



Carteira Recomendada de Ações (10SIM)

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Setembro 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

A política monetária dos EUA continuará a ser o principal catalisador; Atenção ao aperto no ciclo monetário no Brasil

Tal como aconteceu em agosto, a melhoria das condições monetárias nos EUA deverá continuar ser o principal catalisador das ações brasileiras no curto prazo. Múltiplos relativamente atraentes, mesmo após a recente recuperação, e o forte crescimento dos lucros também suportam o desempenho brasileiro ações. O provável cenário de um ciclo de aperto monetário iniciado pelo novo presidente do BC pode impactar positivamente os preços dos ativos no Brasil, fortalecendo o BRL e reduzindo as taxas de longo prazo. Por outro lado, aumentar as taxas enquanto o Fed está cortando pode desapontar os investidores que esperam que a atividade econômica permaneça forte em 2025. Um fator negativo, mas provavelmente bem precificado neste momento, é a terrível situação das contas fiscais. O projeto de lei orçamentária de 2025 (PLOA), divulgado em 30 de agosto, é outra oportunidade perdida.

Banco do Brasil substitui Stone, Itaú permanece, mas com 10%

No setor de serviços financeiros, estamos mantendo Itaú, mas reduzindo seu peso de 15% para 10%, e estamos substituindo a Stone pelo Banco do Brasil (nossa exposição ao setor financeiro foi reduzida a 20%, de 25%). BB negocia com múltiplo atrativo (0,8x P/VP), deve entregar ROE acima de 20% e espera-se que pague dividendos substanciais (rendimento de dividendos de 11%).

Vivara substitui Allos; Marcopolo substitui JBS

Estamos substituindo a Allos pela Vivara, que negocia a um múltiplo (12x P/L 2025E) e apresenta evolução na dinâmica dos lucros no 2S24. Nós também decidimos substituir a JBS pela fabricante de ônibus Marcopolo, que possui uma forte dinâmica de resultados e

está sendo negociada a 5x P/L 2025E, mesmo após o forte desempenho recente.

Aumentamos Eletrobras para 15% (de 10%); EQTL, Rumo, Rede D'Or e PRIO permanecem

Estamos aumentando nossa exposição em serviços públicos de 20% para 25%, adicionando mais 5pp à ELET, pois estamos confiantes de que um acordo com o governo está próximo e os preços de energia seguem bem suportados. A EQTL é nossa outra escolha no setor de serviços básicos. Nossas ações com duration mais longo de fluxo de caixa Rumo, RDOR e Cyrela permanecem, assim como a PRIO.

Tabela 1: Portfólio 10SIM para setembro/24

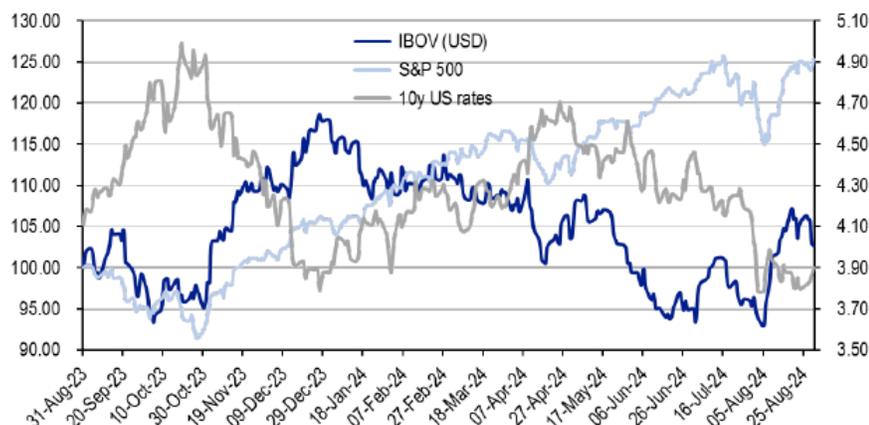
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mi)	EV/EBITDA		P/L		P/VPA	
					2024	2025	2024	2025	2024	2025
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%	335,137	n.a.	n.a.	8.8x	8.0x	1.9x	1.7x
Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%	160,507	n.a.	n.a.	3.5x	3.4x	0.9x	0.8x
Eletrobras	Serviços Básicos	ELET3	15%	95,169	6.7x	5.6x	10.4x	7.8x	0.8x	0.8x
Rede D'Or	Saúde	RDOR3	10%	71,641	9.1x	7.5x	19.9x	15.7x	2.8x	2.6x
Rumo	Infraestrutura	RAIL3	10%	40,421	7.7x	7.0x	5.7x	13.4x	2.6x	2.3x
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	39,969	7.8x	7.2x	15.8x	11.6x	1.8x	1.7x
PetroRio	Petróleo & Gás	PRIO3	10%	39,119	4.4x	2.8x	8.6x	4.3x	2.1x	1.5x
Cyrela	Construção civil	CYRE3	10%	22,946	7.5x	6.5x	6.1x	5.0x	0.9x	1.0x
Marcopolo	Bens de Capital	POMO4	5%	7,664	5.2x	4.6x	6.6x	5.0x	2.0x	1.7x
Vivara	Consumo & Varejo	VIVA3	10%	6,208	9.3x	7.4x	14.6x	12.0x	2.6x	2.2x

Fonte: Economática e estimativas BTG Pactual

O desempenho positivo do mercado pode continuar? Desafios à frente

O Ibovespa subiu 6,5% em agosto (6,5% em USD), principalmente devido à melhoria das condições monetárias nos EUA. Um discurso mais agressivo do diretor de Política Monetária do BACEN (e possivelmente o próximo presidente do BC) também ajudou a reancorar de alguma forma as expectativas de política monetária.

Gráfico 1: Ibovespa (em dólar) e S&P500 (base 100 = ago23) vs. taxas de juros de 10 anos dos EUA



Fonte: Bloomberg e estimativas do BTG Pactual

É interessante notar que as taxas de longo prazo no Brasil permaneceram praticamente inalteradas em agosto (contra a queda das taxas de longo prazo nos EUA), tanto que o spread entre as taxas de longo prazo no Brasil vs EUA., subiram um pouco mais no último mês (chegando a 4,3%), reforçando nossa opinião de que a melhoria nos preços dos ativos brasileiros foi desencadeada principalmente pela melhoria nas condições externas.

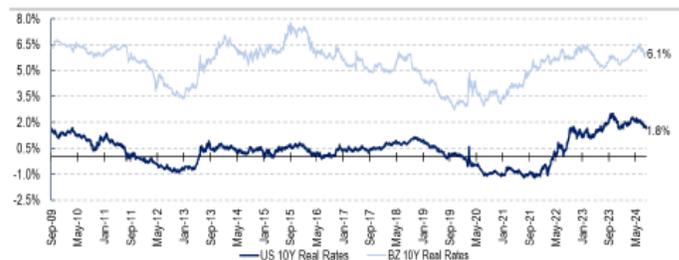
Na verdade, as preocupações com as contas fiscais do Brasil permanecem praticamente inalteradas, e a direção da política monetária ainda não é clara neste momento.

