



Carteira Recomendada de Ações (10SIM)

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Agosto 2024

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

Osni Carfi
São Paulo – Banco BTG Pactual

Guilherme Guttilla
São Paulo – Banco BTG Pactual

Bruno Lima
São Paulo – Banco BTG Pactual

analise.acoes@btgpactual.com

Objetivo da Carteira

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

Pontos Principais

Evitar desastres pode não ser suficiente

Para que o governo deixe a crise de confiança fiscal para trás, são necessárias medidas mais estruturais, o que parece improvável antes das eleições municipais de outubro. Dito isso, as ações brasileiras apresentam um posicionamento leve pelo mercado. Os múltiplos são baixos e os lucros são sólidos. Acreditamos que a queda das taxas de juros nos EUA e quaisquer outros sinais significativos do governo brasileiro na direção da consolidação fiscal poderiam impulsionar as ações brasileiras.

Manter um portfólio equilibrado, mas menos defensivo; a TIM deixa nossa carteira

Temos uma parte da 10SIM exposta a ações que se beneficiam com o que acreditamos ser uma forte atividade econômica e consumo (Itaú, Stone e Allos). Estamos mantendo alguns nomes defensivos (principalmente as empresas de serviços básicos Equatorial e Eletrobras), mas menos do que no mês passado – removemos a TIM.

A PetroRio substitui a Petrobras, mantendo alguma exposição cambial

Também estamos mantendo a exposição cambial via JBS e a recém-chegada PetroRio, que substitui a Petrobras, mas menos do que no mês passado – estamos removendo a Klabin. Acreditamos que a PRIO oferece uma combinação melhor de (i) maiores oportunidades de crescimento orgânico, (ii) múltiplos atraentes e (iii) potenciais catalisadores de curto prazo (como o fim da greve no Ibama).

Rumo e Rede D'Or entram; Klabin sai

Estamos adicionando mais ações que se beneficiam da queda das taxas de juros de longo prazo, mas que também têm um bom momento operacional, como a Rumo (solução logística mais eficiente, melhor

perspectiva de safra e preços de frete mais altos) e a Rede D'Or (melhoria dos resultados/forte momento de lucros, sólidas perspectivas de crescimento e uma interessante parceria com o Bradesco para a construção de novos hospitais). O outro nome na 10SIM que se enquadra nesse grupo é a Cyrela.

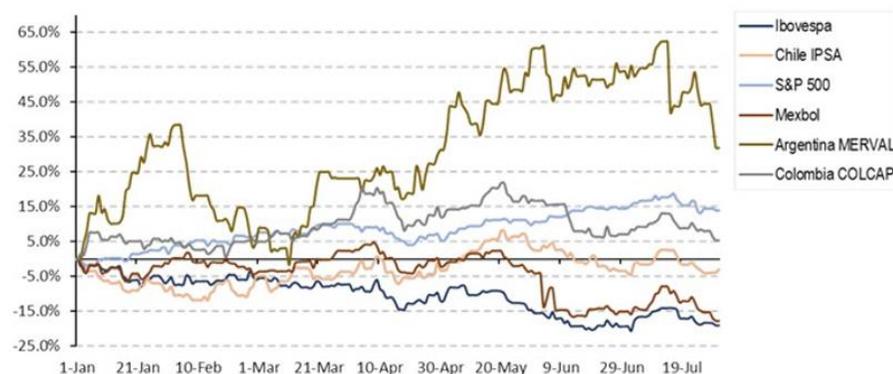
Tabela 1: Portfólio 10SIM para Agosto/24

Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mi)	EV/EBITDA		P/L		P/VPA	
					2024	2025	2024	2025	2024	2025
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	15%	308.493	n.a.	n.a.	8,2x	7,5x	1,8x	1,6x
Eletrobras	Serviços Básicos	ELET3	10%	90.154	6,4x	5,4x	9,8x	7,4x	0,8x	0,8x
JBS	Alimentos & Bebidas	JBSS3	10%	74.795	6,5x	6,2x	11,7x	10,5x	1,8x	1,7x
Rede D'Or	Saúde	RDOR3	10%	62.219	8,1x	6,7x	18,7x	13,9x	2,4x	2,2x
Rumo	Infraestrutura	RAIL3	10%	40.967	8,3x	7,6x	19,9x	12,0x	2,3x	2,1x
PetroRio	Petróleo & Gás	PRIO3	10%	40.253	3,0x	3,1x	4,0x	4,4x	1,8x	1,5x
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	38.147	7,7x	7,1x	15,1x	11,1x	1,7x	1,6x
Stone	Financeiro (ex-Bancos)	STOC31	10%	22.946	n.a.	n.a.	10,0x	9,0x	1,2x	1,1x
Allos	Shoppings	ALOS3	10%	11.858	7,4x	6,7x	13,5x	11,4x	0,9x	0,8x
Cyrela	Construção civil	CYRE3	5%	7.307	6,8x	5,9x	5,5x	4,7x	0,8x	0,8x

Fonte: Estimativas do BTG Pactual e Economática.

Evitar desastres pode não ser suficiente

O Ibovespa encerrou o mês de julho com alta de 3,0% (1,6% em USD), recuperando parte das quedas acumuladas no ano – o índice ainda está com uma performance negativa de 4,9% em real e 18,2% em USD no acumulado do ano, o que o torna o mercado acionário de pior desempenho na região.

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


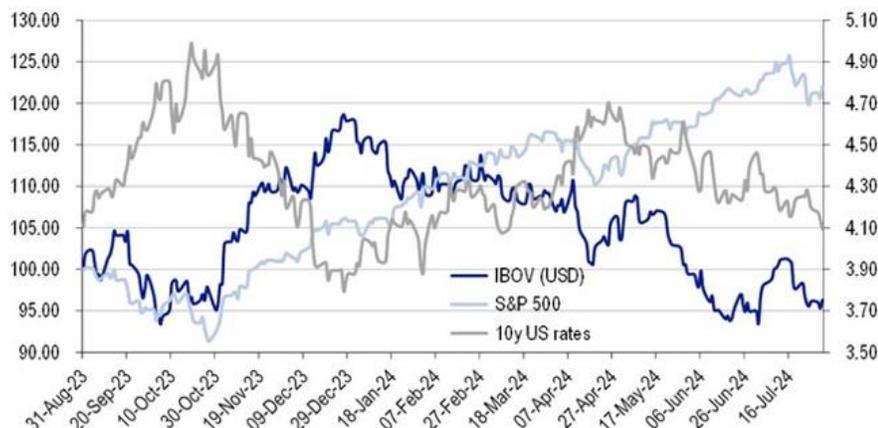
Fonte: Bloomberg e estimativas do BTG Pactual

Embora as ações brasileiras tenham subido em julho, teríamos esperado um desempenho mais forte. As taxas de 10 anos dos EUA caíram ainda mais em julho, encerrando o mês em 4,1%, abaixo dos 4,3% no final de junho e dos 4,7% no final de abril. Além disso, o mercado está agora mais confiante de que as taxas de juros serão finalmente cortadas em setembro (25bps), seguidas por um corte adicional de 25bps em dezembro.

