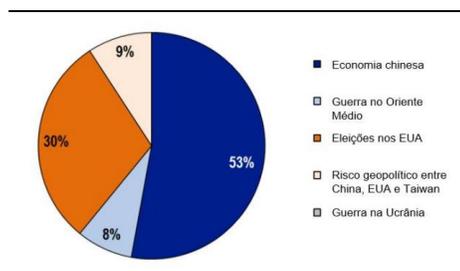
Gráfico 11: Setores com menor posicionamento


Fonte: BTG Pactual

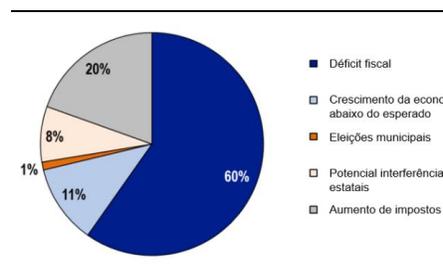
Gráfico 12: Principais escolhas de ações: Itaú, Eletrobras e Petrobras


Fonte: BTG Pactual

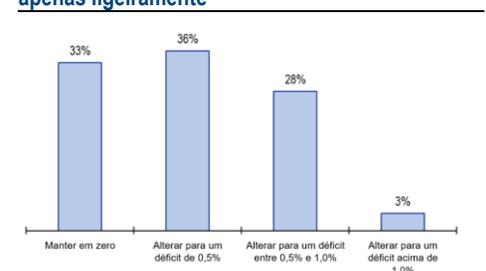
No entanto, como sempre, existem riscos. A nível global, os investidores destacaram a economia chinesa (53% dos entrevistados) e as eleições nos EUA (30%), enquanto a guerra no Médio Oriente (8%) e a tensão geopolítica no Mar do Sul da China (9%) são menos preocupantes. Internamente, o enorme déficit fiscal do Brasil é facilmente o risco número 1 (60%). Cerca de 70% acham que a meta de déficit fiscal do Brasil para 2024 permanecerá intacta (33%) ou será alterada para um déficit de 0,5% (36%), cenários que acreditamos estarem totalmente precificados.

Gráfico 13: Principais riscos globais: economia chinesa e eleições nos EUA


Fonte: BTG Pactual

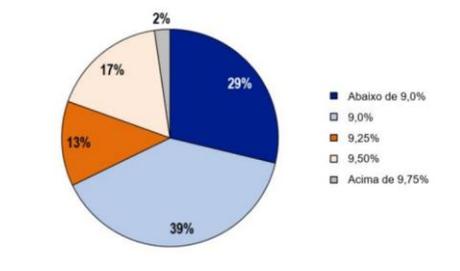
Gráfico 14: O enorme déficit orçamental é o principal risco interno


Fonte: BTG Pactual

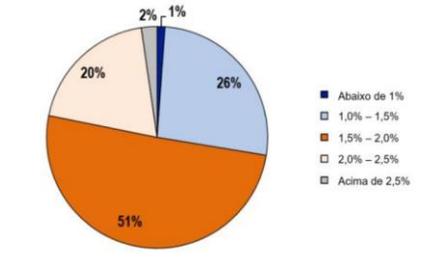
Gráfico 15: A maioria pensa que a meta do déficit fiscal para 2024 permanecerá inalterada ou mudará apenas ligeiramente


Fonte: BTG Pactual

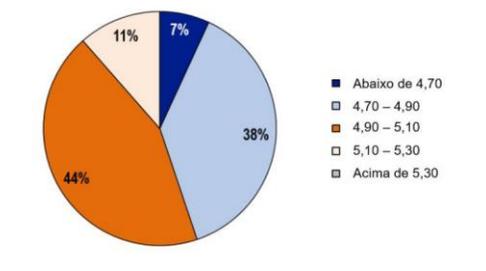
Em relação às métricas econômicas, cerca de 70% esperam que a Selic termine o ano em 9% (39%) ou menos (29%) contra 11,25% hoje, enquanto 51% dos entrevistados veem a economia do Brasil crescendo 1,5-2%, e 22% acima de 2%. Em outros lugares, espera-se que a taxa de câmbio permaneça "bem-comportada", já que 82% veem o intervalo BRL/USD 4,70-5,10.

