



Carteira Recomendada de Ações (10SIM)

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Novembro 2024

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

Leonardo Correa
São Paulo – Banco BTG Pactual

Antonio Junqueira, CFA
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

Objetivo da Carteira

A carteira tem como objetivo selecionar 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

Momento crítico

Neste momento, há muito risco precificado no valuation dos ativos brasileiros. Os investidores continuam céticos quanto à possibilidade de esse governo anunciar um pacote de medidas considerável e confiável para reduzir estruturalmente as despesas. Mas as expectativas são tão baixas que um pacote maior poderia ajudar a reduzir o grande prêmio implícito nas taxas de longo prazo do Brasil. Nos EUA, grande parte do risco associado às eleições parece ter sido precificado. Na China, o mais recente pacote de estímulo monetário e fiscal do governo pode ser seguido por medidas fiscais adicionais para recuperar a economia do país.

Entrada de Localiza e Renner, substituindo Ambev e Porto

Com isso em mente, decidimos adicionar algum risco ao nosso portfólio. Estamos removendo a Ambev e substituindo-a pela Localiza, que esperamos que apresente resultados sólidos no 3T, mostrando melhores margens de aluguel e menores custos de depreciação. Também decidimos aumentar nossa exposição ao varejo adicionando a Lojas Renner, que, juntamente com a Vivara, aumenta nossa exposição ao varejo para 20%. Esperamos que seu novo centro de distribuição aumente a lucratividade e que as vendas permaneçam sólidas em função da forte atividade econômica.

A Petrobras está de volta

A Petrobras está de volta à 10SIM. Os resultados do terceiro trimestre não serão espetaculares, mas o próximo Plano Estratégico de 5 anos apresenta uma relação de risco/retorno atraente. O capex de 2025-26 pode ser reduzido, abrindo caminho para mais dividendos. Além disso, dividendos extraordinários podem ser anunciados este mês. Para criar espaço para a Petro, estamos removendo a Rede D'Or.

Itau, Vale, ELET & EQTL, Cyrela e Marcopolo completam a 10SIM

content.btgpactual.com

Estamos aumentando nossa participação em Itaú de 10% para 15%, agora que removemos a Porto. Também estamos reduzindo nossa exposição a Serviços Básicos de 25% para 20%, mantendo as mesmas ações: Eletrobras e Equatorial. Por fim, mantemos a exposição à Marcopolo, Vale e Cyrela.

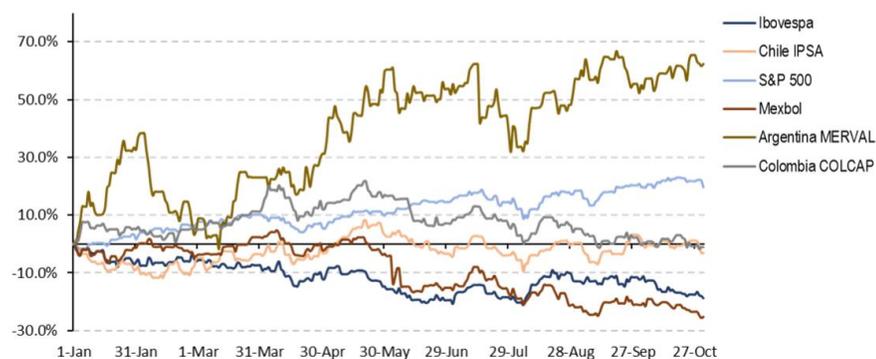
Tabela 1: Portfólio 10SIM para novembro/24

Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mi)	EV/EBITDA		P/L		P/VPA	
					2024	2025	2024	2025	2024	2025
Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	10%	486.277	3,2x	3,2x	5,5x	4,4x	1,2x	1,1x
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	15%	318.983	n.a.	n.a.	8,4x	7,6x	1,8x	1,7x
Vale	Siderurgia & Mineração	VALE3	10%	264.937	4,0x	4,0x	4,8x	5,5x	1,1x	1,0x
Eletrobras	Serviços Básicos	ELET3	10%	86.613	6,4x	5,5x	20,7x	6,6x	0,8x	0,8x
Localiza	Locação de Veículos	RENT3	10%	45.077	7,2x	6,3x	27,3x	13,0x	1,7x	1,5x
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	40.088	8,2x	8,0x	19,4x	13,6x	1,6x	1,5x
Lojas Rennner	Consumo & Varejo	LREN3	10%	17.755	7,6x	6,7x	13,8x	11,0x	1,6x	1,5x
Marcopolo	Bens de Capital	POMO4	5%	8.776	6,0x	5,2x	7,6x	6,0x	2,3x	2,0x
Cyrela	Construção civil	CYRE3	10%	8.151	7,5x	6,4x	6,1x	5,0x	0,9x	0,8x
Vivara	Consumo & Varejo	VIVA3	10%	6.008	8,1x	6,9x	12,8x	10,9x	2,5x	2,1x

Fonte: Economática, BTG Pactual

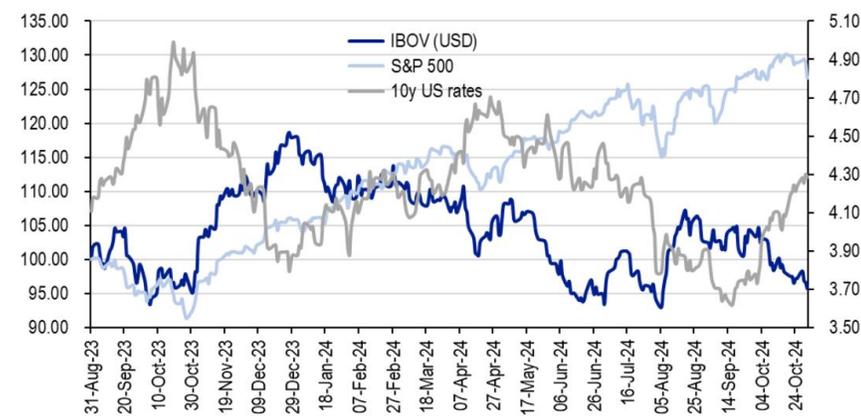
Momento crítico

As ações brasileiras tiveram outro mês difícil em outubro. O declínio foi modesto em real (queda de 1,6%), mas grande em dólar (-7,4%). No acumulado do ano, o Ibovespa caiu 18,8% em dólares, tornando-se o segundo mercado acionário com pior desempenho na América Latina este ano, depois do México.

Gráfico 1: Ibovespa vs. outros mercados (base dólar)


Fonte: Bloomberg

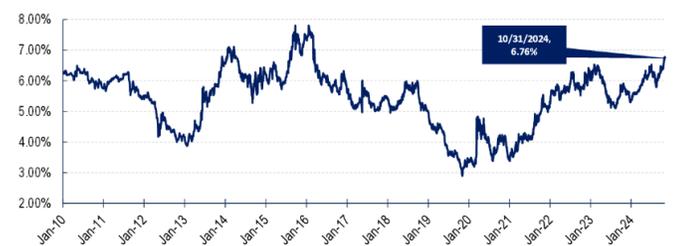
Sem dúvida, o aumento das taxas de juros de longo prazo nos EUA – a taxa de 10 anos encerrou outubro em 4,28%, um aumento de 50bps no mês – é parcialmente responsável pelo aumento das taxas reais de longo prazo do Brasil e pela queda das ações.

Gráfico 2: Ibovespa (em USD) e S&P 500 (Base 100 = agosto de 2023) vs. taxas de juros de 10 anos dos EUA


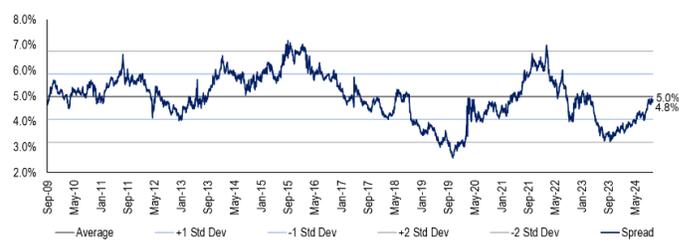
Fonte: Bloomberg

Dito isso, a percepção de risco do Brasil se deteriorou ainda mais em outubro, com os investidores cada vez mais preocupados com as perspectivas das contas fiscais do país. A NTN-B 2035 encerrou outubro em 6,76%, com alta de 40bps m/m e 139bps no acumulado do ano.

O prêmio entre as taxas reais do Brasil e dos EUA manteve a tendência de alta iniciada em setembro do ano passado, encerrando outubro em 4,8%.

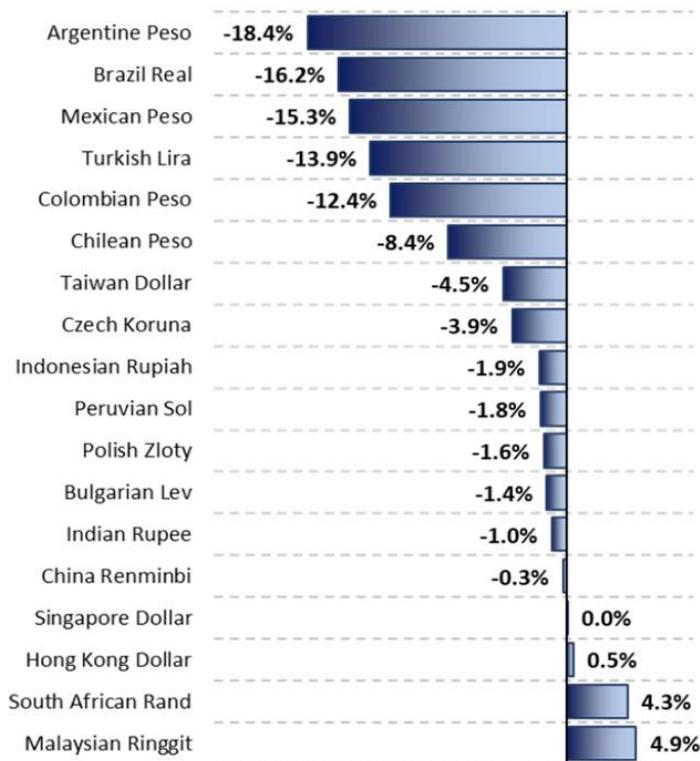
Gráfico 3: Títulos públicos de longo prazo (NTN-B 2035)


Fonte: Banco Central do Brasil, estimativas do BTG Pactual

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


Fonte: Bloomberg

As taxas de longo prazo mais altas nos EUA fortaleceram o dólar em relação à maioria das moedas de mercados emergentes (ME). Apesar das fortes contas externas do Brasil, o real está entre as moedas de ME com pior desempenho no acumulado do ano. Novamente, o aumento do risco fiscal está pressionando o real.

Gráfico 5: Retorno das moedas de Mercado Emergentes


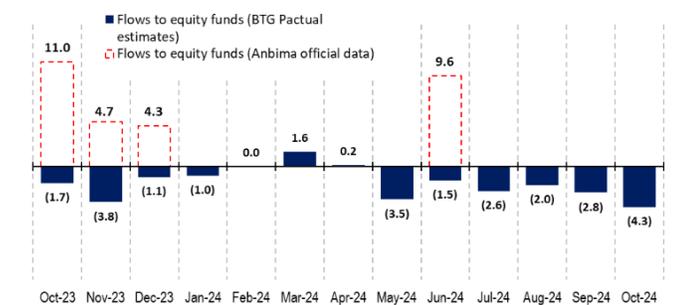
Fonte: Bloomberg

Saídas de capital estrangeiro e local se aceleraram em outubro

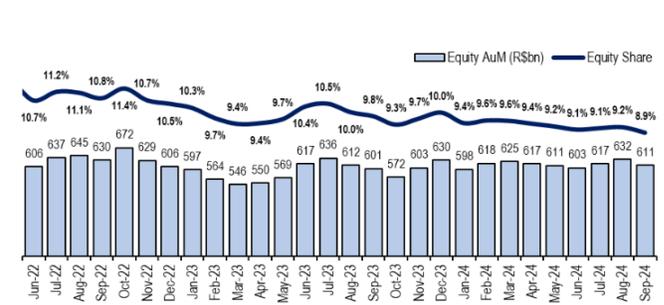
Um declínio não tão rápido da taxa de juros nos EUA (agora modelamos mais dois cortes de 25bps este ano e um ciclo de corte total de 200bps até o final de 2025), taxas Selic mais altas no Brasil e aumento do risco fiscal estão levando tanto os estrangeiros quanto os locais a serem vendedores líquidos de ações brasileiras.