No passado, a queda das taxas de longo prazo nos EUA seria um forte gatilho para as ações de mercados emergentes em geral, e para as ações brasileiras em particular. Entretanto, a crise de confiança

monetária e fiscal do Brasil, que vem pesando sobre o mercado desde abril, impediu que as ações locais tivessem um desempenho melhor.

Gráfico 2: Ibovespa (em dólar) e S&P500 (Base 100=Ago 2023) vs. taxas de 10 anos dos EUA

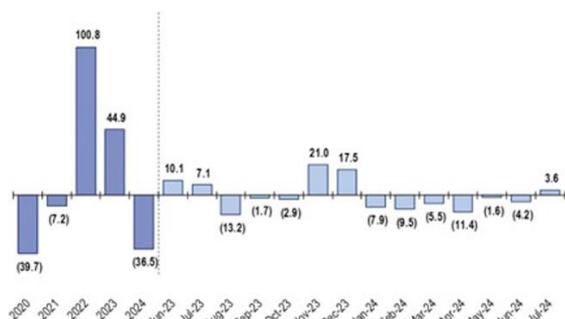


Fonte: Bloomberg e estimativas do BTG Pactual

Dito isso, continuamos a acreditar que as taxas de longo prazo menores nos EUA e o início do ciclo de flexibilização monetária em setembro devem atrair capital para o Brasil. De fato, em julho, pela primeira vez neste ano, os estrangeiros foram compradores líquidos de ações brasileiras no valor de R\$ 3,6 bilhões – mas ainda vendedores líquidos no valor de R\$ 36,5 bilhões no acumulado do ano.

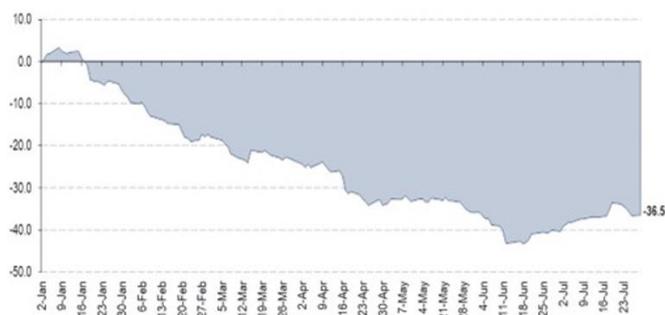
Embora R\$ 3,6 bilhões de dinheiro novo líquido não seja ruim, está longe dos R\$ 20 bilhões mensais investidos (líquidos) em ações brasileiras nos meses de novembro e dezembro do ano passado (mercados buscando um maior apetite ao risco).

Gráfico 3: Fluxos de investidores estrangeiros (R\$ bilhões)



Fonte: B3, BTG Pactual

Gráfico 4: Fluxos estrangeiros consolidados para ações Brasil, acumulado no ano



Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

O governo precisa fazer mais para controlar suas contas fiscais

Ao anunciar um congelamento de gastos de R\$ 15 bilhões em julho, o governo brasileiro evitou que a crise de confiança fiscal saísse do controle. O corte reduziu a pressão sobre as taxas reais de longo prazo do Brasil (que encerraram julho em 6,2%, ante 6,4% em junho),

mas o declínio foi muito menos pronunciado do que o esperado, especialmente considerando que as taxas de longo prazo dos EUA também caíram no mês.

O motivo pode ser o fato de que, a esta altura, parece claro que, para evitar a alteração do teto de gastos de 2024 e da meta fiscal de 2025, cortes adicionais terão de ser implementados, e o mercado ainda está cético quanto à possibilidade de o governo brasileiro fazer mais cortes. A percepção de alto risco fiscal também está pressionando o real, que encerrou julho a R\$5,65/dólar, acumulando uma desvalorização de 16,5% em 2024.

A próxima revisão orçamentária bimestral será em setembro, e o governo poderá aproveitar a oportunidade para implementar cortes mais relevantes e acalmar os mercados.

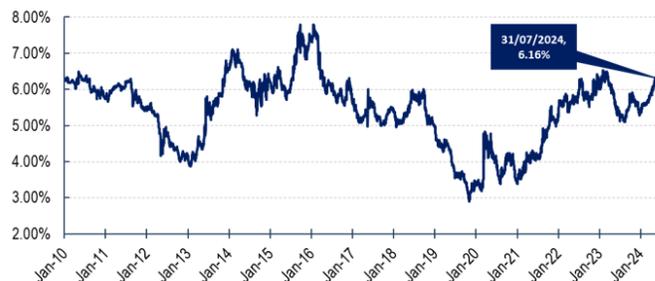
De qualquer forma, são necessárias mais medidas estruturais, como grandes cortes de gastos e iniciativas para tornar o orçamento mais flexível (por exemplo, dissociar os gastos com saúde e educação do crescimento da receita tributária). Mas, apesar dessa clara necessidade, não esperamos medidas mais estruturais antes das eleições municipais de outubro.

Gráfico 5: Real/dólar (acumulado do ano)



Fonte: Economática, BTG Pactual

Gráfico 6: Títulos públicos de longo prazo (NTN-B 2035)



Fonte: Economática, BTG Pactual

As expectativas de inflação estão aumentando

A atividade econômica relativamente forte (espera-se que o desemprego termine o ano em um recorde mínimo de 7% e que o PIB cresça acima de 2%), combinada com um real enfraquecido e preocupações fiscais, está elevando as expectativas de inflação. De acordo com a pesquisa Focus do Banco Central, a inflação ao consumidor pode terminar 2024 em 4,1% (acima dos 4,0% de um mês atrás). Talvez mais preocupante, a expectativa de inflação para 2025 subiu para 4,0%, de 3,87% há um mês, afastando-se ainda mais do ponto médio do intervalo da meta de inflação do Banco Central (de 3,0%).

Com o aumento das expectativas de inflação para 2025, alguns acreditam que o Banco Central poderá ser pressionado a iniciar um ciclo de aperto monetário ainda este ano. Consideramos isso improvável e, de acordo com a mesma pesquisa Focus, as taxas devem permanecer inalteradas este ano em 10,50% e cair para 9,5% em 2025.

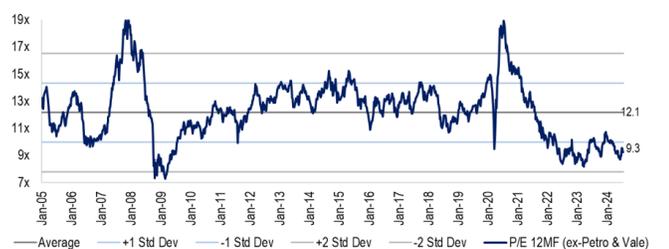
De qualquer forma, o Banco Central deve agir de forma decisiva para manter a inflação sob controle e restaurar totalmente a confiança do mercado de que, mesmo com um novo presidente (a ser nomeado até dezembro) e com a maioria dos diretores sendo nomeados pela atual administração, o Banco Central resistirá a qualquer pressão política e continuará seu trabalho técnico.

O valuation continua atraente

As ações brasileiras estão sendo negociadas a apenas 9,3x o P/L 12 meses à frente ex-Petro&Vale (7,8x incluindo-os), 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 4,5%, um desvio padrão acima de sua média histórica.

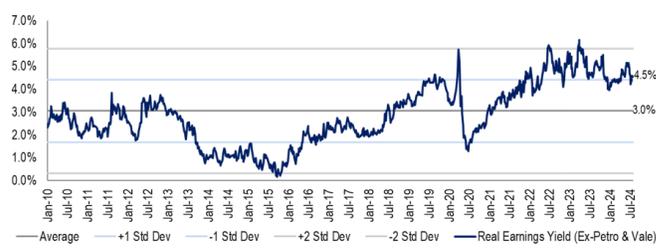
Dados os baixos múltiplos, acreditamos que a queda das taxas nos EUA e qualquer sinalização importante por parte do governo brasileiro no sentido da consolidação fiscal poderiam fazer com que as ações brasileiras subissem.

Gráfico 7: P/L Bovespa 12 meses à frente (ex-Petro&Vale)



Fonte: Economática, BTG Pactual

Gráfico 8: Earnings yield (L/P menos taxas de juros de 10 anos)



Fonte: Economática, BTG Pactual

Os lucros são sólidos para as empresas brasileiras

Nosso modelo de lucros consolidados (ex-Petro&Vale) deve crescer 19,4% em 2024 e outros 16,4% em 2025, com os resultados das empresas nacionais devendo aumentar 22,4% neste ano e 17,7% no próximo.

O crescimento dos lucros domésticos em 2024/2025 reflete principalmente a expansão da margem e a redução das despesas financeiras. Embora não vislumbremos mais cortes nas taxas de juros 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.

Tabela 2: Lucro consolidado das empresas sob cobertura (R\$ milhões)

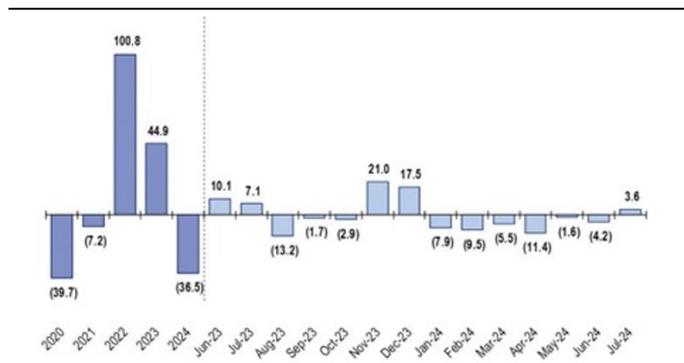
Sector (R\$m)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
BTGP Coverage	233,673	186,071	533,263	557,598	424,753	474,309	513,043
y/y growth		-20.4%	186.6%	4.6%	-23.8%	11.7%	8.2%
BTGP Coverage (ex-Petr&Vale)	200,184	153,777	305,387	272,136	260,232	301,368	357,255
y/y growth		-23.2%	98.6%	-10.9%	-4.4%	15.8%	18.5%
Domestic	188,006	153,826	214,228	208,212	213,097	262,015	301,905
y/y growth		-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
y/y growth		-29.4%	889.4%	9.5%	-39.4%	0.3%	-0.5%

Fonte: Empresas e estimativas do BTG Pactual

Os investidores estrangeiros foram compradores líquidos de ações brasileiras pela primeira vez este ano

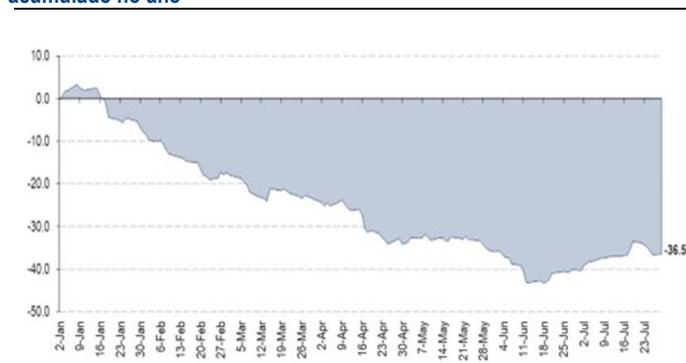
Em julho, pela primeira vez neste ano, os investidores estrangeiros foram compradores líquidos de ações brasileiras no valor de R\$ 3,6 bilhões – mas ainda vendedores líquidos em R\$ 36,5 bilhões no acumulado do ano. Embora R\$ 3,6 bilhões de dinheiro novo líquido não seja ruim, está longe dos cerca de R\$ 20 bilhões por mês que foram investidos líquidos em ações brasileiras nos meses de novembro e dezembro do ano passado (mercados buscando o risco).

Gráfico 9: Fluxos de investidores estrangeiros (bilhões de R\$)



Fonte: B3, BTG Pactual

Gráfico 10: Fluxos estrangeiros consolidados para ações Brasil, acumulado no ano



Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Devido ao grande fluxo de saída no acumulado do ano, as alocações dos fundos globais de mercados emergentes em ações brasileiras caíram para 5,8% em junho (-100bps no acumulado do ano), praticamente tornando estes fundos "neutros em relação ao Brasil".

Tabela 3: Alocações de fundos no Brasil

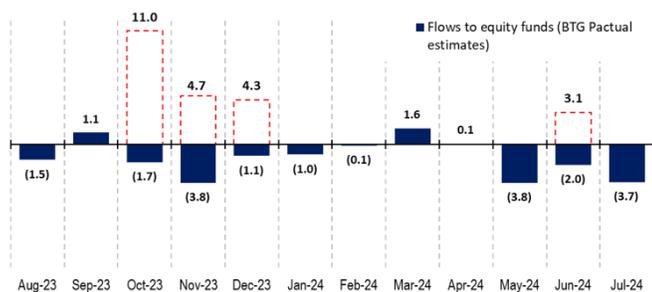
Fund Allocations to Brazil				
Date	G.E.M.	Global	Global (ex-US)	LatAm
Dec-16	8.15%	0.68%	1.18%	56.03%
Dec-17	6.73%	0.52%	0.69%	56.42%
Dec-18	7.69%	0.54%	0.70%	59.85%
Dec-19	8.18%	0.45%	0.55%	65.86%
Dec-20	5.29%	0.25%	0.36%	62.71%
Dec-21	4.34%	0.26%	0.42%	55.09%
Dec-22	6.31%	0.42%	0.68%	59.12%
Jul-23	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%
Jun-24	5.82%	0.39%	0.79%	54.69%

Fonte: EPFR e BTG Pactual

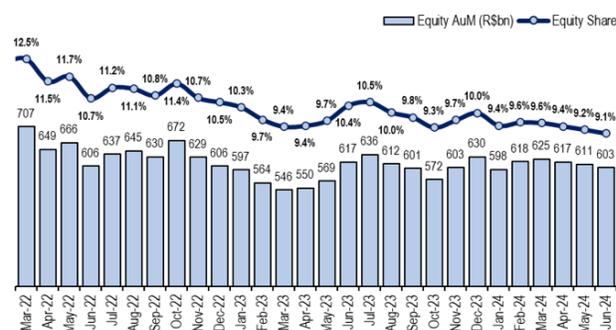
Aceleração dos resgates de fundos de ações locais

Os fundos de ações locais registraram saída líquida em 16 dos últimos 19 meses. No total, R\$52,6 bilhões deixaram os fundos de ações locais nos últimos 19 meses. Os resgates se aceleraram nos últimos 3 meses, com uma média de R\$3,2 bilhões por mês.

As alocações em ações por fundos mútuos locais caíram para apenas 9,1% e estão próximas do nível mais baixo já registrado (8,5%) em 2016, quando o Brasil passou por sua pior recessão em mais de um século.

Gráfico 11: Fundos de ações – fluxos líquidos mensais


Fonte: Anbima, BTG Pactual

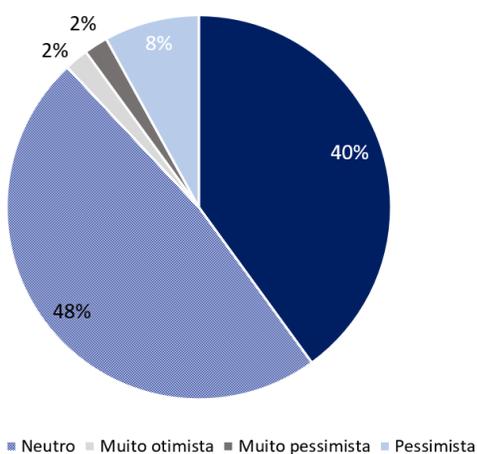
Gráfico 12: Fundos locais – alocações de ações


Fonte: Anbima, BTG Pactual

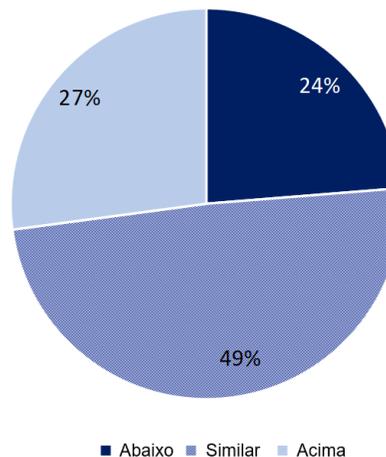
Pesquisa de sentimento do investidor: Barato, mas o apetite pelo risco permanece contido

Nos últimos dias, realizamos uma Pesquisa BTG Pactual para avaliar o sentimento dos investidores, o posicionamento e os principais temas do mercado.

De modo geral, sentimos que os investidores concordam que o Ibovespa está barato, mas o apetite pelo risco parece um pouco restrito, com a maioria dos entrevistados definindo seus níveis de sentimento como "neutros" (48% dos entrevistados). Outra evidência que aponta para um posicionamento cauteloso está no fato de que 76% dos entrevistados estão com posições de caixa semelhantes ou superiores aos níveis históricos.

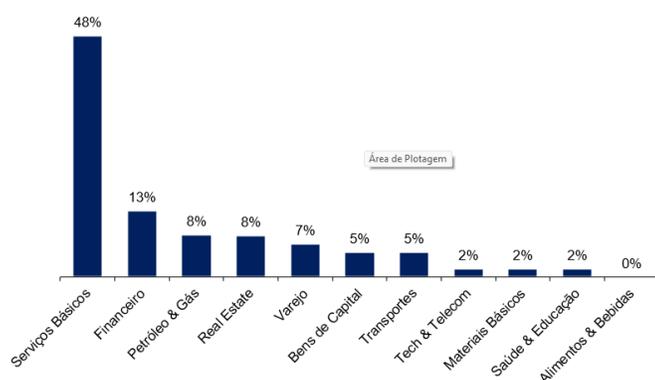
Gráfico 13: Sentimento atual


Fonte: BTG Pactual

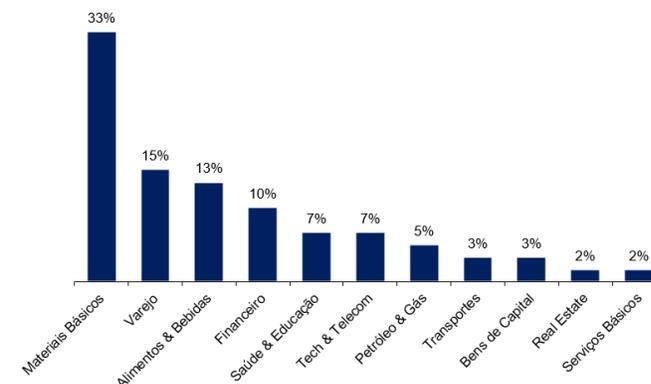
Gráfico 14: Posição de caixa: como ela se compara aos níveis históricos?


Fonte: BTG Pactual

Além disso, a grande maioria dos entrevistados relatou que seu setor favorito no índice continua sendo o de serviços básicos, o que não surpreende, dado o baixo risco e os altos níveis de TIRs implícitas no setor (TIRs reais bem acima de 10% em vários dos nomes favoritos de nossa equipe).

Gráfico 15: Principais posições de Compra


Fonte: BTG Pactual

Gráfico 16: Principais posições Short (Vendas)


Fonte: BTG Pactual

Principais conclusões de nossa pesquisa

#1: Valuation: Parece haver pouca dúvida de que o Ibovespa está barato, com 68% considerando o Ibovespa subvalorizado (17% extremamente subvalorizado).

#2: Fluxo: É um pouco encorajador ver que os resgates de fundos estão diminuindo, com a grande maioria dos fundos mostrando estabilidade (58%). Apenas 5% dos entrevistados estão relatando saques acelerando, o que pode indicar que a maioria dos resgates de ações já passou.

#3: Exposição aos EUA: Dada a força dos mercados dos EUA nos últimos anos e nossa percepção de que os investidores locais estão reduzindo cada vez mais o viés doméstico, acreditamos que valeria a pena avaliar o apetite a partir daqui (74% relatam manter entre 0-10% de exposição a ações dos EUA). Nossa impressão é de que os investidores não estão realmente buscando aumentar a alocação nos mercados dos EUA (72% estão dispostos a manter a exposição estável), talvez devido aos níveis de valuation elevados do S&P (negociado a 22x P/L).

#4: Principais temas macro: Sem surpresas, os temas macroeconômicos dominantes por uma ampla margem continuam sendo: (1) Brasil: perspectiva fiscal, com 92% dos votos (a nomeação do Banco Central fica em um distante segundo lugar); (2) Global: ciclo de taxas dos EUA (79%, com a eleição dos EUA em segundo lugar, com 16%). É possível que os investidores já estejam tão pessimistas em relação à China que, a esta altura, a perspectiva de crescimento do país se encontra em uma posição muito baixa nessa lista.

#5: Qual é a estimativa dos investidores? De modo geral, os investidores parecem estar projetando uma performance modesta para o Ibovespa até o final do ano (41% em 120-130 mil e 47% em 130-140 mil). A maioria espera o real entre 5,20 e 5,60 (78%), o que implica alguma valorização a partir daqui (necessário um “alívio” na questão fiscal).

#6: Principal alocação comprada (setor): Serviços Básicos.

#7: Principal alocação “short” – abaixo do benchmark (setor):
Materiais Básicos.

#8: Principais posições direcionais: Sabesp, Eletrobras, Equatorial.

#9: Principais posições “short”: Vale, Bradesco, Ambev.

#10: Discussões importantes sobre teses: Localiza: Um dos principais tópicos de discussão de nossa equipe tem sido a Localiza e as perspectivas para as tendências de depreciação de carros usados, o que tem sido um dos principais fatores de impacto para o preço das ações no curto prazo. De acordo com nossa pesquisa, 53% dos investidores ainda estão projetando, em sua maioria, tendências de depreciação amplamente estáveis em relação aos níveis atuais (apenas 24% esperam que as tendências de depreciação se reduzam). Isso pode indicar que os investidores ainda estão cautelosos com relação às perspectivas para o futuro.

10SIM de agosto: Um portfólio equilibrado, mas com mais risco

Ao anunciar um congelamento de gastos de R\$15 bilhões em julho, o governo brasileiro reduziu a pressão sobre as taxas reais de longo prazo do Brasil, mas apenas ligeiramente. A moeda brasileira se desvalorizou ainda mais em julho, encerrando o mês em R\$5,65/dólar.

Para que o governo deixe a crise de confiança fiscal para trás, são necessárias medidas mais estruturais, como grandes cortes de gastos e iniciativas para tornar o orçamento mais flexível (por exemplo, dissociar os gastos com saúde e educação do crescimento da receita tributária), o que parece improvável antes das eleições municipais de outubro.

Dito isso, as ações brasileiras apresentam um posicionamento muito leve pelo mercado. Os múltiplos estão baixos e os lucros são sólidos. Acreditamos que a queda das taxas de juros nos EUA e qualquer sinal significativo adicional do governo brasileiro na direção da consolidação fiscal poderiam impulsionar as ações brasileiras.

Com isso em mente, estamos fazendo alguns ajustes no portfólio, mas tentando mantê-lo o mais equilibrado possível. Temos uma parte dele exposto a ações que ganham com o que acreditamos ser uma atividade econômica forte, como Itaú, Stone e Allos.

Estamos adicionando mais ações que se beneficiam da queda das taxas de longo prazo – as recém-chegadas Rumo e Rede D'Or – mas que também têm um bom momentum operacional (o outro nome na 10SIM que se enquadra nesse grupo é a Cyrela).

Estamos mantendo alguns nomes defensivos (principalmente as empresas de serviços básicos Equatorial e Eletrobras), mas menos do que no mês passado (removemos a TIM). Também estamos mantendo a exposição cambial por meio da JBS e da recém-chegada PetroRio, que substitui a Petrobras, mas menos do que no mês passado (estamos removendo a Klabin).

Mantendo nossa exposição ao setor de Petróleo & Gás, mas substituindo a Petrobras pela PetroRio. Acreditamos que a PRIO oferece uma combinação melhor de (i) oportunidades de crescimento orgânico mais fortes, (ii) múltiplos atraentes e (iii) potenciais catalisadores de curto prazo (como o fim da greve no Ibama).

A operadora ferroviária Rumo é a outra recém-chegada. Ela tem as soluções logísticas mais eficientes para o transporte de grãos a partir do centro-oeste do Brasil. Além disso, os últimos indicadores do setor têm sido favoráveis, incluindo uma melhor perspectiva de safra e preços de frete mais altos. E negociando a 7,6x EV/EBITDA para 2025, o valuation parece atraente.

Por fim, estamos adicionando a operadora de hospitais Rede D'Or devido a: (i) melhora nos resultados e forte momento de lucros, (ii) sólidas perspectivas de crescimento (inclusive por meio de fusões e aquisições) e (iii) uma interessante parceria com o Bradesco para a construção de novos hospitais.

Tabela 3: Mudanças no 10SIM™ (Julho vs. Agosto)

Julho				Agosto			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	10%	PetroRio	Petróleo & Gás	PRIO3	10%
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	15%	Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	15%
Eletrobras	Serviços Básicos	ELET3	10%	Eletrobras	Serviços Básicos	ELET3	10%
JBS	Alimentos & Bebidas	JBSS3	10%	JBS	Alimentos & Bebidas	JBSS3	10%
Tim	Telecom	TIMS3	10%	Rumo	Infraestrutura	RAIL3	10%
Klabin	Papel & Celulose	KLBN11	10%	Rede D'Or	Saúde	RDOR3	10%
Stone	Financeiro (ex-Bancos)	STOC31	10%	Stone	Financeiro (ex-Bancos)	STOC31	10%
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	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 agosto

Rumo (RAIL3)

Estamos construtivos em relação à Rumo, principalmente devido à sua capacidade de manter sua vantagem competitiva ao oferecer as soluções logísticas mais eficientes para o transporte de grãos a partir do centro-oeste do Brasil. Além disso, os últimos indicadores do setor têm sido favoráveis (dados melhores de safra, preços de frete mais altos, etc.), indicando um ambiente positivo em relação às discussões sobre os preços do próximo ano (geralmente negociados no segundo semestre). Além disso, estamos otimistas com os resultados do segundo trimestre da Rumo, apoiados por volumes mais fortes (já divulgados) e preços sólidos em relação ao ano passado. Com o valuation de volta a 7,6x EV/EBITDA para 2025, temos uma recomendação de Compra.

Stone (STCO31)

Após uma recuperação decente da ação (+12% em real em julho), estamos mantendo a Stone na carteira por mais um mês, pois acreditamos que há espaço para mais. Este ano, as ações enfrentaram dificuldades com a queda de nomes globais de pagamentos e com a abertura da curva da taxa de juros no Brasil. No entanto, mantemos nossa opinião de que os resultados operacionais são sólidos, marcados por bons KPIs que devem impulsionar um crescimento sólido dos lucros nos próximos trimestres, sem os desafios dos impactos pontuais que prejudicaram o LPA GAAP no início do ano. No segundo trimestre, esperamos que o TPV continue crescendo em torno de 18% a/a, com avanços contínuos na frente bancária (marcada pela expansão do portfólio de depósitos e crédito). Sentimos que o opex aumentará t/t, especialmente as despesas administrativas (após números excepcionalmente baixos no primeiro trimestre), enquanto as despesas de vendas devem permanecer estáveis em termos nominais. Outras despesas devem cair em comparação com o nível extraordinariamente alto do 1T. Em suma, esperamos um lucro líquido ajustado de R\$470 milhões no 2T (+4,5% t/t; +46% a/a) e antecipamos um crescimento mais robusto dos lucros no 2S24, com riscos de revisões positivas em crédito e depósitos. 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 caixa estão aumentando. Negociando a ~9x P/L para 2025 e com bom momento de lucros, reiteramos nossa recomendação de Compra.

Itaú Unibanco (ITUB4)

Após um desempenho positivo em julho (alta de >5%), estamos mantendo o Itaú por mais um mês. O negócio de banco de varejo brasileiro mudou drasticamente, particularmente no segmento de baixa renda, e acreditamos que o Itaú fez 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. O discurso do Itaú em nossa Conferência do Rio, no mês passado, de que sua carteira de empréstimos deve acelerar no segundo trimestre foi bem recebido. A iniciativa One Itaú também foi debatida em praticamente todas as reuniões, embora ainda seja difícil "tangibilizar" sua importância para a tese de investimento. Com essa marca/abordagem atualizada e o super app One Itaú, o banco também passou do modo de defesa para o modo de ataque. O banco não quer ser um "seguidor rápido", mas sim um "pioneiro", sempre orientado por uma visão que prioriza o cliente. Negociando a 7,5x P/L para 2025, o valuation do Itaú é decente, com espaço para dividendos adicionais.

Eletrobras (ELET3)

Vemos a Eletrobras sendo negociada a uma TIR real atraente de 13,7%, com gatilhos positivos esperados para o segundo semestre de 2024, ligados ao seu processo de turnaround e a um possível acordo com o governo federal. A empresa apresentou resultados sólidos nos

últimos trimestres, refletindo a redução de custos (por exemplo, despesas com PMSO), e esperamos que essa tendência continue. Além disso, a volatilidade do preço da energia durante a estação seca poderia criar oportunidades para a venda de sua energia não contratada. Com relação ao debate sobre o teto de votação de 10%, em 23 de dezembro, o Ministro Marques do Supremo Tribunal Federal (STF) encaminhou o caso para arbitragem. No final de julho, a Eletrobras solicitou uma prorrogação adicional de 45 dias do prazo do acordo, até meados de setembro. Os pontos em negociação são: (i) assentos no Conselho de Administração e no Conselho Fiscal da Eletrobras, (ii) pagamentos antecipados da CDE, e (iii) o desinvestimento da participação da Eletrobras na Eletronuclear, incluindo o projeto de Angra 3. Consideramos um acordo positivo, especialmente se incluir a alienação da Eletronuclear, o que eliminaria a pressão sobre as ações e possivelmente transferiria os riscos relacionados à Eletronuclear e ao projeto de Angra 3 para o governo.

Equatorial (EQTL3)

A Equatorial assegurou a posição de acionista de referência da Sabesp, adquirindo 15% da empresa a R\$67/ação. A transação não foi apenas altamente geradora de valor, mas também abre uma importante avenida de crescimento em saneamento para a Equatorial. Vemos a ação sendo negociada a uma atraente TIR real de 11%, que salta para 11,6% quando incluímos a aquisição da Sabesp. Do ponto de vista operacional, a empresa tem apresentado consistentemente números operacionais sólidos, com redução das perdas de energia e controle rígido dos custos, bem como progresso nas recuperações das concessões de distribuição recentemente adquiridas. Para o 2T, esperamos mais um trimestre de fortes volumes de distribuição, embora parcialmente compensados por um fraco volume de energia eólica devido a restrições.

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, o recente desempenho inferior (as ações caíram 15% no acumulado do ano) abriu um bom ponto de entrada para as ações, sendo negociadas a apenas ~8,5x P/FFO para 24E + bom carregamento.

Cyrela (CYRE3)

A empresa apresentou resultados operacionais sólidos de forma consistente durante 2023 (crescimento de lançamentos e vendas, margens resilientes, etc.), embora o cenário macroeconômico não tenha sido favorável ao segmento de imóveis de média/alta renda. A Cyrela apresenta uma forte dinâmica de lucros, enquanto as ações estão sendo negociadas a um valuation atraente (~0,95x P/VP 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 hipotecárias para os compradores de imóveis (melhoria na acessibilidade) e a Cyrela poderá se beneficiar de um bom momento em suas operações e lucratividade (maior velocidade de vendas, crescimento de lançamentos, etc.), enquanto a ação é alavancada por taxas de juros de longo prazo mais baixas (nome de beta alto). Portanto, manteremos a Cyrela em nosso portfólio 10SIM.

PetroRio (PRIO3)

Estamos mantendo nossa exposição ao setor de Petróleo & Gás em nosso portfólio 10SIM, mas substituindo a Petrobras pela PRIO. Não estamos pessimistas em relação à Petrobras; pelo contrário, ainda acreditamos que a empresa oferece um bom potencial de carregamento, juntamente com possíveis surpresas positivas em sua geração de caixa (FCFE) em 2025 e 2026. No entanto, acreditamos que a PRIO apresenta atualmente uma combinação melhor de (i) maiores oportunidades de crescimento orgânico, (ii) múltiplos atraentes e (iii) potenciais catalisadores positivos no curto prazo, como a resolução da greve do Ibama e M&As geradores de valor. Além disso, acreditamos que essa ação reduz a exposição política de nosso portfólio em um momento em que as notícias sobre fusões e aquisições podem afetar o desempenho da Petrobras. Recentemente, divulgamos uma nota descrevendo 5 motivos pelos quais as ações da PRIO devem apresentar uma expansão de múltiplos, e vemos um potencial de queda das ações muito limitado, mesmo em um cenário de baixos preços do petróleo e níveis de produção.

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 suavizar os padrões cíclicos da commodity. Esperamos que esse seja o caso em 2024. À medida que o ciclo do gado nos EUA entra em um período de fornecimento limitado de matéria-prima para os frigoríficos, acreditamos que a Pilgrims (PPC), a US Pork e a Austrália não só devem se beneficiar da desaceleração do ciclo do gado nos EUA, 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 de aves deste ano por meio da Seara. Com espaço para revisões positivas de lucros pelo consenso e um sólido yield de geração de caixa de 12%, a JBS oferece a melhor relação de risco/retorno do setor na América Latina.

Rede D'Or (RDOR3)

Com o suporte de melhores resultados, da recente parceria com o Bradesco e do forte momento de lucros, continuamos confiantes nas perspectivas de crescimento do segmento hospitalar e nos ganhos adicionais de margem no negócio de seguros. De fato, esperamos resultados sólidos para o segundo trimestre (divulgação em 14 de agosto), o que poderia levar novamente a revisões positivas das expectativas do consenso. No segundo trimestre, esperamos um

crescimento de receita próximo de 10%, melhorias sólidas na margem EBITDA (em ambos os segmentos) e outra rodada de expansão considerável do LPA. Além disso, há vários aspectos positivos que devem contribuir para o bom momento, como mais recompras de ações (primeiro programa desde que o IPO foi anunciado há dois meses), mais compras de ações pelos acionistas controladores (+R\$ 1 bilhão em ações foram compradas no ano passado) e possíveis fusões e aquisições (já que a RDOR parece bem-posicionada para capturar oportunidades inorgânicas).

Tabela 4: Portfólio Brasil 10SIM para agosto de 2024

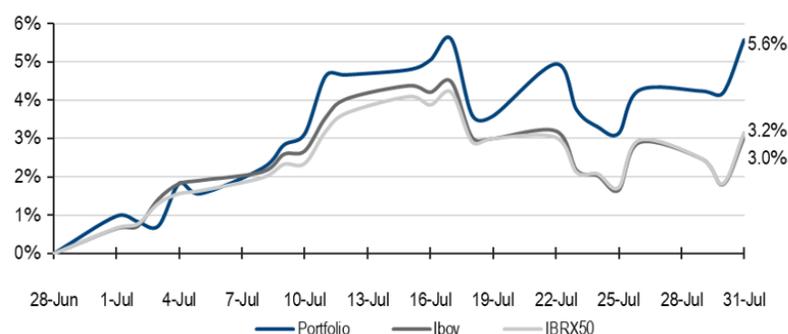
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mi)	EV/EBITDA		P/L		P/VPA	
					2024	2025	2024	2025	2024	2025
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	15%	308.493	n.a.	n.a.	8,2x	7,5x	1,8x	1,6x
Eletrobras	Serviços Básicos	ELET3	10%	90.154	6,4x	5,4x	9,8x	7,4x	0,8x	0,8x
JBS	Alimentos & Bebidas	JBSS3	10%	74.795	6,5x	6,2x	11,7x	10,5x	1,8x	1,7x
Rede D'Or	Saúde	RDOR3	10%	62.219	8,1x	6,7x	18,7x	13,9x	2,4x	2,2x
Rumo	Infraestrutura	RAIL3	10%	40.967	8,3x	7,6x	19,9x	12,0x	2,3x	2,1x
PetroRio	Petróleo & Gás	PRIO3	10%	40.253	3,0x	3,1x	4,0x	4,4x	1,8x	1,5x
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	38.147	7,7x	7,1x	15,1x	11,1x	1,7x	1,6x
Stone	Financeiro (ex-Bancos)	STOC31	10%	22.946	n.a.	n.a.	10,0x	9,0x	1,2x	1,1x
Allos	Shoppings	ALOS3	10%	11.858	7,4x	6,7x	13,5x	11,4x	0,9x	0,8x
Cyrela	Construção civil	CYRE3	5%	7.307	6,8x	5,9x	5,5x	4,7x	0,8x	0,8x

Fonte: Economática, BTG Pactual

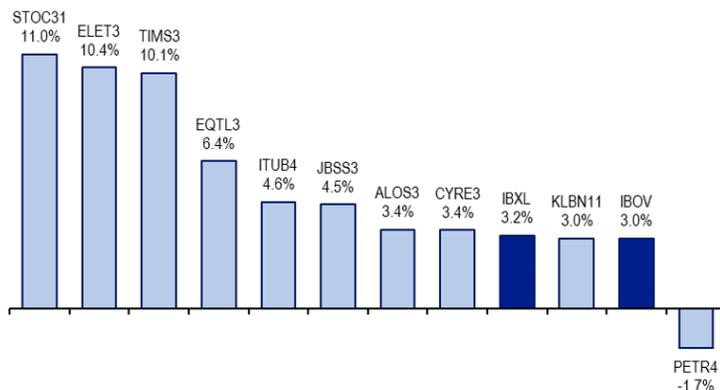
Rentabilidade da 10SIM™ em julho

Rentabilidade mensal (*)

Em julho, a rentabilidade da carteira 10SIM™ foi de 5,6%, performando acima do Ibovespa (3,0%) e IBrX-50 (3,2%), conforme o gráfico abaixo.

Gráfico 17: Rentabilidade em julho de 2024 (*)


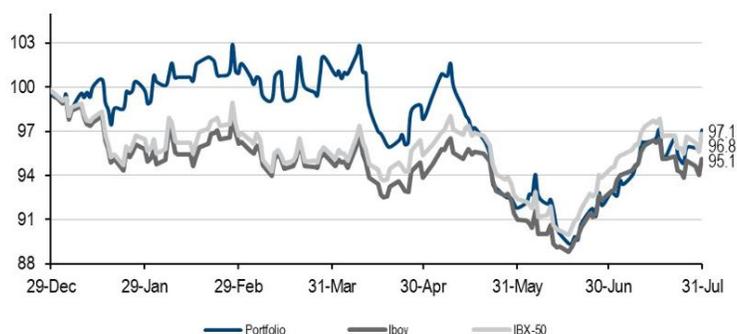
Fonte: BTG Pactual, Economática, (*) rentabilidade considerando o último preço de fechamento

Gráfico 18: Desempenho das ações em julho de 2024


Fonte: BTG Pactual, Economática

Rentabilidade em 2024 (*)

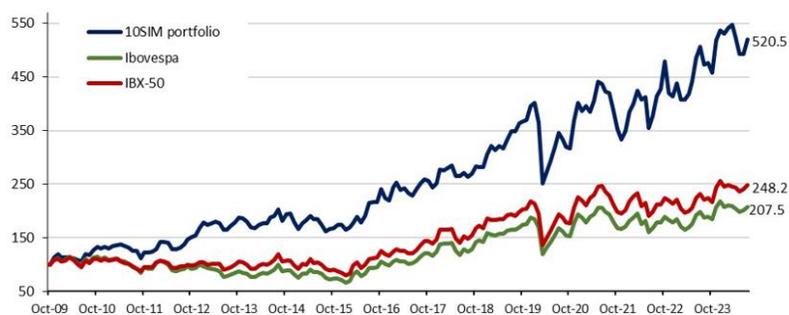
Desde 31 de dezembro de 2023, nossa carteira 10SIM caiu -2,9%, contra -4,9% do Ibovespa e -3,2% do IBX-50. A taxa interbancária do CDI subiu +6,1% no período.

Gráfico 19: Rentabilidade acumulada de 2024 (*)


Fonte: BTG Pactual, Economática, (*) 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 420,5%, contra 107,5% do Ibovespa e 148,2% do IBX-50.

Gráfico 20: Rentabilidade desde out/2009 (*)


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

Tabela 5: Rentabilidade mensal histórica (*)

	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ	No ano	IBOV	Carteira Acum.	IBOV Acum.
2009										0,2%	13,3%	4,8%	19,1%	11,5%	19,1%	11,5%
2010	-5,5%	0,3%	0,1%	-1,1%	-2,8%	-2,4%	12,3%	-1,4%	8,6%	4,8%	-2,4%	2,3%	12,0%	1,0%	33,4%	12,7%
2011	-2,2%	2,7%	1,6%	0,6%	-1,4%	-2,2%	-4,6%	-1,0%	-10,8%	9,5%	0,2%	2,1%	-6,5%	-18,1%	24,7%	-7,7%
2012	3,2%	10,3%	-0,2%	-0,8%	-8,7%	-0,1%	2,3%	5,1%	6,9%	3,0%	2,1%	8,1%	34,4%	7,4%	67,6%	-0,9%
2013	6,1%	-1,9%	1,4%	1,9%	-2,1%	-6,1%	-0,5%	5,1%	2,8%	5,3%	-0,6%	-3,5%	7,3%	-15,5%	79,9%	-16,3%
2014	-6,1%	-0,7%	4,0%	1,5%	0,2%	5,6%	1,9%	6,4%	-10,8%	6,8%	0,8%	-8,6%	-0,9%	-2,9%	78,3%	-18,7%
2015	-6,3%	6,2%	3,6%	3,5%	-3,1%	-0,1%	-5,5%	-6,8%	2,4%	1,5%	3,6%	-0,4%	-2,4%	-13,3%	73,9%	-29,5%
2016	-5,5%	3,2%	4,4%	7,2%	-6,0%	6,8%	12,9%	0,9%	-0,2%	10,9%	-6,5%	-2,5%	26,0%	38,9%	119,1%	-2,1%
2017	11,2%	3,9%	-5,6%	1,7%	-4,2%	-2,1%	5,7%	4,3%	2,9%	-0,9%	-4,6%	2,9%	14,7%	26,9%	151,4%	24,2%
2018	10,2%	-0,4%	1,6%	1,5%	-6,7%	0,1%	1,9%	-2,7%	2,5%	5,0%	-0,7%	0,2%	12,3%	15,0%	182,3%	42,9%
2019	8,3%	2,1%	-2,1%	2,3%	-1,6%	5,2%	4,8%	-0,1%	4,3%	1,2%	0,8%	6,7%	39,9%	31,6%	294,9%	88,0%
2020	1,7%	-9,2%	-30,7%	8,0%	7,7%	8,3%	9,0%	-3,6%	-4,1%	-1,1%	16,2%	9,2%	1,8%	2,9%	302,0%	93,5%
2021	-3,9%	2,2%	-2,7%	5,6%	8,8%	-1,1%	-3,1%	-0,9%	-7,6%	-8,9%	-5,6%	4,6%	-13,3%	-11,9%	248,5%	70,4%
2022	10,5%	3,8%	6,1%	-3,9%	1,1%	-14,0%	6,4%	9,9%	3,2%	12,1%	-12,4%	-1,3%	18,9%	4,7%	314,4%	78,4%
2023	5,7%	-6,8%	0,0%	2,5%	5,1%	10,0%	4,5%	-6,6%	0,8%	-3,9%	13,1%	3,5%	29,4%	22,3%	436,1%	118,1%
2024	-0,9%	1,9%	1,1%	-4,2%	-6,2%	0,2%	5,6%						-2,9%	-4,9%	420,5%	107,5%

Fonte: BTG Pactual, Economática, (*) 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