



Carteira Recomendada de Ações (10SIM)

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Outubro 2024

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

Leonardo Correa
São Paulo – Banco BTG Pactual

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

Se a China está de volta, o Brasil ganha

O cenário global parece favorável para as ações locais. Supondo que a situação fiscal não saia do controle no Brasil (reconhecidamente, uma grande premissa), esperamos que o ciclo de flexibilização monetária nos EUA e as melhores perspectivas para a economia chinesa acabem por impulsionar as ações brasileiras.

Reduzindo a nossa baixa alocação em China e Materiais básicos, acrescentando a Vale

Embora ainda tenhamos dúvidas sobre o impacto a longo prazo do agressivo pacote de estímulo monetário e fiscal do governo chinês, acreditamos que a abordagem prudente agora é reduzir nossa baixa alocação em China/Materiais básicos, acrescentando a Vale com um peso de 10% no portfólio. Na frente micro, as negociações da Samarco estão progredindo bem, a empresa tem um novo CEO e o valuation é decente (4x EV/EBITDA para 2025E; Dividend yield entre 7-9%). Para abrir espaço para a Vale, estamos removendo a PRIO e nossa exposição ao setor de petróleo.

A Ambev entra em cena; a Porto Seguro substitui o Banco do Brasil

Estamos adicionando a Ambev à 10SIM, substituindo a Rumo. A Ambev está sendo negociada perto de seu valuation mais baixo de todos os tempos de P/L de 13x para 2025E, um desconto de 25% para a ABI, e com um Dividend yield de 8%. Os fortes volumes recentes de cerveja no Brasil indicam resultados sólidos à frente. Em serviços financeiros, estamos substituindo o Banco do Brasil pela seguradora Porto Seguro. Esta última está entrando em um novo ciclo, com crescimento do ROE e maior lucratividade nos ramos bancário e de serviços. A ação está sendo negociada a 7,9x P/L para 2025 (1,8x P/VP).

ELET, EQTL, Cyrela, Rede D'Or, Vivara e Marcopolo completam a 10SIM

Estamos mantendo 25% de nossa carteira exposta a Serviços básicos, por meio da Eletrobras e da Equatorial. Em ações relacionadas ao consumo, além da recém-chegada Ambev, estamos mantendo a fabricante de joias Vivara. Também estamos mantendo exposição à fabricante de ônibus Marcopolo e às ações de fluxo de caixa de *long duration* Rede D'Or e Cyrela.

Tabela 1: Portfólio 10SIM para outubro/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%	330.400	n.a.	n.a.	8,7x	8,0x	1,9x	1,7x
Vale	Siderurgia & Mineração	VALE3	10%	271.245	4,2x	4,0x	5,2x	6,0x	1,2x	1,1x
Ambev	Alimentos & Bebidas	ABEV3	10%	205.698	6,8x	6,4x	14,5x	13,0x	2,4x	2,4x
Eletrobras	Serviços Básicos	ELET3	15%	89.759	6,4x	5,4x	9,8x	7,4x	0,8x	0,8x
Rede D'Or	Saúde	RDOR3	10%	69.397	8,8x	7,2x	19,3x	15,3x	2,8x	2,5x
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	38.062	7,7x	7,0x	15,0x	11,0x	1,7x	1,6x
Porto Seguro	Financeiro (ex-Bancos)	PSSA3	10%	23.397	n.a.	n.a.	8,7x	7,9x	1,7x	1,8x
Marcopolo	Bens de Capital	POMO4	5%	22.946	5,6x	4,9x	7,2x	6,0x	2,2x	1,8x
Cyrela	Construção civil	CYRE3	10%	7.693	7,1x	6,1x	5,7x	5,0x	1,0x	1,0x
Vivara	Consumo & Varejo	VIVA3	10%	6.328	8,5x	7,3x	13,5x	12,0x	2,6x	2,2x

Fonte: Economática, BTG Pactual

Se a China está de volta, o Brasil ganha

A percepção de risco do Brasil tem se deteriorado acentuadamente ultimamente, fazendo com que as taxas reais de longo prazo subam – a NTN-B 2035 encerrou setembro em 6,41%, ante 6,16% em agosto – e o Ibovespa caia – o índice caiu 3,1% em reais em setembro.

A incerteza entre os analistas com relação ao cumprimento das regras fiscais para 2025 e 2026 aumentou, especialmente depois que o governo enviou ao Congresso, no final de agosto, um orçamento que se baseia excessivamente em receitas incertas e não trouxe nenhuma mudança estrutural nas despesas.

Por outro lado, o início do ciclo de flexibilização monetária nos EUA (o FED cortou as taxas em 50bps em setembro) e as expectativas de que as taxas possam ser cortadas em mais 75bps este ano (dois cortes extras de 50bps e 25bps), para uma redução total de 200bps até o final de 2025, são certamente positivos para os mercados emergentes em geral e para o Brasil em particular.

Os dados dos EUA permanecem em grande parte saudáveis, com a atividade econômica e a inflação surpreendendo positivamente. Há poucas evidências de uma recessão iminente, com a maioria dos indicadores apontando para um pouso suave (*soft landing*), o que continua a impulsionar o apetite pelo risco dos ativos globais.

A maior percepção de risco está fazendo com que as taxas reais de longo prazo do Brasil subam, enquanto as taxas reais de longo prazo dos EUA estão caindo, fazendo com que o prêmio entre as taxas reais de longo prazo no Brasil e nos EUA aumente para 4,8%, de 3,2% em outubro de 2023.

Em nossa opinião, mudanças mais estruturais no orçamento de 2025, como a dissociação dos gastos com saúde e educação do crescimento da receita tributária, embora improváveis, podem reduzir bastante o risco fiscal percebido e ajudar a reduzir a diferença entre as taxas reais de longo prazo do Brasil e dos EUA.

Gráfico 4: Spread Brasil (NTN-B 2035) vs. taxas de longo prazo dos EUA


Fonte: B3, estimativas BTG Pactual

Gráfico 5: Títulos de longo prazo (NTN-B 2035 vs. 10 anos dos EUA)

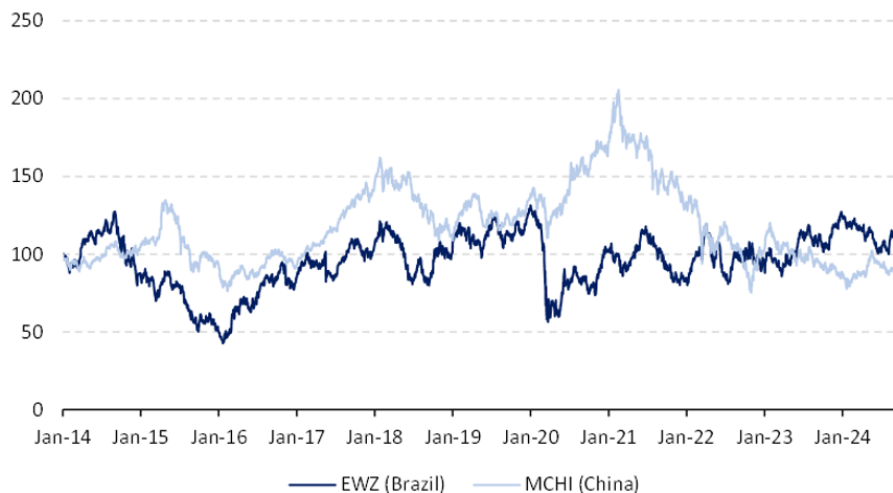

Fonte: Bloomberg, estimativas BTG Pactual

Os estímulos na China são uma boa notícia para o Brasil

É inegável que os formuladores de políticas na China mudaram sua restrição anterior nos últimos dias, lançando medidas agressivas de estímulo com o objetivo de estabilizar um ambiente de crescimento em deterioração e um mercado imobiliário em colapso. O PBOC anunciou um corte de 50bps na RRR e um corte de 20bps na policy rate (taxa OMO de 7 dias) na frente monetária, juntamente com uma redução de 50bps nas taxas de hipoteca para os detentores de dívida e um corte de 10p.p. (de 25% para 15%) nos valores de entrada para compradores de segunda residência.

Além disso, foram introduzidos RMB 800 bilhões em financiamento para dar suporte ao mercado de ações por meio de um mecanismo de swap de RMB 500 bilhões e um programa de empréstimo de RMB 300 bilhões. Três das maiores cidades da China também flexibilizaram as regras para compradores de imóveis, sendo que Guangzhou se tornou a primeira cidade de nível 1 a remover todas as restrições.

Embora essas medidas sejam significativas e tenham provocado um grande short squeeze das posições vendidas em vários ativos relacionados à China, ainda há dúvidas sobre o tamanho geral do pacote de estímulo fiscal e se ele conseguirá reacelerar a economia. Nesse contexto, acreditamos que seja prudente cobrir as posições vendidas no setor de commodities, especialmente porque as alocações no setor estão perigosamente leves/baixas.

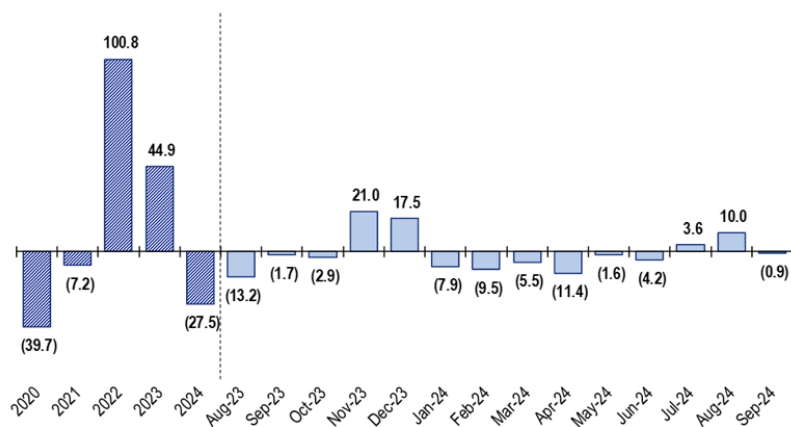
Gráfico 3: Desempenho das ações brasileiras e chinesas em 10 anos


Fonte: Bloomberg e estimativas do BTG Pactual

Ciclos de flexibilização monetária e melhores perspectivas para a China podem atrair investidores estrangeiros para o Brasil

A queda das taxas de juros nos EUA atraiu investidores estrangeiros, que compraram ações brasileiras no valor de R\$14 bilhões em julho e agosto. Em setembro, o mês começou com uma saída mais forte, refletindo uma percepção de risco mais elevada, mas o dinheiro começou a fluir de volta e, até o momento que contabilizamos, as saídas em setembro ficaram em R\$0,9 bilhão.

Acreditamos que os ciclos de flexibilização monetária em vários mercados, especialmente nos EUA, e as melhores perspectivas para a China podem atrair investidores estrangeiros para o Brasil.

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


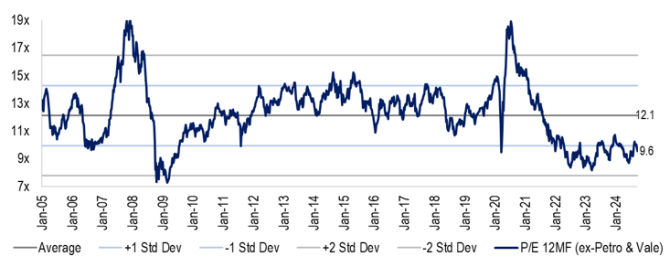
Fonte: B3 e estimativas do BTG Pactual

O valuation está atraente

As ações brasileiras estão sendo negociadas a múltiplos que acreditamos serem relativamente atraentes: 9,6x P/L 12 meses à frente ex-Petro&Vale (8,1x incluindo-os), 1 desvio padrão abaixo da média. O prêmio para manter ações (medido como o inverso do P/L menos as taxas reais de 10 anos) é de 4,1% em comparação com uma média histórica de 3,1%.

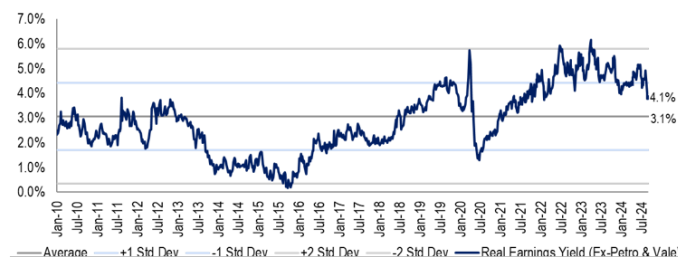
A combinação de taxas menores nos EUA e melhores perspectivas para a economia chinesa pode fazer com que as ações brasileiras subam, especialmente se o governo brasileiro mostrar que a consolidação fiscal faz parte da agenda dessa administração.

Gráfico 5: Bovespa P/L 12 meses à frente (ex Petro & Vale)



Fonte: B3, estimativas BTG Pactual

Gráfico 6: Earnings yield (P/L – taxas reais de 10 anos)

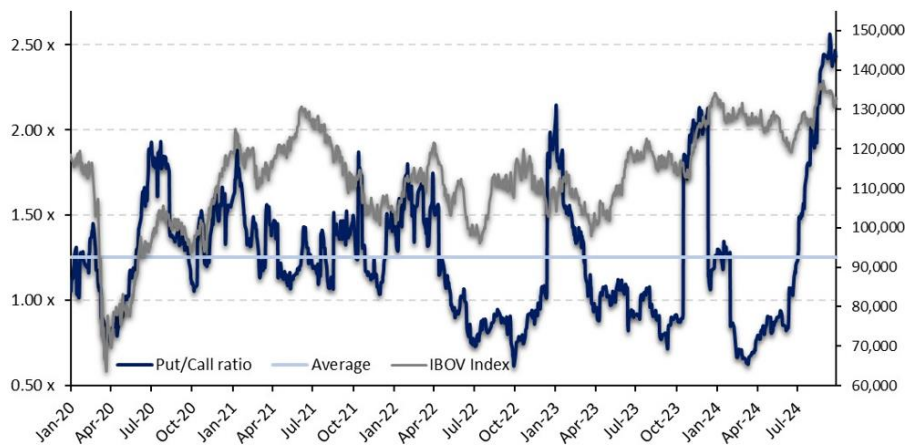


Fonte: Bloomberg, estimativas BTG Pactual

O risco fiscal está deixando os investidores preocupados

Os investidores locais estão comprando níveis recordes de proteção com a preocupação de que o Ibovespa possa corrigir seus níveis atuais – pelo menos é isso que estamos vendo em nossa relação put/call, que atualmente está em 2,4x (contra uma média de 1,2x).

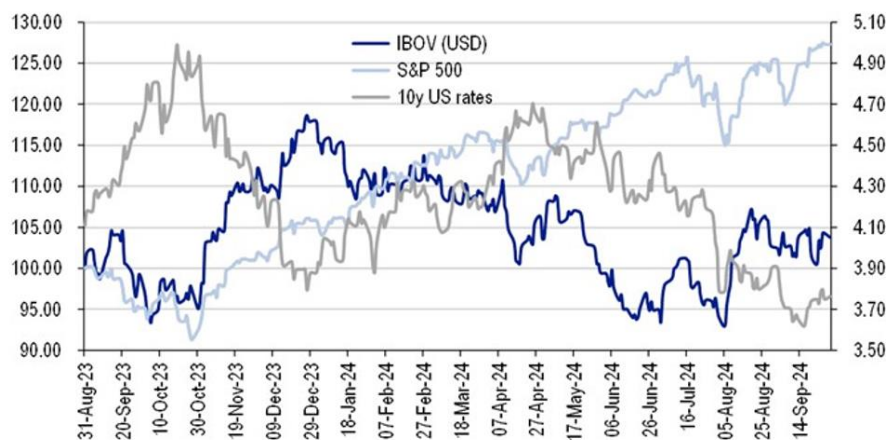
Gráfico 7: Ibovespa índice put/call



Fonte: Economática e estimativas do BTG Pactual

O Ibovespa está ficando para trás

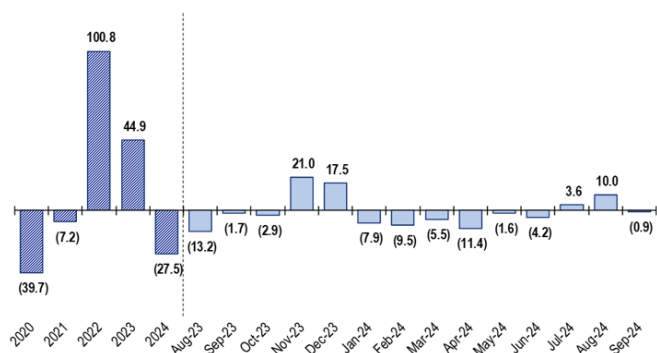
A maior percepção de risco do Brasil está impedindo que o Ibovespa tenha um desempenho melhor, mesmo em um cenário de queda nas taxas de juros dos EUA de longo prazo.

Gráfico 8: Ibovespa (em dólar) e S&P500 (Base 100 = agosto de 2023) vs. taxas de 10 anos dos EUA


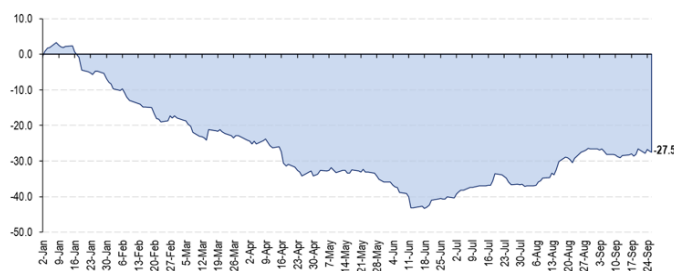
Fonte: Bloomberg e estimativas do BTG Pactual

Estrangeiros encerraram setembro como vendedores líquidos

Depois de serem compradores líquidos de ações brasileiras em julho e agosto (R\$13,6 bilhões combinados), os estrangeiros foram vendedores no valor de R\$0,9 bilhão em setembro. Isso marcou um ritmo muito mais moderado do que nos primeiros seis meses do ano, quando as saídas foram em média de R\$6,7 bilhões/mês.

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


Fonte: B3, estimativas BTG Pactual

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


Fonte: Bloomberg, estimativas BTG Pactual

As alocações em ações brasileiras haviam caído gradualmente nos meses anteriores, atingindo seu ponto mais baixo em julho, quando as alocações dos fundos globais de mercados emergentes (GEM) chegaram a 6%, praticamente tornando-os neutros em relação ao Brasil. No entanto, as alocações voltaram a subir em agosto, com os fundos GEM subindo 29bps e os fundos LatAm saltando 252bps.

Tabela 2: 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%
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%
Aug-24	6.29%	0.36%	0.71%	58.14%

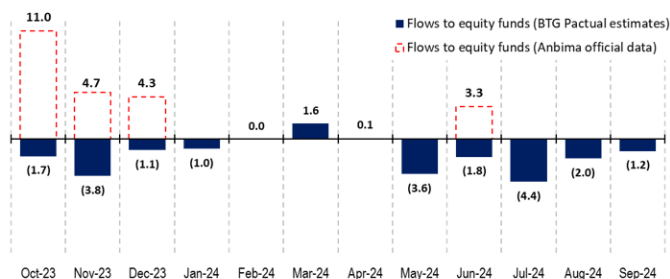
Fonte: EPFR, BTG Pactual

Os fluxos de saída dos fundos de ações locais foram moderados nos últimos meses

Por outro lado, os investidores locais retiraram dinheiro das ações novamente em setembro. Apesar de o ritmo de resgates ter diminuído, levando a uma saída de R\$1,2 bilhão no acumulado do mês, se as taxas de juros de curto prazo (Selic) voltarem a subir durante o resto do ano, os investidores locais poderão continuar a priorizar os investimentos em renda fixa. Em setembro, o Banco Central do Brasil iniciou um ciclo de aperto monetário com um aumento de 25bps. As expectativas atuais do mercado sugerem um ciclo de aperto de aproximadamente 200bps, a ser concluído no início de 2025.

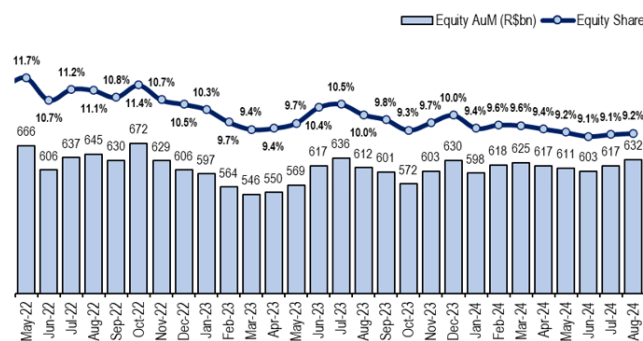
As alocações em ações por fundos multimercados locais diminuíram para apenas 9,2%, próximo ao nível mais baixo já registrado (8,5%) em 2016, quando o Brasil passou por sua pior recessão em mais de um século.

Gráfico 11: Fundos de ações – fluxos líquidos mensais



Fonte: Anbima, BTG Pactual

Gráfico 12: Fundos locais – alocações de ações



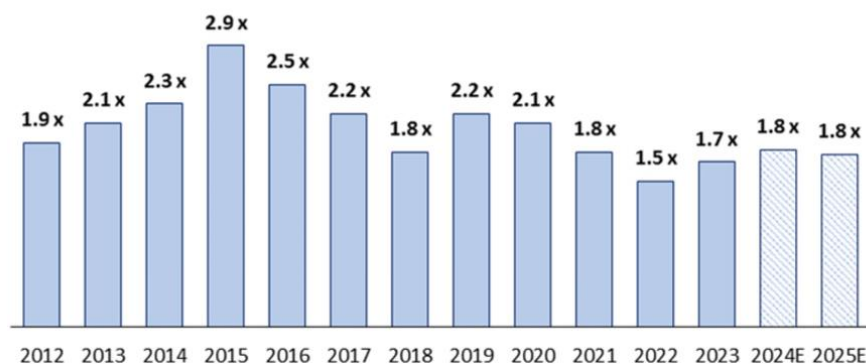
Fonte: Anbima, BTG Pactual

Aumento da taxa Selic: quais empresas são mais (e menos) impactadas?

A combinação de forte atividade econômica, um mercado de trabalho apertado, apoio político incerto para as reformas econômicas necessárias para controlar as despesas e um real mais fraco contribuíram para a desancoragem das expectativas de inflação e fizeram com que o Banco Central do Brasil iniciasse um ciclo de aperto monetário em setembro (+25bps). Nesse momento, as expectativas do mercado apontam para um ciclo de ~200bps que terminaria no início de 2025.

A alavancagem das empresas brasileiras de capital aberto é relativamente baixa, situando-se atualmente em 1,8x a dívida líquida em relação ao EBITDA. Ela aumentou em relação a 2023 (1,7x) e 2022 (1,5x), mas ainda é baixa em comparação com os níveis históricos e muito mais confortável do que o nível observado durante a recessão de 2015/2016 (2,9x).

Gráfico 13: Dívida líquida / EBITDA em diferentes momentos



Fonte: Estimativas BTG Pactual

O aumento das taxas Selic afeta os lucros da maioria das empresas que cobrimos. Com exceção de bancos, seguradoras e empresas com caixa líquido, os lucros de quase todas as outras empresas caem devido às taxas mais altas. Os setores mais impactados são aqueles com alta alavancagem, margens líquidas baixas e uma grande parcela

de dívida vinculada à taxa Selic – 35% da dívida das empresas brasileiras de capital aberto está vinculada à Selic. As empresas que vendem a maioria dos produtos/serviços no mercado interno têm mais dívidas atreladas à Selic do que as exportadoras de commodities, que têm mais dívidas em dólares. No Brasil, 48% da dívida das empresas nacionais está atrelada à Selic, contra 18% das exportadoras de commodities.

Os varejistas de alimentos, eletrônicos e eletrodomésticos têm alavancagem relativamente alta, principalmente ligada à Selic. Esse é o caso dos varejistas de alimentos Pão de Açúcar (3,8x dívida líquida/EBITDA; 96% atrelado à Selic) e Assaí (3,4x e 91%). Entre os varejistas de eletrônicos e eletrodomésticos, Magazine Luiza (3,7x, 100% Selic) e Casas Bahia (3,3x e 91%) são os mais alavancados. Algumas empresas do setor imobiliário, principalmente construtoras de imóveis de alto padrão, têm alavancagem relativamente alta. Empresas como a JHSF (5,7x; 76% atrelada à Selic) e a Helbor (5,0x; 60%) estão entre as mais alavancadas do setor. As locadoras de veículos são alavancadas e têm grande parte de suas dívidas atreladas à Selic. Esse é o caso da Localiza, Movida e Vamos.

Dadas as características únicas desses negócios, bancos e seguradoras tendem a se beneficiar de uma Selic mais alta (pelo menos no curto prazo). Empresas com caixa líquido também ganham, como é o caso da maioria das empresas de tecnologia, incluindo a Totvs. Entre as empresas de grande capitalização com posições de caixa líquido estão WEG, B3 e Ambev. Também é interessante destacar os balanços das construtoras de imóveis de baixa renda, que melhoraram muito. Hoje, Cury e Plano&Plano têm caixa líquido e a Direcional basicamente não tem alavancagem.

Procurando por ações de yield? Aqui estão nossas escolhas preferidas

Após uma boa recuperação nos últimos dois meses (o Ibov subiu 9,8% em julho/agosto), os investidores estão céticos quanto à continuidade da recuperação. Embora as taxas tenham sido reduzidas nos EUA (o FED cortou 50bps e pode cortar outros 50bps em 2024), os investidores locais estão preocupados com a situação fiscal (a proposta orçamentária para 2025 parece irrealista) e não têm certeza de como o ciclo de aperto monetário no Brasil afetará as ações locais. Na verdade, os investidores locais estão comprando níveis recordes de proteção com a preocupação de que o Ibovespa possa se desvalorizar – nossa relação put/call está atualmente em 2,4x (em comparação com uma média de 1,2x).

Para os investidores que querem (e talvez precisem) manter a exposição às ações brasileiras, prevendo que as ações possam continuar a subir impulsionadas pela queda das taxas de juros nos EUA, uma alternativa é fazê-lo por meio de fortes geradores de caixa e pagadores de dividendos que tendem a ser mais resilientes no caso de uma queda.

Os setores que tradicionalmente pagam muitos dividendos estão todos representados em nossa lista dos maiores pagadores. Entre os

20 maiores pagadores de dividendos, temos 6 do setor financeiro (4 bancos), 3 de serviços básicos e 2 de telecomunicações – não por coincidência, em nossa última pesquisa com os gestores de portfólio, os setores de serviços básicos e financeiro foram os setores preferidos. Dito isso, o principal destaque é provavelmente o setor imobiliário, com 5 nomes entre os 20 principais: 3 construtores de imóveis de baixa renda e 2 de média/alta renda.

Entre as grandes empresas, destacamos BBAS, BBSE, Petrobras, CPFL, Vivo, TIM e Ambev. No universo das small caps, Plano&Plano, Direcional, BR Partners, MarcoPolo e Odonto são nossas escolhas. Em termos de principais geradores de fluxo de caixa, destacamos o setor de petróleo & gás com RECV3 e PRIO3 (yields de 20% e 18%) e nomes do setor agrícola como Boa Safra e Jalles (16%).

Tabela 3: Principais opções de Dividend yield

Company	Ticker	Sector	Dividend yield	
			2024E	2025E
Plano&Plano	PLPL3	Housing	4%	13%
BB Seguridade	BBSE3	Financials (ex-Banks)	9%	11%
Banco do Brasil	BBAS3	Banks	10%	11%
Taesá	TAE11	Utilities	6%	10%
Direcional	DIRR3	Housing	6%	10%
Petrobras	PETR4	O&G	16%	10%
CPFL	CPFE3	Utilities	9%	10%
Banrisul	BRSR6	Banks	8%	9%
Cury	CURY3	Housing	7%	9%
OdontoPrev	ODPV3	Healthcare	8%	9%
Isa CTEEP	TRPL4	Utilities	9%	9%
BR Partners	BRBI11	Banks	8%	9%
Marcopolo	POMO4	Capital Goods	8%	9%
TIM	TIMS3	Telecom	7%	8%
Melnick	MELK3	Housing	6%	8%
Telefonica Brasil	VIVT3	Telecom	7%	8%
Caixa Seguridade	CXSE3	Financials (ex-Banks)	7%	8%
Gerdau	GGBR4	Metals & Mining	9%	8%
Banco ABC	ABCB4	Banks	7%	8%
Lavvi	LAVV3	Housing	6%	8%

Fonte: BTG Pactual

Tabela 4: Principais opções de yield de Fluco de caixa

Company	Ticker	Sector	FCF yield	
			2024E	2025E
PetroReconcavo	RECV3	O&G	12%	20%
PRIO	PRIO3	O&G	9%	18%
Boa Safra	SOJA3	Agribusiness	11%	16%
Jalles Machado	JALL3	Agribusiness	14%	16%
MRV	MRVE3	Housing	-12%	12%
Suzano	SUZB3	Pulp & Paper	8%	12%
Melnick	MELK3	Housing	9%	12%
TIM	TIMS3	Telecom	8%	11%
Allos	ALOS3	Properties	21%	11%
Alupar	ALUP11	Utilities	7%	11%
Natura	NTCO3	Retail	-2%	11%
Irani	RANI3	Pulp & Paper	9%	10%
Telefonica Brasil	VIVT3	Telecom	9%	10%
Tenda	TEND3	Housing	2%	10%
Petrobras	PETR4	O&G	18%	10%
AES Brasil	AESB3	Utilities	-2%	10%
Plano&Plano	PLPL3	Housing	1%	10%
Iguatemi	IGTI11	Properties	6%	10%
Fleury	FLRY3	Healthcare	7%	10%
São Martinho	SMTO3	Agribusiness	9%	10%

Fonte: BTG Pactual

10SIM de outubro: Reduzindo nossa baixa alocação em China

O cenário global atual parece favorável para as ações brasileiras. O FED iniciou em setembro o tão esperado ciclo de flexibilização monetária que, acreditamos, poderá levar a uma redução total de 200bps na taxa de juros até o final de 2025. Também há poucas evidências de uma recessão iminente nos EUA, com a maioria dos indicadores apontando para um pouso suave (soft landing).

A economia da China tem estado sob pressão há anos, com perspectivas desafiadoras pela frente. Entretanto, o mais recente pacote de estímulo monetário e fiscal agressivo do governo pode ter um impacto mais decisivo na reaceleração da economia chinesa. A China é o parceiro comercial mais importante do Brasil, e uma recuperação de sua economia certamente terá um impacto positivo sobre o Brasil.

Por outro lado, os investidores brasileiros estão cada vez mais preocupados com as contas fiscais do país. De fato, a incerteza entre

os analistas quanto ao cumprimento das metas fiscais para 2025 e 2026 aumentou e as estimativas de expansão da dívida/PIB subiram.

Supondo que a situação fiscal não saia do controle no Brasil, esperamos que as taxas de juros mais baixas nos EUA e as melhores perspectivas para a economia chinesa acabem por impulsionar as ações brasileiras.

Com isso em mente, estamos fazendo algumas alterações no portfólio. Uma grande mudança que estamos fazendo é reduzir nossa baixa alocação na China e em materiais básicos, acrescentando a gigante produtora de minério de ferro Vale, com 10%. No lado micro, as negociações da Samarco estão em andamento e parecem estar progredindo bem e, embora o desempenho operacional continue sendo uma preocupação importante para os investidores, a empresa melhorou seu guidance de produção de minério de ferro para o ano (a primeira vez em anos). Os múltiplos são razoáveis (4x EV/EBITDA para 2025E), o Dividend yield é bom (variando de 7% a 9%, dependendo dos preços do minério de ferro) e a alocação dos investidores é leve.

Para criar espaço para a Vale, estamos retirando a PetroRio da 10SIM este mês. Embora a ação esteja barata e a empresa possa finalmente obter a licença para operar o campo de petróleo Wahoo, a queda dos preços do petróleo pode impedir que a ação tenha um desempenho melhor no curto prazo.

A outra mudança importante que estamos fazendo é acrescentar a empresa de cerveja Ambev à 10SIM, substituindo a operadora ferroviária Rumo. A Ambev está sendo negociada com múltiplos perto das mínimas de todos os tempos, de 13x P/L para 2025E, um desconto de 25% para a ABI e um yield de 8% de geração de caixa. Os recentes e fortes volumes de cerveja registrados no Brasil indicam que a Ambev está no caminho certo para apresentar resultados sólidos – o principal risco, como tem sido o caso há algum tempo, é a pressão sobre os preços decorrente de um ambiente excessivamente competitivo.

Por fim, também estamos fazendo um pequeno ajuste em nossa exposição a serviços financeiros. Estamos mantendo os mesmos 20% do portfólio expostos a serviços financeiros e o Itaú continua sendo uma de nossas escolhas. Entretanto, decidimos substituir o Banco do Brasil pela seguradora Porto Seguro. A Porto está entrando em um novo ciclo de crescimento e lucratividade com expansão do ROE devido a melhorias no mix de seguros, crescimento em saúde e maior lucratividade nos segmentos bancário/serviços. A ação está sendo negociada a 7,9x P/L para 2025 (1,8x P/VP).

Estamos mantendo 25% de nossa carteira exposta a serviços básicos, por meio da Eletrobras e da Equatorial. Em ações relacionadas ao consumo, além da estreante Ambev, estamos mantendo a fabricante de joias Vivara. Também estamos mantendo exposição à fabricante de ônibus Marcopolo e às ações de fluxo de caixa de *long duration* Rede D'Or e Cyrela.

Tabela 5: Mudanças no 10SIM™ (Setembro vs. Outubro)

Setembro				Outubro			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%	Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%
PetroRio	Petróleo & Gás	PRI03	10%	Vale	Siderurgia & Mineração	VALE3	10%
Rumo	Bens de Capital	RAIL3	10%	Ambev	Alimentos & Bebidas	ABEV3	10%
Eletrobras	Serviços Básicos	ELET3	15%	Eletrobras	Serviços Básicos	ELET3	15%
Rede D'Or	Saúde	RDOR3	10%	Rede D'Or	Saúde	RDOR3	10%
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%
Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%	Porto Seguro	Financeiro (ex-Bancos)	PSSA3	10%
Marcopolo	Bens de Capital	POMO4	5%	Marcopolo	Bens de Capital	POMO4	5%
Cyrela	Construção civil	CYRE3	10%	Cyrela	Construção civil	CYRE3	10%
Vivara	Consumo & Varejo	VIVA3	10%	Vivara	Consumo & Varejo	VIVA3	10%

Fonte: BTG Pactual

Um resumo das nossas escolhas de outubro

Vale (VALE3)

Há vários meses, estamos pessimistas em relação à tese de Vale, principalmente devido à deterioração do ambiente macro e a vários fatores de incerteza (por exemplo, incertezas em relação às provisões). Entretanto, devemos admitir que as recentes medidas de estímulo anunciadas na China superaram nossas expectativas, desencadeando um significativo short squeeze no mercado. Embora ainda tenhamos dúvidas sobre o impacto de longo prazo dessas medidas, e as forças especulativas estejam claramente contribuindo para a alta do preço do minério de ferro, acreditamos que a abordagem prudente agora é ajustar os portfólios (cobrir posições vendidas). Do lado micro, as negociações da Samarco estão em andamento e parecem estar progredindo bem (com um acordo previsto para ser concluído em outubro); projetamos um resultado mais favorável do que o esperado atualmente pelo mercado. O desempenho operacional continua sendo uma preocupação fundamental para os investidores, mas esperamos que a administração continue a reduzir os riscos da empresa, com a Vale até mesmo atualizando seu guidance de produção de minério de ferro para o ano (a primeira vez em anos). De modo geral, vemos alguns sinais de melhoria no horizonte da empresa, o que, juntamente com o posicionamento leve dos investidores, deve ser um bom presságio para o desempenho das ações no curto prazo. Consideramos que o valuation é razoável, com a Vale sendo negociada a 4x o EBITDA para 2025 e com Dividend yields abaixo de 10% projetados para o próximo ano.

Itaú Unibanco (ITUB4)

Após um desempenho relativo positivo em setembro (estável vs. Ibov - 3%), estamos mantendo o Itaú por mais um mês. O negócio bancário varejista 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. No

content.btgpactual.com

segundo trimestre, o Itaú reportou outro conjunto de resultados trimestrais fortes/saudáveis, com seu lucro líquido ligeiramente acima do esperado pelo consenso. Após um início "fraco" em 2024, a carteira de empréstimos se reacelerou no segundo trimestre, o que, combinado com a recuperação da carteira de cartões de crédito no segundo semestre, deve continuar apoiando o NII. Em suma, vimos uma combinação muito boa de crescimento e (alta) lucratividade no banco incumbente do Brasil no último trimestre. A iniciativa One Itaú também é um tema muito discutido, embora ainda seja difícil "tangibilizar" sua importância para a tese de investimento. Com essa atualização de marca/abordagem e o super aplicativo One Itaú, o banco também passou do modo de defesa para o modo de ataque. Ele não quer ser um "seguidor rápido", mas sim um "pioneiro", sempre orientado por uma visão que prioriza o cliente. Negociando abaixo de 8x P/L para 2025, o valuation do Itaú é decente, com espaço para dividendos adicionais.

Ambev (ABEV3)

Estamos adicionando a Ambev à nossa carteira 10SIM. Com as ações sendo negociadas a múltiplos próximos aos mais baixos de todos os tempos, mesmo depois de contabilizar os lucros ajustados após as mudanças tributárias do ano passado no Brasil, o perfil de risco-retorno parece mais atraente do que nos últimos anos. Os recentes e fortes relatórios de volume do setor de cerveja brasileiro sugerem que a Ambev está no caminho certo para apresentar um bom conjunto de resultados, a menos que surja uma pressão sobre os preços decorrente do cenário competitivo desafiador – provavelmente o principal risco de curto prazo para nossa tese. Negociada a 13x P/L (25% de desconto em relação à ABI) e com um yield de 8% de geração de caixa para 2025, acreditamos que a Ambev oferece uma sólida defesa ao nosso portfólio, com o piso de negociação das ações parecendo muito próximo dos níveis atuais.

Eletrobras (ELET3)

Vemos a Eletrobras sendo negociada a uma TIR real atraente de 13,8%, com gatilhos positivos esperados para o segundo semestre de 2024, relacionados ao seu processo de turnaround e a um possível acordo com o governo federal. A empresa apresentou resultados sólidos nos últimos trimestres, refletindo o corte de custos (por exemplo, despesas com PMSO), e esperamos que essa tendência continue. Além disso, a recente seca deve criar oportunidades para a venda de sua energia não contratada. Com relação ao debate sobre o teto de votação de 10%, em dez/23, o Ministro Marques do Supremo Tribunal Federal (STF) encaminhou o caso para arbitragem. Há duas semanas, a Eletrobras solicitou uma prorrogação adicional de 90 dias do prazo do acordo, a terceira até o momento. Os pontos em negociação foram mantidos: (i) assentos no Conselho de Administração e no Conselho Fiscal da Eletrobras, (ii) pagamentos antecipados da CDE e (iii) 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 removeria pressão sobre as ações

e possivelmente transferiria os riscos associados à Eletronuclear e ao projeto de Angra 3 para o governo.

Rede D'Or (RDOR3)

Com o respaldo da melhoria dos 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. Além disso, há vários aspectos positivos que devem alimentar o momento das ações, como mais recompras pela empresa (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 M&As (já que a RDOR parece bem-posicionada para capturar oportunidades inorgânicas).

Porto Seguro (PSSA3)

Estamos adicionando a Porto ao nosso portfólio este mês. Quando elevamos nossa recomendação para COMPRA em jun/23, nossa tese era de que a "nova" Porto, composta por quatro verticais independentes, impulsionaria o ROE (apesar da complexidade de sua projeção). Com a chegada do novo CEO, Paulo Kakinoff, e a nomeação de Domingos Falavina (como diretor de RI, Estratégia e M&A), acreditamos que essa tese está se tornando cada vez mais clara. A holding passou a ser a dona do capital, da marca e dos clientes, com uma visão mais voltada para estratégia/alocação de capital após a chegada dos dois executivos. A Porto está entrando em um novo ciclo de crescimento e rentabilidade (ROE >20%), mesmo com a intensa concorrência em seus principais segmentos. No curto prazo, esperamos uma expansão do ROE devido a melhorias no mix de seguros, crescimento na área de saúde e maior lucratividade nos segmentos bancário e de serviços. Depois de entregar R\$ 1,24 bilhão no 1S24, ou -R\$ 1,3 bilhão excluindo o impacto pontual (negativo) das enchentes no Rio Grande do Sul, esperamos que o lucro líquido em 2024-25 seja de R\$ 2,675 bilhões (+18% a/a) e R\$ 3 bilhões (+11%). Negociando a 7,9x P/L para 2025 (1,8x P/VP), reiteramos nossa recomendação de Compra.

Equatorial (EQTL3)

A Equatorial assegurou sua posição como acionista de referência da Sabesp ao adquirir uma participação de 15% a R\$67/ação. A transação não foi apenas altamente geradora de valor, mas também abre uma importante avenida de crescimento para a Equatorial no setor de saneamento. Vemos a ação sendo negociada a uma atraente TIR real de 11,0%, que salta para 11,6% quando se leva em conta a aquisição da Sabesp. Na semana passada, a empresa concluiu seu aumento de capital privado, levantando R\$2,4 bilhões (ou 96% do total ofertado), ao preço estabelecido de R\$32,5/ação, implicando em uma TIR real de 11,6%. Operacionalmente, a Equatorial tem apresentado números consistentemente sólidos, com redução de perdas de

energia, controle rígido de custos e progresso nos turnarounds de suas concessões de distribuição recentemente adquiridas.

Vivara (VIVA3)

A história da Vivara sofreu uma grande reviravolta nos últimos meses. Anteriormente uma tese consensual entre os investidores locais, a empresa tem enfrentado uma resistência desde que seu fundador e maior acionista, Nelson Kaufman, foi aprovado como CEO em março. Após o anúncio, os investidores começaram a questionar a governança da empresa e se poderia haver mudanças na estratégia. Alguns dias depois, a empresa voltou atrás em sua decisão e anunciou que Otavio Lyra, CFO desde o IPO, assumiria o cargo de CEO, enquanto Nelson Kaufman se tornaria presidente do conselho. Após essa montanha-russa, uma série de outras mudanças na equipe executiva foi anunciada, o que também levantou preocupações sobre a continuidade da estratégia e do plano de sucessão da empresa. Embora reconheçamos o risco das recentes (e muitas) mudanças na equipe de gestão da Vivara (e devemos monitorar de perto a evolução dos principais KPIs no longo prazo, como a produtividade das lojas, a canibalização entre as bandeiras Life e Vivara e a expansão internacional, bem como a rotatividade da gestão), a perspectiva operacional do curto prazo parece promissora. Em suma, com a VIVA3 sendo negociado a 12x P/L para 2025, o valuation atual ainda oferece um potencial de valorização atraente.

Marcopolo (POMO4)

Continuamos otimistas em relação aos resultados da Marcopolo, apoiados por um melhor momento de curto prazo, impulsionado por (i) uma recuperação no setor de ônibus (ajudado por tarifas aéreas mais altas, com os clientes trocando para viagens de ônibus), (ii) a capacidade de produção da POMO recentemente ajustada, (iii) um cenário melhor para o fornecimento de componentes, (iv) melhores resultados das operações internacionais e (v) maiores volumes do programa Caminho da Escola. Além disso, a POMO está cada vez mais posicionada para novas oportunidades, como melhorar o posicionamento B2B da empresa, acelerar a transformação tecnológica, melhorar a eficiência da produção e se beneficiar do crescente mercado de ônibus elétricos. Finalmente, vemos a POMO sendo negociada em um valuation atraente de 6x P/L para 2025.

Cyrela (CYRE3)

Ela tem apresentado resultados operacionais sólidos de forma consistente (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 tem um forte pipeline de projetos para os próximos trimestres, e a administração está otimista quanto ao desempenho de suas vendas. A empresa apresenta uma forte dinâmica de lucros, e as ações são impulsionadas por taxas de juros de longo prazo mais baixas (nome de beta alto). Além disso, com as ações sendo negociadas em um valuation atraente (~1x P/VP ou ~5x P/L para 2025E), essa continua

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

Tabela 6: Portfólio Brasil 10SIM para outubro 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	10%	330.400	n.a.	n.a.	8,7x	8,0x	1,9x	1,7x
Vale	Siderurgia & Mineração	VALE3	10%	271.245	4,2x	4,0x	5,2x	6,0x	1,2x	1,1x
Ambev	Alimentos & Bebidas	ABEV3	10%	205.698	6,8x	6,4x	14,5x	13,0x	2,4x	2,4x
Eletrobras	Serviços Básicos	ELET3	15%	89.759	6,4x	5,4x	9,8x	7,4x	0,8x	0,8x
Rede D'Or	Saúde	RDOR3	10%	69.397	8,8x	7,2x	19,3x	15,3x	2,8x	2,5x
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	38.062	7,7x	7,0x	15,0x	11,0x	1,7x	1,6x
Porto Seguro	Financeiro (ex-Bancos)	PSSA3	10%	23.397	n.a.	n.a.	8,7x	7,9x	1,7x	1,8x
Marcopolo	Bens de Capital	POMO4	5%	22.946	5,6x	4,9x	7,2x	6,0x	2,2x	1,8x
Cyrela	Construção civil	CYRE3	10%	7.693	7,1x	6,1x	5,7x	5,0x	1,0x	1,0x
Vivara	Consumo & Varejo	VIVA3	10%	6.328	8,5x	7,3x	13,5x	12,0x	2,6x	2,2x

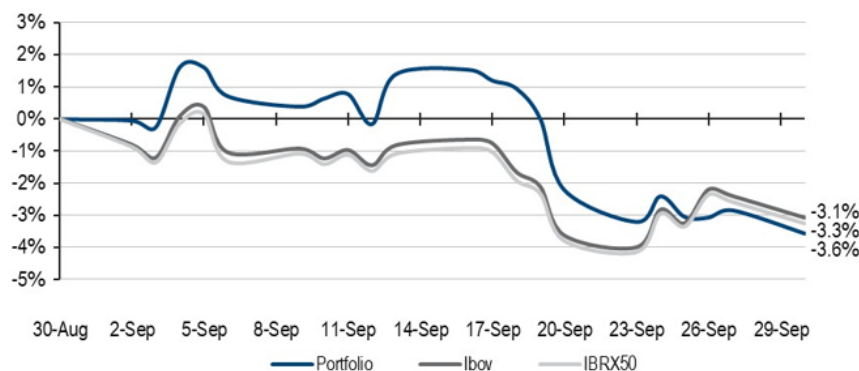
Fonte: Economática, BTG Pactual

Rentabilidade da 10SIM™ em setembro

Rentabilidade mensal*

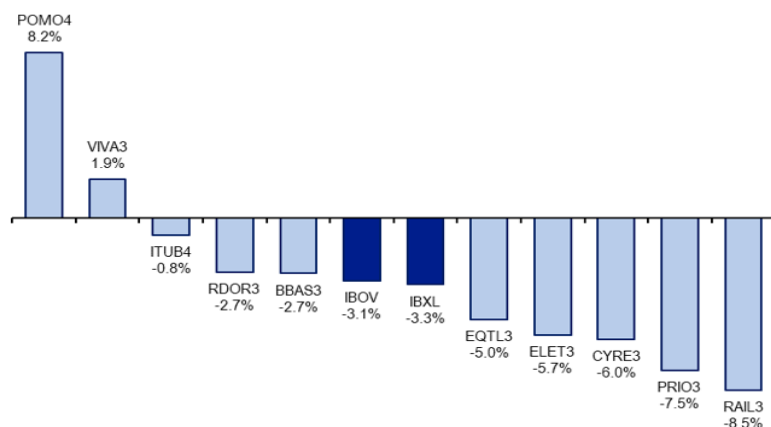
Em setembro, o desempenho do nosso portfólio 10SIM™ foi de -3,6%, abaixo do Ibovespa (-3,1%) e do IBrX-50 (-3,3%), conforme mostrado no gráfico abaixo.

Gráfico 14: Rentabilidade em setembro de 2024*



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

Gráfico 15: Desempenho das ações em setembro de 2024

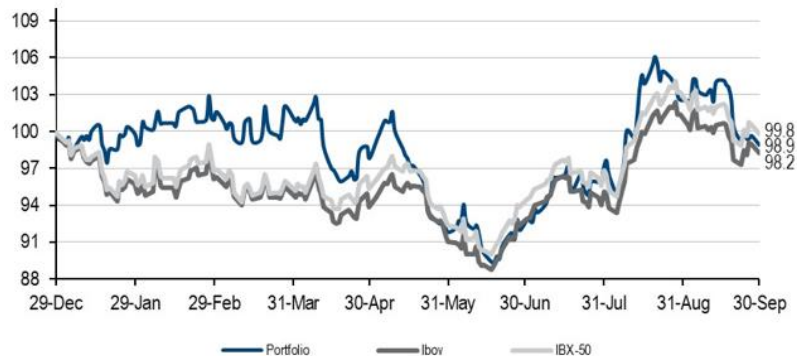


Fonte: BTG Pactual, Economática

Rentabilidade em 2024 (*)

Desde 31 de dezembro de 2023, nosso portfólio 10SIM teve uma queda de -1,1%, em comparação com -1,8% para o Ibovespa e -0,2% para o IBX-50. A taxa CDI subiu +7,9% no período.

Gráfico 16: 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 gestão do portfólio 10SIM, a 10SIM teve uma alta de 430,2%, em comparação com 114,3% para o Ibovespa e 155,7% para o IBX-50.

Gráfico 17: Rentabilidade desde out/2009*



Fonte: BTG Pactual, Economática

Tabela 7: 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%	-3,6%					-1,1%	-1,8%	430,2%	114,3%

Fonte: Economática, BTG Pactual

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