Gráfico 2: Spread NTNB2035 vs taxa de longo prazo nos EUA



Fonte: Bloomberg, estimativas BTG Pactual

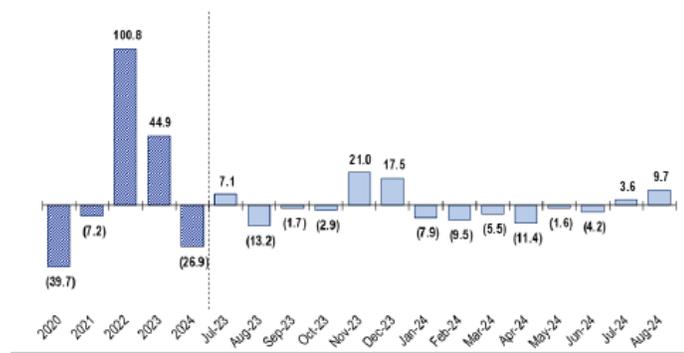
Gráfico 3: Títulos de longo prazo (NTNB2035 vs UST10Y)



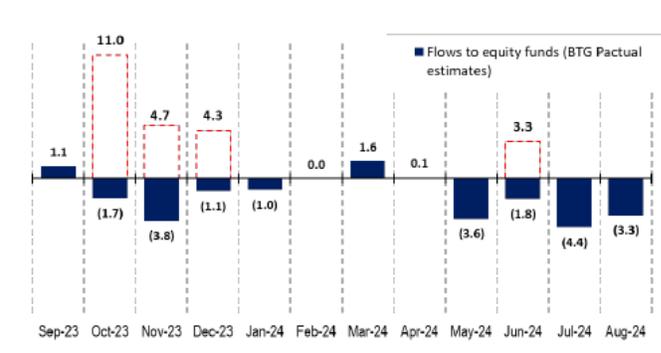
Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

De qualquer forma, a queda das taxas nos EUA atraiu investidores estrangeiros, que compraram ações brasileiras no valor de R\$ 9,7 bilhões em agosto. Após seis meses de saídas constantes (total de R\$ 40,1 bilhões), agosto foi o segundo mês consecutivo em que estrangeiros foram compradores líquidos de ações brasileiras (total de R\$ 13,2 bilhões nos últimos dois meses). 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).

Os investidores locais, por outro lado, resgataram novamente em agosto. O ritmo dos resgates moderou-se um pouco em comparação com o ano anterior, mas ainda é dolorosamente alto, especialmente considerando que foram massivos nos últimos anos – os resgates totalizaram R\$ 27 bilhões em 2022, R\$ 44 bilhões em 2023 e R\$ 12 bilhões no acumulado do ano. E enquanto os resgates diminuíram um pouco, caso a taxa de juros de curto prazo (Selic) suba novamente nos últimos meses do ano, provável que os investidores locais permaneçam na renda fixa.

Gráfico 4: Fluxos de investidores estrangeiros (R\$ bilhões)


Fonte: B3, estimativas BTG Pactual

Gráfico 5: Fluxos de investidores locais


Fonte: Bloomberg, estimativas BTG Pactual

Existe alguma decisão de pol. Monetária que irá agradar os investidores?

Durante o mês de agosto, Gabriel Galipolo, Diretor de Política Monetária do Banco Central do Brasil e agora oficialmente nomeado pelo presidente Lula como o próximo presidente do BC, realizou alguns discursos afirmando que as expectativas de inflação estão desconfortavelmente elevadas, a atividade econômica está forte e o Banco Central não hesitará em aumentar as taxas, se necessário.

Seus discursos firmes levaram o mercado a acreditar que o BC elevará a referência a taxa selic em pelo menos 25bps na próxima reunião do Copom em setembro, que o mercado rapidamente precificou. Nossa equipe econômica agora estima a taxa selic aumentando 25bps em setembro, seguido por dois aumentos adicionais de 50 pontos base (colocando-o em 11,75% no final do ano) e um aumento final de 25 pontos base em janeiro (para um ciclo total de 150 pontos base).

Se o Senado aprovar Galipolo como novo presidente do BC antes da próxima reunião do Copom nos dias 17 e 18 de setembro e, sob seu comando, o BC iniciar um ciclo de aumento nas taxas, como esperado, o Banco Central restaurará a maior parte de sua (perdida) credibilidade, em nossa opinião. Tal cenário impactaria positivamente os preços dos ativos no Brasil, fortalecendo o real e reduzindo as taxas de longo prazo.

Por outro lado, aumentar as taxas enquanto a Fed está cortando pode desiludir os investidores que esperavam que a atividade econômica permanecesse forte em 2025 e reduzir a atratividade de ações x renda fixa.

O cenário alternativo de não concretização do esperado aumento das taxas, que parece improvável neste momento, poderá causar uma queda nos preços dos ativos locais. Acreditamos que apenas um corte mais relevante na taxa dos Fed Funds em setembro (50bps em vez de 25bps) poderia fornecer o suporte necessário para o BC do Brasil manter as taxas inalteradas sem impactar negativamente os preços dos ativos brasileiros.

Não espere que a pol. Fiscal seja um fator positivo

As perspectivas para as contas fiscais do Brasil são terríveis e podem continuar assim nos próximos meses. O projeto de lei do orçamento de 2025, lançado em 30 de agosto, parece ser uma oportunidade perdida. O governo indicou cerca de R\$ 25,9 bilhões em cortes de gastos, mas principalmente através da revisão de programas sociais e benefícios de pensões, que são difíceis de medir e acompanhar – naturalmente, um corte nas despesas apoiado pela nova legislação seria melhor. O governo afirmou claramente que os mercados não devem esperar quaisquer novas mudanças estruturais quando o orçamento for tornado público no final do mês.

Dado que a nossa equipa calcula que os benefícios de pensões são subestimados em ~R\$ 16 bilhões no último relatório fiscal bimestral, é provável que a base sobre a qual as despesas orçamentárias de 2025 estão sendo construídas são muito menores.

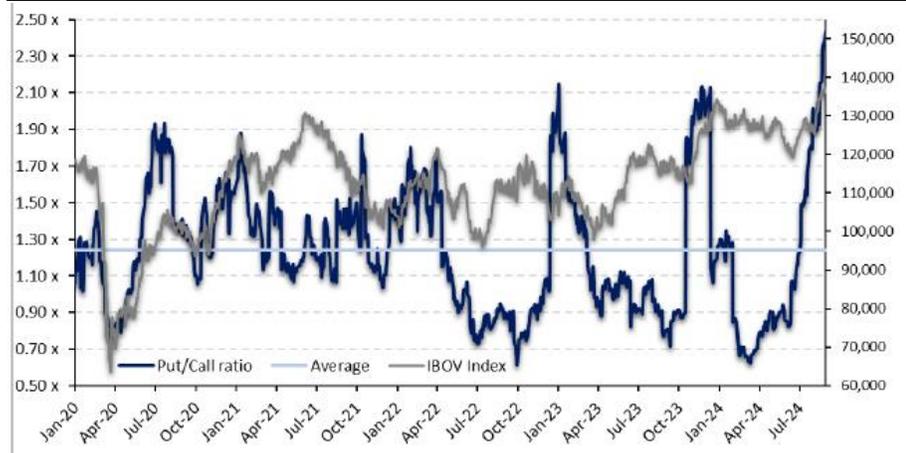
Do lado das receitas, o governo indicou que deveria anunciar medidas para aumentar a arrecadação tributária, principalmente por meio da elevação dos juros sobre capital próprio (JCP) e alíquotas de contribuição social (CSLL) (ou seja, aumentando o imposto de renda das pessoas jurídicas). Ambas as medidas foram discutidas no Congresso recentemente e rejeitadas (ou seja, aprová-las agora será um desafio). Além disso, o governo poderá adiar para 2025 algumas das receitas fiscais que esperava arrecadar este ano relacionadas a disputas fiscais com empresas, que são de natureza incerta, pois dependem de decisões judiciais.

Em suma, o projeto de lei orçamentária para 2025 pode deixar o mercado em modo de espera, os com investidores acompanhando receitas e despesas mensalmente, semelhante ao que tem sido este ano.

Dito isto, não descartaríamos novas mudanças estruturais no orçamento de 2025, uma vez as eleições municipais de outubro terminarem. Medidas para tornar o orçamento mais flexível, como dissociar os gastos com saúde e educação do crescimento das receitas fiscais, seriam entusiasticamente bem recebidos pelos mercados, apesar de a maioria os considerar improvável.

Políticas monetária e fiscal incertas deixa os investidores céticos após o recente desempenho positivo dos mercados

Os investidores locais estão comprando níveis recordes de proteção devido às preocupações de que o Ibovespa sofrer uma correção. Pelo menos é isso que estamos vendo na relação put/call, que atualmente é de 2,4x (vs. uma média de 1,2x).

Gráfico 6: Ibovespa índice put/call


Fonte: Economática e estimativas do BTG Pactual

Resultados geram suporte para valuation; 2T24 foi um trimestre forte

O lucro do 2T (ex-Petrobras & Vale) foi forte, com receitas, EBITDA e lucro líquido 3,1%, 2,3% e 5,3% acima de nossas estimativas. Considerando apenas as empresas domésticas, os resultados foram mistos, com receitas e EBITDA 2,5% e 3,1% acima das previsões, enquanto o lucro líquido ficou 3,8% abaixo de nossa estimativa.

Comparando o 2T com o ano passado, os resultados foram em sua maioria sólidos, com receita consolidada e o EBITDA (ex-Petrobras & Vale) cresceu 10,3% e 21% a/a, enquanto o lucro líquido caiu ligeiramente (-1,5%). Considerando apenas as empresas domésticas, o desempenho foi forte, com receita, EBITDA e lucro líquido aumentando 9,6%, 18,4% e 26,9% a/a.

Qualitativamente falando, 39% das empresas reportaram o que os nossos analistas consideraram forte resultados, enquanto 25% ficaram no lado fraco. Embora a porcentagem de resultados sólidos tenha sido igual ao trimestre passado, houve uma diminuição nos resultados fracos (25% vs. 30% último trimestre). A diferença entre resultados fortes e fracos aumentou para 13p.p. (vs. 9 p.p no 1T24 e 11p.p. no 2T23).

Tabela 2: Temporada de resultados 2T24 (R\$ mn)

Consolidated Earnings							
R\$ million	2Q24A	2Q24E	A x E	2Q23	YoY	1Q24	QoQ
Total							
Revenues	911,662	889,781	2.5%	830,454	9.8%	848,903	7.4%
EBITDA	214,004	213,313	0.3%	186,782	14.6%	201,110	6.4%
EBITDA Margin (%)	23.5%	24.0%	-50 bp	22.5%	+98 bp	23.7%	-22 bp
Net Income	69,466	76,937	-9.7%	90,859	-23.5%	90,938	-23.6%
Total (Ex-Petro & Vale)							
Revenues	737,627	715,641	3.1%	668,749	10.3%	689,294	7.0%
EBITDA	130,838	127,872	2.3%	108,100	21.0%	122,359	6.9%
EBITDA Margin (%)	17.7%	17.9%	-13 bp	16.2%	+157 bp	17.8%	-1 bp
Net Income	56,809	53,951	5.3%	57,663	-1.5%	58,923	-3.6%
Domestic							
Revenues	512,133	499,711	2.5%	467,078	9.6%	479,905	6.7%
EBITDA	101,774	98,716	3.1%	85,949	18.4%	95,550	6.5%
EBITDA Margin (%)	19.9%	19.8%	+12 bp	18.4%	+147 bp	19.9%	-4 bp
Net Income	57,993	60,278	-3.8%	45,705	26.9%	55,182	5.1%
Commodities							
Revenues	399,529	390,070	2.4%	363,376	9.9%	368,998	8.3%
EBITDA	112,231	114,597	-2.1%	100,832	11.3%	105,560	6.3%
EBITDA Margin (%)	28.1%	29.4%	-129 bp	27.7%	+34 bp	28.6%	-52 bp
Net Income	11,473	16,659	-31.1%	45,153	-74.6%	35,756	-67.9%

Fonte: estimativas do BTG Pactual

Modelamos o lucro consolidado (ex-Petro&Vale) crescendo 17% em 2024 e +17% em 2025, com os lucros das empresas domésticas aumentando 21% este ano e 20% no próximo ano.

O crescimento dos lucros domésticos em 2024/2025 reflete principalmente a expansão das margens e menores despesas financeiras. Apesar de não vermos mais cortes nas taxas no horizonte (potencialmente aumentos), nossa equipe macroeconômica espera que a Selic fique em média 10,67% em 2024 e 10,5% em 2025, em comparação com 13,25% em 2023.

Tabela 3: Lucro consolidado das empresas sob nossa cobertura (R\$ mn)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
BTGP Coverage	223,758	190,718	503,794	550,652	417,849	440,367	500,692
y/y growth		-15%	164%	9%	-24%	5%	14%
BTGP Coverage (ex-Petr&Vale)	200,329	163,964	293,726	263,264	253,196	295,531	345,823
y/y growth		-18%	79%	-10%	-4%	17%	17%
Domestic	192,897	155,180	217,279	203,798	209,831	253,142	303,869
y/y growth		-20%	40%	-6%	3%	21%	20%
Commodities	30,860	35,537	286,514	346,854	208,018	187,225	196,823
y/y growth		15%	706%	21%	-40%	-10%	5%

Fonte: estimativas do BTG Pactual

Valuations permanecem atrativos após o desempenho positivo

Mesmo após a recente recuperação, as ações brasileiras estão sendo negociadas com múltiplos atraentes: 10x fwd P/L 12M ex-Petro&Vale (8,5x incluindo ambas), 1 desvio padrão abaixo da média. O prêmio para manter ações (medido como o inverso do P/L menos taxas reais de 10 anos) é de 3,8%, contra uma média histórica de 3,1%.

Mediante o valuation atrativo, uma combinação de taxas em queda nos EUA e, mais importante, sinais do governo brasileiro indicando uma consolidação fiscal, poderiam valorizar as ações brasileiras.

Gráfico 7: Bovespa P/L 12M fwd (ex Petro & Vale)


Fonte: Economática, estimativas BTG Pactual

Gráfico 8: Earnings yield (P/L – taxas reais de 10 anos)


Fonte: Economática, BTG Pactual

Espaço para taxas reais se reduzirem mais

Fizemos uma análise de sensibilidade com diversos cenários para o Ibovespa, assumindo valores diferentes para as taxas de juro reais de longo prazo a inflação e o crescimento real do PIB. Um cenário de taxas reais de LP de 5%, crescimento real do PIB de 2,5% e inflação de 3,5% (cenário 4) aponta para Ibovespa alvo de 146,5 mil pontos, indicando potencial de alta de 7%.

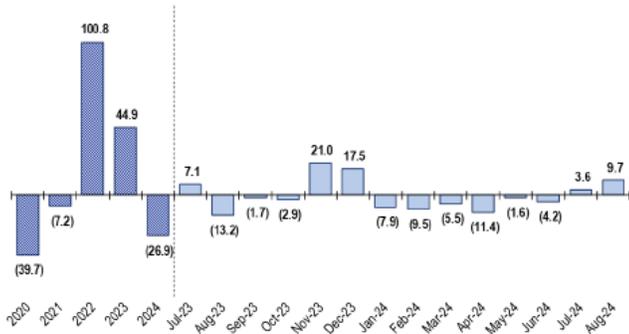
Tabela 4: Cenários para Ibovespa sob diferentes premissas de custo de capital, inflação e crescimento

	Scenario 1	Scenario 2	Scenario 3	Scenario 4	Scenario 5	Scenario 6
ROE	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
K_e	14.5%	13.5%	12.5%	11.5%	10.5%	10.0%
Inflation	5.0%	4.5%	4.0%	3.5%	3.0%	3.0%
Real rates	6.5%	6.0%	5.5%	5.0%	4.5%	4.0%
Interest rates	11.5%	10.5%	9.5%	8.5%	7.5%	7.0%
Premium	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Growth	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.5%
Inflation	5.0%	4.5%	4.0%	3.5%	3.0%	3.0%
Real growth	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
Target P/E	7.1x	8.0x	9.2x	10.9x	13.3x	16.2x
Current 12mf P/E	10.2x	10.2x	10.2x	10.2x	10.2x	10.2x
IBOV	136,939	136,939	136,939	136,939	136,939	136,939
IBOV Target	94,956	107,617	123,927	146,459	179,005	217,363
Upside	-30.7%	-21.4%	-9.5%	7.0%	30.7%	58.7%

Fonte: estimativas BTG Pactual

Estrangeiros foram compradores de ações locais em julho e Agosto

Depois que estrangeiros começaram a comprar ações brasileiras em julho (+R\$ 3,6 bilhões), a tendência continuou em agosto, com entradas líquidas de investidores de R\$ 9,7 bilhões. Embora a média de entrada de R\$ 6,6 bilhões nos últimos dois meses não seja ruim, ainda está longe dos ~R\$ 20 bilhões por mês investido durante os novembro e dezembro de 2023. As alocações em ações por fundos mútuos locais caíram para apenas 9,1% e estão próximas do menor nível já registrado (8,5%) em 2016, quando o Brasil passou por sua pior recessão em mais de um século.

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


Fonte: B3, estimativas BTG Pactual

Gráfico 10: Fluxo consolidado de investidores locais em ações no ano


Fonte: Bloomberg, estimativas BTG Pactual

Devido à enorme saída acumulada no ano, as alocações de fundos GEM para ações brasileiras atingiram 6,0% em julho (-161bps no acumulado do ano), praticamente tornando alocação em Brasil “neutra” (= benchmark). Isso posto, as alocações aumentaram marginalmente comparado a junho (5,8%).

Tabela 5: Alocações de fundos em 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%
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%
Jul-24	6.00%	0.39%	0.67%	55.63%

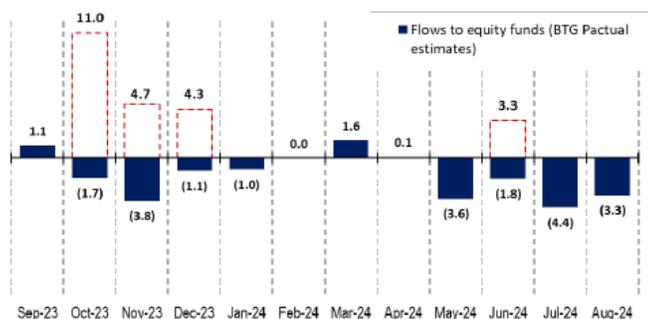
Fonte: EPFR, BTG Pactual

Resgates de fundos locais aceleraram recentemente

Os fundos de ações locais registraram saídas líquidas em 16 dos últimos 20 meses. R\$ 56 bilhões saíram de fundos de ações locais nos últimos 20 meses. O fluxo de resgates acelerou nos últimos três meses, com média de R\$ 3,1 bilhões/mês.

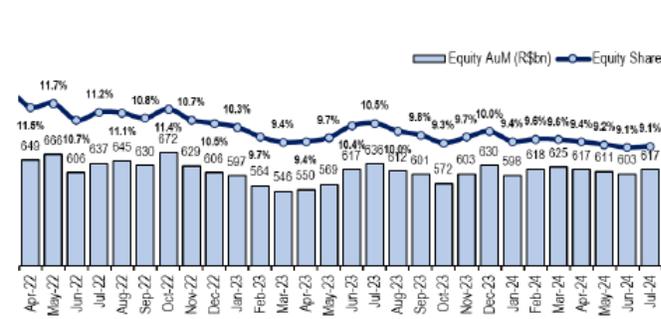
As alocações em ações por fundos mútuos locais caíram agora para apenas 9,1%, perto menor nível já registrado (8,5%) no final de 2016, quando o Brasil enfrentou sua pior recessão em mais de um século.

Gráfico 11: Fundos de ações – fluxos líquidos mensais



Fonte: Anbima, BTG Pactual

Gráfico 12: Fundos locais – alocações de ações



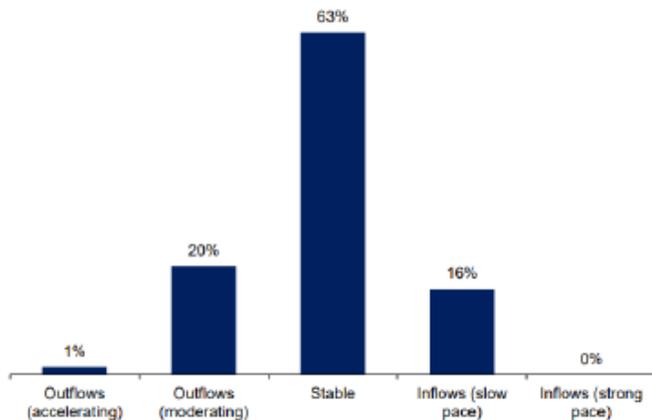
Fonte: Anbima, BTG Pactual

Pesquisa de sentimento do gestor: Hora de uma pausa?

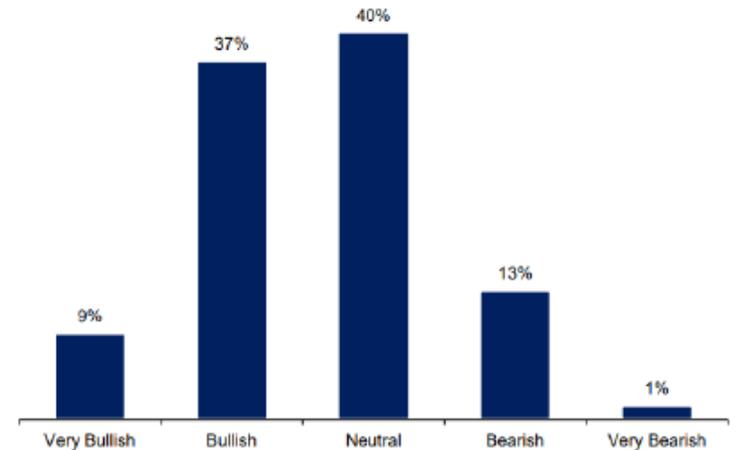
Nos últimos dias, realizamos mais uma edição da pesquisa de sentimento do gestor para avaliar o sentimento dos investidores, o posicionamento e os principais temas do mercado. Após a forte alta do Ibovespa para mais de 136 mil pontos (máximo histórico em BRL), sentimos alguns hesitação por parte dos investidores e um menor apetite ao risco do que há um mês.

Com toda a justiça, acreditamos que esta hesitação temporária após uma forte alta é compreensível e não vemos razão para esperar uma mudança no apetite ao risco.

Dito isto, as principais conclusões são: o sentimento dos investidores está mais neutro após a performance e os resgates de fundos estão se estabilizando, mas ainda não há captações significativas em ações.

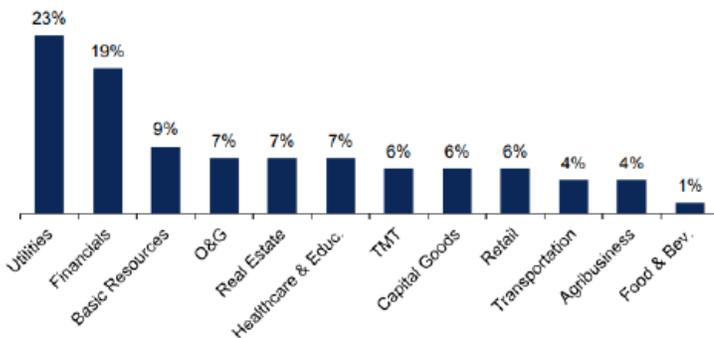
Gráfico 13: Sentimento atual


Fonte: BTG Pactual

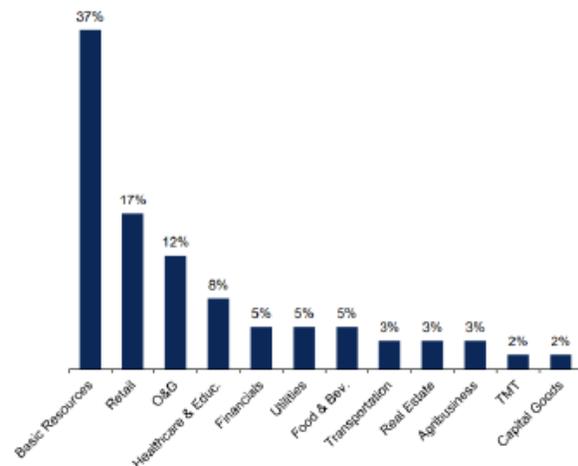
Gráfico 14: Como estão os fluxos ?


Fonte: BTG Pactual

Do lado macro, as preocupações permanecem praticamente inalteradas (EUA: taxas; Brasil: fiscal), e não houve nenhuma mudança notável no posicionamento do setor. Serviço básico continua a ser o setor com maior alocação, enquanto o setor de recursos básicos continua a ser o setor com menor alocação.

Gráfico 15: Principais posições direcionais (compras)


Fonte: BTG Pactual

Gráfico 16: Principais posições Short (Vendas)


Fonte: BTG Pactual

Nossa visão interna permanece construtiva para o Ibovespa, considerando um ambiente relativamente positivo nos EUA para ativos de risco, forte momento de lucros e crescimento robusto do PIB no Brasil, tentativa de reancoragem monetária e múltiplo atraente.

Principais conclusões de nossa pesquisa

#1: Sentimento: valuation um pouco mais caro neste mês, após a forte alta recente, com alguns investidores se tornando mais neutros ultimamente (39%). 13% afirmam ter se tornado pessimistas vindo de apenas 8% no mês passado (ainda uma mudança sutil).

#2: Valuation: Mais uma vez, sentimos que alguns estão um pouco mais hesitantes depois da performance, mas em geral a maioria dos entrevistados ainda considera o IBOV subvalorizado (57%). No entanto, 26% agora acreditam que o Ibovespa está bastante valorizado contra apenas 15% no mês passado.

#3: Fluxo: É um pouco reconfortante ver que os resgates estão desacelerando; com a grande maioria dos fundos relatando estabilidade (63%; contra 58% no mês passado). 16% relataram que as captações estão chegando em um ritmo lento, o que é bem-vindo, mas claramente insuficiente para “mover a agulha”.

#4: Exposição aos EUA e América Latina: Nossa impressão é que os investidores não estão realmente procurando aumentar a alocação no mercado americano (66% dispostos a manter a exposição estável), com os investidores mantendo muito pouca exposição aos EUA de acordo com nossa pesquisa (a maioria abaixo de 10% de exposição). Em outros lugares, quando questionados sobre alocação em América Latina, observamos que a Argentina e o Chile são mercados-chave que os investidores estão analisando.

#5: Principais temas macro: Nenhuma mudança relevante nos temas macro dominantes: (1) Brasil: perspectiva fiscal, com 81% dos votos (mas a credibilidade do Banco Central está cada vez mais sob os holofotes, 16%); (2) Global: ciclo de taxas dos EUA (75%). Notamos alguma preocupação adicional dos investidores com o desempenho econômico chinês, com 9% dos votos (vindos de essencialmente zero).

#6: Qual é a previsão dos investidores? No geral, os investidores parecem estar antecipando ganhos modestos para o Ibovespa até o final do ano (35% entre 130 e 140k e 42% > 140k. A maioria prevê BRL entre 5,20-5,40 (45%), o que implica alguma valorização a partir daqui (precisando de alívio fiscal, cenário externo favorável e potencialmente um ciclo de alta de juros?).

#7: Principal alocação comprada (setor): Serviços Básicos ainda é o favorito, mas muito menos consensual do que antes. Setor financeiro ganhando tração...

#8: Principal alocação setorial “short” – abaixo do benchmark: Materiais Básicos ainda é o principal. Varejo também segue “fora do radar”.

#9: Principais posições direcionais: Itaú, Sabesp e Eletrobras.

#10: Principais posições “short”: Vale, Petrobras, Ambev.

#11: Nomes favoritos (com mais risco) fora do consenso: Decidimos pesquisar algumas teses favoritas (com maior risco) do

nosso time de análise, que se sairiam bem em um ambiente mais positivo (apetite ao risco). Os nomes mais votados: Cosan, 3R Petroleum e Vamos.

10SIM de setembro: alguns ajustes, mas a mesma estratégia

Assim como em agosto, as condições monetárias melhores nos EUA devem continuar a ser o principal catalisador para as ações brasileiras no curto prazo. Acreditamos que o início do ciclo de flexibilização monetária em setembro (estimamos pelo menos três cortes este ano de 25bps cada e cortes totais de 200bps até o final de 2025) e a redução das taxas de 10 anos podem continuar a atrair investidores estrangeiros para o Brasil. Em julho e agosto combinados, os estrangeiros foram compradores líquidos de ações brasileiras, totalizando R\$13,2 bilhões.

Valuations relativamente atraentes (o Ibovespa está negociando a 10x P/L projetado para os próximos 12 meses, um desvio padrão abaixo da média) e um forte crescimento dos lucros (modelamos um crescimento de 17% a/a nos lucros ex-Petrobras e Vale em 2024) também sustentam o aumento do interesse em ações brasileiras.

No Brasil, o cenário provável do Banco Central iniciar um ciclo de alta de juros em setembro pode desencadear diferentes reações. Por um lado, um ciclo de aperto monetário iniciado pelo novo Presidente do Banco Central nomeado pela administração atual, além de lidar com expectativas de inflação desancoradas, pode ajudar a recuperar a credibilidade recentemente perdida do Banco Central. Acreditamos que esse cenário impactaria positivamente os preços dos ativos no Brasil, fortalecendo o real e reduzindo as taxas de longo prazo.

Por outro lado, aumentar os juros enquanto o Fed está cortando pode desapontar investidores que esperam que a atividade econômica continue forte em 2025 e reduzir a atratividade das ações em relação a renda fixa para os investidores locais.

Um ponto negativo claro, mas provavelmente já bem precificado pelo mercado, são as contas fiscais do país. O Projeto de Lei Orçamentária Anual de 2025 (PLOA), divulgado em 30 de agosto, parece uma oportunidade perdida. A proposta de orçamento, com receitas superestimadas e despesas subestimadas, pode deixar o mercado em um modo de espera, com investidores acompanhando receitas e despesas mensalmente, semelhante ao que tem acontecido este ano.

Com esse cenário, embora estejamos fazendo algumas mudanças no portfólio, não estamos alterando drasticamente suas características. Em serviços financeiros, estamos mantendo o Itaú, mas reduzindo seu peso para 10% de 15% após o forte desempenho recente do banco, e estamos substituindo a Stone pelo Banco do Brasil (nossa exposição a serviços financeiros caiu para 20%, de 25%). O Banco do Brasil negocia a um valuation atraente (0,8x P/VP), deve entregar um ROE acima de 20% e é esperado que pague dividendos elevados (yield de dividendos de 11%).

Nas ações relacionadas ao setor de consumo, decidimos substituir a operadora de shoppings Allos pela fabricante de joias Vivara. Vemos

a Vivara negociando a um valuation atraente (12x P/L 2025E) e com um momento de resultados melhorando no segundo semestre de 2024. A governança corporativa continua sendo a principal preocupação com a ação.

Também decidimos remover a JBS após o desempenho forte da ação este ano (alta de ~50% no acumulado do ano) e substituí-la pela fabricante de ônibus Marcopolo, que também teve um desempenho forte recentemente, mas ainda está negociando a 5x P/L 2025E e com forte momento de resultados.

Mantemos nossa exposição ao setor de serviços básicos através dos mesmos nomes, Eletrobras e Equatorial, mas decidimos aumentar nossa exposição ao setor aumentando o peso da Eletrobras na 10SIM, para 15% de 10%. Estamos confiantes de que um acordo com o governo sobre a governança da empresa está próximo e pode ser positivo para a ação.

Tabela 6: Mudanças no 10SIM™ (agosto vs Setembro)

agosto				setembro			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
PetroRio	Petróleo & Gás	PRIO3	10%	PetroRio	Petróleo & Gás	PRIO3	10%
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	15%	Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	15%
JBS	Alimentos & Bebidas	JBSS3	10%	Marcopolo	Bens de Capital	ELET3	10%
Rumo	Infraestrutura	RAIL3	10%	Rumo	Infraestrutura	RAIL3	10%
Eletrobras	Serviços Básicos	ELET3	10%	Eletrobras	Serviços Básicos	ELET3	10%
Stone	Financeiro (ex-Bancos)	STOC31	10%	Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%
Allos	Shoppings	ALOS3	10%	Vivara	Varejo	VIVA3	10%
Cyrela	Construção civil	CYRE3	5%	Cyrela	Construção civil	CYRE3	5%
Rede D'Or	Saúde	RDOR3	10%	Rede D'Or	Saúde	RDOR3	10%

Fonte: BTG Pactual

Um resumo das nossas escolhas de agosto

Vivara (VIVA3)

Vivara, anteriormente uma escolha consensual entre os investidores, enfrentou uma queda significativa desde meados de março, quando Nelson Kaufman, fundador e maior acionista da empresa, foi aprovado como o novo CEO após a renúncia de Paulo Kruglensky. Após o anúncio, surgiram muitas dúvidas sobre a governança da empresa e possíveis mudanças em sua estratégia. Embora acreditemos que alguma incerteza persista no curto prazo após os eventos recentes e a troca de gestão no cargo de CEO, e reconheçamos que isso possa afastar alguns investidores, continuamos a ver fundamentos sólidos na tese de investimento, com a ação ainda negociando a um valuation atrativo e com um momento de melhor no segundo semestre de 2024. Vemos um crescimento consistente da receita líquida (CAGR de 18% em 4 anos), margens saudáveis e retornos crescentes, levando a um CAGR de 22% no LPA em 4 anos, o que nos deixa otimistas em relação à tese de investimento (negociando a 12x P/L 2025).

Itaú Unibanco (ITUB4)

Após um desempenho positivo em agosto (alta de 6%), estamos mantendo o Itaú por mais um mês. O segmento de varejo bancário no Brasil mudou drasticamente, particularmente no segmento de baixa renda, e acreditamos que o Itaú fez um excelente trabalho (o melhor entre os incumbentes) ao aceitar e se adaptar ao novo cenário, o que acreditamos que permitirá que seu ROE sustentável amplie a vantagem em relação aos concorrentes. No segundo trimestre, o Itaú apresentou mais um conjunto de resultados trimestrais fortes e saudáveis, com seu lucro líquido ligeiramente acima das expectativas do mercado. Após um início "fraco" em 2024, a carteira de empréstimos reacelerou no segundo trimestre, o que, combinado com a recuperação da carteira de cartões de crédito no segundo semestre, deve continuar a suportar a margem financeira. Em resumo, vimos uma combinação muito boa de crescimento e alta rentabilidade no banco premium incumbente do Brasil no último trimestre. A iniciativa One Itaú também é um tópico muito relevante, embora ainda seja difícil "tangibilizar" sua importância para a tese de investimento. Com essa estratégia e o super app One Itaú, o banco passou de uma postura defensiva para uma ofensiva. Ele não quer ser um "seguidor rápido", mas sim um líder, sempre impulsionado por uma visão focada no cliente. Negociando a 8x P/L 2025, o valuation do Itaú é decente, com espaço para dividendos adicionais

Banco do Brasil (BBAS3)

O Banco do Brasil está de volta ao portfólio após 6 meses de ausência. Embora a ação não seja mais uma recomendação de compra óbvia como foi em 2023, ainda consideramos seu valuation muito atrativo. Com a divulgação dos números do segundo trimestre no início de agosto, o Banco do Brasil aproveitou para atualizar seu guidance para 2024. Como esperado, tanto a margem financeira quanto as provisões para perdas de crédito foram revisadas para cima, com impacto neutro no lucro líquido. Assim, a estimativa de lucro líquido ajustado foi mantida em R\$37-40 bilhões (+8% a/a assumindo o ponto médio do guidance). Negociando a menos de 0,9x o valor patrimonial mais recente, com um ROE ainda acima de 20% e um dividend yield de aproximadamente 11%, e dado o atual cenário de capital saudável do banco, ainda vemos razões para manter nossa recomendação de compra.

Cyrela (CYRE3)

A Cyrela tem consistentemente apresentado sólidos resultados operacionais (crescimento de lançamentos e vendas, margens resilientes etc.), embora o cenário macroeconômico não tenha sido favorável para o segmento de habitação de média/alta renda. A empresa tem um forte pipeline de projetos para os próximos trimestres, e a gestão está otimista quanto ao desempenho de vendas. A Cyrela apresenta um forte momento de resultados, e a ação beneficia-se da queda das taxas de juros de longo prazo (ação de beta alto). Além disso, com a ação negociando a um valuation atrativo (~1x P/VP ou ~5x P/L 2025E), ela continua sendo nossa escolha preferida

entre as construtoras de média/alta renda. Portanto, manteremos a Cyrela em nosso portfólio 10SIM.

Eletrobras (ELET3)

Vemos a Eletrobras negociando a uma atrativa TIR real de 12,8%, com catalisadores esperados para o segundo semestre de 2024, vinculados ao seu processo de reestruturação e a um potencial acordo com o governo federal. A empresa tem apresentado resultados sólidos nos últimos trimestres, refletindo cortes de custos (por exemplo, despesas com PMSO), e esperamos que essa tendência continue. Além disso, a volatilidade dos preços da energia durante a estação seca pode criar oportunidades para a venda de sua energia não contratada. Em relação ao debate sobre o limite de 10% dos direitos de voto, em dezembro de 2023, o ministro do STF, Marques, encaminhou o caso para arbitragem. No final de julho, a Eletrobras solicitou uma extensão 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 a CDE, e (iii) desinvestimento da participação da Eletrobras na Eletronuclear, incluindo o projeto Angra 3. Consideramos um acordo como positivo, especialmente se incluir o desinvestimento da Eletronuclear, o que reduziria os riscos relacionados à ação e possivelmente transferiria os riscos relacionados à Eletronuclear e ao projeto Angra 3 para o governo.

Equatorial (EQTL3)

A Equatorial garantiu sua posição como acionista de referência da Sabesp ao adquirir uma participação de 15% a R\$67/ação. A transação não só foi altamente geradora de valor, mas também desbloqueia uma avenida de crescimento importante para a Equatorial no setor de saneamento. Vemos a ação negociando a uma TIR real atrativa de 10,7%, que salta para 11,2% quando se considera a aquisição da Sabesp. Junto aos resultados do segundo trimestre, a empresa anunciou um aumento de capital privado de R\$2,0-2,5 bilhões, o que naturalmente apresenta uma pressão vendedora para a ação; no entanto, acreditamos que a demanda provavelmente não será um problema, dado a TIR atrativa de 11,6% ao preço definido de R\$32,5/ação. Operacionalmente, a Equatorial tem consistentemente apresentado resultados sólidos, com redução das perdas de energia, controle rígido de custos e progresso nas reestruturações das concessões de distribuição recentemente adquiridas.

Rumo (RAIL3)

Estamos otimistas 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 do hub do Centro-Oeste do Brasil. Os últimos indicadores do setor têm sido positivos (dados melhores de safra, preços de frete mais altos, etc.), indicando um ambiente positivo para as discussões sobre os preços do próximo ano (geralmente negociados no segundo semestre). Além disso, estamos otimistas em relação aos resultados do segundo

semestre da Rumo, apoiados por volumes mais fortes e preços sólidos em comparação com o ano passado, especialmente após a recente atualização do guidance após a divulgação de resultados do segundo trimestre acima do esperado. Com o valuation voltando para 7x EV/EBITDA 2025, mantemos nossa recomendação de COMPRA.

Marcopolo (POMO4)

Permanecemos otimistas em relação aos resultados da Marcopolo, apoiados por um melhor momento de curto prazo, impulsionado por (i) uma recuperação na indústria de ônibus (ajudada por tarifas aéreas maiores, com clientes optando por viagens de ônibus), (ii) reestruturação da capacidade de produção da POMO, (iii) um cenário melhor para o fornecimento de componentes, (iv) resultados mais positivos das operações internacionais e (v) volumes maiores do programa Caminho da Escola. Além disso, a POMO está cada vez mais bem posicionada para novas oportunidades, como aprimorar o posicionamento B2B da empresa, acelerar a transformação tecnológica, melhorar a eficiência produtiva e se beneficiar do crescente mercado de ônibus elétricos. Finalmente, vemos a POMO negociando a um valuation atrativo de 5x P/L 2025.

Rede D'Or (RDOR3)

Apoiados por resultados melhores, pela recente parceria com o Bradesco e por um forte momento de resultados, continuamos confiantes nas perspectivas de crescimento do segmento hospitalar e em ganhos adicionais de margem no negócio de seguros. Além disso, há vários fatores positivos que devem impulsionar o momentum das ações, como mais recompra de ações (o primeiro programa desde o IPO foi anunciado há dois meses), mais compras de ações por acionistas controladores (+R\$1 bilhão em ações foram compradas no último ano) e potenciais fusões e aquisições (à medida que a Rede D'Or parece bem-posicionada para capturar oportunidades inorgânicas).

PetroRio (PRIO3)

Estamos mantendo nossa exposição ao setor de Petróleo e Gás no nosso portfólio 10SIM através da PRIO. Acreditamos que a PRIO atualmente apresenta uma combinação de (i) altas oportunidades de crescimento orgânico, (ii) múltiplos atrativos e (iii) potenciais catalisadores positivos no curto prazo, como a emissão de licenças para o desenvolvimento de Wahoo e fusões e aquisições geradoras de valor. Além disso, acreditamos que a PRIO reduz a exposição política do nosso portfólio em um momento em que manchetes de fusões e aquisições poderiam impactar o desempenho da Petrobras. Recentemente, publicamos uma nota destacando 5 razões pelas quais as ações da PRIO devem ter uma expansão de múltiplos, e vemos um risco muito limitado para a tese, mesmo em um cenário de preços menores do petróleo e menor nível de produção.

Tabela 7: Portfólio Brasil 10SIM para setembro de 2024

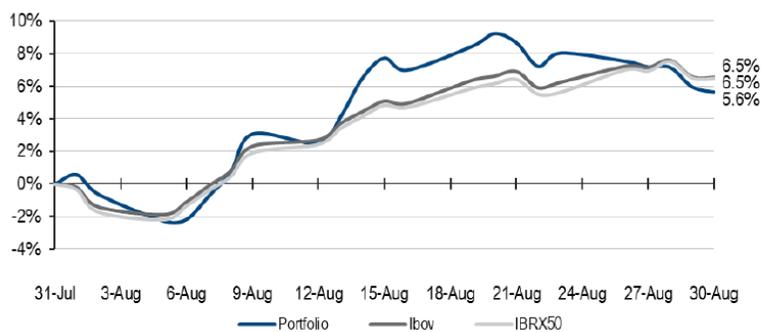
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mi)	EV/EBITDA		P/L		P/VP	
					2024	2025	2024	2025	2024	2025
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%	335,137	n.a.	n.a.	8.8x	8.0x	1.9x	1.7x
Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%	160,507	n.a.	n.a.	3.5x	3.4x	0.9x	0.8x
Eletrobras	Serviços Básicos	ELET3	15%	95,169	6.7x	5.6x	10.4x	7.8x	0.8x	0.8x
Rede D'Or	Saúde	RDOR3	10%	71,641	9.1x	7.5x	19.9x	15.7x	2.8x	2.6x
Rumo	Infraestrutura	RAIL3	10%	40,421	7.7x	7.0x	5.7x	13.4x	2.6x	2.3x
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	39,969	7.8x	7.2x	15.8x	11.6x	1.8x	1.7x
PetroRio	Petróleo & Gás	PRI03	10%	39,119	4.4x	2.8x	8.6x	4.3x	2.1x	1.5x
Cyrela	Construção civil	CYRE3	10%	22,946	7.5x	6.5x	6.1x	5.0x	0.9x	1.0x
Marcopolo	Bens de Capital	POMO4	5%	7,664	5.2x	4.6x	6.6x	5.0x	2.0x	1.7x
Vivara	Consumo & Varejo	VIVA3	10%	6,208	9.3x	7.4x	14.6x	12.0x	2.6x	2.2x

Fonte: Economática, BTG Pactual

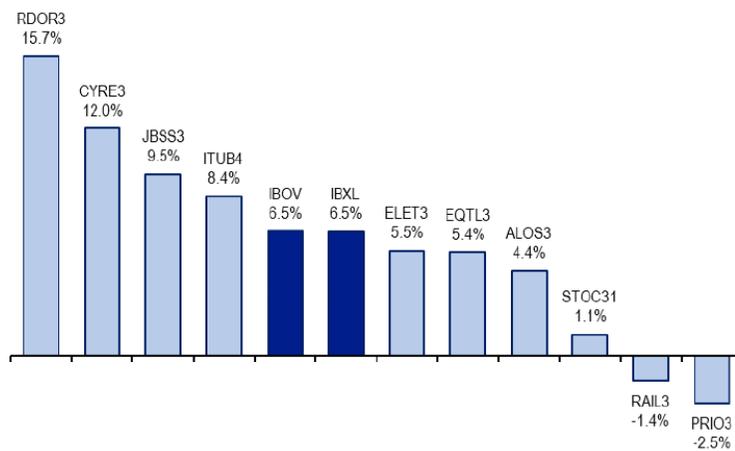
Rentabilidade da 10SIM™ em agosto

Rentabilidade mensal (*)

Em agosto, o desempenho do nosso portfólio 10SIM™ foi de 5,6%, abaixo do Ibovespa (6,5%) e do IBRX-50 (6,5%), conforme mostrado no gráfico abaixo.

Gráfico 17: Rentabilidade em agosto de 2024 (*)


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

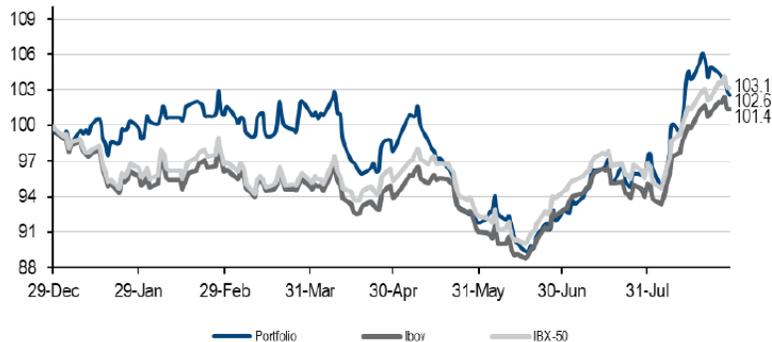
Gráfico 18: Desempenho das ações em agosto de 2024


Fonte: BTG Pactual, Economática

Rentabilidade em 2024 (*)

Desde 31 de dezembro de 2023, nosso portfólio 10SIM teve uma alta de 2,6%, em comparação com 1,4% para o Ibovespa e 3,1% para o IBX-50. A taxa CDI subiu +7,1% no período.

Gráfico 19: Rentabilidade acumulada de 2024 (*)

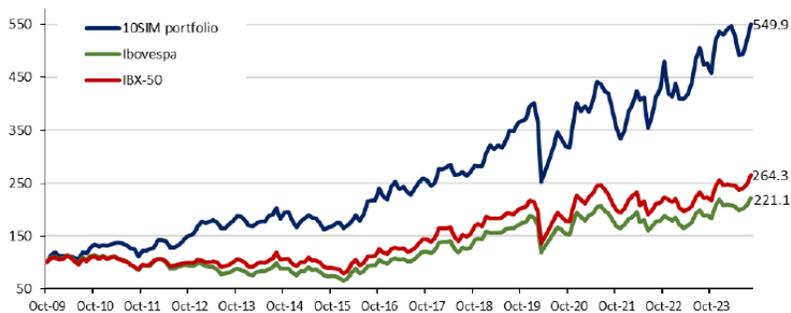


Fonte: BTG Pactual, Econômica, (*) rentabilidade considerando o último preço de fechamento

Desempenho histórico

Desde outubro de 2009, quando Carlos E. Sequeira assumiu a gestão do portfólio 10SIM, a 10SIM teve uma alta de 449,9%, em comparação com 121,1% para o Ibovespa e 164,3% para o IBX-50.

Gráfico 20: Rentabilidade desde out/2009 (*)



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

Tabela 8: 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%	5,6%					2,6%	1,4%	449,9%	121,1%

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