



Carteira Recomendada de Ações (10SIM)

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Dezembro 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

Modo sobrevivência; pacote fiscal: Muito pouco, muito tarde

A situação fiscal do Brasil vem se deteriorando rapidamente e, a esta altura, parece claro que, sem mudanças mais robustas no orçamento, a estrutura fiscal existente é insustentável e a trajetória da dívida é explosiva. Com isso em mente, decidimos tornar nosso portfólio muito mais defensivo. Estamos adicionando ações com um fluxo de caixa de curta duração, pagadoras de altos dividendos e empresas que ganham com um dólar mais forte.

BBSE e TIM, pagadoras de dividendos, entram no lugar da Renner e Vivara

Estamos adicionando a seguradora BBSE, que se beneficia de taxas Selic mais altas e está pagando dividendos elevados (dividend yield de 11%), e a TIM, que modelamos para retornar 17% de seu valor de mercado aos investidores nos próximos 18 meses, substituindo as varejistas Renner e Vivara.

Aumento da exposição cambial: WEG e Suzano substituindo Localiza e Vale

Estamos aumentando nossa exposição cambial ao substituir a Localiza pela WEG, que não é barata (30x P/L), mas oferece crescimento resiliente e exposição cambial favorável. E estamos substituindo a Vale pela Suzano, pois consideramos esta última uma tese mais barata, com sinais melhores para o preço de celulose e como uma defesa melhor contra o dólar. Temos alguma exposição adicional ao câmbio por meio da Marcopolo (10% das vendas em dólares) e da Petrobras, que também é uma forte pagadora de dividendos. Na verdade, estamos aumentando o peso da Petrobras na 10SIM de 10% para 15%.

Sabesp e Copel entram, substituindo EQTL e ELET; Itaú e Cyrela permanecem

Estamos mantendo nossa exposição de 20% a serviços básicos, mas substituindo a EQTL e a ELET pela Sabesp e Copel. O Itaú e a construtora Cyrela permanecem na 10SIM, mas estamos reduzindo nossa exposição à Cyrela de 10% para 5%, em outro movimento para reduzir o risco do portfólio.

Tabela 1: Portfólio 10SIM para dezembro/24

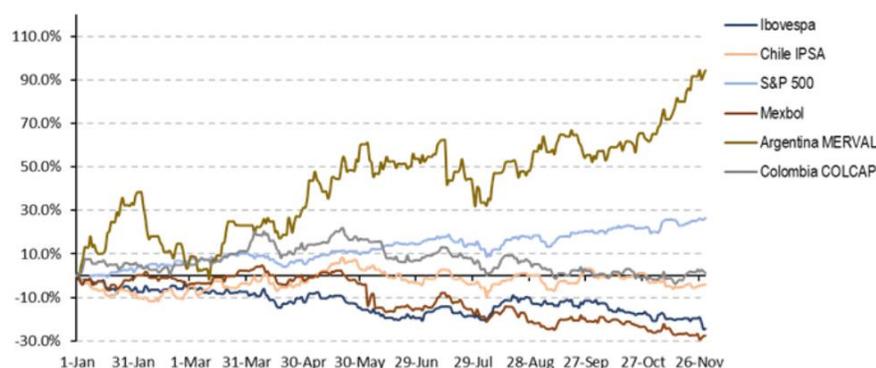
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mi)	EV/EBITDA		P/L		P/VPA	
					2024	2025	2024	2025	2024	2025
Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	15%	529.057	3,3x	3,3x	5,9x	4,7x	1,3x	1,1x
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	15%	299.012	n.a.	n.a.	7,9x	7,2x	1,7x	1,7x
Weg	Bens de Capital	WEGE3	10%	226.306	26,3x	22,0x	36,9x	30,0x	11,0x	9,9x
Suzano	Papel & Celulose	SUZB3	10%	77.329	5,8x	5,5x	16,1x	7,5x	1,6x	1,4x
BB Seguridade	Financeiro	BBSE3	10%	65.088	n.a.	n.a.	8,5x	8,0x	7,1x	6,5x
Sabesp	Serviços Básicos	SBSP3	10%	63.553	7,4x	6,6x	14,7x	12,4x	1,9x	1,7x
Tim	Telecom	TIMS3	10%	38.339	4,1x	3,8x	12,6x	10,8x	1,4x	1,5x
Copel	Serviços Básicos	CPL6	10%	27.695	8,4x	8,1x	11,1x	13,9x	1,1x	1,1x
Marcopolo	Bens de Capital	POMO4	5%	8.804	5,8x	5,2x	7,5x	6,0x	2,4x	2,1x
Cyrela	Construção civil	CYRE3	5%	6.899	6,5x	5,6x	5,1x	4,5x	0,8x	0,7x

Fonte: Economática, BTG Pactual

Modo sobrevivência

Os ativos de risco brasileiros se deterioraram acentuadamente nos últimos meses, uma vez que a confiança dos investidores na sustentabilidade da estrutura fiscal do país e na trajetória da dívida atingiu as mínimas de vários anos. A essa altura, o ritmo insustentável da deterioração da dívida está claro para todos. O Ibovespa encerrou mais um mês no negativo (queda de 3,1% em real e 6,9% em dólar), tornando-se um dos mercados acionários com pior desempenho global este ano (o mercado caiu 24,4% no acumulado do ano em dólar).

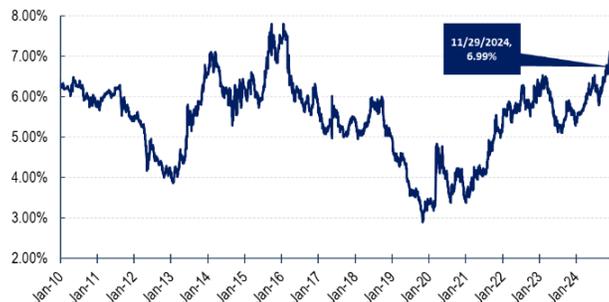
Gráfico 1: Ibovespa vs. outros mercados (base dólar)



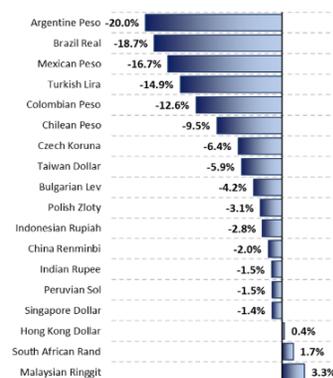
Fonte: Bloomberg

Embora o Ministro da Fazenda esteja trabalhando para realizar os tão necessários cortes de gastos, parece haver uma falta de apoio político para mudanças mais estruturais no orçamento. Portanto, os preços dos ativos estão caindo para níveis que lembram a problemática era Dilma (com taxas reais de NTN-B de 10 anos próximas a 7%), embora ainda haja algum caminho a percorrer.

Considerando a carga muito alta da dívida, as altas taxas de juros e o ritmo potencialmente acelerado da deterioração fiscal, a única maneira de os preços dos ativos se estabilizarem/melhorarem seria se o governo implementasse mais mudanças estruturais no orçamento, o que parece improvável neste momento.

Gráfico 2: Títulos públicos de longo prazo (NTN-B 2035)


Fonte: Banco Central do Brasil, estimativas do BTG Pactual

Gráfico 3: Retorno das moedas de Mercado Emergentes


Fonte: Bloomberg

Expectativas de inflação elevada: As taxas de juros do curto prazo devem subir muito mais

Para piorar a situação, uma economia superaquecida aumenta a incerteza fiscal, elevando as expectativas de inflação. Nesse momento, nossa equipe macroeconômica projeta que a inflação encerrará 2024 em 5,1% e permanecerá relativamente alta em 2025, em 4,8%, em comparação com uma meta de 3,0%.

Para trazer a inflação de volta à meta, o Banco Central iniciou um ciclo de aumento da taxa de juros em setembro (25bps), seguido de mais 50bps em novembro, aumentando a taxa Selic para 11,25%. Apesar de o Banco Central ter indicado que seria favorável à manutenção do ritmo de 50bps nas próximas reuniões, acreditamos que a piora da inflação e a desancoragem das expectativas podem levar a autoridade monetária a acelerar o ritmo de aumento das taxas já em dezembro.

Nesse ponto, modelamos um aumento de 75bps em dezembro e janeiro, seguido de um aumento final de 50bps em março, levando a taxa Selic para 13,25% no final do 1T25, mais do que o projetado inicialmente. Na verdade, com os dados mais recentes, é provável que nossa equipe econômica revise a taxa terminal para cima nos próximos meses.

Naturalmente, taxas mais altas devem desacelerar a atividade econômica e ter um impacto negativo sobre os lucros das empresas, especialmente dos players mais alavancados.

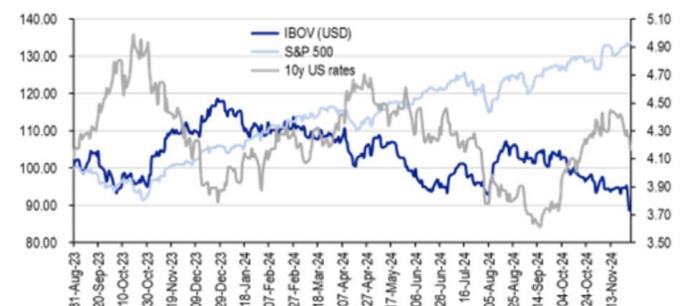
O cenário externo também não está ajudando

A dominância dos republicanos nas eleições dos EUA, vencendo a presidência, o Senado e a Câmara, confirmou um cenário que aponta para taxas de juros de longo prazo mais altas – a taxa de 10 anos encerrou novembro em 4,17%, com alta de 29bps no longo prazo.

Além disso, o ciclo de flexibilização monetária nos EUA pode ser menos intenso e rápido do que o esperado originalmente. Neste momento, nossa equipe econômica prevê cortes adicionais de 125bps (um de 25bps em dezembro e mais quatro de 25bps no próximo ano) para um movimento total de 200bps, mas é provável que nossa equipe reduza as estimativas de cortes de taxas no curto prazo.

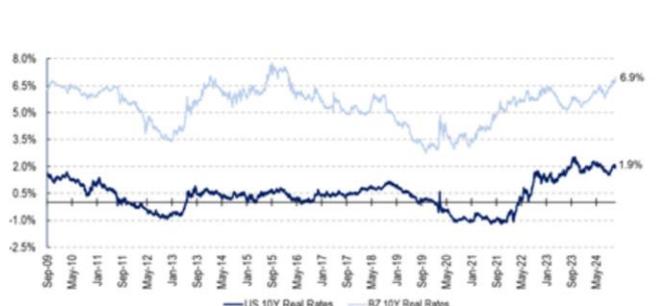
Sem dúvida, o aumento das taxas de juros de longo prazo nos EUA é parcialmente responsável pelo aumento das taxas reais de longo prazo do Brasil e pela queda das ações.

Gráfico 4: Ibovespa (em USD) e S&P500 vs. taxas de juros de 10 anos dos EUA



Fonte: Economatica, estimativas do BTG Pactual

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



Fonte: Economatica, estimativas do BTG Pactual

Na China, o pacote de estímulo esperado decepcionou. Os formuladores de políticas chineses aprovaram um pacote que permite que os governos locais aloquem 10 trilhões de yuans (US\$ 1,40 trilhão) para reduzir a dívida fora do balanço. O anúncio ficou significativamente aquém das expectativas do mercado, pois carecia de medidas de apoio ao consumidor, além de não oferecer garantias de que os mercados imobiliários se estabilizariam.

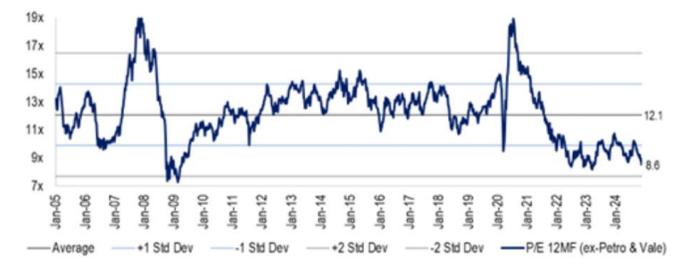
Além disso, os economistas estão reduzindo as projeções de crescimento do PIB da China para 2025 em 0,5-1% devido às consequências de uma guerra comercial crescente (após as eleições nos EUA).

Os múltiplos estão baixos, mas isso importa agora?

As ações brasileiras estão sendo negociadas a múltiplos que acreditamos serem relativamente atraentes: 8,6x P/L 12 meses à frente ex-Petro&Vale (7,5x 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 4,5% (em comparação com a média histórica de 3,1%). Embora o prêmio esteja acima da média histórica, a trajetória altamente incerta da dívida pública do Brasil pode manter as taxas de longo prazo sob pressão e impedir uma recuperação mais pronunciada das ações brasileiras. Em outros momentos de estresse, o prêmio para manter ações ficou próximo de 6%.

Em nossa opinião, a única maneira de os preços dos ativos se estabilizarem/melhorarem seria se o governo implementasse mudanças mais estruturais no orçamento, o que parece improvável neste momento.

Gráfico 6: Bovespa P/L 12 meses à frente (ex Petro & Vale)


Fonte: B3, estimativas BTG Pactual

Gráfico 7: Earnings yield (P/L – taxas reais de 10 anos)


Fonte: Bloomberg, estimativas BTG Pactual

Muito pouco, muito tarde

De Fabio Serrano, economista do BTG Pactual

Após um longo debate, o governo anunciou medidas de corte de gastos. A proposta visa a reduzir o crescimento das despesas obrigatórias, proporcionando maior sustentabilidade ao quadro fiscal.

As medidas decepcionaram tanto nossas expectativas quanto a grande maioria do mercado. Nos últimos dias, várias propostas importantes foram vetadas, como as mudanças no seguro-desemprego, ou significativamente enfraquecidas, como as modificações no abono salarial e no Fundeb. Além disso, novas medidas com efeitos pouco claros sobre as projeções foram anunciadas, incluindo um orçamento fixo de subsídios, uma extensão da lei Aldir Blanc, uma desindexação da receita (DRU) e a inclusão de gatilhos definidos para 2027.

Estimamos um impacto total de R\$ 46 bilhões em dois anos e de R\$ 242 bilhões até 2030, em comparação com uma estimativa do governo de R\$ 71,9 bilhões em dois anos e de R\$ 327 bilhões até 2030.

Nossas simulações indicam que as medidas apoiarão a estrutura fiscal até 2026. No entanto, isso depende muito da eficácia das medidas pente-fino. Se essas economias não forem consideradas, esperamos um cenário desafiador para o limite de gastos já em 2025.

Tabela 2: Medidas de corte de gastos (R\$ bilhões)

Categoria	Medidas	2025	2026	2027	2028	2029	2030	Acum. 2 anos	Acum. 6 anos	
Medidas Estruturais		3,0	16,9	22,7	31,4	41,2	52,3	19,9	167,5	
	Abono	1,5 SM	0,0	0,0	0,8	1,7	2,8	4,0	0,0	9,3
	Salário Mínimo	Limite arcabouço	2,6	13,2	16,7	22,7	29,6	37,4	15,7	122,1
	Emendas parlamentares	IPCA + {0,6% ; 2,5%}	0,0	0,6	1,1	1,8	2,5	3,3	0,6	9,3
	Super-salários	Limite	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	FCDF	IPCA	0,4	1,2	2,1	3,0	4,1	5,2	1,6	16,0
Militares	Idade min, mortos fictícios, pensões	0,0	2,0	2,1	2,2	2,2	2,3	2,0	10,8	
Medidas de Flexibilização Orçamentária		6,8	6,0	6,2	3,4	3,6	5,8	12,8	31,8	
	FUNDEB	Fundir com Escola Tempo Integral	4,8	5,0	5,2	5,4	5,6	5,8	9,8	31,8
	Aldir Blanc	Realocação no tempo	2,0	1,0	1,0	-2,0	-2,0	0,0	3,0	0,0
	Emendas de Comissão	50% p/ min. saúde	0	0	0	0	0	0	0	0
Pente-fino		6,5	6,7	7,0	7,3	7,6	7,9	13,2	43,0	
	BPC	Fim do acumulo c/ PBF	2,1	2,2	2,3	2,4	2,5	2,6	4,3	13,9
	Bolsa Família	Famílias unipessoais	4,4	4,6	4,7	4,9	5,1	5,3	8,9	29,1
Medidas de Receita		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
	Benefício tributário	Proibido criar/renovar se <0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	Total	16,3	29,7	35,9	42,1	52,4	66,0	45,9	242,3	
	Total despesa exd. pente-fino	9,8	22,9	28,9	34,8	44,8	58,1	32,7	199,3	
Pente-fino (agosto)		20,0	21,2	22,3	23,5	24,7	26,0	41,2	137,7	
	Bolsa Família	Pente fino - agosto	2,0	2,1	2,2	2,2	2,3	2,4	4,1	13,3
	Previdência	Pente fino - agosto	10,5	11,1	11,6	12,2	12,8	13,4	21,6	71,5
	Seguro Desemprego	Pente fino - agosto	1,1	1,2	1,3	1,3	1,4	1,5	2,3	7,8
	BPC	Pente fino - agosto	6,4	6,9	7,3	7,7	8,2	8,7	13,3	45,1

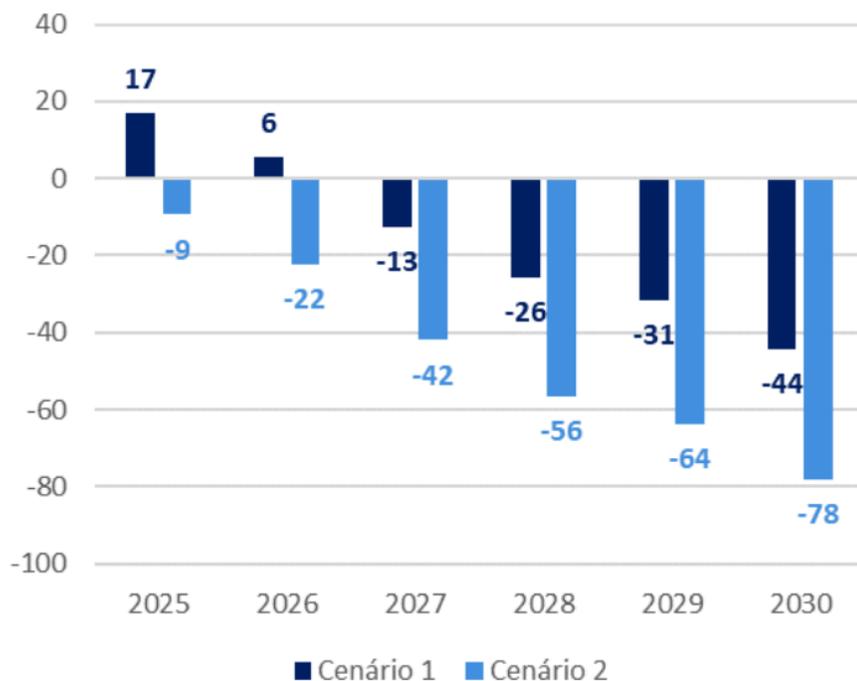
Fonte: BTG Pactual

Com os números anunciados, atualizamos nosso estudo sobre o impacto das medidas na dinâmica das "despesas discricionárias livres". Além das despesas classificadas como obrigatórias pelo Tesouro Nacional, as "despesas discricionárias livres" excluem outras despesas que, na prática, não podem ser reduzidas: emendas obrigatórias, gastos mínimos com saúde e educação e o FNDCT. Também excluímos nossa estimativa para os custos operacionais e o piso de investimento.

No cenário 1, incluímos todas as medidas e a auditoria de pente-fino anunciada em agosto. No cenário 2, excluímos todas as economias das medidas pente-fino, dada a incerteza inerente a esse tipo de política.

Essa simulação sugere que as medidas anunciadas apoiariam a estrutura fiscal até 2026, mas depende muito da das medidas de pente-fino. Se excluirmos essas medidas da análise, enfrentaremos uma situação desafiadora para cumprir o limite de gastos já em 2025. Portanto, se as medidas pente-fino não produzirem os resultados esperados, será necessário cortar o investimento público para cumprir o limite de gastos em 2025.

Gráfico 8: Despesas discricionárias livres (R\$ bilhões)



Fonte: BTG Pactual

Mesmo se presumirmos que a estrutura fiscal permaneça inalterada nos próximos anos e que o limite para o crescimento dos gastos de 2,5% seja respeitado, nossa projeção sugere que a dívida pública só se estabilizará em meados da próxima década, atingindo cerca de 95% do PIB. Garantir a viabilidade da estrutura fiscal por um período mais longo ajudaria a reduzir o prêmio de risco e o custo da dívida, afetando positivamente sua dinâmica. Entretanto, a estabilização da dívida pública em um prazo mais curto exigirá medidas adicionais para alcançar um superávit primário recorrente entre 2% e 2,5% do PIB.

As medidas anunciadas não proporcionaram o alívio necessário para mitigar as preocupações com o limite de gastos nos próximos dois anos. Além disso, o governo optou por introduzir, juntamente com o debate sobre os gastos, uma proposta para aumentar a isenção do imposto de renda para R\$5.000, o que deverá reduzir a receita em aproximadamente R\$50 bilhões. Em teoria, essa perda será compensada pela implementação de uma alíquota mínima efetiva de 10% para pessoas físicas com renda anual superior a R\$ 600.000. Entretanto, devemos ser cautelosos quanto ao risco de essa compensação ser diluída durante o processo legislativo, o que poderia nos deixar apenas com o impacto da nova isenção. Além disso, considerando a importância da recuperação do superávit primário para estabilizar a dívida pública, as medidas de aumento de receita devem se concentrar no aumento do superávit primário.

Tabela 3: Medidas de contenção de gastos – comparativo (R\$ bilhões)

	Governo			BTG Pactual		
	2 anos	2025	2026	2 anos	2025	2026
Total	71,9	30,6	41,3	45,9	16,3	29,7
Abono Salarial	0,7	0,1	0,6	0,0	0,0	0,0
Fundeb	10,3	4,8	5,5	9,8	4,8	5,0
DRU	7,4	3,6	3,8	0,0	0,0	0,0
Subsídios e subvenções	3,7	1,8	1,9	0,0	0,0	0,0
FCDF	2,3	0,8	1,5	1,6	0,4	1,2
Salário mínimo	11,9	2,2	9,7	15,7	2,6	13,2
Bolsa Família	5,0	2,0	3,0	8,9	4,4	4,6
BPC	4,0	2,0	2,0	4,3	2,1	2,2
Aldir Blanc	3,0	2,0	1,0	3,0	2,0	1,0
Biometria	5,0	2,5	2,5	0,0	0,0	0,0
Militares	2,0	1,0	1,0	2,0	0,0	2,0
Provisões e criação de cargos	2,0	1,0	1,0	0,0	0,0	0,0
Emendas	14,4	6,7	7,7	0,6	0,0	0,6

Fonte: Ministério da Fazenda e BTG Pactual

Ainda não chegamos lá, mas também não estamos tão longe

Os investidores podem estar se perguntando a que distância estamos do desastre econômico de 2015/2016, quando o PIB caiu 3,4% em média por ano.

A principal preocupação dos investidores são os surpreendentes níveis de endividamento do Brasil, com Lula herdando uma dívida pública bruta de 72% do PIB (em comparação com os ~53% de Dilma) e tendo aprovado medidas significativas a favor dos gastos no início de seu mandato (+1,7% do PIB). Com razão, os mercados estão preocupados com a trajetória da dívida, com nossos economistas projetando que a dívida em relação ao PIB aumentará para cerca de 84% até o final do mandato de Lula.

Isso é significativo, pois a dívida em relação ao PIB está crescendo 12 pontos percentuais durante o mandato de Lula, colocando o nível de dívida do Brasil bem acima de seus pares, como o México, com 50%, o Chile, com ~40%, a Colômbia, com 54%, e a Turquia, com 30%, para citar alguns. Uma dívida bruta acima dos 80% com taxas reais próximas a 7% é uma tarefa desafiadora, com o déficit nominal potencialmente superior a 8% do PIB.

Embora os preços dos ativos estejam se deteriorando rapidamente, alguns podem argumentar que a situação está melhor agora. De fato, a economia está em uma base ligeiramente mais forte hoje, graças às reformas dos últimos anos (por exemplo, as Reformas Trabalhistas de Temer de 2017).

Com o crescimento do PIB próximo a 3%, a dinâmica da dívida (obviamente) se deteriora mais lentamente, e a saúde das empresas está consideravelmente mais forte desta vez (embora a força atual possa não ser sustentável até 2025, dado o potencial de condições financeiras muito mais rígidas). A inflação também é notavelmente diferente: durante o mandato de Dilma, a inflação atingiu um pico acima de 10%, enquanto as taxas atuais estão na faixa de 4,5% a 5%. Embora a inflação de 4,8% esteja muito longe do ideal, especialmente

com uma meta de inflação de 3%, é difícil argumentar que a inflação está completamente fora de controle nesses níveis.

Examinando o papel do BNDES, observamos uma presença muito menor, o que é positivo. As concessões de crédito do BNDES nos últimos 12 meses estão em torno de 1% do PIB, com o total de empréstimos em aberto em 4,5% do PIB, abaixo dos picos de ~4% e ~10% durante o governo Dilma. Isso reflete mercados de capital mais saudáveis e um papel mais "enxuto" do BNDES nos últimos anos.

As empresas estatais também estão em uma posição mais forte, beneficiando-se de melhorias institucionais (por exemplo, Lei das Estatais). Além disso, a alavancagem é menor (o índice de alavancagem da Petrobras é de apenas 0,9x, contra mais de 4x anteriormente) e a lucratividade é significativamente maior (o Banco do Brasil e a Caixa estão gerando lucros significativamente maiores).

O mercado precisa ver sustentabilidade na estrutura fiscal atual e um crescimento mais lento das despesas, com os investidores acreditando que um teto de gastos de 2,5% será respeitado ao longo do tempo e que a trajetória da dívida se estabilizará em um futuro próximo. Embora os mercados acionários continuem baratos e os lucros corporativos tenham superado as expectativas, o mercado ainda precisa que as políticas estabilizem o sentimento.

Tabela 4: Estudo de caso – Principais diferenças entre Lula III e Dilma (2012-15)

	Dilma 2012	Dilma 2015	Lula III
Contas Fiscais			
Dívida Bruta do Setor Público (% do PIB)	53,7%	66,5%	77,6%
Déficit Primário (% do PIB)	2,2%	-1,9%	-0,4%
Déficit Nominal (% do PIB)	-2,3%	-10,2%	-6,5%
Crescimento e Mercado de Trabalho			
Crescimento do PIB (%)	1,9%	-3,6%	3,1%
Investimentos (% do PIB)	21,5%	17,5%	17,1%
Produção Industrial % a/a	-0,7%	-5,8%	3,0%
Taxa de Desemprego (%)	6,9%	9,1%	7,2%
Inflação e Taxas de Juros			
IPCA (Inflação ao Consumidor)	5,8%	10,7%	4,7%
Selic (Taxas de Juros)	7,3%	14,3%	11,8%
Balanco de Pagamentos			
Déficit em Conta Corrente (% do PIB)	-3,8%	-3,5%	-2,5%
Balança Comercial (US\$ bilhões)	16,9	17,4	69,0
Reservas Internacionais (US\$ bilhões)	373	357	370
IDE (Investimento Estrangeiro Direto - US\$ bilhões)	93	65	70
BNDES e Empresas Estatais			
Tamanho do BNDES (% do crédito total ao PIB)	10,2%	11,6%	4,5%
Petrobras - Dívida Líquida/EBITDA	3,0x	4,7x	1,1x
Petrobras - Lucro Líquido - US\$ bilhões	10,5	-10,5	14,4
Banco do Brasil - Lucro Líquido - US\$ bilhões	6,3	4,3	6,3
Caixa Econômica - Lucro Líquido - R\$ milhões	6,1	7,2	10,6
Indicadores de Mercado			
NTN-B (taxas reais) 10 anos	3,5%	7,5%	6,8%
DI (taxas nominais) 10 anos	9,3%	16,6%	12,8%
Inflação Implícita (%)	5,8%	9,1%	6,0%
Câmbio - BRL/USD	2,1	4,0	5,8
CDS (Credit Default Swaps) - 10 anos	148	558	267

Fonte: Bloomberg, IBGE, Valor, Estadão, Empresas, BTG Pactual

A temporada de resultados do 3T foi forte

As empresas brasileiras de capital aberto tiveram outra forte temporada de resultados no terceiro trimestre. Os resultados ex-Petrobras e Vale parecem bons, com receitas, EBITDA e lucro líquido 4,7%, 1,9% e 2,2% acima de nossas estimativas. Considerando apenas as empresas nacionais, os resultados também foram bons, com receitas, EBITDA e lucro líquido 4,3%, 3,3% e 10,2% acima de nossas projeções.

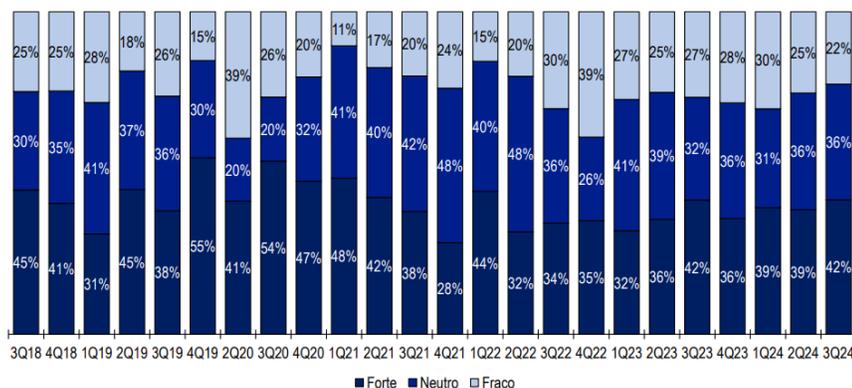
Comparando o 3T com o ano passado, os resultados foram, em geral, sólidos, com a receita e o EBITDA consolidados (ex-Petrobras & Vale) aumentando 11,9% e 8,5% a/a, enquanto o crescimento do lucro líquido foi de impressionantes 28,4%. Os resultados das empresas de commodities foram mistos, com receita e lucro líquido sólidos (+9,5% e +28,6% a/a), mas o EBITDA caiu 1,3%. Por outro lado, considerando apenas as empresas nacionais, o desempenho foi forte, com receita, EBITDA e lucro líquido aumentando 13%, 18,3% e 20,9% a/a.

Tabela 5: Temporada de resultados do 3T24 (R\$ milhões)

Resultados Consolidados							
R\$ milhões	3T24A	3T24E	A x E	3T23	AxA	2T24	TxT
Total							
Receita	1.030.565	985.093	4,6%	925.294	11,4%	952.011	8,3%
EBITDA	231.021	225.871	2,3%	215.687	7,1%	214.491	7,7%
Margem EBITDA (%)	22,4%	22,9%	-51 bp	23,3%	-89 bp	22,5%	-11 bp
Lucro líquido	128.594	124.600	3,2%	103.504	24,2%	64.792	98,5%
Total (Ex-Petro & Vale)							
Receita	977.048	933.066	4,7%	872.946	11,9%	899.834	8,6%
EBITDA	209.983	206.054	1,9%	193.581	8,5%	193.393	8,6%
Margem EBITDA (%)	21,5%	22,1%	-59 bp	22,2%	-68 bp	21,5%	-0 bp
Lucro líquido	115.184	112.732	2,2%	89.701	28,4%	50.341	128,8%
Doméstico							
Receita	547.933	525.327	4,3%	484.701	13,0%	512.908	6,8%
EBITDA	109.118	105.669	3,3%	92.231	18,3%	97.830	11,5%
Margem EBITDA (%)	19,9%	20,1%	-20 bp	19,0%	+89 bp	19,1%	+84 bp
Lucro líquido	71.041	64.464	10,2%	58.747	20,9%	53.526	32,7%
Commodities							
Receita	482.632	459.766	5,0%	440.594	9,5%	439.103	9,9%
EBITDA	121.903	120.202	1,4%	123.456	-1,3%	116.661	4,5%
Margem EBITDA (%)	25,3%	26,1%	-89 bp	28,0%	-276 bp	26,6%	-131 bp
Lucro líquido	57.554	60.136	-4,3%	44.757	28,6%	11.266	410,9%

Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Em termos qualitativos, 42% das empresas relataram o que nossos analistas consideraram resultados fortes, enquanto 22% apresentaram resultados fracos. A porcentagem de resultados fortes aumentou em relação ao último trimestre (42% vs. 39% no 2T24), acompanhada por uma diminuição nos resultados fracos (22% vs. 25% no último trimestre). Isso ampliou a diferença entre os resultados fortes e fracos para 19p.p. (vs. 13p.p. no 2T24 e 15p.p. no 3T23).

Gráfico 9: Gráfico qualitativo histórico do 3T24


Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

10SIM de dezembro: Modo sobrevivência

A situação fiscal do Brasil vem se deteriorando rapidamente e, a esta altura, parece claro que, se o governo não implementar mudanças mais robustas no orçamento, a estrutura fiscal existente no país é insustentável e a trajetória da dívida é explosiva – nossa equipe econômica prevê que a dívida em relação ao PIB pode chegar a 84% até o final deste governo, um aumento de 12p.p. em quatro anos.

A trajetória altamente incerta da dívida pública do Brasil, que combina uma carga de dívida muito alta com altas taxas de juros, pode manter as taxas de longo prazo sob pressão e impedir uma recuperação mais pronunciada das ações brasileiras.

Além disso, o cenário externo também não está ajudando. A dominância dos republicanos nas eleições americanas confirmou um cenário que aponta para taxas de juros mais altas nos EUA e, potencialmente, para um dólar americano mais forte. Na China, o esperado pacote de estímulo decepcionou. O anúncio ficou muito aquém das expectativas do mercado, pois não apresentou medidas para apoiar o consumidor, além de não ter dado garantias de que os mercados imobiliários se estabilizariam.

Com esse cenário em mente, decidimos tornar nosso portfólio muito mais defensivo. Estamos acrescentando ações com um fluxo de caixa de curta duração, pagadoras de altos dividendos e empresas que ganham com um dólar mais forte, ao mesmo tempo em que reduzimos nossa exposição a varejistas e ações de fluxo de caixa de longa duração.

Estamos acrescentando a BB Seguridade à 10SIM, que se beneficia de taxas Selic mais altas e está pagando dividendos elevados (Dividend yield de 11%) e a TIM, empresa de telecomunicações, onde modelamos pagamentos de dividendos que poderiam adicionar até 17% do valor de mercado da empresa nos próximos 18 meses. Retiramos as varejistas Lojas Renner e Vivara, pois um cenário de condições de crédito mais difíceis e uma economia em desaceleração não devem ajudar os resultados dos varejistas em 2025.

Também decidimos fazer ajustes e aumentar nossa exposição cambial. Estamos acrescentando a Suzano, produtora de papel e celulose, em substituição à Vale, produtora de minério de ferro, e acrescentando a WEG em substituição à Localiza, empresa de aluguel de carros. Neste momento, preferimos a Suzano à Vale. Embora a tese desta última tenha se desenrolado como esperávamos (melhor dinâmica de lucros e um acordo melhor com a Samarco), o pacote de estímulo na China ficou significativamente aquém das expectativas. Consequentemente, estamos mudando para a Suzano, que consideramos uma tese mais barata (altamente desvalorizada após a história da IP), com sinais melhores para o preço de celulose e como uma defesa melhor para o dólar.

Embora cara (negociada a ~30x P/L para 2025E), a WEG oferece perspectivas de crescimento resilientes e uma tese de investimento defensiva. É um verdadeiro carregamento com altos retornos, exposição favorável ao câmbio e exposição a mercados promissores (mercado de rede dos EUA, eletrificação e energias renováveis).

Nosso portfólio tem alguma exposição adicional ao câmbio por meio da Petrobras, já que os preços do petróleo e dos destilados de petróleo são baseados em preços internacionais, e da Marcopolo (10% das receitas em dólares). A Petrobras também é uma forte pagadora de dividendos, o que a coloca entre nossas principais opções no portfólio e nos leva a aumentar seu peso na 10SIM de 10% para 15%.

Também estamos fazendo alterações em nossa exposição de Serviços Básicos. Decidimos substituir a Eletrobras e a Equatorial pela Sabesp, empresa de água e esgoto recentemente privatizada, e pela Copel, empresa de energia elétrica. Nossa exposição ao setor de serviços básicos permanece inalterada em 20% da carteira.

O Itaú e a construtora Cyrela permanecem na 10SIM por mais um mês, mas estamos reduzindo nossa exposição à Cyrela de 10% para 5%, em outro movimento para reduzir o risco da carteira.

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

Novembro				Dezembro			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%	Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	15%
Vale	Siderurgia & Mineração	VALE3	10%	Suzano	Papel & Celulose	SUZB3	10%
Localiza	Locação de Veículos	RENT3	10%	Weg	Bens de Capital	WEGE3	10%
Eletrobras	Serviços Básicos	ELET3	15%	Copel	Serviços Básicos	CPLE6	10%
Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	10%	Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	15%
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	Sabesp	Serviços Básicos	SBSP3	10%
Lojas Rennner	Consumo & Varejo	LREN3	10%	BB Seguridade	Financeiro	BBSE3	10%
Marcopolo	Bens de Capital	POMO4	5%	Marcopolo	Bens de Capital	POMO4	5%
Cyrela	Construção civil	CYRE3	10%	Cyrela	Construção civil	CYRE3	5%
Vivara	Consumo & Varejo	VIVA3	10%	Tim	Telecom	TIMS3	10%

Fonte: BTG Pactual

Um resumo das nossas escolhas de dezembro

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 terceiro trimestre, o Itaú registrou outro trimestre forte, com ROE de 22,7%. O banco também está operando com excesso de capital, o que deve se traduzir em Dividend yields mais altos no próximo ano. 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 da 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. As ações do Itaú devem superar o desempenho de seus pares privados, Bradesco/Santander, pelo terceiro ano consecutivo, e não acreditamos que isso mude nos próximos 12 meses. Negociadas a 7,2x P/L para 2025 e 1,7x PVP, o valuation do Itaú é atraente.

Suzano (SUZB3)

Os fundamentos da Suzano permanecem sólidos, apoiando o argumento de investimento na empresa. Acreditamos que a probabilidade de M&A de grande porte e/ou de uma onda de internacionalização diminuiu acentuadamente nos últimos meses, após a tentativa fracassada de aquisição da PI. Há algum tempo, defendemos uma expansão gradual de múltiplos, à medida que o mercado leva em conta a evolução do Cerrado e a alocação disciplinada de capital (com recompras agressivas oferecendo forte apoio). Com o câmbio se movendo em direção aos níveis mais altos de todos os tempos, também esperamos que as perspectivas de desalavancagem se acelerem (dívida líquida/EBITDA de 2,6x até o final do ano de 2025, abaixo de 3x). A ação está agora ainda mais barata, sendo negociada a múltiplos baixos de ~5,5x EV/EBITDA para 2025 (contra ~7,0x justo, em nossa opinião). Embora a perspectiva de curto prazo para os preços da celulose continue negativa, com uma correção em andamento (mínimas à vista?), o consenso já reflete isso, com as ações precificando uma curva de celulose insustentavelmente baixa à frente. Mesmo a US\$ 550/t de celulose, a Suzano oferece um yield de geração de caixa (FCFE) de ~9%, o que é bastante impressionante, sustentando nossa tese.

Copel (CPLE6)

Vemos a Copel sendo negociada a uma TIR real atraente de 12,2%, ao mesmo tempo em que oferece proteção e mostra um bom progresso em seu processo de reestruturação. A empresa anunciou recentemente um programa de recompra de 18 meses no valor de quase R\$3 bilhões, ou 10% do total de ações, refletindo a confiança

da administração na atratividade das ações. Além disso, declarou R\$600 milhões em dividendos extraordinários. Quando combinados com um payout de 50% (conforme definido pela política de dividendos) e a distribuição total dos ganhos dos desinvestimentos da UEGA e da Compagas (que deverão ser anunciados juntamente com os resultados do 4T), chegamos a um pagamento total de dividendos de R\$2,2 bilhões em 2024, representando um Dividend yield de 7,4%.

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 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.

WEG (WEGE3)

A WEG apresenta uma tese de investimento defensiva, oferecendo perspectivas de crescimento resilientes e uma posição de mercado robusta. O crescente envolvimento da empresa no mercado de redes elétricas dos EUA, particularmente no segmento de transformadores, sustenta uma valuation acima das médias históricas. A expansão da WEG em data centers, eletrificação e exposição à rede elétrica a posiciona bem para o crescimento futuro. Apesar de estar sendo negociada a um valuation elevado de ~30x P/L para 2025, o valor de escassez da WEG como uma verdadeira tese de carregamento com altos retornos, exposição favorável ao câmbio e temática sólida (investimentos em redes elétricas, eletrificação, energias renováveis) justifica esse prêmio.

Sabesp (SBSP3)

Apesar de um bom desempenho em 2024 – e apesar das boas expectativas em relação à tese – acreditamos que a Sabesp é a nova tese de carregamento do setor. Vemos a empresa sendo negociada a uma TIR real de 10,6%. Projetamos que o opex melhore e que a RAB aumente, mas entendemos que há muitas opcionalidades não precificadas: a velocidade da redução do opex e do gap de receita regulatória pode ser mais rápida; a regulamentação pode enfrentar melhorias adicionais, como ser alterada para permitir que o reconhecimento do capex em RAB ocorra mais rapidamente; as regras de retorno de caixa também poderiam ser melhores, sujeitas, é claro, ao cumprimento das metas de universalização pela empresa. O crescimento para novos municípios no estado de São Paulo é uma oportunidade muito interessante para adicionar VPL à tese. Sabesp é

um nome que é mais uma questão de escolher o tamanho do investimento (e ajustá-lo ao longo do tempo). Para nós, é um dos poucos nomes obrigatórios.

BB Seguridade (BBSE3)

A BBSE3 está subindo cerca de 14% ao ano (incluindo dividendos) desde seu IPO (abril de 2013). No acumulado do ano, subiu ~8% (impulsionado principalmente pelos dividendos), e a empresa tem apresentado resultados consistentemente melhores do que o esperado (com riscos positivos para as estimativas de 2025 de consenso devido a uma SELIC mais alta). Entendemos as preocupações dos investidores com relação à incerteza sobre a renovação do contrato com o BB, mas também acreditamos que há uma margem de segurança significativa (considerando o preço atual da ação). Vale ressaltar que a empresa vem executando recompras com a aprovação do CFO e do CEO do BB, que são muito favoráveis à BBSE. Assim, continuamos construtivos com relação às ações da BBSE. Acreditamos que as seguradoras, como a BBSE, poderão ter um desempenho superior no curto prazo, pois são mais defensivas em um ambiente macroeconômico difícil, enquanto seus números operacionais permanecem sólidos. Assim, negociadas a um valuation "barato" de 8x P/L para 2025 (Dividend yield de 11%), reiteramos nossa recomendação de Compra para a empresa.

Tim (TIMS3)

Juntamente com os resultados do 3T, a empresa anunciou planos de pagar R\$3,5 bilhões em dividendos/JCP em 2024, com R\$2,7 bilhões ainda a serem distribuídos nos próximos meses. Para 2025, estimamos R\$4 bilhões em dividendos/JCP, alinhados com o guidance da empresa para 2024-2026. No total, espera-se que a TIM retorne R\$6,7 bilhões aos acionistas nos próximos 18 meses, equivalente a 17% de seu valor de mercado. Para o ciclo 2024-2026, a empresa orientou dividendos totais de R\$11,8-12,2 bilhões, ou ~31% de seu valor de mercado. Essa enorme devolução de caixa aos acionistas deve apoiar as ações, posicionando a TIM como uma opção atraente para enfrentar tempos incertos.

Petrobras (PETR4)

A empresa divulgou seu Plano de Negócios de 5 anos há algumas semanas e, após discuti-lo com os investidores, nossa impressão é de que o sentimento geral é de alívio. E, embora as ações tenham superado o desempenho do mercado em 11% desde o final de outubro, acreditamos que isso reflete principalmente o efeito de redução de risco de uma curva de investimento que não compromete a capacidade da companhia de sustentar pagamentos de dividendos robustos no futuro. Mas acreditamos que ainda há espaço para uma expansão de múltiplos mais ampla. Dada a postura clara da administração de não acumular caixa, acreditamos que é provável que haja payouts especiais em 2025. De fato, os dividendos ordinários esperados da Petrobras, por si só, são atraentes o suficiente para

justificar a manutenção das ações, em nossa opinião (Dividend yield ordinário de 11% para 2025).

Cyrela (CYRE3)

A empresa 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, a administração está otimista em relação ao desempenho de suas vendas e a empresa apresenta uma forte dinâmica de lucros. Além disso, com as ações sendo negociadas em um valuation atraente (~4,5x P/L para 2025E), essa continua sendo nossa Top Pick entre as construtoras de imóveis de média/alta renda. Assim, mantemos a Cyrela em nosso portfólio 10SIM.

Tabela 4: 10SIM para dezembro de 2024

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	15%	529.057	3,3x	3,3x	5,9x	4,7x	1,3x	1,1x
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	15%	299.012	n.a.	n.a.	7,9x	7,2x	1,7x	1,7x
Weg	Bens de Capital	WEGE3	10%	226.306	26,3x	22,0x	36,9x	30,0x	11,0x	9,9x
Suzano	Papel & Celulose	SUZB3	10%	77.329	5,8x	5,5x	16,1x	7,5x	1,6x	1,4x
BB Seguridade	Financeiro	BBSE3	10%	65.088	n.a.	n.a.	8,5x	8,0x	7,1x	6,5x
Sabesp	Serviços Básicos	SBSP3	10%	63.553	7,4x	6,6x	14,7x	12,4x	1,9x	1,7x
Tim	Telecom	TIMS3	10%	38.339	4,1x	3,8x	12,6x	10,8x	1,4x	1,5x
Copel	Serviços Básicos	CPL6	10%	27.695	8,4x	8,1x	11,1x	13,9x	1,1x	1,1x
Marcopolo	Bens de Capital	POMO4	5%	8.804	5,8x	5,2x	7,5x	6,0x	2,4x	2,1x
Cyrela	Construção civil	CYRE3	5%	6.899	6,5x	5,6x	5,1x	4,5x	0,8x	0,7x

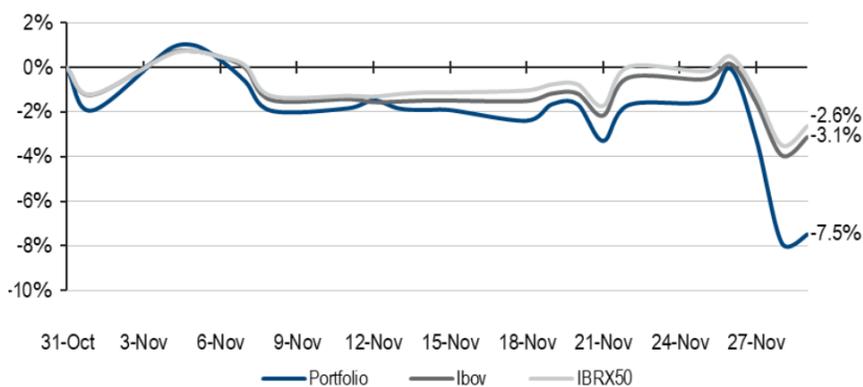
Fonte: Economática, BTG Pactual

Rentabilidade da 10SIM™ em novembro

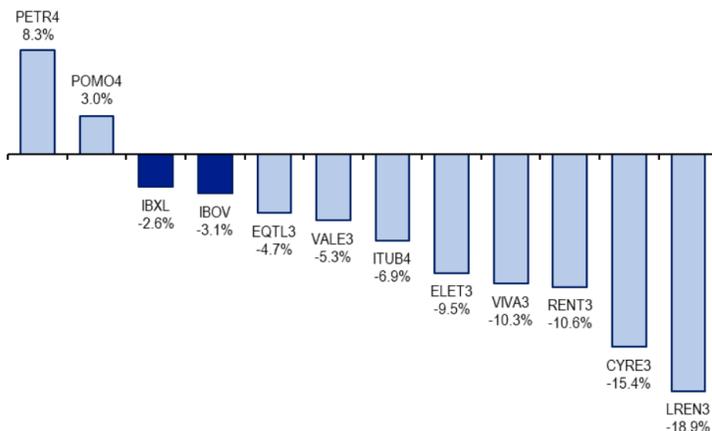
Rentabilidade mensal*

Em novembro, o desempenho do nosso portfólio 10SIM™ foi de -7,5%, ficando abaixo do Ibovespa (-3,1%) e do IBrX-50 (-2,6%), conforme mostrado no gráfico abaixo.

Gráfico 16: Rentabilidade em novembro de 2024*



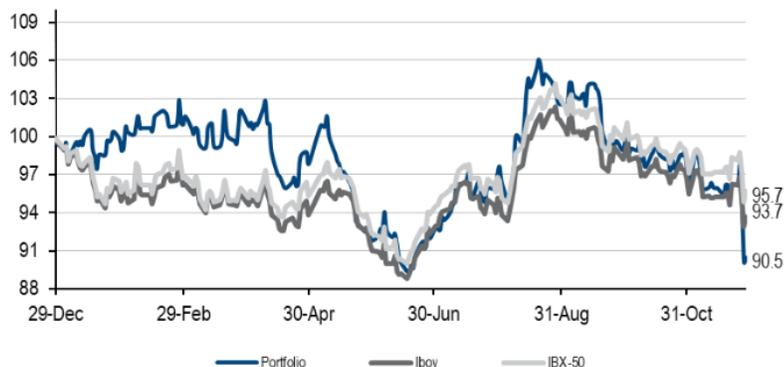
Fonte: BTG Pactual, Economática, (*) rentabilidade considerando o último preço de fechamento

Gráfico 17: Desempenho das ações em novembro de 2024


Fonte: BTG Pactual, Econômica

Rentabilidade em 2024 (*)

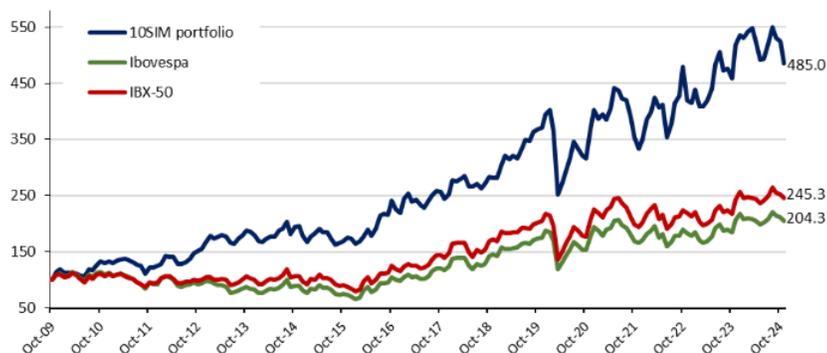
Desde 31 de dezembro de 2023, nosso portfólio 10SIM teve uma queda de 9,5%, em comparação com -6,3% para o Ibovespa e -4,3% para o IBX-50. A taxa CDI subiu +9,8% no período.

Gráfico 18: Rentabilidade acumulada de 2024*


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

Desempenho histórico

Desde outubro de 2009, quando Carlos E. Sequeira assumiu a gestão do portfólio 10SIM, a 10SIM teve uma alta de 385,0%, em comparação com 104,3% para o Ibovespa e 145,3% para o IBX-50.

Gráfico 19: Rentabilidade desde out/2009*


Fonte: BTG Pactual, Econômica

content.btgpactual.com

Tabela 5: Rentabilidade mensal histórica*

	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ	No ano	IBOV	Carteira Acum.	IBOV Acum.
2009										0,2%	13,3%	4,8%	19,1%	11,5%	19,1%	11,5%
2010	-5,5%	0,3%	0,1%	-1,1%	-2,8%	-2,4%	12,3%	-1,4%	8,6%	4,8%	-2,4%	2,3%	12,0%	1,0%	33,4%	12,7%
2011	-2,2%	2,7%	1,6%	0,6%	-1,4%	-2,2%	-4,6%	-1,0%	-10,8%	9,5%	0,2%	2,1%	-6,5%	-18,1%	24,7%	-7,7%
2012	3,2%	10,3%	-0,2%	-0,8%	-8,7%	-0,1%	2,3%	5,1%	6,9%	3,0%	2,1%	8,1%	34,4%	7,4%	67,6%	-0,9%
2013	6,1%	-1,9%	1,4%	1,9%	-2,1%	-6,1%	-0,5%	5,1%	2,8%	5,3%	-0,6%	-3,5%	7,3%	-15,5%	79,9%	-16,3%
2014	-6,1%	-0,7%	4,0%	1,5%	0,2%	5,6%	1,9%	6,4%	-10,8%	6,8%	0,8%	-8,6%	-0,9%	-2,9%	78,3%	-18,7%
2015	-6,3%	6,2%	3,6%	3,5%	-3,1%	-0,1%	-5,5%	-6,8%	2,4%	1,5%	3,6%	-0,4%	-2,4%	-13,3%	73,9%	-29,5%
2016	-5,5%	3,2%	4,4%	7,2%	-6,0%	6,8%	12,9%	0,9%	-0,2%	10,9%	-6,5%	-2,5%	26,0%	38,9%	119,1%	-2,1%
2017	11,2%	3,9%	-5,6%	1,7%	-4,2%	-2,1%	5,7%	4,3%	2,9%	-0,9%	-4,6%	2,9%	14,7%	26,9%	151,4%	24,2%
2018	10,2%	-0,4%	1,6%	1,5%	-6,7%	0,1%	1,9%	-2,7%	2,5%	5,0%	-0,7%	0,2%	12,3%	15,0%	182,3%	42,9%
2019	8,3%	2,1%	-2,1%	2,3%	-1,6%	5,2%	4,8%	-0,1%	4,3%	1,2%	0,8%	6,7%	39,9%	31,6%	294,9%	88,0%
2020	1,7%	-9,2%	-30,7%	8,0%	7,7%	8,3%	9,0%	-3,6%	-4,1%	-1,1%	16,2%	9,2%	1,8%	2,9%	302,0%	93,5%
2021	-3,9%	2,2%	-2,7%	5,6%	8,8%	-1,1%	-3,1%	-0,9%	-7,6%	-8,9%	-5,6%	4,6%	-13,3%	-11,9%	248,5%	70,4%
2022	10,5%	3,8%	6,1%	-3,9%	1,1%	-14,0%	6,4%	9,9%	3,2%	12,1%	-12,4%	-1,3%	18,9%	4,7%	314,4%	78,4%
2023	5,7%	-6,8%	0,0%	2,5%	5,1%	10,0%	4,5%	-6,6%	0,8%	-3,9%	13,1%	3,5%	29,4%	22,3%	436,1%	118,1%
2024	-0,9%	1,9%	1,1%	-4,2%	-6,2%	0,2%	5,6%	5,6%	-3,6%	-1,1%	-7,5%		-9,5%	-6,3%	385,0%	104,3%

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.btgactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx