



## Carteira Recomendada de Ações (10SIM)

Equity Research  
Banco BTG Pactual S.A.

Julho 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

---

### **Uma crise de confiança**

A deterioração dos preços dos ativos locais pode ser atribuída ao que acreditamos ser uma crise de confiança fiscal e monetária. A decisão unânime do Banco Central de manter as taxas estáveis em junho pode ter restaurado um pouco da confiança do mercado, mas uma recuperação completa só poderá ocorrer após a nomeação do novo presidente do banco Central em dezembro. Em relação a política fiscal, esperamos que o governo anuncie um congelamento de gastos em julho, mas mudanças orçamentárias mais estruturais só poderão ocorrer após as eleições municipais de outubro.

### **Adicionando mais proteção para navegar em tempos voláteis; Equatorial entra na carteira**

Em resposta a um cenário mais incerto e volátil, decidimos adicionar um pouco de exposição cambial e defesa. Assim, estamos adicionando a Equatorial, que é negociada a uma TIR real de 11,7%, substituindo a Renner. Juntamente com a Eletrobras, 20% da nossa 10SIM está agora exposta a serviços básicos. A empresa de telecom TIM também faz parte do nosso portfólio.

### **Em termos de exposição cambial, a Klabin e a JBS também se juntaram à nossa 10SIM**

Na frente de câmbio, substituímos a fabricante de aeronaves Embraer pela produtora de Papel & Celulose Klabin, um de nossos nomes preferidos para exposição a um cenário de real mais fraco. Também estamos adicionando o frigorífico JBS, substituindo a Localiza. A JBS oferece exposição cambial e deve se beneficiar dos ciclos positivos de aves e suínos nos EUA e dos ciclos favoráveis de gado e aves no Brasil.

## Petrobras, Itaú, Stone, Allos e Cyrela completam a carteira deste mês

Estamos mantendo nossa exposição ao setor imobiliário por meio da operadora de shopping centers Allos e da construtora de imóveis de alto padrão Cyrela. Também continuamos com nossas principais opções financeiras, Itaú e Stone, e com a gigante de Petróleo & Gás Petrobras.

Tabela 1: Portfólio 10SIM para Julho/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%	508.539	2,9x	3,1x	3,8x	4,4x	1,1x	1,0x
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	15%	296.266	n.a.	n.a.	7,9x	7,1x	1,7x	1,5x
Eletrobras	Serviços Básicos	ELET3	10%	81.848	6,0x	4,9x	6,9x	7,8x	0,7x	0,7x
JBS	Alimentos & Bebidas	JBSS3	10%	71.579	6,4x	6,1x	11,2x	10,1x	1,7x	1,7x
Tim	Telecom	TIMS3	10%	38.434	4,2x	4,0x	12,6x	10,7x	1,4x	1,4x
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	35.331	7,4x	6,9x	13,8x	9,9x	1,6x	1,5x
Klabin	Papel & Celulose	KLBN11	10%	25.964	6,5x	7,0x	12,4x	14,1x	1,9x	2,3x
Stone	Financeiro (ex-Bancos)	STOC31	10%	20.687	n.a.	n.a.	9,0x	7,8x	1,1x	1,0x
Allos	Shoppings	ALOS3	10%	11.467	7,2x	6,5x	13,0x	11,0x	0,8x	0,8x
Cyrela	Construção civil	CYRE3	5%	7.067	6,6x	5,7x	5,5x	4,5x	0,8x	0,7x

Fonte: Estimativas do BTG Pactual e Economática.

## Uma crise de confiança

O Ibovespa recuperou algumas de suas perdas em reais em junho (+1,5%), mas com o real caindo 6,6% (encerrou junho a R\$ 5,59 por dólar), o desempenho do índice em dólares decepcionou novamente (-4,6%), e agora está com uma queda de 19,5% acumulada no ano em dólares.

A fraqueza do real foi acompanhada por taxas de juros reais mais altas de longo prazo, que encerrou junho em 6,4%, acima dos 6,1% registrados em maio-abril e dos 5,8% em março. Isso pode ser atribuído ao que acreditamos ser uma crise de confiança fiscal e monetária, que começou em meados de abril, quando o governo decidiu alterar as metas fiscais primárias do Brasil para 2025-26.

Isso foi seguido pela relutância do Congresso em aprovar impostos adicionais. Uma Medida Provisória que limitava o uso de créditos fiscais de PIS/COFINS foi rejeitada pelo Presidente da Câmara dos Deputados e, em alguns tweets e entrevistas, o Presidente Lula disse que não tinha planos de cortar despesas.

A decisão dividida do Banco Central sobre os cortes nas taxas na reunião do Copom (Comitê de Política Monetária) de 8 de maio também fez com que os mercados temessem um Banco Central mais dovish - os mercados esperavam uma decisão unânime de reduzir o ritmo dos cortes para 25bps, mas 4 dos 9 diretores (todos os 4 indicados pelo governo) votaram por 50bps.

A decisão de maio, que abalou a confiança do mercado no Banco Central, foi seguida por uma decisão unânime na reunião de junho, na qual o Banco Central decidiu manter as taxas em 10,5%, apesar da enorme pressão política por cortes adicionais. Embora a reunião de

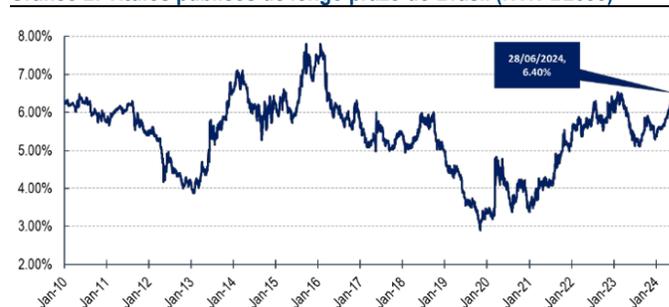
junho possa ter restabelecido parte da confiança perdida pelo mercado, uma recuperação completa só ocorrerá após a nomeação do novo presidente do Banco Central, prevista para dezembro.

**Gráfico 1: BRL/USD (acumulado do ano)**



Fonte: Economática, BTG Pactual

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



Fonte: Economática, BTG Pactual

## O governo deve tomar medidas no aspecto fiscal!

Embora a crise de confiança monetária possa ter sido parcialmente resolvida após a reunião de junho do Banco Central, a crise de confiança fiscal continua em pleno andamento, com o forte crescimento dos benefícios previdenciários ameaçando o novo teto de gastos em seu primeiro ano. Com poucas chances de o Congresso aprovar impostos mais altos, a única maneira de o governo cumprir as metas fiscais primárias é reduzindo os gastos orçamentários.

Mas, nas últimas semanas, Lula tem repetidamente descartado cortes de gastos, deixando os mercados especulando sobre outra rodada de revisões das metas fiscais primárias.

Apesar de não haver um compromisso claro do governo de cortar despesas, acreditamos que é isso que acontecerá. Na próxima revisão orçamentária bimestral, em 22 de julho, esperamos que o governo anuncie um congelamento de gastos de R\$15 a 20 bilhões, o que deve ser suficiente para evitar a alteração do teto de gastos de 2024 – uma alteração no teto pressionaria o real ainda mais e elevaria as taxas de longo prazo, com impactos econômicos e políticos desastrosos.

Embora o congelamento de gastos deva proporcionar algum alívio aos mercados, ele não aborda de fato as preocupações fiscais em 2025. São necessárias medidas mais estruturais, como grandes cortes de gastos e medidas para tornar o orçamento mais flexível (por exemplo, dissociar os gastos com saúde e educação do crescimento da receita tributária). Mas, apesar dessa clara necessidade, não esperamos medidas mais estruturais antes das eleições municipais de outubro.

## Valuation atraente, mas a crise de confiança deve ser resolvida!

Após outro desempenho ruim em junho, as ações brasileiras estão sendo negociadas a apenas 9x o P/L 12 meses à frente ex-Petro&Vale (7,6x incluindo-os), mais de 1 desvio padrão abaixo da média. O prêmio para manter as ações (medido como o inverso do P/L menos as taxas reais de 10 anos) é de 4,7%, 1 a 2 desvios-padrão acima de sua média histórica.

Continuamos otimistas em relação às perspectivas da economia brasileira em 2024, mas, se a crise de confiança não for resolvida rapidamente, um real "mais fraco por mais tempo" poderá pressionar a inflação e forçar o Banco Central a manter a taxa Selic em um nível elevado. As altas taxas de juros de longo prazo também podem prejudicar os investimentos e a atividade econômica em 2025.

Para que as ações locais se recuperem, o mercado precisa recuperar a confiança nas políticas monetária e fiscal do Brasil.

**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)**

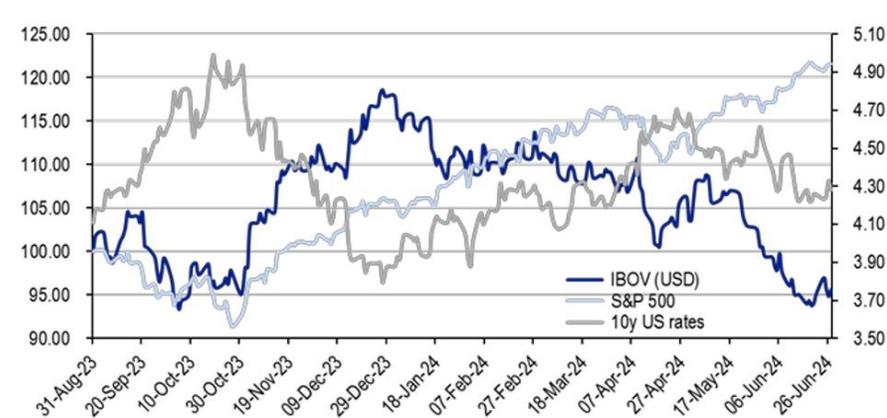


Fonte: Economática, BTG Pactual

## As taxas de longo prazo dos EUA estão finalmente caindo... mas isso pode não ser suficiente

Depois de atingir um pico de 4,7% no final de abril, as taxas de 10 anos dos EUA agora estão em 4,4%. Uma queda maior certamente ajudaria os mercados emergentes, e as ações brasileiras em particular. Mas o governo brasileiro tem muito trabalho pela frente para que os preços dos ativos locais melhorem.

**Gráfico 5: Ibovespa (em USD) e S&P500 vs. taxas de juros de 10 anos dos EUA**



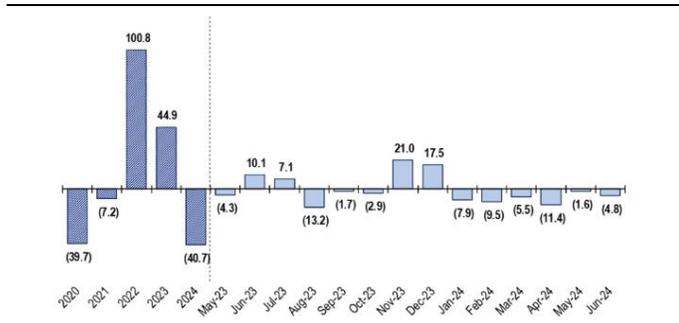
Fonte: Empresas e estimativas do BTG Pactual

## Locais e estrangeiros continuam a vender ações brasileiras

Os estrangeiros têm sido vendedores líquidos consistentes de ações locais este ano. Em junho, eles venderam R\$4,8 bilhões, aumentando os resgates no acumulado do ano para R\$40,7 bilhões. Comparando os valores acumulados no ano, quase todo o dinheiro que entrou no mercado em 2023 (R\$44,9 bilhões) saiu no primeiro semestre de 2024.

Para que o apetite dos investidores estrangeiros por ações brasileiras aumente, as taxas dos EUA devem cair e o governo local precisa restaurar a confiança em suas contas fiscais.

**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 grande fluxo de saída no acumulado do ano, as alocações dos fundos globais expostos a mercado emergentes (GEM) em ações brasileiras caíram para 6,1% em maio (-150bps no acumulado do ano). Da mesma forma, os fundos de ações globais e os fundos dedicados à América Latina também reduziram suas alocações no Brasil para 0,4% e 53,5% em maio, respectivamente. De fato, essa tendência é perceptível em todas as quatro categorias.

**Tabela 2: Alocações de fundos no 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%
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%
May-24	6.11%	0.40%	0.80%	53.51%

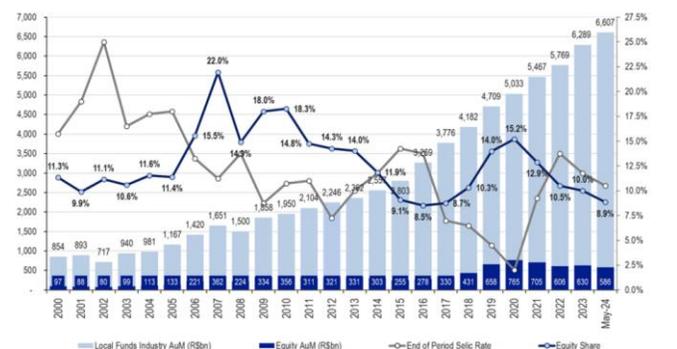
Fonte: EPFR e BTG Pactual

### Mais uma vez, os dados da Anbima não parecem ser precisos

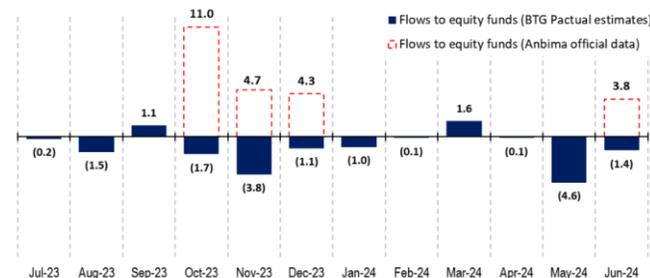
De acordo com a Anbima, R\$ 3,8 bilhões entraram em fundos de ações locais em junho, um valor surpreendentemente alto considerando a dinâmica atual na renda variável local.

Analisamos esse número e notamos que um único fundo de pensão recebeu R\$5,1 bilhões em um único dia, poluindo assim a base. Ajustando isso, chegamos a uma saída de R\$ 1,4 bilhão no acumulado do mês, muito mais coerente com a realidade atual dos mercados de capitais do Brasil.

As alocações em ações por fundos multimercados locais caíram para apenas 8,9%, depois de atingir um pico de 15,2% em 2020, muito próximo do nível mais baixo já registrado (8,5%) em 2016, quando o Brasil sofreu sua pior recessão em mais de um século.

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


Fonte: Anbima, BTG Pactual

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


Fonte: Anbima, BTG Pactual

## Nossas principais opções para um real fraco

Em um cenário com um real fraco, os exportadores são claramente vencedores. Eles geram uma parte significativa de suas vendas em dólares, enquanto incorrem em uma parte substancial de seus custos em reais.

Destacamos a Suzano e a Vale, ambas com vendas 100% em dólares, com custos de 35% e 60% em reais, respectivamente. Outras escolhas importantes nesse sentido incluem empresas de Petróleo & Gás, como a Petrobras e a PRIO. A Petrobras tem ~80% das vendas em dólares e ~50% dos custos em dólares, enquanto a PRIO tem 100% das vendas e ~50% dos custos em dólares.

As empresas de Alimentos & Bebidas, como a JBS e a SLC, se beneficiam muito de um real fraco. A JBS tem 82% das vendas em moeda estrangeira e a SLC tem 96% das vendas em dólares, com 60% dos custos em dólares. A Embraer também se destaca, com 93% das vendas e 83% dos custos em dólares.

Nossa equipe selecionou ações que acredita poderem ser formas interessantes de ganhar exposição a um real mais fraco. Nossos nomes preferidos são Embraer, Klabin, PetroRio, JBS e SLC, enquanto Vale, Gerdau e Petrobras são outras opções interessantes.

As companhias aéreas são afetadas negativamente, pois têm a maior parte de suas vendas em reais (~80%) e metade de seus custos (principalmente combustível) em dólares. A M. Dias Branco enfrenta um desafio semelhante, com quase nenhuma venda em dólares e 60% de seu custo caixa em dólares. Os varejistas de vestuário também sofrem, devido à parcela significativa de seus custos em dólares (~30%).

Na tabela abaixo, analisamos uma seleção de empresas que acreditamos estarem mais expostas a mudanças cambiais e avaliamos quatro variáveis: i) receita em USD/Euro; ii) custo caixa em dólar/euro; iii) dívida denominada em dólar/euro; e iv) quanto da dívida denominada em dólar/euro está com hedge.

**Tabela 3: Exposição cambial das empresas selecionadas**

Companies	% Sales in FX	% Cash costs in FX	% of FX-denominated debt	% of FX-denominated debt hedged
<b>Steel &amp; Mining</b>				
VALE3	100%	60%	82%	16%
GGBR4	100%	70%	74%	n.a.
USIM5	95%	63%	63%	n.a.
<b>Pulp &amp; Paper</b>				
DXCO3	20%	20%	21%	n.a.
SUZB3	100%	35%	79%	11%
KLBN11	70%	30%	85%	n.a.
<b>Oil &amp; Gas</b>				
VBBR3	0%	0%	40%	100%
UGPA3	0%	0%	47%	100%
BRKM5	100%	83%	91%	0%
PRI03	100%	50%	100%	0%
RRRP3	100%	30%	81%	0%
RECV3	100%	45%	100%	0%
PETR4	80%	50%	80%	0%
<b>Agribusiness</b>				
SLCE3	96%	60%	45%	100%
RAIZ4	15%	10%	62%	100%
CSAN3	15%	12%	55%	90%
TTEN3	100%	90%	7%	100%
JALL3	44%	36%	9%	50%
SMTO3	56%	36%	16%	100%
<b>Food &amp; Beverage</b>				
ABEV3	42%	58%	25%	100%
MDIA3	2%	60%	82%	100%
BRFS3	45%	40%	44%	50%
JBSS3	82%	81%	84%	0%
BEEF3	84%	79%	65%	40%
MRFG3	79%	76%	66%	0%
<b>Healthcare</b>				
HYPE3	0%	27%	6%	100%
<b>Retail</b>				
AMAR3	0%	25%	0%	0%
ARZ3	9%	3%	0%	0%
NTCO3	56%	33%	61%	100%
PCAR3	0%	0%	4%	100%
LREN3	3%	30%	9%	0%
CEAB3	0%	25%	0%	0%
SOMA3	12%	20%	11%	100%
SBFG3	0%	41%	0%	0%
SMFT3	55%	55%	43%	100%
<b>Capital Goods &amp; Transportation</b>				
WEGE3	53%	n.a.	91%	n.a.
EMBR3	93%	83%	99%	0%
POMO4	40%	n.a.	50%	n.a.
RAPT4	21%	n.a.	7%	n.a.
MYPK3	74%	n.a.	70%	n.a.
TUPY3	67%	n.a.	62%	n.a.
HBSA3	55%	n.a.	75%	n.a.
<b>Utilities</b>				
ALUP11	4%	9%	11%	0%
AMBP3	42%	42%	51%	83%
CMIG4	0%	0%	17%	100%
CSMG3	0%	0%	15%	0%
CPFE3	0%	0%	19%	100%
ELET3	0%	0%	13%	97%
SBSP3	0%	0%	12%	100%
SRNA3	9%	9%	9%	20%

Fonte: Empresas, BTG Pactual

## Crescimento dos lucros para 2024-25

Nossa estimativa de lucros consolidados (ex-Petro&Vale) prevê um crescimento de 15,8% em 2024 e de 18,5% em 2025, com os resultados das empresas doméstica deve aumentar 23% este ano e 15,2% no próximo, enquanto os lucros dos exportadores de commodities mal devem se mover em 2024-25.

O crescimento dos lucros das empresas domésticas nos próximos anos refletirá principalmente a expansão das margens e a redução das despesas financeiras. Embora não vislumbremos mais cortes nas taxas no horizonte, nossa equipe macroeconômica espera que a Selic fique em média em 10,67% e 10,5% em 2024 e 2025, respectivamente, em comparação com 13,25% em 2023.

Vemos crescimento dos lucros para quase todos os setores domésticos em 2024, principalmente bancos (R\$14,9 bilhões), alimentos (R\$7,8 bilhões) e serviços básicos (R\$5,8 bilhões). O crescimento dos lucros dos bancos virá de provisões e custos de capital menores, as empresas de alimentos devem se recuperar de

um ambiente difícil em 2023 e o crescimento dos resultados das empresas de serviços básicos se deve principalmente à Eletrobras.

Em 2025, os bancos devem liderar o caminho de melhora (+R\$ 14 bilhões), seguidos pelo varejo (+R\$ 6,8 bilhões). Os bancos devem se beneficiar do crescimento da carteira de empréstimos, enquanto esperamos que a demanda e as margens dos varejistas se recuperem.

**Tabela 4: Lucro consolidado das empresas sob nossa cobertura (R\$ milhões)**

Sector (R\$m)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
BTGP Coverage	233,673	186,071	533,263	557,598	424,753	474,309	513,043
<i>y/y growth</i>		-20.4%	186.6%	4.6%	-23.8%	11.7%	8.2%
BTGP Coverage (ex-Petr&Vale)	200,184	153,777	305,387	272,136	260,232	301,368	357,255
<i>y/y growth</i>		-23.2%	98.6%	-10.9%	-4.4%	15.8%	18.5%
Domestic	188,006	153,826	214,228	208,212	213,097	262,015	301,905
<i>y/y growth</i>		-18.2%	39.3%	-2.8%	2.3%	23.0%	15.2%
Commodities	45,667	32,245	319,036	349,386	211,656	212,294	211,138
<i>y/y growth</i>		-29.4%	889.4%	9.5%	-39.4%	0.3%	-0.5%

Fonte: EPFR, BTG Pactual

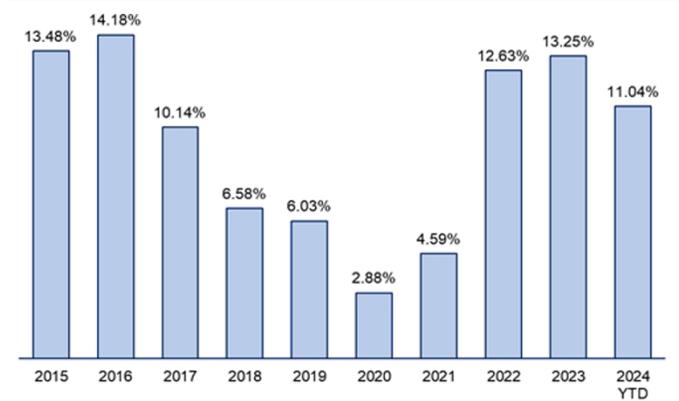
## O custo de dívida atingiu o menor nível antes da hora?

A queda das taxas de juros de curto prazo e a compressão do spread ajudaram a reduzir os custos de dívida das empresas brasileiras este ano. Com uma taxa Selic média esperada de 11% em 2024 (225bps menor do que em 2023) e spreads 58bps menores do que no ano passado, os custos médios de financiamento para empresas brasileiras premium (classificadas como AA ou AAA) caíram abaixo dos níveis de 2022-23 e estão mais alinhados com 2017.

O duration médio das emissões também aumentou para um recorde de 5,9 anos. Em outras palavras, as empresas brasileiras de alta qualidade estão pagando spreads mais baixos por emissões com duraton maior.

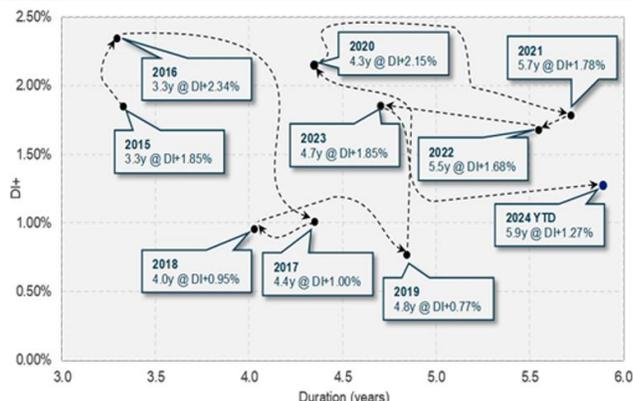
Mas uma queda mais forte nos custos de financiamento para os níveis de 7-8% observados em 2018-19 provavelmente não se materializará tão cedo. De fato, os custos de financiamento podem ter chegado ao menor nível depois que o Banco Central interrompeu os cortes nas taxas de juros de curto prazo, e os spreads quase não se moveram nas últimas semanas.

Gráfico 10: Taxa Selic média (% a.a.)



Fonte: Anbima, BTG Pactual

Gráfico 11: Spreads e prazos para empresas >= AA, 2015-2024

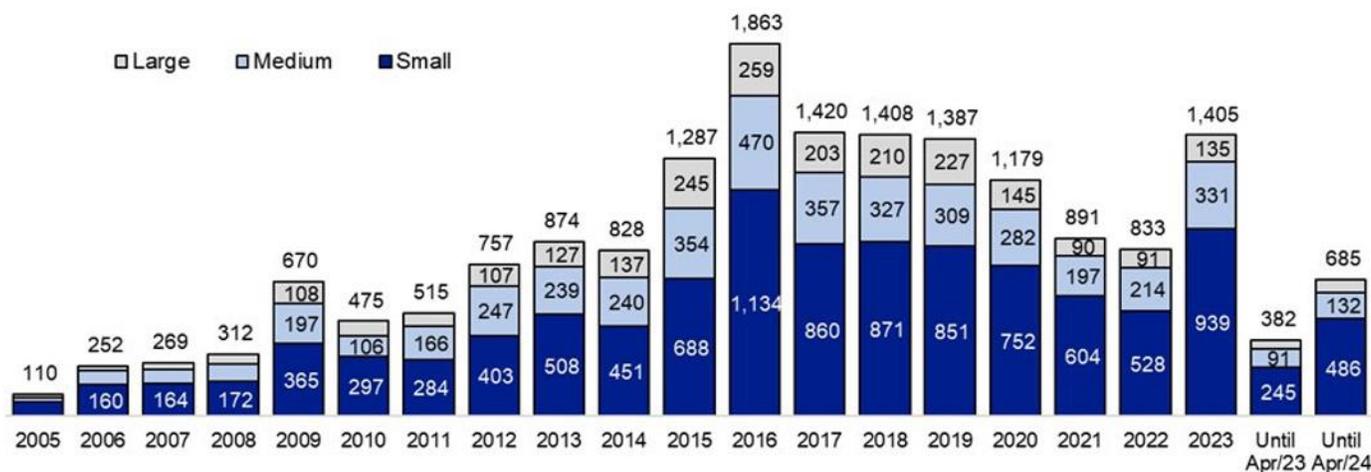


Fonte: Anbima, BTG Pactual

### Os pedidos de falência permanecem em um nível alto, apesar da melhoria das condições de crédito

Apesar da recente melhora nas condições de crédito, os pedidos de falência continuam em um nível elevado. A rápida e inesperada deterioração das condições de crédito no início de 2023, estimulada pelos pedidos de falência da Americanas e da Light, aumentou o número de empresas que pediram proteção contra falência no segundo semestre de 23. Essa tendência não se reverteu, o que sugere que a melhora nas condições de crédito foi insuficiente para aliviar a pressão sobre as empresas. Esperamos que os pedidos de falência caiam à medida que as empresas comecem a sentir um ambiente econômico geral melhor.

Gráfico 12: Pedidos de proteção contra falência – por porte de empresa



Fonte: BTG Pactual

## 10SIM de julho: adicionando mais proteção para navegar em tempos voláteis

Os preços dos ativos brasileiros estão sob pressão devido ao que acreditamos ser uma crise de confiança fiscal e monetária. O real atingiu seu menor nível desde o início de 2022 (5,59/USD) e as taxas de juros de longo prazo estão em seu nível mais alto desde a recessão de 2015-16.

A crise teve início em meados de abril, quando o governo decidiu alterar as metas fiscais primárias para 2025-26, e se aprofundou nos meses seguintes, com o governo atacando o Banco Central e não demonstrando nenhum desejo de cortar despesas para lidar com as preocupações fiscais.

Acreditamos que a decisão unânime do Banco Central de manter as taxas em 10,5% na reunião do Copom de junho, apesar da enorme pressão política por cortes adicionais, pode ter restabelecido parte da confiança perdida pelo mercado na autoridade monetária brasileira. Entretanto, uma recuperação completa só ocorrerá após a nomeação do novo presidente do Banco Central, que deverá ocorrer em dezembro.

No aspecto fiscal, a crise de confiança continua em pleno andamento. Com poucas chances de o Congresso aprovar impostos mais altos, a única maneira de o governo cumprir suas metas fiscais primárias é trabalhar no lado dos gastos do orçamento.

Embora neste momento não haja nenhum compromisso claro por parte do governo de cortar despesas, acreditamos que isso é o que acabará acontecendo na próxima revisão orçamentária bimestral, programada para 22 de julho, proporcionando algum alívio aos mercados. Mas isso não resolve as preocupações fiscais de 2025 em diante. Medidas mais estruturais precisariam ser tomadas, e não vemos isso acontecendo antes das eleições municipais de outubro.

Como é provável que o cenário mais incerto e volátil prevaleça nos próximos meses, decidimos reduzir nossa exposição a ações domésticas cíclicas/sensíveis à taxa de juros e, ao mesmo tempo, adicionar um pouco mais de exposição cambial e defensiva. Ainda acreditamos que o Ibovespa está barato (9x P/L 12 meses à frente), mas não vemos nenhum catalisador importante no curto prazo.

Aumentamos nossa exposição a serviços básicos acrescentando a Equatorial, substituindo a Renner, que tem um valuation barato, mas não tem gatilhos de curto prazo. A EQTL é negociada a uma TIR real de 11,7%, um prêmio de 529bps em relação às taxas reais de longo prazo (vs. média histórica de 408bps). Em junho, foi publicado o decreto com as diretrizes para a renovação das concessões de distribuição, estabelecendo uma renovação não onerosa e representando uma importante redução de risco para as empresas de distribuição. Com a inclusão da Equatorial, passamos a ter 20% da exposição da 10SIM em Serviços Básicos (Eletrobras é o outro nome com 10%).

Em termos de exposição cambial, substituímos a fabricante de aviões Embraer (+69% no acumulado do ano) pela produtora de Papel & Celulose Klabin, um de nossos nomes preferidos para exposição a um cenário de real mais fraco e negociado com um valuation mais atraente (6,5x EV/EBITDA). Ela também deve apresentar resultados sólidos no segundo trimestre.

Também estamos adicionando o frigorífico JBS, substituindo a Localiza – outra ação negociada com valuation muito atraente, mas sem catalisadores de curto prazo. A JBS oferece exposição cambial e deve se beneficiar dos ciclos positivos de aves (Pilgrims) e suínos nos EUA e dos ciclos favoráveis de gado e aves no Brasil, compensando um ciclo de carne bovina mais desafiador nos EUA. Os resultados do segundo trimestre também devem suportar a performance das ações.

Mantemos nossa exposição ao setor imobiliário por meio da operadora de shopping centers Allos e da construtora de imóveis de alto padrão Cyrela. Também mantemos nossas principais opções financeiras, Itaú e Stone, e a gigante de Petróleo & Gás Petrobras. A operadora de telecomunicações TIM completa o 10SIM deste mês.

Tabela 5: Mudanças no 10SIM™ (Junho vs. Julho)

Junho				Julho			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	10%	Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	10%
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	15%	Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	15%
Eletrobras	Serviços Básicos	ELET3	10%	Eletrobras	Serviços Básicos	ELET3	10%
Localiza	Aluguel de carros	RENT3	10%	JBS	Alimentos & Bebidas	JBSS3	10%
Tim	Telecom	TIMS3	10%	Tim	Telecom	TIMS3	10%
Embraer	Bens de Capital	EMBR3	10%	Klabin	Papel & Celulose	KLBN11	10%
Stone	Financeiro (ex-Bancos)	STOC31	10%	Stone	Financeiro (ex-Bancos)	STOC31	10%
Lojas Renner	Varejo	LREN3	10%	Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%
Allos	Shoppings	ALOS3	10%	Allos	Shoppings	ALOS3	10%
Cyrela	Construção civil	CYRE3	5%	Cyrela	Construção civil	CYRE3	5%

Fonte: BTG Pactual

## Um resumo das nossas escolhas de julho

### JBS (JBSS3)

A JBS é nossa principal escolha no setor de alimentos. Sua plataforma exclusiva de produção de proteínas oferece um fluxo de receita diversificado para amenizar os padrões cíclicos da commodity. Esperamos que esse seja o caso em 2024. À medida que o ciclo do gado nos Estados Unidos entra em um período de fornecimento limitado de matéria-prima para os frigoríficos, acreditamos que a Pilgrims (PPC), a carne suína nos EUA e o seu segmento na Austrália não apenas devem se beneficiar da desaceleração do ciclo do gado nos Estados Unidos, mas também proteger as margens consolidadas da JBS. No Brasil, o ciclo pecuário é bastante favorável, e a JBS também está se beneficiando do forte ciclo avícola deste ano por meio da Seara. Com espaço para revisões positivas de lucros pelo

consenso e um sólido yield de geração de caixa de 10%, a JBS oferece o melhor risco-retorno do setor na América Latina.

### 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 se desfazer de mais R\$1 bilhão em ativos, (ii) que tem um novo programa de recompra de ações de ~4% de seu capital, e (iii) que sua política de dividendos implicitamente significa um yield de ~6% para 2024. Em nossa opinião, a recente queda (as ações caíram 18% no acumulado do ano) abriu um bom ponto de entrada, com as ações sendo negociadas a apenas ~9x P/FFO para 2024E + bom carregamento.

### Cyrela (CYRE3)

---

A empresa apresentou resultados operacionais sólidos e de forma consistente durante 2023 (crescimento de lançamentos e vendas, margens resilientes, etc.), embora o cenário macroeconômico não tenha sido favorável ao segmento de média/alta renda. A Cyrela apresenta uma forte dinâmica de resultado, enquanto as ações estão sendo negociadas em um valuation atraente (~1x PVP ou ~5,5x P/L para 2024E). Além disso, as taxas de juros Selic e de longo prazo poderão cair em 2024, de modo que os bancos poderão flexibilizar as condições das taxas hipotecárias para os compradores de imóveis (melhoria na acessibilidade) e a Cyrela poderá se beneficiar de um melhor momento em suas operações + lucratividade (maior velocidade de vendas, crescimento de lançamentos, etc.), enquanto a ação é beneficiada por taxas de juros de longo prazo mais baixas (nome de beta alto). Portanto, manteremos a Cyrela em nosso portfólio 10SIM.

### Tim (TIMS3)

---

Estamos mantendo a TIM em nosso portfólio da 10SIM. Ao preço atual, vemos a TIM como uma oportunidade de investimento promissora, negociada a um atraente dividend yield de 9,4% para 2024 (e 10,7% para 2025), acima das empresas de telecomunicações dos EUA (6%) e em linha com a Vivo. A TIM tem um modelo de negócios estável, um sólido posicionamento competitivo, uma forte geração de caixa e oferece um grande retorno aos acionistas, o que também ajuda a aumentar a defensividade de nosso portfólio.

### Stone (STCO31)

---

Estamos mantendo a Stone no portfólio por mais um mês, apesar de outro desempenho fraco. As ações enfrentaram dificuldades com a queda de nomes globais de pagamentos e com a abertura da curva de juros no Brasil. No entanto, mantemos nossa visão de que os resultados operacionais são sólidos, marcados por bons KPIs que devem impulsionar um crescimento sólido dos lucros nos próximos trimestres, sem os ventos contrários dos impactos pontuais que prejudicaram o LPA GAAP no início do ano. No primeiro trimestre, as

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

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 aumentaram 15bps a/a; os depósitos ficaram apenas ligeiramente abaixo de um quarto trimestre sazonalmente forte e aumentaram 53% a/a para R\$6 bilhões; e o portfólio de empréstimos para capital de giro cresceu 72% a/a. Observamos que os riscos de execução na Stone, embora não sejam insignificantes, são muito menores do que nos últimos dois anos. Os lucros, o ROE e a geração de fluxo de caixa estão aumentando. Negociando a um valuation barato de 7,8x P/L para 2025 e com bom momento de resultados, reiteramos nossa recomendação de Compra.

## **Itaú Unibanco (ITUB4)**

---

Estamos mantendo o Itaú por mais um mês. O segmento de varejo brasileiro mudou drasticamente, particularmente na baixa renda, e acreditamos que o Itaú tem feito um ótimo trabalho (o melhor entre os incumbentes) aceitando e se adaptando ao cenário de mudanças, o que acreditamos que permitirá que seu ROE sustentável aumente a diferença em relação aos pares. No mês passado, o Itaú realizou seu Investor Day, e ficou claro que o principal foco do CEO Milton Maluhy em 2024 é garantir que o Itaú tenha o custo para servir (CTS) correto e migrar todos os clientes para o super app One do Itaú, oferecendo a eles serviços bancários completos (e oportunidades de vendas cruzadas). O novo mantra dos bancos é "nós não sabemos tudo" e "nós trabalhamos em equipe", desafiando a percepção de longa data de que os bancos "sabem tudo". Com essa marca/abordagem atualizada e o super app One, o banco também fez a transição do modo de defesa para o modo de ataque. Ele não quer ser um "seguidor rápido", mas sim um "pioneiro", sempre orientado por uma visão que prioriza o cliente. Negociado a 7,1x P/L para 2025, o Itaú continua sendo nossa Top Pick entre os bancos da América Latina.

## **Klabin (KLBN11)**

---

Estamos adicionando a Klabin ao nosso portfólio devido a seus atributos defensivos, exposição cambial, sólida dinâmica de lucros e valuation barato. Embora ainda mantenhamos uma recomendação neutra em relação à Klabin, acreditamos que a empresa deverá se beneficiar de perspectivas melhores em todas as suas unidades de negócios no curto prazo, levando a um sólido (e melhorado) momento de lucros nos próximos trimestres – prevemos um crescimento de aproximadamente 20% no EBITDA no segundo trimestre. Embora os preços da celulose possam sofrer uma queda nos próximos meses, eles permanecem em níveis elevados, enquanto observamos tendências positivas de demanda e preços para kraftliner e caixas de papelão ondulado. Como os projetos Puma II e Figueira continuam a se desenvolver, prevemos que a empresa apresentará um crescimento de volume de aproximadamente 10% em 2024, o que acreditamos que o mercado dá muito pouco crédito. Além disso, também vemos a Klabin como um bom veículo para exposição ao dólar: cada 10% de depreciação do real = +14% de impacto no EBITDA. A Klabin está sendo negociada a um múltiplo descontado de

~6,5x EV/EBITDA para 2024 (bem abaixo de 8-8,5x justo/histórico), e esperamos ver uma expansão de múltiplos à medida que o consenso aumente gradualmente suas estimativas de lucros nos próximos meses.

## Petrobras (PETR4)

---

Mantemos uma visão construtiva sobre o nome e decidimos manter a Petrobras em nosso portfólio. Embora a companhia esteja sinalizando maiores investimentos, a verdadeira questão para nós é se esse aumento em potencial poderia sacrificar a capacidade da empresa de distribuir dividendos substanciais, e acreditamos que não. Conforme argumentado em nossa última atualização, em um cenário plausível (cenário base), em que a Petrobras investe 20% menos do que seu guidance e assumindo US\$ 2 bilhões em fusões e aquisições, a ação ainda oferece um dividend yield atraente de 12% (ou 17% incluindo dividendos extraordinários), um desconto significativo em relação a seus pares. Além disso, um grande desafio foi removido após o acordo da Petrobras com o CARF para liquidar passivos fiscais fora do balanço, com um impacto caixa estimado em torno de ~US\$ 0,6 bilhão (contra um valor total de litígio de US\$ 8,3 bilhões). Continuamos com recomendação de Compra!

## Eletrobras (ELET3)

---

Vemos a Eletrobras sendo negociada a uma TIR real muito atraente de 16,7%, ao mesmo tempo em que oferece catalisadores esperados para 2024, vinculados ao seu processo de recuperação. A empresa apresentou resultados sólidos nos últimos trimestres, refletindo o corte de custos (ou seja, despesas com PMSO) e esperamos que essa tendência continue. Com o início da estação seca, os preços spot de energia parecem estar finalmente saindo das mínimas, indicando um possível progresso na venda de sua energia não contratada. Com relação ao debate sobre o teto de voto de 10%, em Dez/23, o Ministro Marques do Supremo Tribunal Federal (STF) encaminhou o caso para a Câmara de Conciliação e Arbitragem da Administração Federal (CCAF), com o objetivo de chegar a uma solução amigável entre a empresa e o Governo Federal. Um acordo, que pode envolver pagamentos antecipados à CDE e aos fundos regionais, bem como assentos adicionais no Conselho de Administração da empresa para o governo, pode ser alcançado, eliminando a pressão sobre a tese e permitindo que a Eletrobras se concentre em sua recuperação.

## Equatorial (EQTL3)

---

A Equatorial está sendo negociada a uma TIR real muito atraente de 11,7%, um prêmio de 529bps em relação aos títulos públicos de longo prazo (em comparação com a média histórica de 408bps) e foi confirmada como finalista como âncora para a segunda fase da oferta de privatização da Sabesp, com uma oferta de R\$67/ação por uma participação de 15% na empresa. A oferta será precificada em julho e, se for bem-sucedida, deverá representar um investimento gerador de valor para a empresa, além de abrir uma importante avenida de crescimento no segmento de saneamento. Além disso, em junho, o

decreto que define as diretrizes para a renovação das concessões de distribuição foi finalmente publicado, definindo uma renovação não onerosa e representando uma importante redução de risco para as empresas de distribuição. Do ponto de vista operacional, a empresa tem apresentado consistentemente números sólidos, com redução das perdas de energia e controle rígido dos custos, bem como progresso nas recuperações das concessões de distribuição recentemente adquiridas. Esperamos mais um trimestre forte no 2T, graças aos fortes volumes em função das altas temperaturas, embora ligeiramente compensados por resultados mais fracos da CEEE no estado do Rio Grande do Sul (representando apenas ~7% do EBITDA da empresa em 2024 – segunda nossas estimativas).

**Tabela 4: Portfólio Brasil 10SIM para julho de 2024**

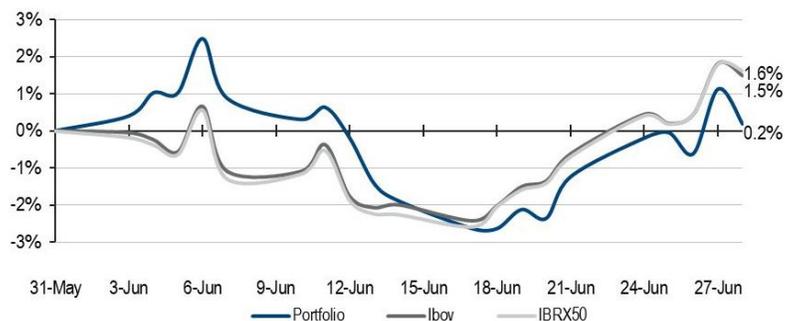
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ m i)	EV/EBITDA		P/L		P/VA	
					2024	2025	2024	2025	2024	2025
Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	10%	508.539	2,9x	3,1x	3,8x	4,4x	1,1x	1,0x
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	15%	296.266	n.a.	n.a.	7,9x	7,1x	1,7x	1,5x
Betrobras	Serviços Básicos	ELET3	10%	81.848	6,0x	4,9x	6,9x	7,8x	0,7x	0,7x
JBS	Alimentos & Bebidas	JBSS3	10%	71.579	6,4x	6,1x	11,2x	10,1x	1,7x	1,7x
Tim	Telecom	TIMS3	10%	38.434	4,2x	4,0x	12,6x	10,7x	1,4x	1,4x
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	35.331	7,4x	6,9x	13,8x	9,9x	1,6x	1,5x
Klabin	Papel & Celulose	KLBN11	10%	25.964	6,5x	7,0x	12,4x	14,1x	1,9x	2,3x
Stone	Financeiro (ex-Bancos)	STOC31	10%	20.687	n.a.	n.a.	9,0x	7,8x	1,1x	1,0x
Allos	Shoppings	ALOS3	10%	11.467	7,2x	6,5x	13,0x	11,0x	0,8x	0,8x
Cyrela	Construção civil	CYRE3	5%	7.067	6,6x	5,7x	5,5x	4,5x	0,8x	0,7x

Fonte: Economática, BTG Pactual

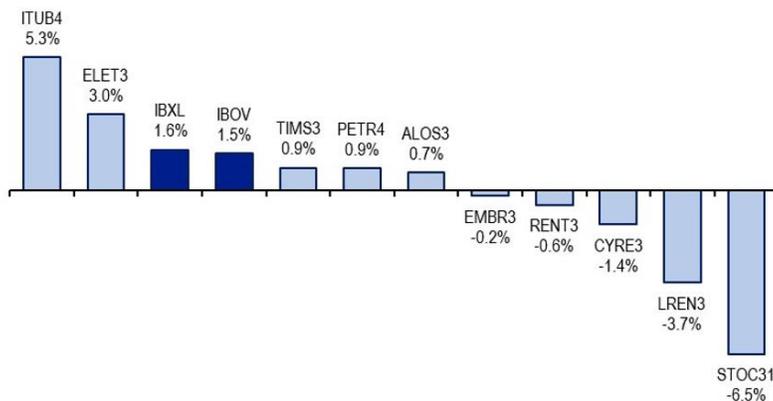
## Rentabilidade da 10SIM™ em junho

### Rentabilidade mensal (\*)

Em junho, a rentabilidade da carteira 10SIM™ foi de 0,2%, performando abaixo do Ibovespa (1,5%) e IBrX-50 (1,6%), conforme o gráfico abaixo.

**Gráfico 13: Rentabilidade em junho de 2024 (\*)**


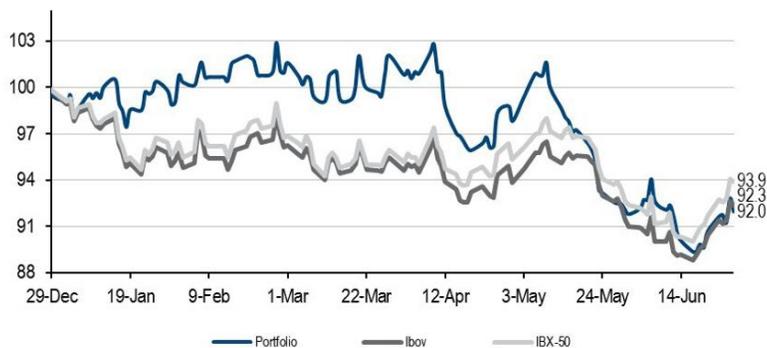
Fonte: BTG Pactual, Economática, (\*) rentabilidade considerando o último preço de fechamento

**Gráfico 24: Desempenho das ações em junho de 2024**


Fonte: BTG Pactual, Econômica

**Rentabilidade em 2024 (\*)**

Desde 31 de dezembro de 2023, nossa carteira 10SIM caiu -8,0%, contra -7,7% do Ibovespa e -6,1% do IBX-50. A taxa interbancária do CDI subiu +5,2% 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 393,0%, contra 101,4% do Ibovespa e 140,6% 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%	0,2%							-8,0%	-7,7%	393,0%	101,4%

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)