Entre os investidores locais, os fluxos de saída aceleraram para R\$4,3 bilhões em outubro, acima dos R\$2,8 bilhões em setembro e dos R\$2,0 bilhões em agosto. Os fluxos de saída de outubro também foram maiores do que a média dos fluxos de saída no 2T (R\$1,6 bilhão/mês) e no 3T (R\$2,5 bilhões/mês).

Os estrangeiros foram vendedores líquidos pelo segundo mês consecutivo em outubro (R\$1,9 bilhão), acelerando em relação a setembro (R\$1,7 bilhão). De fato, com exceção de julho e agosto (entradas de R\$13,6 bilhões), os estrangeiros foram vendedores líquidos de ações brasileiras em todos os meses deste ano, com saídas totais somando R\$30 bilhões.

Gráfico 6: Fluxos de fundos de ações


Fonte: Anbima, estimativas do BTG Pactual

Gráfico 7: Fundos locais - alocações mensais em ações


Fonte: Anbima, estimativas do BTG Pactual

Os investidores locais podem demorar um pouco mais de tempo antes de comprar ações novamente. Não é porque os múltiplos não sejam atraentes, mas porque o Banco Central do Brasil iniciou um ciclo de aperto monetário em setembro (+25bps) que, acreditamos, poderá levar as taxas de juros do curto prazo para 12,5% em março de 2025 (ciclo total de alta de 200bps).

Todos os olhos voltados para o pacote de corte de gastos do governo

Com os preços dos ativos brasileiros sob enorme pressão, o governo afirmou que está trabalhando em um pacote de ajuste estrutural de gastos. O objetivo é alinhar as despesas obrigatórias mais de perto com o teto de gastos, evitando assim uma rápida compressão dos gastos discricionários e prolongando a vida útil da estrutura fiscal atual. Uma parte significativa dos gastos obrigatórios está se expandindo mais rapidamente do que o limite superior definido pelo teto de gastos (2,5% ao ano em termos reais). Isso está ocorrendo principalmente devido à indexação dos benefícios sociais ao salário-mínimo e ao envelhecimento da população.

Até o momento, a equipe econômica não detalhou formalmente essas medidas, e a única opção descartada é a dissociação dos benefícios previdenciários do salário-mínimo. Com base em nossas estimativas, as medidas listadas somam ~R\$ 57 bilhões no primeiro ano. As principais propostas incluem o ajuste das regras de elegibilidade para o seguro-desemprego e o abono salarial, o aumento da porcentagem de gastos do Fundeb (Fundo Federal de Educação) que conta para a exigência de gastos mínimos com educação e a limitação do crescimento das transferências do governo central para o Fundeb. Medidas como a modificação das regras de aposentadoria militar ou o reforço dos limites salariais para funcionários públicos também foram mencionadas, embora com menos frequência nos últimos dias, e não foram incluídas em nossas estimativas.

Os instrumentos legislativos necessários para a aprovação dessas medidas variam de projetos de lei regulares a emendas constitucionais. Não esperamos que a aprovação do Congresso seja um problema, mas algumas dessas medidas podem nem mesmo chegar ao Congresso devido a vetos do Presidente Lula.

Das propostas listadas, a desindexação dos benefícios sociais do salário-mínimo e a alteração da regra de crescimento dos gastos mínimos com saúde e educação parecem menos prováveis de avançar. Ajustes nos critérios de elegibilidade para programas sociais, enquadrados como esforços para melhorar a eficiência das políticas, parecem mais prováveis. O aumento da parcela de gastos do Fundeb que conta para o gasto mínimo com educação também parece provável, pois representa economias futuras em vez de cortes imediatos.

A reação do mercado a essas medidas dependerá do tamanho e da qualidade do pacote. As expectativas oscilam entre R\$30 bilhões e R\$50 bilhões, mas quanto mais imediato e certo for o impacto das medidas, melhor será a reação do mercado. O atraso na finalização do pacote manteve elevados os prêmios de risco sobre os ativos domésticos, e há uma grande probabilidade de novos atrasos no anúncio. O Ministro da Fazenda Haddad estará na Europa de 4 a 9 de novembro, e Lula estará concentrado na reunião do G20 em 18 e 19 de novembro.

Tabela 2: Medidas possíveis

Medidas	Detalhes	Impacto (R\$ bilhões)	Impacto (R\$ bilhões)	Impacto (R\$ bilhões)
		2025	2026	Acumulado 2 anos
FUNDEB	Aumentar o % dedicado ao gasto mínimo com educação de 30% para 60%	16,5	19,3	35,8
	Limitar as transferências do governo central para 19%	5,2	11,2	16,4
	Auxílio-doença	1,8	3,9	5,6
Desindexar benefícios sociais do Salário-Mínimo	BPC	3,3	7,1	10,4
	Seguro desemprego	1,5	3,3	4,8
	Seguro desemprego para o pescador	0,2	0,3	0,5
Emendas Parlamentares	Abono Salarial	0,9	1,9	2,7
	Limite de crescimento das despesas	-0,2	0,3	0,1
Abono Salarial	Usar a renda per capita e regra de elegibilidade e limite de 1 benefício por família	18,0	19,4	37,4
Seguro desemprego	Reduzir o benefício em proporção a penalidade de encerramento do FGTS	12,0	12,9	24,9
Gasto mínimo com Educação	Limite de crescimento das despesas	-0,5	0,7	0,2
Gasto mínimo com Saúde	Limite de crescimento das despesas	-1,0	1,5	0,5
Total	-	57,4	81,9	139,4

Fonte: BTG Pactual

Os valuations são atraentes, mas menos atraentes quando ajustadas pelas taxas de longo prazo

As ações brasileiras estão sendo negociadas a múltiplos que acreditamos serem relativamente atraentes: 9,1x P/L 12 meses à frente ex-Petro&Vale (7,9x incluindo-os), mais de 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 4,2% (em comparação com a média histórica de 3,1%). Embora o prêmio esteja acima da média histórica, o desempenho muito fraco das ações brasileiras recentemente sugeriria um prêmio mais alto – em outros momentos de estresse, o prêmio estava próximo de 5% ou mais.

Entretanto, o fato de as taxas de longo prazo terem subido tanto e tão rapidamente está impedindo que o prêmio se expanda ainda mais. A compressão das taxas de longo prazo, que poderia vir de uma combinação de taxas de longo prazo mais baixas nos EUA e maior responsabilidade fiscal local, é necessária para que as ações brasileiras se recuperem.

Gráfico 8: Bovespa P/L 12 meses à frente (ex Petro & Vale)


Fonte: B3, estimativas BTG Pactual

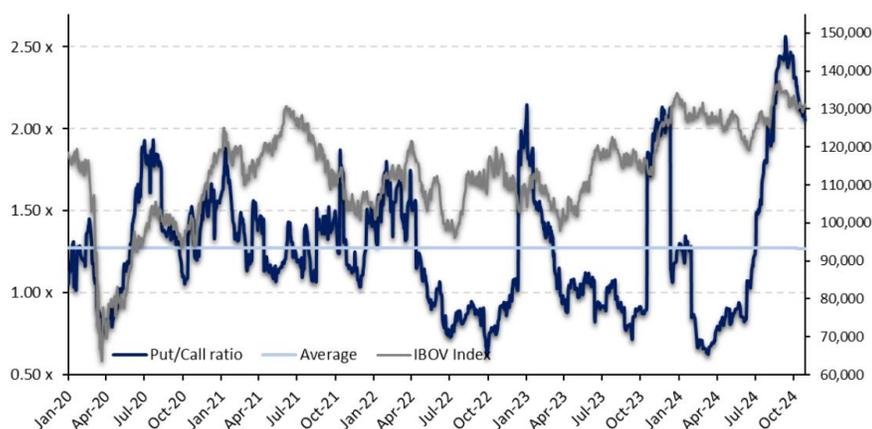
Gráfico 9: Earnings yield (P/L – taxas reais de 10 anos)


Fonte: Bloomberg, estimativas BTG Pactual

Os investidores reduziram a compra de proteção

Depois de um grande aumento nos últimos meses, a relação put/call, que é um bom indicador do nível de proteção que os investidores estão comprando, diminuiu um pouco em outubro – talvez uma indicação inicial de que os investidores locais acham que há muito risco precificado nos preços dos ativos.

Dito isso, a atual relação put/call de 2,05x ainda está bem acima da média de 5 anos de 1,27x.

Gráfico 10: Relação put/call do Ibovespa


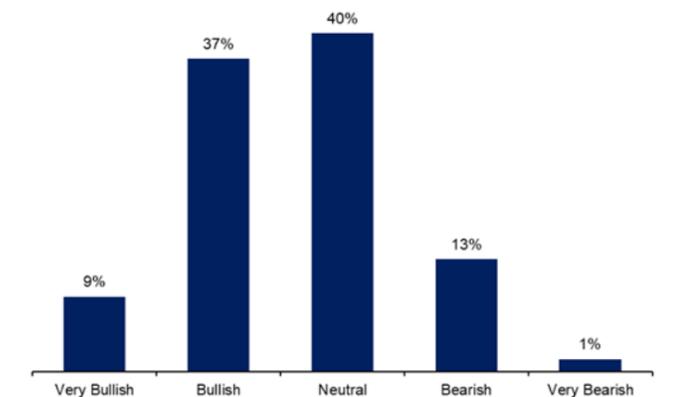
Fonte: Economática e estimativas do BTG Pactual

Análise da percepção dos gestores

Em outubro, realizamos outra da percepção dos gestores para avaliar o sentimento dos investidores, seu posicionamento e os principais temas do mercado (a grande maioria dos entrevistados é local). De modo geral, detectamos uma clara mudança de humor, com os investidores mais pessimistas em meio aos contínuos desafios fiscais do país (apesar das manchetes recentes sobre cortes de gastos). Os sinais que apontam para uma percepção mais pessimista incluem: Posicionamento neutro a pessimista (com 66% dos entrevistados), apenas ~30% buscando aumentar a exposição ao Ibovespa nos níveis atuais, aumento dos resgates de fundos e um aumento acentuado na preferência por serviços básicos (refletindo uma postura mais defensiva). Embora a maior parte dos entrevistados (58%) ainda veja o Ibovespa como subvalorizado, os níveis de confiança permanecem baixos, com os investidores lutando para ver catalisadores para uma

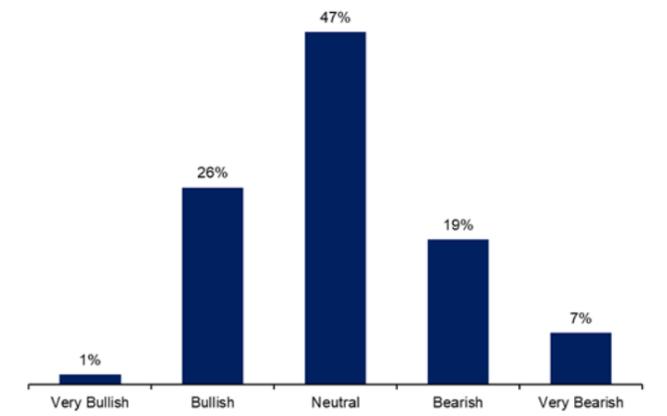
expansão de múltiplos no curto prazo. No geral, o clima parece cauteloso, com os gestores esperando um mercado desafiador no futuro.

Gráfico 11: Níveis de sentimento do Ibovespa – setembro de 2024



Fonte: BTG Pactual

Gráfico 12: Níveis de sentimento do Ibovespa – outubro de 2024

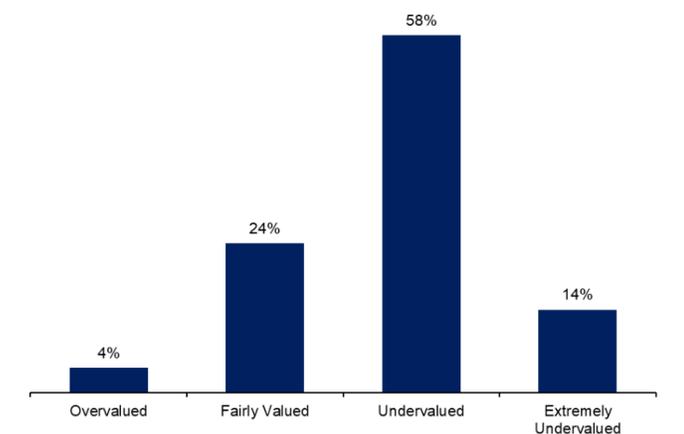


Fonte: BTG Pactual

Principais conclusões de nossa pesquisa

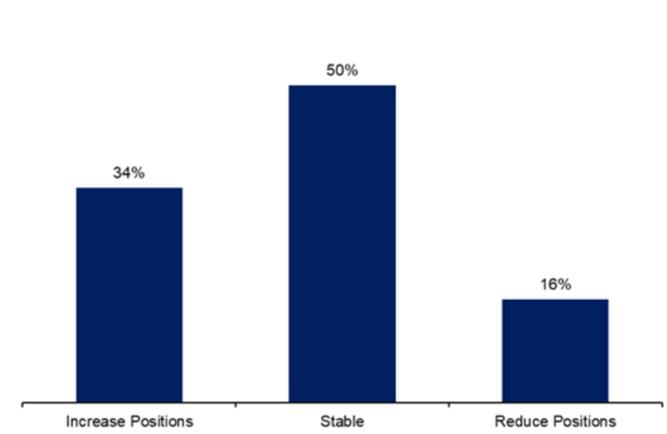
1: Sentimento: Percebemos uma deterioração no sentimento dos investidores este mês (apenas 26% de alta e 1% de muita alta, em comparação com 37% e 9% um mês atrás). A maioria dos investidores está "neutro" (cerca de 50% dos entrevistados), o que indica claramente que os níveis de convicção estão muito baixos.

Gráfico 13: Percepção do Ibovespa



Fonte: BTG Pactual

Gráfico 14: Intenções de posicionamento



Fonte: BTG Pactual

2: Valuation: Os investidores ainda acham que o Ibovespa está relativamente barato (58% dos entrevistados consideram o IBOV subvalorizado e 14% extremamente subvalorizado), mas os fundos parecem hesitantes em assumir riscos adicionais, com apenas 34% dispostos a aumentar suas posições em ações brasileiras.

3: Fluxos: Embora a maioria dos fundos que pesquisamos ainda esteja relatando estabilidade (58%, contra 63% no mês passado), os resgates continuam sendo um problema persistente (31% dos entrevistados estão enfrentando fluxos de saída, contra 21% há um mês).

4: Exposição aos EUA e à América Latina: Sentimos que os investidores estão céticos com relação aos mercados dos EUA, não inclinados a aumentar suas posições (68% mantêm a exposição como está), com a maioria com menos de 10% de exposição na carteira, de acordo com nossa pesquisa. Com relação à América Latina, a Argentina continua no centro das atenções, enquanto o México ganhou alguma atenção.

5: Temas macro dominantes: Brasil: A perspectiva fiscal é a questão predominantemente dominante no país (97% dos votos). Global: as principais preocupações incluem as taxas de juros dos EUA (36%), as eleições nos EUA (23%), o crescimento chinês (22%), a geopolítica (11%) e uma possível recessão nos EUA (8%).

6: Qual é a projeção dos investidores? Os investidores parecem mais conservadores desta vez, com a maioria visando a faixa atual de 130 mil a 140 mil para o Ibovespa (58% vs. 35% em setembro) e poucos esperando que ele ultrapasse 140 mil (apenas 8% vs. 42% no mês passado). As expectativas para o real também estão mais depreciadas, com a maioria (62%) projetando níveis de 5,40 - 5,60.

7: Principal alocação para Compra (setor): O setor de serviços básicos voltou a ser o favorito consensual, com um aumento acentuado na preferência (40% dos votos neste mês, ante 23% no mês passado). O setor financeiro está em segundo lugar.

8: Principal alocação para Venda (setor): O setor de Materiais Básicos ainda é o favorito para vendas (short), embora menos consensual (29% contra 37%). O varejo também continua sendo um setor "fora do radar".

9: Principais ativos para Compra: ELET, SBSP, ITUB.

10: Principais ativos para Venda: VALE, WEGE, ASAI. Parece haver uma falta de convicção para essas teses, pois as respostas foram pulverizadas.

11: Principais ativos de alto risco não consensuais: CSAN, TEND e VAMO. (A Tenda é a novidade deste mês).

10SIM de novembro: Há muita coisa precificada; é possível uma recuperação

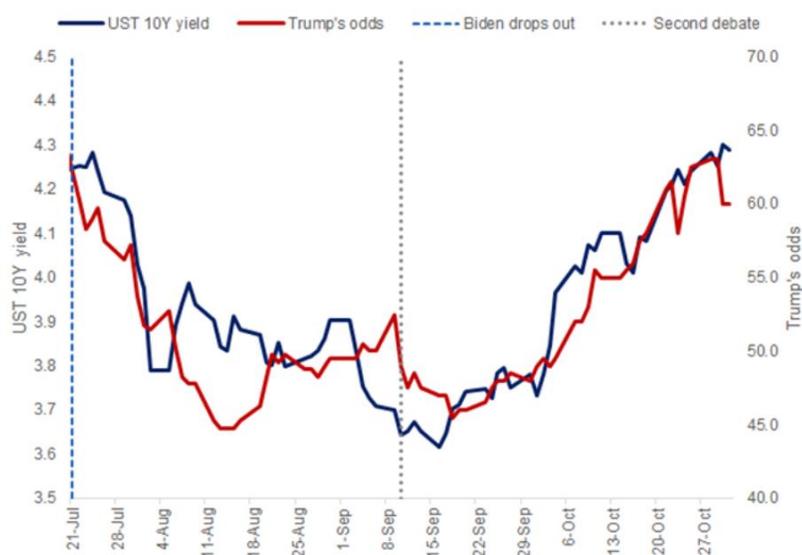
Neste momento, acreditamos que há muito risco precificado no valuation dos ativos brasileiros. Os investidores continuam céticos quanto ao fato de que o governo anunciará um pacote considerável e confiável de medidas para reduzir estruturalmente e, talvez mais importante, evitar o crescimento acelerado das despesas públicas.

Embora não tenhamos evidências confiáveis sobre quais medidas fiscais serão anunciadas e qual poderia ser o nível dos cortes (há números que variam de R\$ 30 bilhões a R\$ 50 bilhões), acreditamos que as expectativas são tão baixas que qualquer pacote relevante poderia ajudar a reduzir, mesmo que um pouco, o grande prêmio implícito nas taxas de longo prazo do Brasil.

Nos EUA, os mercados parecem ter precificado totalmente uma vitória de Trump nas próximas eleições – o aumento de suas chances de vitória é seguido pelo aumento das taxas de juros de 10 anos. Por outro lado, uma onda vermelha (ou seja, o Partido Republicano ganhando o Senado, a Câmara e a Presidência) pode estar apenas parcialmente precificada. Dito isso, o tamanho da vitória é importante, pois os republicanos mais moderados podem se opor a uma legislação mais radical. Em suma, mesmo que não totalmente, acreditamos que uma parte relevante do risco associado a uma vitória republicana parece estar precificada.

Além disso, o ciclo de flexibilização monetária nos EUA (modelamos um total de cortes de 200bps até o final de 2025) é, sem dúvida, positivo para os mercados emergentes, especialmente para o Brasil.

Gráfico 15: Probabilidade de vitória de Trump vs. taxas de juros de 10 anos dos EUA



Fonte: Bloomberg e estimativas do BTG Pactual

Na China, o mais recente pacote de estímulo monetário e fiscal agressivo do governo pode ser seguido por medidas fiscais adicionais (a serem anunciadas já na próxima semana) que podem ajudar a recuperar a economia do país.

A combinação da queda das taxas de juros dos EUA e melhores perspectivas para a economia chinesa pode fazer com que as ações brasileiras subam, especialmente se o governo brasileiro mostrar que o ajuste fiscal está na agenda.

Com isso em mente, decidimos aumentar o risco ao nosso portfólio em novembro. Estamos retirando a fabricante de cerveja Ambev da 10SIM após concluir que o ambiente competitivo no Brasil é mais difícil do que pensávamos e substituindo-a pela empresa de aluguel de carros Localiza. Esperamos que os resultados do terceiro trimestre da empresa mostrem uma melhora nas margens de aluguel e uma melhor gestão dos custos de depreciação, indicando que o spread do ROIC pode se recuperar gradualmente para níveis históricos. Negociando a 13x P/L para 2025E, vemos espaço para uma expansão de múltiplos à medida que a lucratividade melhorar.

Também decidimos aumentar nossa exposição ao setor varejo, adicionando a Lojas Renner a 10SIM. Embora o segmento de varejo de vestuário tenha crescido em meio a desafios estruturais (aumento da penetração do e-commerce, concorrência internacional e fintechs, para citar alguns), a maioria deles parece ter sido precificada – a ação teve uma desvalorização significativa e agora a vemos sendo negociada a 11x P/L para 2025E. Ao mesmo tempo, esperamos que o novo centro de distribuição aumente a lucratividade e a produtividade das lojas, e que as vendas permaneçam sólidas em função da forte atividade econômica e das boas condições de crédito, o que deve se traduzir em melhores resultados no 3T e no 4T. Ao adicionar a LREN, estamos aumentando nossa exposição ao setor de varejo para 20% – nossa outra escolha é a fabricante de joias Vivara.

Estamos trazendo a gigante estatal de Petróleo & Gás, Petrobras de volta à 10SIM. Embora seus resultados do terceiro trimestre devam ser fracos devido aos preços mais baixos do Brent (-7% t/t), acreditamos que o próximo anúncio do novo Plano Estratégico (PE) de cinco anos da empresa, no final de novembro, apresenta uma relação de risco/retorno atraente. O capex (headline) pode aumentar, mas há uma boa chance de que o capex de 2025/2026 seja reduzido, criando espaço para pagamentos adicionais de dividendos – na verdade, dividendos extraordinários também podem ser anunciados em novembro.

Para criar espaço para a Renner e a Petrobras, estamos removendo a Rede D'or e a Porto Seguro.

Estamos aumentando nossa exposição ao Itaú de 10% para 15%, depois de optarmos por remover a Porto Seguro – agora temos 15% de nossa carteira exposta ao setor financeiro, ante 20% no mês passado. Também estamos reduzindo nossa exposição a serviços básicos para 20%, ante 25%, mantendo as mesmas ações: Eletrobras e Equatorial.

Mantemos nossa exposição à Marcopolo, fabricante de ônibus, à Vale, gigante do minério de ferro, e à Cyrela, construtora de imóveis de alto renda.

Tabela 3: Mudanças no 10SIM™ (Outubro vs. Novembro)

Outubro				Novembro			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%	Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%
Vale	Siderurgia & Mineração	VALE3	10%	Vale	Siderurgia & Mineração	VALE3	10%
Ambev	Alimentos & Bebidas	ABEV3	10%	Localiza	Locação de Veículos	RENT3	10%
Eletrobras	Serviços Básicos	ELET3	15%	Eletrobras	Serviços Básicos	ELET3	15%
Rede D'Or	Saúde	RDOR3	10%	Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	10%
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%
Porto Seguro	Financeiro (ex-Bancos)	PSSA3	10%	Lojas Renner	Consumo & Varejo	LREN3	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 novembro

Vivara (VIVA3)

A tese da Vivara sofreu uma grande reviravolta nos últimos meses. Anteriormente uma decisão 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 volatilidade de notícias, 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 negociada a 11x P/L para 2025, o valuation atual ainda oferece um potencial de valorização atraente.

Itaú Unibanco (ITUB4)

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 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 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 resumo, vimos uma combinação muito boa de crescimento e (alta) lucratividade no banco premium incumbente do Brasil no segundo trimestre, que deve continuar no terceiro trimestre. A iniciativa One Itaú também é um tema muito discutido, embora ainda seja difícil "tangibilizar" sua relevância 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. O banco 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.

Vale (VALE3)

Temos sido cautelosos em relação à tese da Vale há vários meses, principalmente devido à deterioração do ambiente macro e a alguns fatores de risco (por exemplo, Samarco, sucessão do CEO, questões do Conselho...). No entanto, devemos admitir que as recentes medidas de estímulo anunciadas pelos formuladores de políticas chineses superaram nossas expectativas, desencadeando um short squeeze significativo no mercado. Embora ainda tenhamos dúvidas sobre o impacto de longo prazo dessas medidas, e que 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). No lado micro, a conclusão da negociação da Samarco apontou para um resultado mais favorável do que o esperado pelo mercado, reduzindo a pressão sobre a tese. O desempenho operacional continua melhorando acentuadamente, com a Vale até mesmo atualizando seu guidance de produção de minério de ferro para o ano (a primeira vez em anos), e o desempenho de custos tem estado acima de nossas expectativas. De modo geral, vemos alguns sinais verdes no horizonte da empresa, o que, juntamente com o posicionamento leve dos investidores, deve ser um bom sinal para o desempenho das ações no curto prazo. Além disso, o esperado pacote fiscal chinês a ser anunciado de 4 a 8 de novembro poderá aumentar a confiança dos investidores no ambiente macroeconômico da China. Consideramos que o valuation é "apenas" razoável, com a Vale sendo negociada a 4x o EBITDA para 2025 e Dividend yields na faixa de 6-7% para o próximo ano.

Petrobras (PETR4)

Depois de remover a ação da 10SIM nos últimos dois meses, estamos adicionando novamente a Petrobras ao portfólio. É provável que os resultados do terceiro trimestre sejam relativamente fracos devido aos preços mais baixos do Brent (-7% t/t), mas acreditamos que o próximo anúncio do novo Plano Estratégico de cinco anos da empresa, no final de novembro, apresenta uma relação de risco/retorno atraente. Espera-se que o capex (headline) aumente, mas esperamos uma curva de capex mais estável e vemos um bom potencial para investimentos de curto prazo mais baixos (2025 e 2026), apoiando as expectativas de dividendos sólidos em um futuro próximo. Além disso, acreditamos que dividendos extraordinários poderão ser anunciados em novembro e, dependendo das conclusões do novo plano estratégico de 5 anos, a probabilidade de dividendos especiais nos próximos anos também poderá aumentar. Com maior visibilidade operacional, forte geração de caixa (FCFE) e custos (breakeven) mais baixos, a Petrobras é a opção mais segura em nossa cobertura de Petróleo & Gás.

Lojas Renner (LREN3)

O segmento de vestuário tem sido um dos que mais mudaram/sofreram disrupções em nosso universo de cobertura: crescente penetração do e-commerce, concorrência internacional, consumidores que estão buscando preços menores após o pico da

pandemia (quando a maioria das empresas aumentou os preços para lidar com a alta perspectiva inflacionária) e plataformas de crédito proprietárias que enfrentam mais concorrência das fintechs. Embora seja difícil separar as tendências temporárias das tendências estruturais nas operações varejistas e no negócio de financiamento ao consumidor, gostamos das iniciativas para melhorar o sortimento e os prazos de entrega por meio do novo centro de distribuição, o que deve aumentar a lucratividade e a produtividade das lojas – na verdade, as iniciativas começaram a dar frutos, que devem aparecer gradualmente nos resultados da LREN nos próximos trimestres. Juntamente com um nível de competição mais nivelado em relação aos operadores internacionais e um valuation atraente de 11x P/L para 2025, mantemos nossa visão positiva sobre a tese, mesmo após a recente alta das ações.

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) resultados melhores das operações internacionais e (v) maiores volumes do Programa Caminho da Escola. Além disso, a POMO está cada vez mais bem-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.

Localiza (RENT3)

A Localiza está sendo negociada a um valuation barato de 13x P/L para 2025 (em comparação com a média histórica de 20x), impulsionada pela forte queda no acumulado do ano e particularmente após o segundo trimestre. Esperamos que os resultados mais limpos do terceiro trimestre sirvam como catalisador, principalmente se a empresa conseguir melhores margens de aluguel e melhor gerenciamento dos custos de depreciação, conforme projetado. Além disso, à medida que a empresa restabelecer seus níveis de ROIC, é provável que a ação volte a se valorizar. Embora o ambiente de altas taxas de juros apresente desafios, a melhoria das condições de compra de automóveis e a crescente infraestrutura para vender e preparar carros usados devem ajudar a aliviar a pressão sobre os negócios da Seminovos.

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 para o segmento 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 2025), essa continua sendo nossa Top Pick entre as construtoras de imóveis de média/alta renda. Assim, mantemos a Cyrela em nosso portfólio 10SIM.

Eletrobras (ELET3)

Vemos a Eletrobras sendo negociada a uma TIR real atraente de 13,2%, apesar de um cenário que poderia ter permitido que a empresa vendesse contratos de energia de 3 a 5 anos. A administração está trabalhando no turnaround (cortando custos e vendendo ativos) e esperamos que a tendência continue. Os investidores, naturalmente, estão ansiosos para ver a empresa fechar um acordo de governança com o governo federal, mas essa é uma variável mais difícil de prever. Em nossa opinião, quanto mais a empresa vende energia e ajusta sua estrutura, mais nos aproximamos do dia em que ela se tornará uma grande pagadora de dividendos.

Equatorial (EQTL3)

A EQTL é uma de nossas principais opções de carregamento. Com uma TIR próxima a 11%, acreditamos que o nome seja uma boa tese de carregamento e uma ótima composição de portfólio, dadas todas as características dos ativos que administra (proteção contra a inflação, previsibilidade, crescimento orgânico da RAB etc.).

Tabela 4: 10SIM para novembro de 2024

Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mi)	EV/EBITDA		P/L		P/VP	
					2024	2025	2024	2025	2024	2025
Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	10%	486.277	3,2x	3,2x	5,5x	4,4x	1,2x	1,1x
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	15%	318.983	n.a.	n.a.	8,4x	7,6x	1,8x	1,7x
Vale	Siderurgia & Mineração	VALE3	10%	264.937	4,0x	4,0x	4,8x	5,5x	1,1x	1,0x
Eletrobras	Serviços Básicos	ELET3	10%	86.613	6,4x	5,5x	20,7x	6,6x	0,8x	0,8x
Localiza	Locação de Veículos	RENT3	10%	45.077	7,2x	6,3x	27,3x	13,0x	1,7x	1,5x
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	40.088	8,2x	8,0x	19,4x	13,6x	1,6x	1,5x
Lojas Rennner	Consumo & Varejo	LREN3	10%	17.755	7,6x	6,7x	13,8x	11,0x	1,6x	1,5x
Marcopolo	Bens de Capital	POMO4	5%	8.776	6,0x	5,2x	7,6x	6,0x	2,3x	2,0x
Cyrela	Construção civil	CYRE3	10%	8.151	7,5x	6,4x	6,1x	5,0x	0,9x	0,8x
Vivara	Consumo & Varejo	VIVA3	10%	6.008	8,1x	6,9x	12,8x	10,9x	2,5x	2,1x

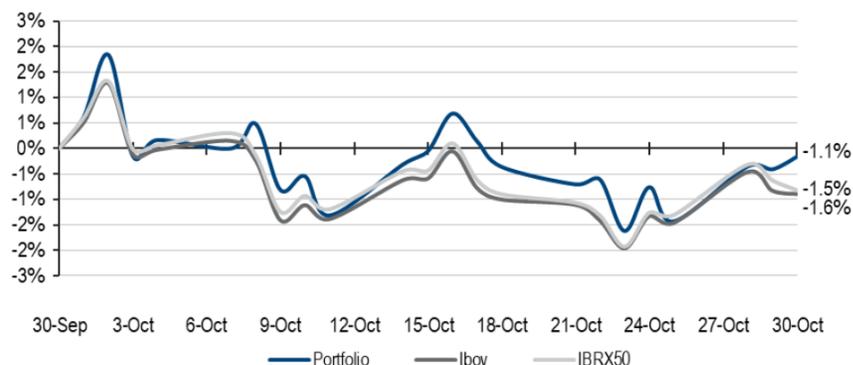
Fonte: Econômica, BTG Pactual

Rentabilidade da 10SIM™ em outubro

Rentabilidade mensal*

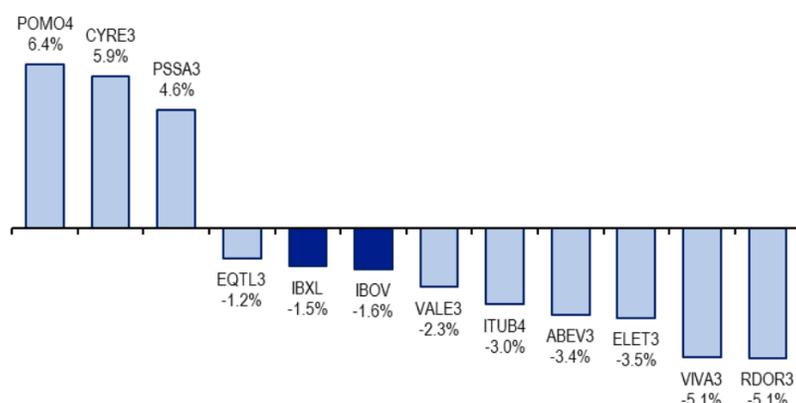
Em outubro, o desempenho do nosso portfólio 10SIM™ foi de -1,1%, superando o Ibovespa (-1,6%) e o IBrX-50 (-1,5%), conforme mostrado no gráfico abaixo.

Gráfico 16: Rentabilidade em outubro de 2024*



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

Gráfico 17: Desempenho das ações em outubro de 2024

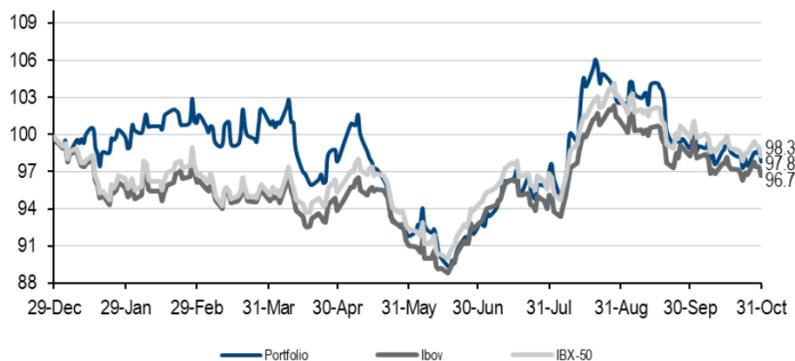


Fonte: BTG Pactual, Economática

Rentabilidade em 2024 (*)

Desde 31 de dezembro de 2023, nosso portfólio 10SIM teve uma queda de 2,2%, em comparação com -3,3% para o Ibovespa e -1,7% para o IBX-50. A taxa CDI subiu +8,9% no período.

Gráfico 18: Rentabilidade acumulada de 2024*

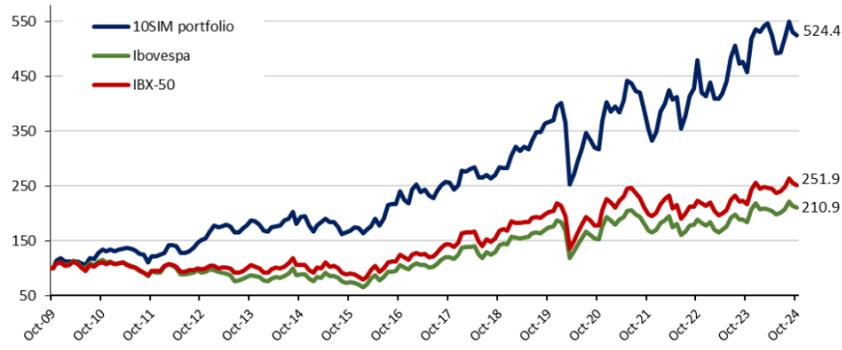


Fonte: BTG Pactual, Economática, (*) rentabilidade considerando o último preço de fechamento

Desempenho histórico

Desde outubro de 2009, quando Carlos E. Sequeira assumiu a gestão do portfólio 10SIM, a 10SIM teve uma alta de 424,4%, em comparação com 110,9% para o Ibovespa e 151,9% para o IBX-50.

Gráfico 19: Rentabilidade desde out/2009*



Fonte: BTG Pactual, Econômica

Tabela 5: Rentabilidade mensal histórica*

	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ	No ano	IBOV	Carteira Acum.	IBOV Acum.
2009													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%	-3,6%	-1,1%			-2,2%	-3,3%	424,4%	110,9%

Fonte: Econômica, 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.btgactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx