



## Carteira Recomendada de Ações (10SIM)

Equity Research  
Banco BTG Pactual S.A.

Junho 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

### **Cenário desafiador já precificado; taxas de juros menores nos EUA é o catalisador?**

Depois de mais um desempenho fraco em maio, ainda acreditamos que o Ibovespa está muito barato (8,9x P/L 12 meses à frente) e que já precifica perspectivas fiscais piores no Brasil e cortes mais lentos/menores nas taxas de juros dos EUA. Não vislumbramos nenhum catalisador doméstico relevante, mas acreditamos que uma melhora nas perspectivas de corte de juros nos EUA pode ser suficiente para desencadear uma performance melhor. Mantemos a exposição da nossa carteira à redução nas taxas de juros, ao mesmo tempo que fizemos algumas alterações em nossas escolhas.

### **Embraer entra, Suzano sai; TIM substitui Ambev**

Em termos de exposição cambial, estamos revertendo a nossa mudança no mês passado e retornando com Embraer, substituindo a Suzano, cuja tese de investimento mudou depois da companhia anunciar que está considerando uma oferta pela International Paper. A Embraer nos fornece exposição cambial e tem uma positiva dinâmica de resultados (a principal crítica é a incrível performance das ações este ano). Estamos também mudando nossa tese mais defensiva e substituindo a Ambev pela TIM, após a forte queda desta última em maio. Projetamos que suas ações estão sendo negociadas com um yield de fluxo de caixa de 11,5% e 13,5% para 2024 e 2025, e um dividend yield de 8,7% e 10,2%.

### **Allos substitui MELI; Petro fica com 10% (vs. 15%); Itaú sobe para 15% (vs. 10%)**

Também decidimos remover MELI após o rally das ações em maio (+15%), sendo substituída pela Allos, que é negociada a uma TIR real de ~12%, deve retornar um yield de 10% aos investidores este ano com recompras de ações e sinalizou vendas de portfólio de ~R\$1

bilhão. Em outras posições, mantemos a Petrobras por mais um mês, mas reduzimos sua participação de 15% para 10%, enquanto aumentamos o Itaú de 10% para 15%.

## Renner, Localiza, Cyrela, Eletrobrás e Stone completam nossa 10SIM

A varejista Renner, a locadora de veículos Localiza, a construtora de imóveis de alto padrão Cyrela, a concessionária de serviços básicos Eletrobrás e a operadora de pagamentos Stone completam a nossa 10SIM de junho.

Tabela 1: Portfólio 10SIM para Junho/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	10%	514.966	3,0x	3,2x	4,1x	4,7x	0,8x	0,8x
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	15%	283.929	n.a.	n.a.	7,7x	6,8x	0,9x	0,8x
Eletrobras	Serviços Básicos	ELET3	10%	79.478	5,9x	4,8x	6,7x	7,6x	1,3x	1,2x
Localiza	Aluguel de carros	RENT3	10%	45.353	6,1x	5,7x	14,0x	9,9x	1,4x	1,2x
Tim	Telecom	TIMS3	10%	38.385	4,2x	4,0x	11,3x	10,1x	1,3x	1,2x
Embraer	Bens de Capital	EMBR3	10%	26.616	9,2x	7,3x	21,4x	17,0x	1,6x	1,5x
Stone	Financeiro (ex-Bancos)	STOC31	10%	21.401	n.a.	n.a.	10,4x	8,5x	1,4x	1,2x
Lojas Renner	Varejo	LREN3	10%	12.544	5,8x	4,6x	12,0x	0,0x	15,2x	10,1x
Allos	Shoppings	ALOS3	10%	11.448	7,1x	6,5x	9,0x	11,0x	2,3x	2,3x
Cyrela	Construção civil	CYRE3	5%	7.165	6,7x	5,8x	5,5x	4,6x	1,0x	1,6x

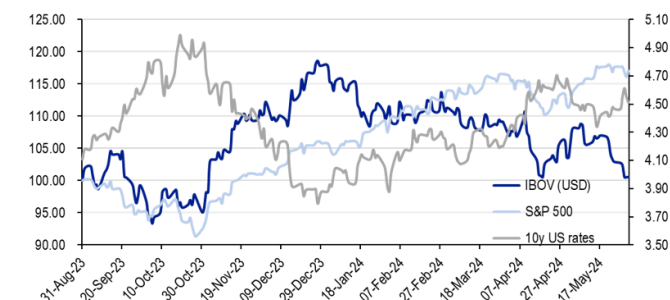
Fonte: Estimativas do BTG Pactual e Econômica.

## Taxas de longo prazo permanecem em patamares elevados no Brasil e nos EUA

Em maio, o Ibovespa continuou caindo e terminou o mês com uma queda de 3,0% em moeda local (-2,9% em dólar), aumentando o desempenho negativo para 9% (-14,7% em dólar) e tornando-o um dos mercados de ações com pior performance.

As ações brasileiras estão pressionadas pelas elevadas taxas de juros de longo prazo nos EUA (a taxa de 10 anos dos EUA terminou maio em 4,5%) e no Brasil, onde as taxas de longo prazo (medidas pela NTN-B 2035) terminaram maio em 6,1%, em linha com abril, mas acima de março (5,84%) e fevereiro (5,65%).

As altas taxas de longo prazo nos EUA e no Brasil podem ajudar a explicar as saídas consideráveis de investidores estrangeiros (R\$34 bilhões) e locais (R\$8 bilhões) no acumulado do ano.

**Gráfico 1: Ibovespa (US\$) e S&P500 vs. juros de 10 anos dos EUA**


Fonte: Economática, BTG Pactual

**Gráfico 2: Títulos públicos de longo prazo do Brasil (NTN-B2035)**


Fonte: Economática, BTG Pactual

## Impacto das inundações no Rio Grande do Sul

O Rio Grande do Sul é um dos principais estados produtores de alimentos do Brasil. As chuvas extremas que devastaram a região nas últimas semanas terão impacto na produção de arroz, soja e proteínas. No entanto, a extensão do impacto será determinada pelo ciclo de produção de cada produto.

A maior parte das safras de soja e arroz já foi colhida, reduzindo o impacto. Nossas estimativas iniciais apontam para a perda de 7% da produção de arroz e 1% da produção de soja a partir da safra 2023/2024. Esperamos que os preços mais altos dos grãos (principalmente do arroz) se prolonguem pelo menos até que as próximas safras sejam colhidas e os estoques reabastecidos. A produção de proteínas, principalmente de aves e suínos, também deve ser afetada.

O Banco Central divulgou medidas para amenizar o impacto da catástrofe sobre o sistema financeiro brasileiro, que vão desde a flexibilização das exigências de provisionamento até a redução das reservas obrigatórias e a flexibilização dos termos do programa ProAgro. O banco estatal Bannrisul é naturalmente a instituição financeira mais exposta à região.

O Estado representa 6% do PIB e a maioria dos setores de serviços está igualmente exposta à região. Mas, como nem todas as áreas do estado foram afetadas na mesma proporção e os serviços foram/serão interrompidos/impactados por um curto período, o impacto nas empresas deve ser de 1-2%.

## Ações brasileiras: atrativas, mas dependentes de taxas de juro menores nos EUA

Após mais um mês de maio fraco, as ações locais são agora negociadas a apenas 8,9x P/L 12 projetados ex- Petro&Vale (7,5x incluindo-as), mais de um desvio padrão abaixo da média. O prêmio para ter ações (medido como o inverso do P/L menos as taxas reais a 10 anos) é de 5,2%, entre um e dois desvios-padrão acima da sua média histórica.

Continuamos otimistas quanto às perspectivas da economia brasileira em 2024. Apesar de alguma pressão de uma atividade econômica mais forte do que o esperado, a inflação se mantém relativamente

estável. Embora as taxas de juros possam não cair tão rapidamente ou tanto quanto projetado, espera-se que terminem 2024 em cerca de 10%.

Em comparação com o ano passado, estimamos que a taxa Selic média seja 277bps menor em 2024, o que deve ajudar muito os lucros das empresas este ano. Modelamos que o lucro das empresas brasileiras domésticas listadas (ex-Petro & Vale) irá crescer 20,6% a/a em 2024. No 1T24, os lucros das empresas domésticas cresceram 33% (discutimos a temporada de lucros do 1T24 em mais detalhes abaixo).

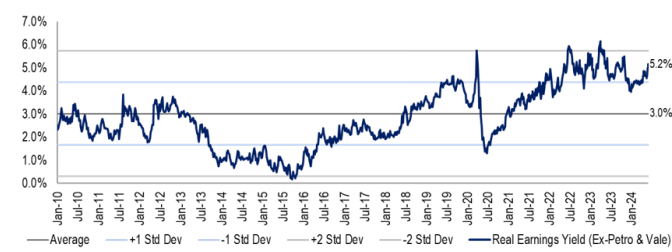
Apesar dos múltiplos atraentes e das perspectivas econômicas positivas do Brasil, as ações brasileiras precisam que as taxas de juros dos EUA comecem a cair para que possam performar.

**Gráfico 3: Bovespa P/L 12M a prazo. (ex-Petro&Vale)**



Fonte: Economática, BTG Pactual

**Gráfico 4: Earnings Yield (L/P menos taxas de juros de 10 anos)**



Fonte: Economática, BTG Pactual

## Leitura da temporada de resultados do 1T24 no Brasil

Com o fim da temporada de resultados do 1T, estamos fazendo uma rápida revisão mostrando como os resultados consolidados se comparam às nossas estimativas e aos trimestres anteriores. À primeira vista, os resultados (ex-Petrobras & Vale) parecem estar em linha com o esperado, com receitas e lucro líquido próximos das nossas estimativas (+0,8% e -0,9%, respectivamente), enquanto o EBITDA ficou um pouco acima das nossas projeções (+2,6%). Considerando apenas as empresas domésticas, a dinâmica foi praticamente a mesma, com receitas e lucros líquidos semelhantes às nossas expectativas (+1,3% e +0,8%, respectivamente), enquanto o EBITDA ficou ligeiramente acima do esperado (+2,8%).

Comparando o 1T com o ano passado, os resultados parecem positivos. A receita e o lucro líquido consolidados (ex-Petrobras & Vale) aumentaram um pouco (+1,8% e +2,4% a/a, respectivamente), enquanto o EBITDA aumentou 9,6% a/a. Considerando apenas as empresas domésticas, o desempenho foi muito forte, com a receita, o EBITDA e o lucro líquido aumentando 5,2%, 18,2% e 33,2% frente ao ano anterior. As empresas de Alimentos & Bebidas registaram fortes resultados vs. o ano anterior. Excluindo-as, o lucro consolidado (ex-Petrobras & Vale) teria se reduzido 6,5% a/a, enquanto o lucro das empresas domésticas teria crescido 21,3% a/a.

Por outro lado, as empresas de commodities apresentaram resultados fracos em relação ao 1T23, com receitas, EBITDA e lucro líquido caindo 8,8%, 16,4% e 44,4% a/a, respectivamente.

**Tabela 2: Números consolidados**

Consolidated Earnings							
R\$ million	1Q24A	1Q24E	A x E	1Q23	YoY	4Q23	QoQ
<b>Total</b>							
Revenues	858,326	759,371	13.0%	869,386	-1.3%	948,611	-9.5%
EBITDA	199,614	148,878	34.1%	204,864	-2.6%	234,175	-14.8%
EBITDA Margin (%)	23.3%	19.6%	+365 bp	23.6%	-31 bp	24.7%	-143 bp
Net Income	90,101	71,528	26.0%	104,405	-13.7%	115,286	-21.8%
<b>Total (Ex-Petro &amp; Vale)</b>							
Revenues	698,717	693,169	0.8%	686,525	1.8%	749,677	-6.8%
EBITDA	121,853	118,737	2.6%	111,204	9.6%	126,566	-3.7%
EBITDA Margin (%)	17.4%	17.1%	+31 bp	16.2%	+124 bp	16.9%	+56 bp
Net Income	58,086	58,631	-0.9%	56,711	2.4%	72,263	-19.6%
<b>Domestic</b>							
Revenues	492,062	485,609	1.3%	467,834	5.2%	526,701	-6.6%
EBITDA	96,686	94,095	2.8%	81,795	18.2%	98,753	-2.1%
EBITDA Margin (%)	19.6%	19.4%	+27 bp	17.5%	+217 bp	18.7%	+90 bp
Net Income	55,051	54,601	0.8%	41,326	33.2%	57,818	-4.8%
<b>Commodities</b>							
Revenues	366,264	273,762	33.8%	401,552	-8.8%	421,910	-13.2%
EBITDA	102,928	54,783	87.9%	123,069	-16.4%	135,422	-24.0%
EBITDA Margin (%)	28.1%	20.0%	+809 bp	30.6%	-255 bp	32.1%	-400 bp
Net Income	35,050	16,927	107.1%	63,080	-44.4%	57,467	-39.0%

Fonte: Empresas e estimativas do BTG Pactual

### Fortes resultados a/a para empresas domésticas, mas as empresas de commodities apresentaram desafios

Em comparação com o 1T23 (ex-Petrobras & Vale), 12 dos 17 setores divulgaram crescimento de receita, liderado pelo Varejo (+R\$6,2 bilhões; +6,4% a/a), principalmente devido ao Assai e ao Grupo Mateus, com ambas as companhias se beneficiando das aberturas de lojas e aceleração da inflação de alimentos no período. O Assai abriu 28 lojas nos últimos 12 meses e registou um crescimento do SSS de 5,2% a/a, enquanto o GMAT abriu 23 lojas no período e registou um crescimento do SSS de 9,6% a/a. O setor com o segundo maior aumento de receita foi o de Aluguel de Carros & Logística (+R\$5,2 bilhões; +21,8% a/a), principalmente devido à Localiza e Simpar. A expansão da receita da Localiza foi impulsionada pelo aumento de volumes, tarifas mais altas e um aumento no número de veículos vendidos. Enquanto isso, o crescimento robusto da receita da Simpar refletiu o melhor desempenho de todas as suas subsidiárias e aquisições no período. Por outro lado, as receitas do setor de mineração & siderurgia caíram R\$6,4 bilhões (-14,4% a/a), com quase todas as empresas divulgando receitas menores.

Em termos de EBITDA (ex-Petrobras & Vale), Alimentos & Bebidas (+R\$6 bilhões; +55% a/a) e Serviços Básicos (+R\$2,3 bilhões; +8,7% a/a) lideraram a expansão. Para Alimentos & Bebidas, o crescimento do EBITDA foi impulsionado principalmente pela JBS (+R\$4,2 bilhões; +195% a/a) e BRF (+R\$1,6 bilhão; +324,2% a/a). A JBS e a BRF tiveram uma base de comparação fraca no 1T, mas ambas iniciaram o ano com desempenhos sólidos, com a JBS entregando resultados mais fortes a/a em todas as divisões, com exceção da carne bovina nos EUA, enquanto a BRF se beneficiou de um ciclo favorável de aves. O crescimento do EBITDA de Serviços Básicos foi impulsionado por vários fatores: i) Distribuidoras: fortes volumes graças às altas temperaturas e a sólidos resultados operacionais; ii) Geradoras: menores custos de compra de energia para as hidrelétricas frente ao

ano anterior, devido às chuvas mais fortes, embora parcialmente compensados por uma menor geração eólica devido a ventos fracos; e iii) Saneamento: crescimento do volume a/a, também impulsionado pelo clima quente e por reajustes tarifários.

O lucro consolidado (ex-Petrobras & Vale) apresentou um crescimento modesto de 2,4% a/a. No entanto, preferimos olhar para a dinâmica dos lucros domésticos, uma vez que as empresas de commodities muitas vezes acabam com lucros distorcidos por terem grandes parcelas de dívida em moeda estrangeira, gerando impactos financeiros.

As empresas domésticas reportaram uma forte expansão dos lucros (R\$13,7 bilhões; +33,2% a/a), com todos os setores reportando um crescimento anual do lucro líquido. Alimentos & Bebidas (R\$5 bilhões; +962% a/a) e Bancos (R\$3,1 bilhões; +13% a/a) foram os principais responsáveis pelo crescimento do lucro líquido. Excluindo as empresas de Alimentos & Bebidas, o lucro consolidado (ex-Petrobras & Vale) teria caído 6,5% a/a, enquanto o lucro doméstico teria crescido 21,3%. Enquanto o crescimento dos resultados de Alimentos & Bebidas foi impulsionado pelas razões acima mencionadas, o desempenho dos resultados dos bancos foi fortemente influenciado pelo Itaú (R\$1,3 bilhões; +15,8% a/a) e Santander (R\$0,9 bilhão, +41,1% a/a). O desempenho do Itaú pode ser atribuído a um aumento modesto nas provisões e a um bom crescimento anual na margem financeiras com os clientes, enquanto o desempenho do Santander foi impulsionado por menores provisões e uma recuperação da margem com o mercado, com a reestruturação da carteira e a queda da taxa Selic.

**Tabela 3: Resultados consolidados - por setor**

BTGP Coverage	1Q24			1Q23			y/y growth			y/y increase		
	Net revenues	EBITDA	Net Income	Net revenues	EBITDA	Net Income	Net revenues	EBITDA	Net Income	Net revenues	EBITDA	Net Income
Ex-Petr&Vale	4.697	814	343	5.244	1.126	620	-10.4%	-27.7%	-44.7%	(547)	(312)	(277)
Agribusiness	9.392	2.652	(454)	9.399	2.223	(1.109)	-0.1%	19.3%	n.a.	(6)	429	655
Airlines	-	-	26.958	-	-	23.865	n.a.	n.a.	13.0%	-	-	3.093
Banks	24.217	3.487	1.893	24.023	3.397	1.438	0.8%	2.6%	31.6%	194	90	455
Capital Goods	28.853	8.341	1.361	23.695	7.070	1.018	21.8%	18.0%	33.8%	5.158	1.271	344
Car Rental & Logistics	5.055	1.627	370	4.553	1.453	282	11.0%	11.9%	31.1%	501	173	88
Education	5.507	2.892	4.119	5.483	3.067	3.680	0.4%	-5.7%	11.9%	24	(176)	439
Financials (ex-Banks)	153.822	16.789	5.558	150.422	10.831	523	2.3%	55.0%	962.0%	3.400	5.558	5.034
Food & Beverage	34.531	5.673	1.843	31.583	4.696	880	9.3%	20.8%	109.4%	2.948	978	963
Healthcare	9.883	5.619	1.254	8.784	4.556	633	12.5%	23.3%	98.0%	1.100	1.063	621
Infrastructure	38.005	6.696	2.044	44.380	10.600	3.548	-14.4%	-38.8%	-42.4%	(6,375)	(3,904)	(1,503)
Metals & Mining	147.744	10.888	(4)	150.842	9.107	4.573	-2.1%	19.6%	n.a.	(3,098)	1,781	(4,577)
Oil & Gas	16.209	6.769	652	18.226	8.576	6.645	-11.1%	-21.1%	-90.2%	(2,017)	(1,807)	(5,993)
Pulp & paper	10.478	2.639	1.568	9.168	2.083	1.185	14.3%	26.7%	32.3%	1,310	556	383
Real Estate	103.071	8.458	(23)	96.885	7.017	(806)	6.4%	20.5%	n.a.	6,186	1,441	783
Retail	2.831	611	354	2.659	517	269	6.5%	18.2%	31.8%	172	94	86
Technology	20.494	8.573	1.516	19.121	7.902	1.349	7.2%	8.5%	12.3%	1,373	671	166
Telecom	83.928	29.326	8.735	82.059	26.983	8.118	2.3%	8.7%	7.6%	1,869	2,343	616
Utilities												

Fonte: Empresas e BTG Pactual

### Em termos qualitativos, existiram mais resultados fortes e fracos do que no último trimestre

A tabela seguinte resume os resultados por setor, comparando os valores reportados com as nossas estimativas.

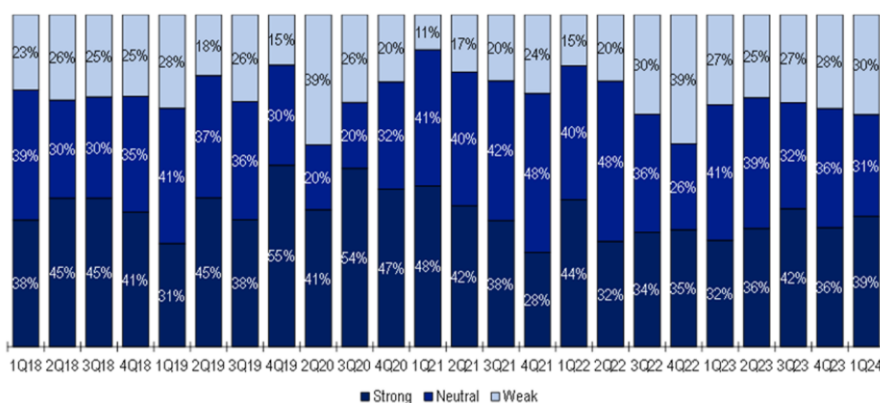
**Quadro 4: Visão qualitativa por setor**

Sector	# of companies	Strong	Neutral	Weak	AxE		
					Revenues	E BITDA	Net Income
Agribusiness	4	25%	25%	50%	-10.7%	-11.8%	-16.9%
Airlines	2	50%	0%	50%	1.8%	13.6%	n.a.
Banks	8	38%	38%	25%	n.a.	n.a.	2.4%
Capital Goods	8	13%	25%	63%	-1.6%	1.5%	3.6%
Car Rental & Logistics	9	44%	33%	22%	2.5%	0.5%	14.7%
Education	5	40%	20%	40%	0.6%	2.3%	9.7%
Financials (ex-Banks)	8	63%	25%	13%	-1.0%	-1.9%	0.1%
Food & Beverage	7	43%	43%	14%	-0.3%	7.8%	12.0%
Healthcare	11	18%	27%	55%	0.4%	5.9%	5.5%
Infrastructure	6	83%	0%	17%	0.4%	2.7%	7.5%
Metals & Mining	7	43%	43%	14%	2.2%	6.1%	41.7%
Oil & Gas	9	56%	22%	22%	52.7%	185.0%	191.3%
Pulp & paper	4	25%	75%	0%	-1.4%	-1.1%	-38.8%
Real Estate	20	35%	45%	20%	-0.1%	4.5%	13.6%
Retail	25	36%	32%	32%	2.2%	5.3%	n.a.
Technology	5	60%	0%	40%	-1.8%	6.9%	7.8%
Telecom	5	40%	20%	40%	0.6%	0.1%	-4.8%
Utilities	20	35%	30%	35%	4.9%	-0.2%	-16.7%

Fonte: BTG Pactual

Em termos qualitativos, 39% das empresas reportaram o que os nossos analistas consideram resultados fortes, enquanto 30% registaram resultados fracos.

Embora a porcentagem de resultados fortes tenha aumentado em relação ao trimestre anterior (39% vs. 36% no 4T23), também se registou um ligeiro aumento nos resultados fracos (30% vs. 28% no último trimestre). Ainda assim, a diferença entre resultados fortes e fracos aumentou no 1T24 vs. 4T23 (9p.p. vs. 8p.p.) e melhorou em relação ao 1T23 (9p.p. vs. 5p.p.).

**Gráfico 5: Dados qualitativos históricos**


Fonte: BTG Pactual

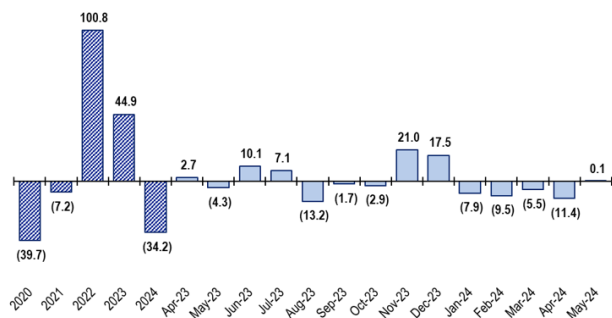
**Saída de investidores estrangeiros de R\$34 bilhões no acumulado do ano**

Depois de serem vendedores líquidos de ações brasileiras em todos os meses até agora de 2024, os investidores estrangeiros foram compradores líquidos no valor de R\$ 0,1 bilhão em maio. Ainda assim, os fluxos de saída no acumulado do ano são de R\$ 34,2 bilhões. Para



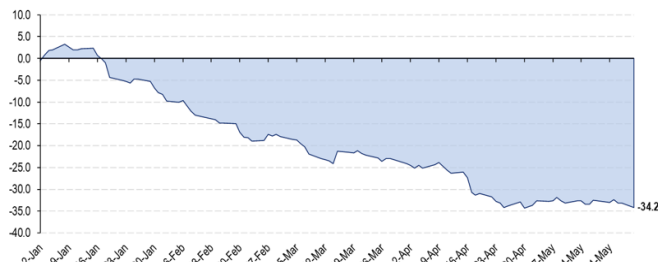
que o apetite dos investidores estrangeiros por ações brasileiras aumente, acreditamos que as taxas de juros dos EUA precisam cair.

**Gráfico 6: Fluxos de investidores estrangeiros (bilhões de R\$)**



Fonte: B3, BTG Pactual

**Gráfico 7: Fluxos consolidados de entrada de investidores estrangeiros em ações brasileiras, no acumulado do ano.**



Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Devido ao enorme fluxo de saída no acumulado do ano, as alocações dos fundos de mercados emergentes em ações brasileiras caíram para 6,6% em abril, uma redução de um ponto percentual no acumulado do ano. Da mesma forma, os fundos de ações globais e os fundos dedicados à América Latina também reduziram as suas alocações ao Brasil para 0,43% e 55% em abril, respectivamente.

**Tabela 5: 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%
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%
Feb-24	7.26%	0.54%	0.88%	57.67%
Mar-24	7.03%	0.50%	0.87%	55.17%
Apr-24	6.60%	0.43%	0.87%	55.05%

Fonte: EPFR, BTG Pactual

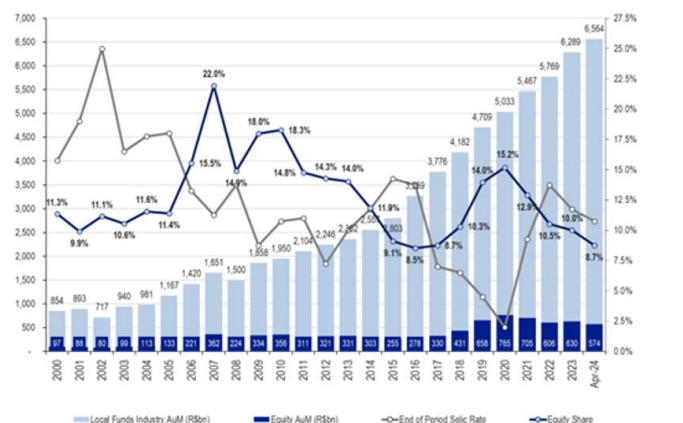
### Maio foi desafiador para os fundos de ações locais

Os resgates líquidos de fundos de ações locais aumentaram para R\$ 4,1 bilhões em maio, após uma média de R\$ 0,9 bilhão nos primeiros quatro meses do ano. As saídas de fundos de ações locais no

acumulado do ano totalizam R\$7,8 bilhões, somando-se às enormes saídas observadas em 2023 (R\$43,7 bilhões) e 2022 (R\$69,8 bilhões).

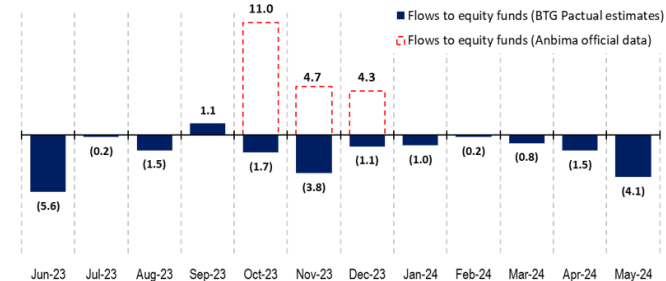
As alocações em ações por fundos multimercados locais agora caíram para apenas 8,7% do total investido, após um pico de 15,2% no final de 2020, muito próximo do menor nível já registrado (8,5%) no final de 2016, quando o Brasil teve a sua pior recessão econômica em mais de um século. A queda da taxa Selic pode atrair os investidores de volta às ações.

**Gráfico 8: Fundos locais – alocações de ações**



Fonte: Anbima, BTG Pactual

**Gráfico 9: Fundos de ações – fluxos líquidos mensais**



Fonte: Anbima, BTG Pactual

## 10SIM de junho: Mantendo a nossa estratégia, substituindo alguns nomes

As elevadas taxas de longo prazo nos EUA e no Brasil e as piores perspectivas de cortes nas taxas de curto prazo em ambos os países mantiveram as ações brasileiras sob pressão no acumulado do ano.

No mês passado, reconhecemos o cenário menos promissor para os cortes nas taxas no Brasil e nos EUA e decidimos reduzir a exposição da carteira a ações domésticas cíclicas/sensíveis às taxas de juro, ao mesmo tempo que acrescentamos alguma exposição cambial e defensiva.

Embora a lógica fizesse sentido, a nossa seleção de ações não ajudou. A Suzano, a nossa tese de investimento com exposição cambial, caiu 16% no mês, depois de a empresa ter anunciado que está estudando uma oferta relevante para comprar a International Paper. E a Ambev, nome que escolhemos para dar mais proteção ao nosso portfólio, acabou tendo um desempenho inferior ao Ibovespa em queda, com resultados fracos no primeiro trimestre.

Continuamos acreditando que o Ibovespa está muito barato (8,9x P/L 12 meses à frente e prêmio de 5,2% em relação aos juros de 10 anos), e que uma situação fiscal mais desafiadora e cortes mais lentos/menores nas taxas de juros dos EUA estão precificados. Acreditamos também que adicionamos suficiente exposição cambial e capacidade de defesa à nossa carteira no mês passado, embora estejamos ajustando as nossas escolhas. A exposição às ações brasileiras é muito baixa por parte dos investidores estrangeiros e

locais, enquanto a alocação dos fundos de mercados emergentes é a menor desde dezembro/22 (logo após a eleição presidencial do Brasil), e os fundos multimercados locais só tinham menos alocação em ações brasileiras no final de 2016, quando o país estava sofrendo a sua pior recessão de que há registro.

Embora não tenhamos um catalisador doméstico relevante, qualquer melhoria nas perspectivas de corte das taxas de juro dos EUA pode ser suficiente para desencadear uma performance positiva. Deixamos a exposição da nossa carteira à queda das taxas de juros relativamente inalterada, mas fizemos algumas alterações em nossas escolhas.

Em termos de exposição cambial, invertemos a nossa mudança do mês passado e reinserimos a fabricante de aviões Embraer, substituindo a Suzano, cuja tese de investimento mudou – em vez de mais produção e desalavancagem (que foi a razão pela qual a escolhemos no mês passado), a tese é agora sobre diversificação e mais alavancagem financeira. A Embraer nos oferece exposição cambial e tem uma forte dinâmica de resultados, apesar de suas ações já terem apresentado uma valorização fantástica este ano (+66%).

Estamos também mudando nossa tese mais defensiva e substituindo a Ambev pela empresa de telecomunicações TIM, após a forte queda desta última em maio (-9%). Projetamos que a empresa está sendo negociada com um yield de fluxo de caixa de 11,5% e 13,5% em 2024 e 2025, e dividend yields de 8,7% e 10,2%, com risco de surpresas positivas devido à sua baixa alavancagem.

Também retiramos ação do Mercado Livre após o desempenho muito forte (+15% em maio), substituindo-a pela operadora de shoppings Allos, que é negociada com uma TIR real de ~12% (~600bps de prêmio para as taxas longo prazo), deve retornar aos investidores um yield de 10% este ano (dividendos + recompras de ações) e, talvez mais importante, está sinalizando vendas de portfólio de ~R\$1 bilhões.

Mantivemos a gigante de Petróleo & Gás Petrobras por mais um mês, mas reduzimos seu peso de 15% para 10%. O ruído político aumentou em maio depois que o governo substituiu o CEO (a ação teve uma queda de 7% no mês). Entretanto, continuamos projetando um bom pagamento de dividendos este ano (dividend yield de 11%, potencialmente devido a uma maior produção, menores investimentos e preços do petróleo mais elevados) e uma boa probabilidade de um pagamento extraordinário que poderá elevar o yield para 16%. Para 2025, esperamos um dividend yield de 11%, que poderá aumentar para 13% com pagamentos extraordinários.

Em relação ao setor financeiro, mantivemos o principal banco comercial do Brasil, o Itaú, mas aumentamos o seu peso de 10% para 15%. O banco tem uma boa dinâmica operacional, com os lucros aumentando 13% em 2024, e sendo negociado com um valuation atrativo (7,7x P/L 2024). Também mantivemos a empresa de serviços de pagamento Stone, pois consideramos que a recente queda foi injustificada.

A maior geradora de energia do Brasil, a Eletrobras, também permanece na 10SIM por mais um mês, juntamente com o varejista de vestuário Renner, a empresa de aluguel de automóveis Localiza e a construtora de imóveis de luxo Cyrela.

**Tabela 2: Mudanças no 10SIM™ (Maio vs. Junho)**

Maio				Junho			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	15%	Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	10%
Mercado Livre	Varejo	MELI34	10%	Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	15%
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%	Eletrobras	Serviços Básicos	ELET3	10%
Ambev	Alimentos & Bebidas	ABEV3	10%	Localiza	Aluguel de carros	RENT3	10%
Eletrobras	Serviços Básicos	ELET3	10%	Tim	Telecom	TIMS3	10%
Suzano	Papel & Celulose	SUZB3	10%	Embraer	Bens de Capital	EMBR3	10%
Localiza	Aluguel de carros	RENT3	10%	Stone	Financeiro (ex-Bancos)	STOC31	10%
Stone	Financeiro (ex-Bancos)	STOC31	10%	Lojas Renner	Varejo	LREN3	10%
Lojas Renner	Varejo	LREN3	10%	Allos	Shoppings	ALOS3	10%
Cyrela	Construção civil	CYRE3	5%	Cyrela	Construção civil	CYRE3	5%

Fonte: BTG Pactual

## Um resumo das nossas escolhas de junho

### Lojas Renner (LREN3)

Apesar da desaceleração das vendas nos últimos trimestres devido a fortes bases de comparação e a uma perspectiva mais desafiadora para o consumo discricionário (bem como o impacto negativo das inundações no estado do Rio Grande do Sul), 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 no Brasil. Além de uma melhoria gradual na rentabilidade e de uma posição de caixa líquida, vemos o negócio de financiamento ao consumo da LREN como um beneficiário de potenciais cortes nas taxas de juro, justificando nossa recomendação de Compra. As preocupações estruturais ficam com a concorrência de operadores puramente digitais como a Shein – apesar da crescente discussão da tributação das plataformas internacionais (com uma carga fiscal recentemente aprovada sobre as importações de produtos de até US\$ 50) – e com os números da Realize. Mas a preços atuais, vemos a empresa sendo negociada a 10x P/L para 2025, oferecendo um ponto de entrada atrativo.

### Localiza (RENT3)

A Localiza é um nome de alta qualidade e oferece atualmente uma relação de risco/retorno interessante, uma vez que deverá se beneficiar de uma normalização gradual do mercado de automóveis, apoiando o processo de renovação da frota da Localiza com melhores condições de compra. No curto prazo, esperamos que os resultados melhorem gradualmente, refletindo uma demanda mais forte e rentabilidade resiliente, apesar da depreciação ainda elevada e de uma margem de Seminovos menor. No entanto, à medida que a Localiza recicla sua frota, acreditamos que existe espaço para que a

[content.btgpactual.com](http://content.btgpactual.com)

depreciação tenha uma queda (mesmo assumindo que não regressam ao nível pré-pandemia), impulsionadas por preços de aquisição de veículos menores. Em suma, negociando a 14x P/L para 2024, (vs. a média histórica de 22x), vemos espaço para uma expansão de múltiplos, especialmente com a recente queda (-28% no acumulado do ano).

## Embraer (EMBR3)

---

A Embraer registou resultados positivos no primeiro trimestre, com uma evolução nos resultados da divisão de aviação executiva e uma forte carteira de encomendas de US\$ 21,1 bilhões, levando a um primeiro trimestre melhor do que o habitual. Além disso, vemos novos desenvolvimentos importantes na divisão de Defesa, como o anúncio de acordo com a Mahindra, que poderia levar a uma encomenda adicional de 40-80 aeronaves KC-390 Millennium. Além disso, continuamos considerando que a Embraer está bem-posicionada no mercado da aviação e acreditamos que oferece uma exposição interessante à recuperação do setor da aviação, continuando assim a ser uma opção interessante em termos de valor (mercado de eVTOL, cibersegurança e outras parcerias). Negociando a 7,3x EV/EBITDA para 2025, consideramos que a Embraer é uma tese com bom momento de resultados.

## Itaú Unibanco (ITUB4)

---

Sob a liderança de Milton Maluhy, o banco está passando pela transformação digital mais eficaz entre os bancos incumbentes, o que acreditamos que permitirá que o seu ROE sustentável aumente a diferença em relação aos seus pares. Esperamos que a administração envie mensagens positivas durante o seu Investor Day em 19 de junho. As premissas fornecidas pelo guidance do Itaú sugerem um lucro líquido de R\$40 bilhões (+12% a/a) em 2024 e, talvez mais importante, um crescimento do EBT (lucro antes de impostos, que vemos como uma melhor proxy para os resultados) de 16%, que, se entregue, significa um carregamento favorável também para 2025. Negociado a 7,7x P/L para 2024, a ação é a nossa Top Pick no setor financeiro.

## Stone (STCO31)

---

A Stone divulgou os seus números do 1T24 no mês passado e os resultados não foram bem recebidos pelo mercado, com as ações caindo 17% nos dias seguintes. Embora concordemos que os números foram razoáveis, com muitas partes móveis, ajustes, eventos não recorrentes etc., reforçamos a nossa visão de tendências positivas. As adições líquidas do MSMB cresceram 7% a/a para 205 mil; o TPV do MSMB cresceu 18% a/a (+24% se incluirmos o Pix P2M); as taxas de captação do MSMB expandiram 15bps a/a; os depósitos ficaram apenas um pouco abaixo do 4T23 sazonalmente forte e cresceram 53% a/a para R\$6 bilhões; e o portfólio de empréstimos para capital de giro cresceu 72% a/a. Nós sinalizamos que os riscos de execução na Stone, embora não sejam pequenos, são muito menores do que nos últimos dois anos. Lucro, ROE e

geração de caixa estão apresentando evolução. Negociada a 8,5x P/L para 2025, a ação é a nossa principal escolha no setor financeiro (ex-Bancos).

## **Eletrobras (ELET3)**

---

Vemos a Eletrobras negociando a uma TIR real muito atraente de 17,3%, ao mesmo tempo em que oferece catalisadores esperados para 2024 ligados ao seu processo de reestruturação. A empresa apresentou resultados sólidos nos últimos trimestres, refletindo o corte de custos (especialmente despesas com PMSO) e esperamos que essa tendência continue. Em relação ao debate sobre o teto de 10% dos votos, em dezembro de 2023, o Ministro Marques, do Supremo Tribunal Federal (STF), determinou que o caso fosse encaminhado à Câmara de Conciliação e Arbitragem da Administração Federal (CCAF) para um processo de arbitragem, como uma tentativa de chegar a uma solução amigável entre a empresa e o governo federal. Em nossa opinião, a negociação de pagamentos antecipados da CDE (ajudando a reduzir as tarifas de energia) poderia acabar com a contínua pressão gerada pela ação judicial movida pelo governo em maio de 2023, deixando a Eletrobras livre para se concentrar em sua recuperação.

## **Tim (TIMS3)**

---

Estamos adicionando a TIM à nossa carteira 10SIM após a queda acentuada do preço das ações em maio (-10%). Ao preço atual, vemos a TIM como uma tese promissora, negociando com um dividend yield atrativo de 8,7% (e 10,2% para 2025E), acima das empresas de telecomunicações dos EUA (6,4%) e em linha com a Vivo. A TIM tem um modelo de negócio estável, um posicionamento competitivo sólido, uma forte geração de caixa e proporciona um elevado dividend yield, o que também ajuda a aumentar sua característica de defensividade para a nossa carteira.

## **Allos (ALOS3)**

---

A administração fez um ótimo trabalho em termos de alocação de capital desde 2023 (~R\$2 bilhões em reciclagem de ativos, grandes dividendos, recompras etc.), e há mais por vir desde que a Allos anunciou (i) que poderia vender mais R\$1 bilhão em ativos, (ii) tem um novo programa de recompra de ações de ~4% de seu valor de mercado, e (iii) sua política de dividendos implica em um yield de ~6% para 2024. Enquanto isso, a Allos anunciou a assinatura de um acordo para a aquisição de uma participação de 15% no shopping Rio Sul (estimamos um cap rate de entrada de ~7,5%, que poderia subir para ~9% com taxas de administração, reforçando sua boa estratégia de alocação de capital). Em nossa opinião, a recente queda das ações (-18% no acumulado do ano) abriu um bom ponto de entrada, com a ação sendo negociada a apenas 9x P/FFO para 2024E + bom cashflow yield.

## Cyrela (CYRE3)

A empresa apresentou consistentemente resultados operacionais sólidos em 2023 (lançamento e crescimento de vendas, margens resilientes etc.), embora o cenário macro não tenha sido favorável para o segmento de habitação de média/alta renda. A Cyrela apresenta uma forte dinâmica de resultados, enquanto a ação está sendo negociada a um valuation atrativo (~1x P/VP ou ~5,5x P/L para 2024E). Além disso, as taxas de juros Selic e de longo prazo podem cair em 2024, de modo que os bancos podem facilitar as condições das taxas hipotecárias para os compradores de imóveis (melhoria na acessibilidade) e a Cyrela pode se beneficiar de um aumento em suas operações + lucratividade (maior velocidade de vendas, crescimento de lançamentos, etc.), enquanto a ação é beneficiada por taxas de juros de longo prazo menores (investimento de beta alto). Assim, manteremos a Cyrela na nossa carteira 10SIM.

## Petrobras (PETR4)

Estamos novamente mantendo a Petrobras em nossa carteira 10SIM. Apesar de reconhecermos que há maiores riscos relacionados à alocação de capital da empresa, não podemos dizer que isso seja particularmente novo. A companhia tem sinalizado maiores investimentos desde a aprovação do último plano estratégico, mas a verdadeira questão para nós é se este potencial aumento poderá sacrificar a capacidade da empresa para distribuir bons dividendos, o que não nos parece que seja o caso. Em nosso cenário base, onde a Petrobras tem um capex 20% abaixo do seu guidance e só aumenta sua participação para 50% em Mataripe e Braskem, o dividend yield sobe para 11% (ou 16% incluindo dividendos extraordinários), um desconto significativo em relação aos seus pares mais óbvios, o que indica que os riscos já estão precificados no valuation atual. A assimetria dos dividendos continua sendo favorável e acreditamos que existe uma grande probabilidade de revermos positivamente as nossas projeções de pagamentos no curto prazo. Continuamos com recomendação de Compra!

Tabela 4: Portfólio Brasil 10SIM para junho de 2024

Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mi)	EV/EBITDA		P/L		P/PA	
					2024	2025	2024	2025	2024	2025
Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	10%	514.966	3,0x	3,2x	4,1x	4,7x	0,8x	0,8x
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	15%	283.929	n.a.	n.a.	7,7x	6,8x	0,9x	0,8x
Eletrobras	Serviços Básicos	ELET3	10%	79.478	5,9x	4,8x	6,7x	7,6x	1,3x	1,2x
Localiza	Aluguel de carros	RENT3	10%	45.353	6,1x	5,7x	14,0x	9,9x	1,4x	1,2x
Tim	Telecom	TIMS3	10%	38.385	4,2x	4,0x	11,3x	10,1x	1,3x	1,2x
Embraer	Bens de Capital	EMBR3	10%	26.616	9,2x	7,3x	21,4x	17,0x	1,6x	1,5x
Stone	Financeiro (ex-Bancos)	STOC31	10%	21.401	n.a.	n.a.	10,4x	8,5x	1,4x	1,2x
Lojas Renner	Varejo	LREN3	10%	12.544	5,8x	4,6x	12,0x	0,0x	15,2x	10,1x
Allos	Shoppings	ALOS3	10%	11.448	7,1x	6,5x	9,0x	11,0x	2,3x	2,3x
Cyrela	Construção civil	CYRE3	5%	7.165	6,7x	5,8x	5,5x	4,6x	1,0x	1,6x

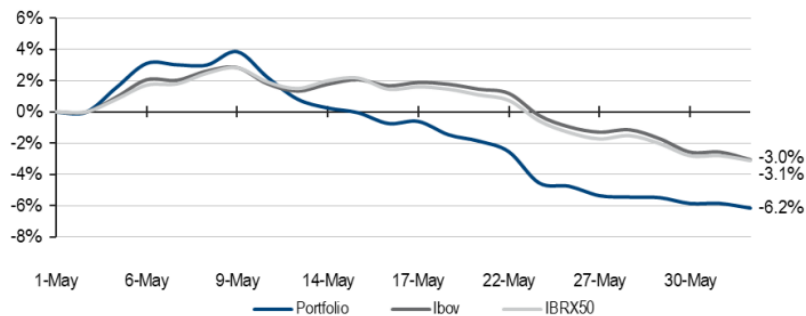
Fonte: Econômica, BTG Pactual

## Rentabilidade da 10SIM™ em maio

### Rentabilidade mensal (\*)

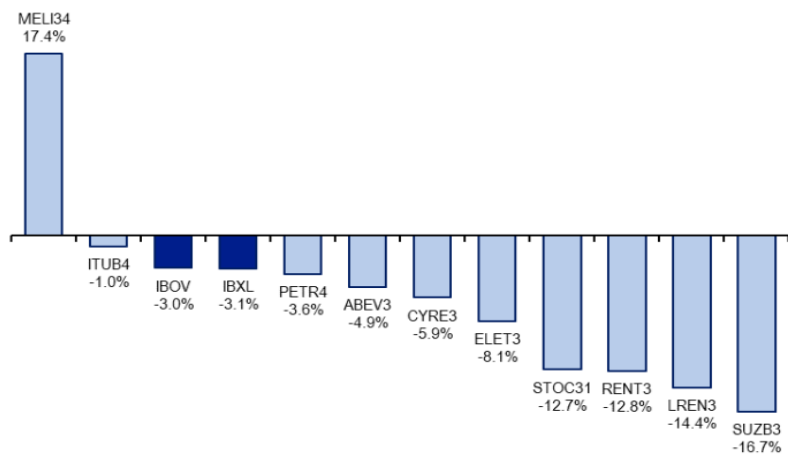
Em maio, a rentabilidade da carteira 10SIM™ foi de -6,2%, performando abaixo do Ibovespa (-3,0%) e IBR-50 (-3,1%), conforme o gráfico abaixo.

Gráfico 23: Rentabilidade em maio de 2024 (\*)



Fonte: BTG Pactual, Econômica, (\*) rentabilidade considerando o último preço de fechamento

Gráfico 24: Desempenho das ações em maio de 2024

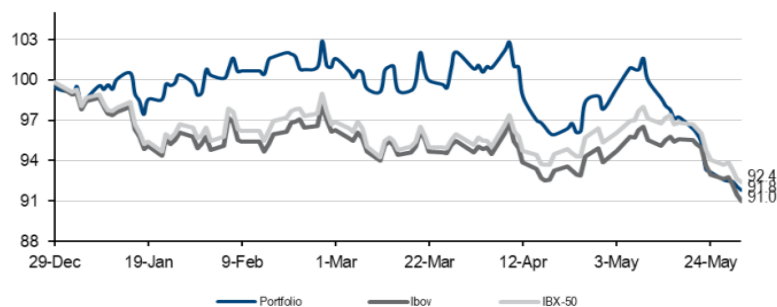


Fonte: BTG Pactual, Econômica

### Rentabilidade em 2024 (\*)

Desde 31 de dezembro de 2023, nossa carteira 10SIM caiu -8,2%, contra -9,0% do Ibovespa e -7,6% do IBX-50. A taxa interbancária do CDI subiu +4,4% no período.



**Gráfico 25: Rentabilidade acumulada de 2024 (\*)**


Fonte: BTG Pactual, Econômica, (\*) rentabilidade considerando o último preço de fechamento

## Desempenho histórico

Desde outubro de 2009, quando Carlos E. Sequeira assumiu a carteira 10SIM, o portfólio acumula alta de 392,1%, contra 136,7% do Ibovespa e 98,5,3% do IBX-50.

**Gráfico 7: Rentabilidade desde out/2009 (\*)**


Fonte: BTG Pactual, Econômica (\*) rentabilidade considerando último preço de fechamento

**Tabela 6: Rentabilidade mensal histórica (\*)**

	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ	No ano	IBOV	Carteira Acum.	IBOV Acum.
<b>2009</b>										0,2%	13,3%	4,8%	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%	1,9%	1,1%	-4,2%	-6,2%								-8,2%	-9,0%	392,1%	98,5%

Fonte: BTG Pactual, Econômica, (\*) rentabilidade considerando o último preço de fechamento

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

O BTG Pactual e suas afiliadas mantêm acordos para administrar conflitos de interesse que possam surgir entre eles e seus respectivos clientes e entre seus diferentes clientes. O BTG Pactual e suas afiliadas estão envolvidos em uma gama completa de serviços financeiros e relacionados, incluindo serviços bancários, bancos de investimento e prestação de serviços de investimento. Dessa forma, qualquer membro do BTG Pactual ou de suas afiliadas pode ter interesse relevante ou conflito de 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)