Gráfico 16: 68% acham que a Selic encerrará o ano em 9% ou menos


Fonte: BTG Pactual

Gráfico 17: 1% acredita que o PIB crescerá 1,5-2% e 22% acima de 2%


Fonte: BTG Pactual

Gráfico 18: Câmbio bem-comportado; 82% Entre o limite da faixa BRL/USD4,70-5,10


Fonte: BTG Pactual

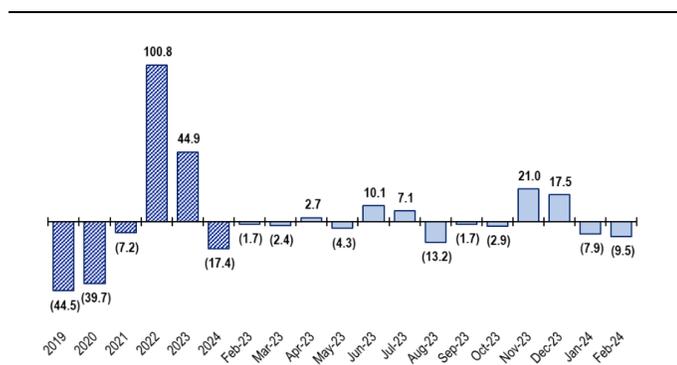
Os estrangeiros foram vendedores líquidos em fevereiro e as taxas de US10Y aumentaram

content.btgpactual.com

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

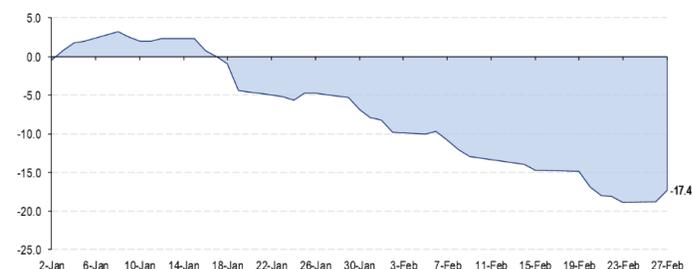
Mas com as taxas a 10 anos dos EUA subindo no acumulado do ano, a tendência inverteu-se, uma vez que os estrangeiros se tornaram vendedores líquidos em Janeiro e Fevereiro, com saídas de R\$ 7,9 bilhões e R\$ 10,1 bilhões, respectivamente.

Gráfico 19: Fluxos estrangeiros para ações locais (R\$ bilhões)



Fonte: Estimativas do BTG Pactual

Gráfico 20: Entradas líquidas de recursos estrangeiros consolidadas em ações brasileiras, acumulado do ano (R\$ bilhões)



Fonte: Estimativas do BTG Pactual

As alocações para o Brasil aumentaram nos últimos meses de 2023, após grande entrada de investidores estrangeiros. No entanto, com a inversão da tendência em Janeiro, as alocações ao Brasil por parte dos fundos de ações GEM caíram, sem surpresa, de 7,61% em Dezembro para 7,46% em Janeiro (-15 pontos base). A mesma tendência foi observada nos fundos de ações globais, com as alocações caindo de 0,56% em dezembro para 0,54% em janeiro.

Com as saídas em Fevereiro ainda maiores do que em Janeiro, esperaríamos que as alocações para o Brasil tivessem caído ainda mais em Fevereiro.

Tabela 2: Alocações de fundos para o Brasil

Fund Allocations to Brazil				
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%
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%
Jan-24	7.46%	0.54%	0.83%	57.51%

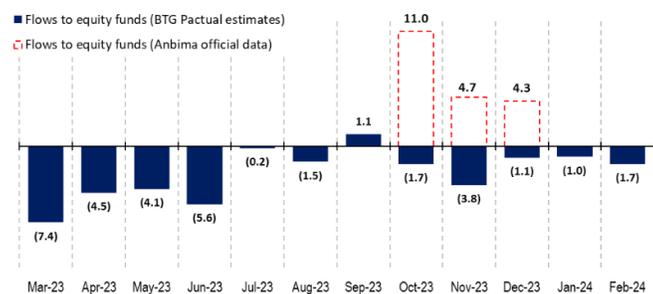
Fonte: EPFR, BTG Pactual

O dinheiro continua saindo dos fundos de ações locais... cenário melhor pela frente

A saída de fundos de ações locais continuou em fevereiro, com a Anbima reportando saques de R\$ 1,7 bilhão. Mas desde meados de 2023, essas saídas melhoraram.

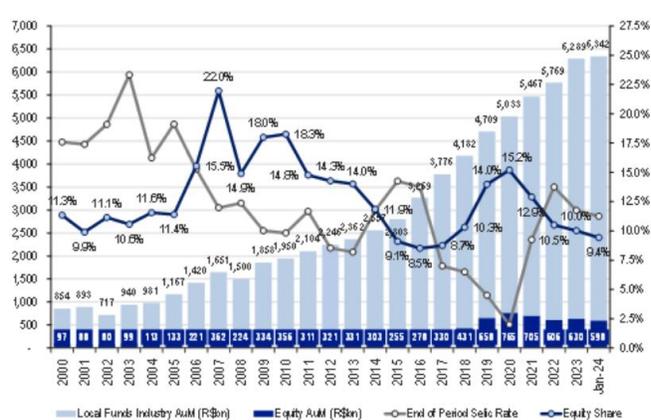
Uma Selic em queda pode atrair os investidores locais de volta às ações – apenas 9,4% de todo o dinheiro investido em fundos mútuos está em ações (vs. 15,2% no final de 2020). Com as taxas de curto prazo a passarem para um dígito, esperamos que o dinheiro retorne aos fundos de ações locais.

Gráfico 21: Fundos de ações – fluxos líquidos mensais



Fonte: Anbima, BTG Pactual

Gráfico 13: Fundos locais – alocações mensais de ações



Fonte: Anbima, BTG Pactual

10SIM de março: Estamos otimistas com as ações brasileiras em 2024

Na nossa opinião, a combinação da queda das taxas de juros nos EUA e no Brasil e o valuation relativamente barato podem preparar o espaço para que as ações brasileiras tenham um desempenho superior em 2024.

Embora seja altamente provável que a taxa Selic caia para 9,0-9,5% até o final de 2024, com um impacto positivo na atividade econômica e nos lucros das empresas, a magnitude e o momento dos cortes nas taxas nos EUA são agora mais incertos – nossa equipe macroeconômica ainda está modelando os cortes das taxas devem começar em meados de 2024 e um corte total de 100-125 pontos base este ano.

Cortes mais lentos e menores nas taxas nos EUA podem não ser suficientes para impedir que o Banco Central do Brasil reduza as taxas para o nível de 9,0-9,5% (mesmo neste nível, as taxas reais seriam de 5,5-6,0%). Contudo, um ciclo de flexibilização mais lento e menos intenso nos EUA poderá impedir fluxos monetários mais fortes para os mercados emergentes em geral, e para o Brasil em particular.

Com a Selic retornando a um dígito, os investidores locais poderão transferir mais dinheiro para ações – apenas 9,4% de todo o dinheiro investido em fundos mútuos está em ações.

Decidimos aumentar a exposição a setores mais domésticos e cíclicos e aumentar o Beta da carteira este mês, dando continuidade a uma tendência que iniciamos há alguns meses.

Entre os nomes de serviços financeiros, retiramos Nubank e Banco do Brasil. O primeiro após um excelente desempenho em fevereiro (as ações subiram 29% somente em fevereiro e subiram 33% no acumulado do ano) e o último depois de superar consistentemente o Ibovespa (BB subiu 7,4% no acumulado do ano vs. -2% para o índice).

Estamos trazendo de volta o Itaú, o principal banco incumbente do Brasil, embora as ações tenham tido um desempenho muito bom no acumulado do ano (+5,9% vs. -2% do Ibovespa). Sim, é negociado com um valuation elevado (8,3x 2024E P/L e 1,8x P/VP), mas as perspectivas de lucros anuais são promissoras (modelamos que os lucros crescerão 12% em 2024).

Estamos adicionando também, após uma longa ausência, a B3, a bolsa principal do Brasil. Seus volumes e resultados operacionais têm sido fracos, mas se estivermos certos e os fluxos crescerem ao longo do ano, a B3 deverá ser uma beneficiária direta.

Entre os nomes do varejo, também estamos aumentando o risco e reforçando nossa tese macro ao adicionar as Lojas Renner ao 10SIM, em substituição à Vivara. Esperamos que os resultados da Renner melhorem gradualmente ao longo do ano, à medida que as taxas de juros caem e as condições de crédito melhoram. Além disso, as ações estão negociadas com um valuation relativamente atrativo (13x P/L em 2024E e 10x 2025), deixando espaço para uma expansão de múltiplos impulsionada pela melhoria dos resultados.

Também estamos removendo a gigante do minério de ferro Vale (queda dos preços do minério de ferro e ruído político envolvendo a posição de CEO e as concessões ferroviárias) e substituindo-a pela fabricante de aviões Embraer. Vemos uma série de opcionalidade para a Embraer, incluindo seu guidance para 2024 (a ser anunciado em março), sua campanha comercial promissora no setor de Defesa, uma posição sólida no segmento Comercial (forte demanda por aeronaves menores, como o E2), forte momento na Aviação Executiva (backlog recorde), um potencial programa governamental para impulsionar as exportações (REINTEGRA) e a arbitragem em curso com a Boeing. As ações são negociadas a 8x 2024E EV/EBITDA, um desconto em relação aos seus pares globais negociados em dois dígitos.

Também decidimos retirar a holding Cosan e substituí-la por uma de suas subsidiárias, a Raízen. Em primeiro lugar, temos procurado maneiras de recuperar a exposição ao mercado de distribuição de combustíveis, e a Raízen teve um desempenho inferior ao de seus pares (queda de 7,4% no acumulado do ano vs. Ultra, aumento de 16,4% e Vibra, aumento de 14,1%). Além disso, esperamos que a Raízen se beneficie do aumento gradual dos preços do etanol.

Mantemos a Petrobras no 10SIM por mais um mês, com base em um valuation relativamente descontado (4,8x P/L) e alto yield de dividendos. Neste ponto, modelamos um yield de dividendos de 12% para 2024, enquanto

investimentos menores, maior produção e potenciais dividendos extraordinários podem levar o yield para aproximadamente 15%.

A concessionária de energia elétrica Equatorial, a locadora de veículos Localiza, a construtora residencial de alto padrão Cyrela e o gigante do comércio eletrônico Mercado Livre completam o 10SIM.

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

Fevereiro				Março			
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%	Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%
Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%	B3	Financeiro (ex-Bancos)	B3SA3	10%
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	Localiza	Aluguel de Carros	RENT3	10%
Localiza	Aluguel de Carros	RENT3	10%	Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%
Cosan	Agronegócio	CSAN3	10%	Raizen	Distribuição de combustível	RAIZ4	10%
Nubank	Bancos	ROXO34	10%	Embraer	Bens de capital	EMBR3	5%
Cyrela	Construção civil	CYRE3	10%	Lojas Renner	Varejo	LREN3	10%
Vivara	Varejo	VIVA3	5%	Cyrela	Construção civil	CYRE3	10%

Fonte: BTG Pactual

Um resumo das nossas escolhas de março

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 quatro anos, já ajustamos nossas estimativas de mercado endereçável para refletir os números muito melhores da receita líquida das principais empresas, um legado que agora claramente deve persistir muito tempo após o fim da pandemia (com mais vendedores, tráfego mais forte, melhor sortimento, maior frequência e aumento dos investimentos em nível de serviço). Mas um custo de financiamento mais alto impedirá que a maioria das empresas mantenha seus ritmos de crescimento dos anos anteriores, possibilitando mais consolidação. Continuamos a ver a MELI como uma vencedora no e-commerce e pagamentos da América Latina. Aos preços atuais, a MELI negocia a 43x P/L 2024 e 31x P/L 2025. Assim, embora ainda sejamos conservadores com a exposição ao comércio eletrônico no curto prazo (em termos setoriais), graças ao valor de seu ecossistema, vemos a MELI à frente dos pares neste aspecto (CAGR em 4 anos de 31% em USD), com take rates e rentabilidade melhorando, reforçando a empresa como uma das nossas principais escolhas do varejo.

Lojas Renner (LREN3)

Apesar de uma desaceleração nas vendas nos últimos trimestres devido as bases de comparações difíceis e uma perspectiva mais desafiadora para o consumo discricionário, juntamente com a pressão sobre os resultados da Realize devido ao cenário macro adverso, ainda vemos a Renner bem-posicionada para ganhar participação de mercado no fragmentado segmento de varejo de vestuário brasileiro. Além de uma melhoria gradual na rentabilidade e uma posição líquida de caixa, vemos o negócio de financiamento ao consumidor da Lojas Renner como beneficiário de possíveis cortes nas taxas de juros, justificando a nossa recomendação de COMPRA. As preocupações estruturais se concentram na concorrência empresas digitais como a Shein, apesar da pressão sobre a tributação das plataformas digitais, e a performance da unidade de negócio da Realize. Mas, aos preços atuais, vemos a empresa negociando a um 13x P/L 2024 e 10x P/L 2025, oferecendo um ponto de entrada atraente.

Itaú Unibanco (ITUB4)

Apesar da forte valorização no ano passado, as ações do Itaú ainda são atrativas. Sob a liderança de Milton Maluhy, o banco vem passando pela transformação digital mais efetiva entre os bancos incumbentes, o que acreditamos que permitirá ampliar a sustentabilidade no ROE em comparação com os pares. Além disso, no início de fevereiro, o banco reportou um quarto trimestre melhor do que o esperado, um dividendo extraordinário de R\$11 bilhões (yield de 3%) e um guidance sólido. As premissas fornecidas pelo Itaú sugerem um lucro líquido de R\$40 bilhões (+12% a/a) em 2024 e, talvez mais importante, um crescimento lucro antes dos impostos, que vemos como um melhor indicador do momento dos resultados de 16%, o que, se entregue, significa um efeito de carregamento atraente para 2025 também.

Raízen (RAIZ4)

Estamos adicionando a RAIZ ao nosso portfólio 10SIM. A ação oferece uma combinação atrativa de (i) a recuperação dos yields da cana e a melhoria das perspectivas para os preços do açúcar e etanol, (ii) a manutenção de margens maiores na distribuição de combustíveis, (iii) a potencial de desalavancagem à medida que o pico do ciclo de capex se aproxima; e (iv) capacidade de execução do E2G, à medida que os projetos começam a se concretizar. Com as ações da RAIZ performando abaixo dos seus pares em cerca de 20% desde o início do ano, vemos um ponto de entrada atrativo para a ação, que é negociada a um múltiplo EV/EBITDA atrativo de 4,1x para o ano fiscal de 2025.

Embraer (EMBR3)

A Embraer revelou suas entregas do quarto trimestre, que ficaram um pouco abaixo das nossas estimativas e do guidance para 2023. Em uma nota positiva, o backlog foi robusto novamente, colocando o backlog de pedidos firmes no seu nível mais alto desde 2018. Apesar de não atingir a extremidade inferior do guidance, esperamos que o foco do mercado seja o forte desempenho financeiro da empresa no quarto trimestre, a geração de caixa e a divulgação do guidance para 2024. Além disso, vemos novos desenvolvimentos importantes na divisão de Defesa, como o anúncio de memorando com a Mahindra, que poderia levar a um pedido adicional de 40-80 aeronaves KC-390 Millennium. Além disso, ainda vemos a Embraer bem-posicionada no mercado de aviação e acreditamos que a empresa oferece uma exposição interessante à indústria de aviação em recuperação, permanecendo assim uma tese de valor (crescimento do eVTOL, cibersegurança e outras parcerias). Negociando a 8x EV/EBITDA 24, vemos a Embraer como uma boa opção e com um sólido momento de resultados.

B3 (B3SA3)

No início desta semana, em um relatório recentemente publicado, sinalizamos que, apesar do início de ano mais fracos para os volumes, o valuation da B3 está começando a parecer atrativo após a recente queda das ações. É naturalmente muito difícil prever o momento exato, mas a combinação de expectativas pessimistas e um posicionamento reduzido (uma pesquisa recente que fizemos com clientes mostrou a B3 como um dos nomes mais “vendidos”) poderia significar espaço para as ações valorizarem, pois geralmente a companhia é vista como uma maneira muito direta e altamente líquida de se expor ao beta do Brasil em caso de melhorias no apetite ao risco do mercado.

Localiza (RENT3)

A Localiza é um nome 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, auxiliando o processo de renovação da frota da Localiza com condições de compra melhoradas. No curto prazo, antecipamos um resultado razoável para o 4º trimestre, refletindo uma sazonalidade mais favorável, demanda mais forte e tarifas resilientes, apesar da ainda alta depreciação e a 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 volte ao patamar pré-pandemia), impulsionada por preços menores de aquisição de carros. No geral, negociando a 15x P/L24

(vs. média histórica de 22x), vemos espaço para expansão de múltiplos, especialmente após a recente queda (-13% no acumulado do ano).

Petrobras (PETR4)

Apesar do recente fluxo de notícias negativas, mantemos nossa visão positiva sobre a Petrobras e esperamos que a empresa continue superando seus pares em 2024. Nossa tese de investimento é baseada em quatro pilares principais, que acreditamos ainda estarem em vigor: (i) nossa convicção de que as estimativas do mercado para produção, preços do petróleo e capex são conservadoras, potencialmente provocando revisões positivos dos lucros nos próximos trimestres; (ii) uma estratégia pragmática do acionista controlador, já que as distribuições de dividendos poderiam reforçar as receitas do governo; (iii) a ausência de grandes fusões e aquisições que poderiam prejudicar as distribuições de caixa; e (iv) mecanismos robustos de governança corporativa. Permanecemos confiantes em robustos pagamentos, já que um cenário de não distribuição de proventos resultaria em uma posição maior de caixa nos próximos anos (o que contradiz as premissas de pragmatismo do governo e processos graduais de fusões e aquisições). Com a ação negociando a um atrativo yield de fluxo de caixa para o acionista de 16% em 2024 (vs ~12% dos pares globais), temos uma recomendação de COMPRA!

Cyrela (CYRE3)

A empresa tem entregado resultados operacionais sólidos e 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 (taxas de juros altas, acessibilidade mais fraca, etc.). A Cyrela possui um forte momento de resultados, enquanto a ação está sendo negociada a um valuation atrativo (1,2x P/VP ou ~7x P/L 24E). Além disso, com um cenário mais positivo pela frente (as taxas de Selic e de juros de longo prazo podem diminuir em 2024), os bancos poderiam facilitar as condições das taxas de hipoteca para os compradores de imóveis (melhoria na acessibilidade) e a Cyrela poderia se beneficiar tanto de um melhor momento em suas operações + rentabilidade (velocidade de vendas mais forte, crescimento de lançamentos, etc.) enquanto a ação é impulsionada para taxas de juros de longo prazo menores (nome de alta beta). Portanto, estamos mantendo a Cyrela em nosso portfólio 10SIM.

Equatorial (EQTL3)

Apesar de seu bom desempenho em 2023, a Equatorial ainda oferece uma TIR real de 10,5%, um prêmio de 485 pontos base em relação aos títulos do tesouro de 10 anos do Brasil (vs. média histórica de equity risk premium de 404 pontos base), uma das razões pelas quais gostamos do nome. A empresa oferece um bom carrego com oportunidades de crescimento decentes pela frente, bem como diversificação, pois opera principalmente no setor de distribuição, mas também está presente nos segmentos de energias renováveis e saneamento. Além disso, esperamos resultados muito fortes para o 4º trimestre, já que a empresa já publicou sua prévia operacional do 4º trimestre com um crescimento de 9,5% a/a nos volumes faturados devido ao clima quente, combinado com a melhoria nas perdas de energia. Quanto ao processo de renovação das concessões de distribuição, o ruído político está aumentando, mas vemos as chances do projeto de lei #4831/23 como muito baixas e permanecemos otimistas sobre uma renovação não onerosa. As distribuidoras têm poder de barganha e, se a proposta não fizer sentido, podem optar por não renovar, o que poderia causar interrupções significativas para o governo e o sistema energético do Brasil.

Tabela 4: Portfólio Brasil 10SIM para Março de 2024

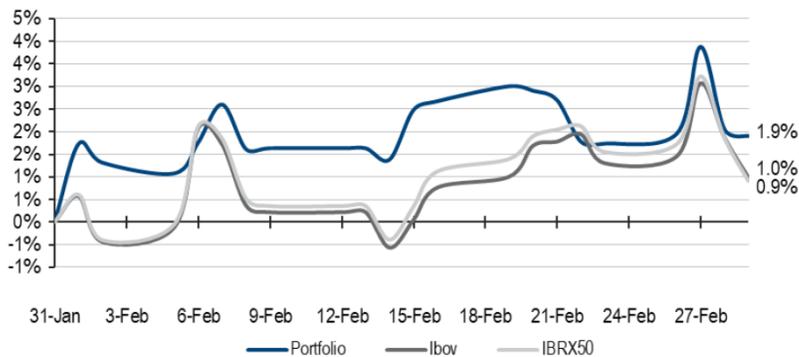
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mi)	EV/EBITDA		P/L		P/VPA	
					2024	2025	2024	2025	2024	2025
Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	15%	530.478	3,2x	3,3x	4,8x	5,2x	1,3x	1,2x
Mercado Livre	Varejo	MELI34	10%	403.410	22,5x	16,2x	43,0x	31,0x	16,4x	10,7x
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%	309.781	n.a.	n.a.	8,3x	7,5x	1,8x	1,6x
B3	Financeiro (ex-Bancos)	B3SA3	10%	72.007	10,1x	9,1x	15,4x	14,8x	3,5x	3,3x
Localiza	Aluguel de Carros	RENT3	10%	56.517	6,9x	6,4x	15,0x	12,3x	1,9x	1,7x
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	38.240	8,0x	7,5x	11,7x	9,9x	1,9x	1,8x
Raízen	Distribuição de combustível	RAIZ4	10%	36.554	4,2x	4,1x	11,5x	8,3x	1,4x	1,2x
Embraer	Bens de capital	EMBR3	5%	17.947	8,0x	7,9x	21,9x	16,3x	1,2x	1,2x
Lojas Renner	Varejo	LREN3	10%	15.098	6,8x	5,4x	13,0x	10,0x	1,4x	1,2x
Cyrela	Construção civil	CYRE3	10%	9.017	8,7x	7,8x	7,0x	5,9x	1,1x	1,2x

Fonte: Economatica, BTG Pactual

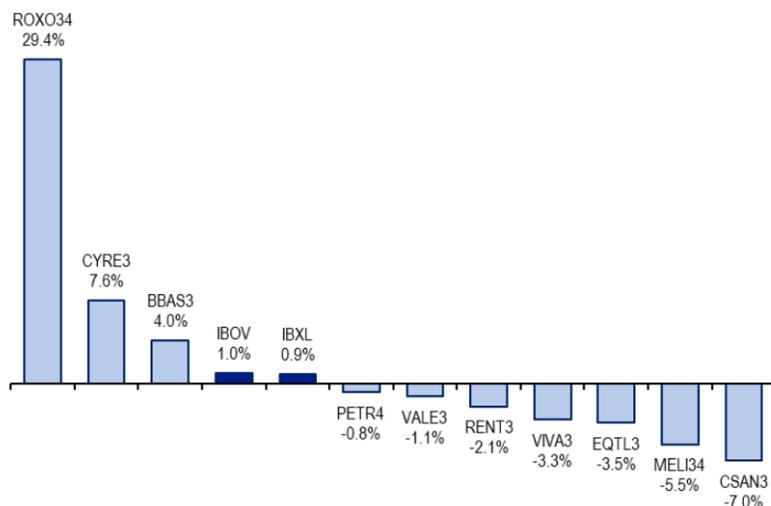
Desempenho do 10SIM™ em Fevereiro

Desempenho mensal

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

Gráfico 23: Desempenho relativo em fevereiro de 2023


Fonte: BTG Pactual, Economatica

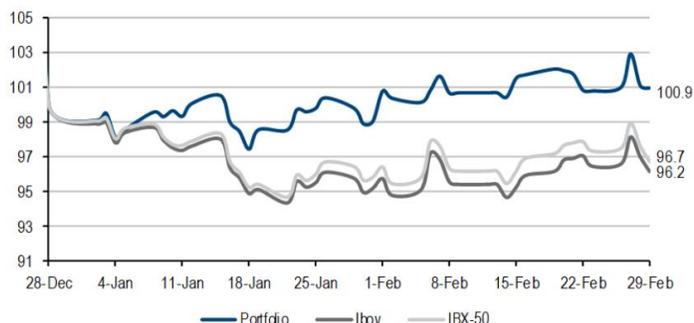
Gráfico 24: Desempenho das ações em fevereiro de 2024


Fonte: BTG Pactual, Economatica

Desempenho de 2024

Desde 31 de dezembro de 2023, nossa carteira 10SIM subiu 0,9%, contra -3,8% do Ibovespa e -3,3% do IBX-50. A taxa interbancária do CDI subiu +1,7% no período.

Gráfico 25: performance acumulada de 2024

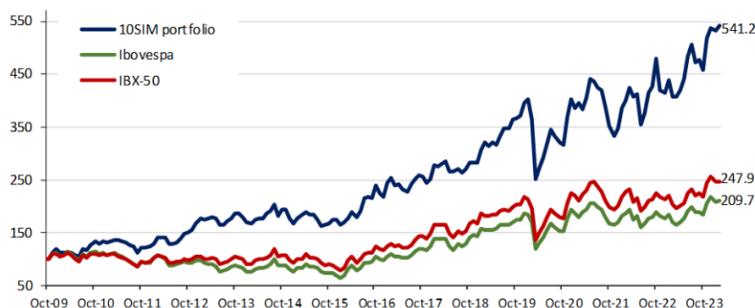


Fonte: BTG Pactual, Economática

Desempenho histórico

Desde outubro de 2009, quando Carlos E. Sequeira assumiu a carteira 10SIM, o portfólio acumula alta de 441,2%, contra 109,7% do Ibovespa e 147,9% 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.
2009										0,2%	13,3%	4,8%	19,1%	11,5%	19,1%	11,5%
2010	-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%
2011	-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%
2012	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%
2013	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%
2014	-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%
2015	-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%
2016	-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%
2017	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%
2018	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%
2019	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%
2020	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%
2021	-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%
2022	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%
2023	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%
2024	-0,9%	1,9%											0,9%	-3,8%	441,2%	109,7%

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, é 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