



Carteira Recomendada de Ações (10SIM)

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Fevereiro 2025

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 Henriques
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

Mantendo uma carteira defensiva

O atual cenário fiscal altamente incerto, o aumento das taxas de juros e a falta de visibilidade dos possíveis catalisadores de curto prazo nos levaram a manter nosso portfólio mais defensivo, concentrando-nos em ações de fluxo de caixa concentrados no curto prazo, pagadoras de altos dividendos e empresas que se beneficiam de um dólar mais valorizado.

B3 entra, substituindo o Itaú; BBSE permanece

Dito isso, estamos mudando nossa exposição ao setor financeiro e, ao mesmo tempo, aumentando um pouco o risco do portfólio. Estamos adicionando a bolsa de valores brasileira B3, substituindo o Itaú após seu forte desempenho. A B3 é agora um modelo de negócio mais diversificado com um *yield* em potencial de *cashback* de ~10%. O aumento da concorrência tem sido um tema recorrente, mas pode levar mais tempo para se materializar do que se temia. Estamos mantendo a BBSE na 10SIM, já que ela se beneficia de taxas de juros maiores e esperamos que pague dividendos elevados (yield de 11%).

Embraer substitui a JBS e Cury substitui a Marcopolo

Estamos mantendo inalterada nossa exposição a um dólar mais valorizado. A Suzano e a WEG mantêm seus lugares, mas estamos substituindo a JBS pela Embraer. Esperamos que a forte dinâmica operacional desta última continue e que os próximos resultados do 4T e a revisão do guidance funcionem como catalisadores para as ações. Nosso portfólio tem alguma exposição adicional ao câmbio por meio da Petrobras. A outra mudança que estamos fazendo é a substituição da Marcopolo pela Cury, uma construtora de imóveis de baixa renda. O aprimorado programa de moradias populares do MCMV tem sido tão bom que empresas como a Cury se tornaram grandes pagadoras de dividendos.

As concessionárias de serviços básicos Sabesp e Eletrobras e a TIM completam a lista das 10SIM

Estamos mantendo uma parte da carteira alocada em serviços básicos por meio da Sabesp e da Eletrobras. A TIM também permanece na 10SIM, uma vez que modelamos os pagamentos de dividendos que podem ser o equivalente ~16% de seu valor mercado nos próximos 15 meses.

Tabela 1: Portfólio 10SIM para fevereiro/25

Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mi)	EV/EBITDA		P/L		P/PA	
					2025	2026	2025	2026	2025	2026
Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	15%	515.248	3,7x	3,4x	4,6x	4,7x	1,4x	1,2x
Weg	Bens de Capital	WEGE3	10%	230.921	22,5x	19,3x	30,0x	27,0x	10,1x	9,1x
Eletrobras	Serviços Básicos	ELET3	10%	82.154	5,4x	4,7x	8,4x	9,2x	0,7x	0,6x
Suzano	Papel & Celulose	SUZB3	10%	77.292	4,8x	4,1x	8,3x	5,0x	1,7x	1,3x
BB Seguridade	Financeiro	BBSE3	10%	74.813	n.a.	n.a.	8,5x	8,1x	7,4x	6,8x
Sabesp	Serviços Básicos	SBSP3	10%	64.640	7,0x	6,3x	12,5x	10,0x	1,6x	1,5x
B3	Financeiro	B3SA3	10%	60.359	8,1x	7,6x	12,0x	12,4x	3,4x	3,3x
Embraer	Bens de Capital	EMBR3	10%	43.858	10,1x	8,9x	23,2x	20,1x	2,0x	1,9x
Tim	Telecom	TIMS3	10%	37.783	3,8x	3,5x	10,7x	9,1x	1,5x	1,5x
Cury	Construção civil	CURY3	5%	6.267	7,8x	7,3x	6,5x	8,6x	4,6x	4,2x

Fonte: Econômica, BTG Pactual

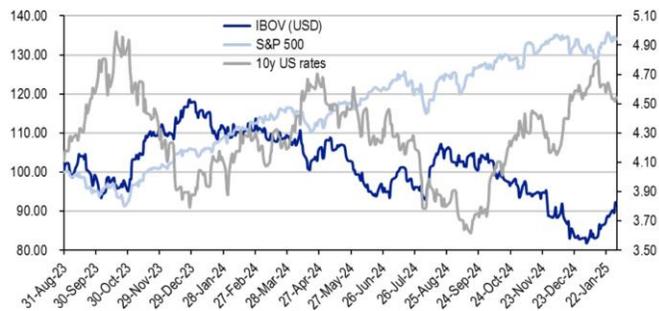
Mantendo uma carteira defensiva

Após uma grande queda das ações em novembro e dezembro (queda de 7,3% em reais e 13,2% em dólares), o Ibovespa se recuperou e encerrou janeiro com alta de 4,9% em reais e 11% em dólares.

Creditamos o sólido desempenho do índice local em janeiro a um cenário externo um pouco mais benigno. No final de 2024, a dominância republicana nas eleições dos EUA e a indicação do Presidente Trump de políticas comerciais e de imigração, que poderiam pressionar a inflação fez com que as taxas dos títulos de 10 anos dos EUA, tanto nominais quanto reais, aumentassem – as taxas nominais dos EUA aumentaram 28bps e as taxas reais 27bps em novembro/dezembro. As taxas americanas mais elevadas pressionaram as taxas no Brasil e contribuíram para a queda do Ibovespa no final de 2024.

Esse movimento foi parcialmente revertido em janeiro, já que os anúncios iniciais de aumento de tarifas do presidente Trump foram menos agressivos do que o esperado. Consequentemente, as taxas reais americanas de 10 anos caíram 12bps em janeiro, ajudando a explicar a recuperação do Ibovespa (em US\$) no mês.

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



Fonte: Bloomberg

Gráfico 2: Títulos públicos de longo prazo (NTN-B 2035 vs. Taxas de 10 anos dos EUA)



Fonte: Bloomberg

Não esperamos notícias positivas em relação à política fiscal; medidas estruturais são altamente improváveis

Embora o cenário externo ajude a explicar alguns dos altos e baixos do mercado brasileiro, nada mudou em relação à política fiscal desde o final do ano passado.

Os ativos de risco brasileiros se deterioraram acentuadamente nos últimos meses, uma vez que a confiança dos investidores na sustentabilidade da estrutura fiscal e na trajetória da dívida do país atingiu os menores níveis de vários anos. Sem medidas estruturais mais significativas para reduzir o ritmo de expansão da dívida, o que parece altamente improvável, não esperamos uma recuperação sustentada das ações brasileiras.

De fato, a maior percepção de risco Brasil se reflete no aumento da diferença entre as taxas reais do Brasil e dos EUA, que agora está um desvio padrão acima da média. Dito isso, em momentos mais desafiadores, como a recessão de 2015/2016, o prêmio foi em média de 6% e atingiu um pico de mais de 7% em setembro de 2015.

Gráfico 3: Ibovespa (em USD) e S&P500 vs. taxas de juros de 10 anos dos EUA



Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Gráfico 4: Títulos públicos de longo prazo (NTN-B 2035 vs. Taxas de 10 anos dos EUA)



Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Para dificultar a situação, as taxas estão subindo para desacelerar a economia

Para dificultar a situação, uma economia aquecida aumenta a incerteza fiscal, elevando as expectativas de inflação. Nesse ponto, nossa equipe macroeconômica projeta que a inflação encerrará 2025 em 5,8% e 2026 em 4,4% (em comparação com uma meta de inflação de 3,0%).

Para trazer a inflação de volta à meta, o Banco Central do Brasil já aumentou a taxa Selic em 275bps desde setembro (para 13,25%) e sinalizou pelo menos um aumento adicional de 100bps na reunião de março. Nossa equipe econômica projeta dois aumentos adicionais de 50bps em maio e junho, levando a taxa Selic para 15,25%, seu nível mais alto desde 2006.

Naturalmente, taxas de juros mais altas devem desacelerar a atividade econômica e impactar negativamente os lucros das empresas, especialmente para os players mais alavancados.

De fato, embora preliminares, vários dados já apontam para uma desaceleração mais acentuada. Em novembro/dezembro, a confiança do consumidor sofreu seu maior declínio bimestral desde 2015, o tráfego de veículos pesados reduziu 6,3% e os volumes de caixas de papelão ondulado foram 4,2% menores. Além disso, as vendas de veículos enfraqueceram e as condições de crédito se deterioraram.

Uma desaceleração suficientemente grande pode levar a um Banco Central menos *hawkish*?

Alguns podem esperar que uma queda mais acentuada na atividade econômica possa reduzir as pressões inflacionárias e permitir que o Banco Central do Brasil aumente as taxas menos do que as expectativas ou, para os mais otimistas, comece a cortar as taxas em algum momento no final deste ano ou no início de 2026. Esse cenário seria naturalmente muito positivo para as ações brasileiras.

A equipe econômica do BTG Pactual continua cética quanto à existência de espaço para que as taxas comecem a cair este ano. Nossa equipe já projeta um crescimento mais lento do PIB este ano do que no ano passado (1,5% vs. 3,5%) e, embora a taxa de desemprego possa aumentar em 2025 (modelamos 7,1% vs. 6,5% atualmente), o mercado de trabalho deve permanecer aquecido.

Nossa equipe também acredita que o real mais fraco pode manter os preços dos alimentos e de alguns produtos industriais sob pressão e que os preços indexados de alguns serviços (como aluguéis) e tarifas reguladas podem continuar aumentando. Atualmente, nossa equipe está modelando um índice de preços ao consumidor de 5,8% em 2026 (em comparação com uma meta de inflação de 3%), deixando pouco espaço para o Banco Central flexibilizar a política monetária no curto prazo.

Se a atividade econômica desacelerar o suficiente para reduzir as pressões inflacionárias, o possível impacto negativo sobre a popularidade do governo (um ano antes de eleições presidenciais) pode ser suficiente para pressioná-lo a adotar medidas para reaquecer a economia (por meio de estímulos fiscais adicionais ou medidas parafiscais, por exemplo). Essas medidas podem aumentar os prêmios de risco, pressionar o real e dificultar o processo de desinflação.

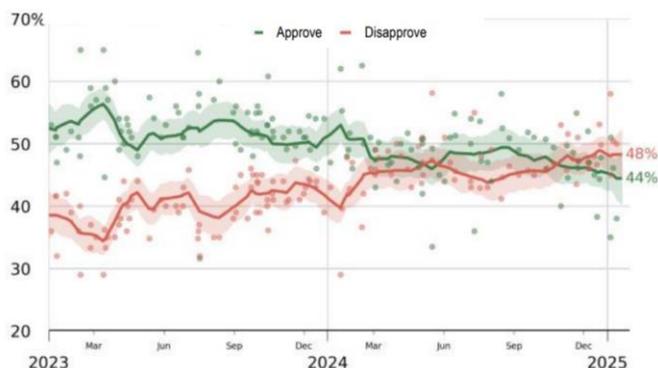
Eleições no Brasil: Ainda muito cedo para discutir esse tema, mas vamos fazer alguns comentários

As eleições presidenciais do Brasil estão marcadas para outubro de 2026. Tentar antecipar os resultados das eleições com quase dois anos de antecedência claramente faz pouco sentido, especialmente no Brasil. Dito isso, como os investidores esperam que muito pouco mude no cenário fiscal/político este ano, discutir o próximo ciclo eleitoral ganha alguma força.

Como nem sequer sabemos quem serão os candidatos, a evolução da taxa de aprovação do governo é provavelmente o dado mais relevante (e talvez o único) para basear essa discussão.

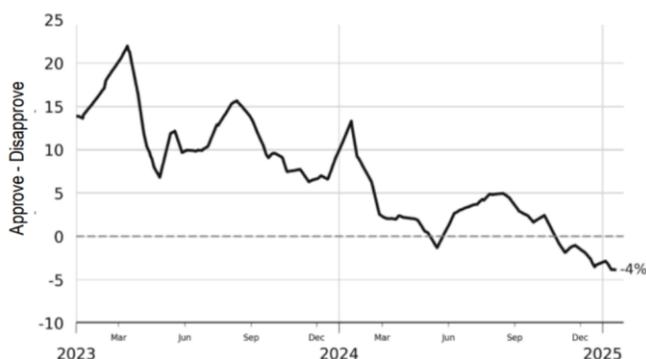
A taxa de aprovação do governo vem caindo rapidamente, acelerando de forma perceptível nos últimos meses. De acordo com a consultoria política Jota, a taxa de desaprovação é agora 4 pontos percentuais maior do que a taxa de aprovação (em comparação com uma diferença de 15 pontos percentuais a favor da aprovação quando o governo começou). Para piorar a situação, com a expectativa de desaceleração da economia, as chances são de que a taxa de aprovação do governo continue a cair.

Gráfico 5: Taxa de aprovação/desaprovação do governo Lula



Fonte: JOTA

Gráfico 6: Diferença entre aprovação/desaprovação



Fonte: JOTA

De acordo com o Datafolha, a taxa de aprovação do presidente Lula atingiu 35% após 8 trimestres, um número apenas melhor do que FHC2, Temer e Collor – e apenas um pouco menor do que os 37% de Bolsonaro.

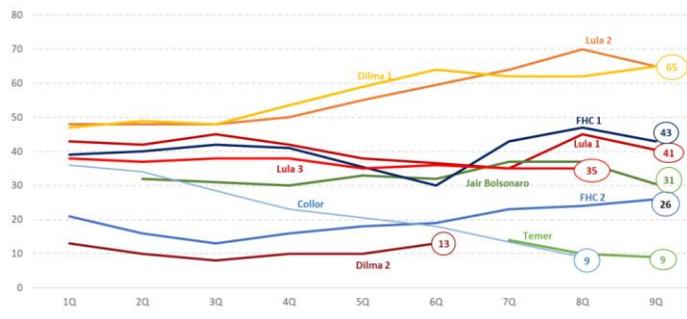
Na maioria dos casos, os índices de aprovação tendem a cair um pouco mais nos trimestres seguintes e depois se recuperam no final do governo. De fato, as taxas de aprovação da maioria dos presidentes melhoraram do oitavo trimestre até o final de seus governos – Lula2 melhorou 13p.p., Lula1 7p.p. e FHC2 2p.p..

As taxas de aprovação de FHC1 e Dilma1 caíram do 8º trimestre até o final de seus governos (-12p.p. e -20p.p., respectivamente), mas ambos os presidentes conseguiram ser reeleitos. É interessante notar que a taxa de aprovação de Dilma1 caiu para apenas 30% no 10º trimestre, e FHC1 terminou seu governo com uma taxa de aprovação de 35%, mas ambos foram reeleitos mesmo assim.

O presidente Lula é um líder popular com a máquina do governo ao seu lado. Portanto, acreditamos que é difícil descartá-lo da corrida presidencial tão cedo.

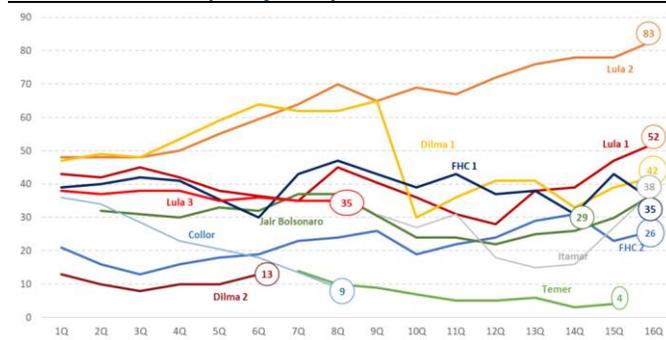
Além disso, ainda não está claro se Lula concorrerá à reeleição e, caso contrário, quem o substituirá. Está ainda menos claro quem será o principal candidato da oposição – o ex-presidente Bolsonaro quer concorrer, mas seus direitos políticos estão suspensos. Se ele não puder concorrer, acreditamos que seu apoio ao candidato da oposição será decisivo.

Gráfico 7: Taxas de aprovação até o início do terceiro ano de governo



Fonte: Datafolha e BTG Pactual

Gráfico 8: Taxas de aprovação no período total



Fonte: Datafolha e BTG Pactual

O crescimento dos lucros das empresas doméstica sofrerá uma desaceleração significativa em 2025

As taxas de juros mais elevadas e a atividade econômica mais fraca – modelamos que o PIB crescerá 1,5% em 2025 – terão um impacto negativo sobre os lucros das empresas que geram receita, principalmente, no mercado interno este ano.

Modelamos que os lucros consolidados ex-Petrobras e Vale devem crescer 13% a/a em 2025, depois de aumentar 14% a/a em 2024. Entretanto, esperamos que a dinâmica de crescimento seja bem diferente este ano. Enquanto estimamos que o crescimento dos lucros das empresas domésticas desacelere para 6% a/a (vs. +28% em 2024), os lucros dos exportadores devem crescer 38% a/a, recuperando-se de um declínio de 32% a/a em 2024.

Tabela 2: Lucro consolidado das empresas brasileiras de capital aberto (R\$ milhões)

Sector (R\$m)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
BTGP Coverage	232,621	192,228	541,245	562,960	424,161	416,870	488,945	531,697
y/y growth		-17.4%	181.6%	4.0%	-24.7%	-1.7%	17.3%	8.7%
BTGP Coverage (ex-Petr&Vale)	199,131	159,932	313,367	277,498	259,639	295,249	333,513	382,813
y/y growth		-19.7%	95.9%	-11.4%	-6.4%	13.7%	13.0%	14.8%
Domestic	186,947	159,310	224,399	212,409	214,072	273,770	291,044	328,282
y/y growth		-14.8%	40.9%	-5.3%	0.8%	27.9%	6.3%	12.8%
Commodities	45,674	32,917	316,846	350,552	210,089	143,101	197,901	203,415
y/y growth		-27.9%	862.6%	10.6%	-40.1%	-31.9%	38.3%	2.8%

Fonte: BTG Pactual

Embora a alavancagem das empresas brasileiras de capital aberto seja relativamente baixa (1,8x dívida líquida/EBITDA) e bem mais confortável do que o nível observado durante a recessão de 2015/2016 (2,9x), com exceção de bancos, seguradoras e empresas com caixa líquido, os lucros de quase todas as empresas caem devido às taxas de juros maiores.

Naturalmente, os setores mais impactados são aqueles com alta alavancagem, menores margens líquidas e grandes parcelas de dívida vinculadas à taxa selic. 35% da dívida das empresas brasileiras de capital aberto está atrelada à Selic, aumentando para 48% quando se analisa as empresas que vendem a maioria dos produtos/serviços no mercado interno.

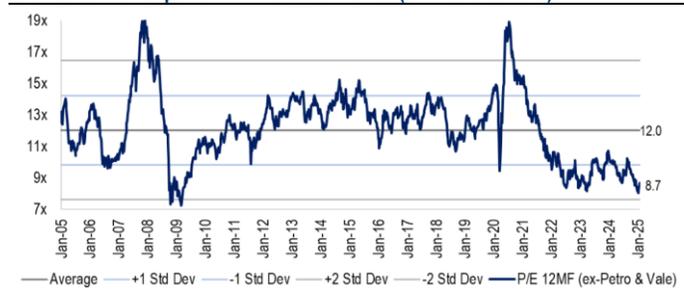
Os múltiplos são baixos, mas não o suficiente considerando as atuais taxas reais de longo prazo

As ações brasileiras estão sendo negociadas no que acreditamos ser um valuation relativamente atraente: 8,7x P/L 12 meses à frente ex-Petro&Vale (7,6x 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 4,0% (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 forte das ações brasileiras. Em outros momentos de estresse, o prêmio para manter ações se aproximou 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 9: Bovespa P/L 12 meses à frente (ex Petro & Vale)



Fonte: Economatica, estimativas BTG Pactual

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



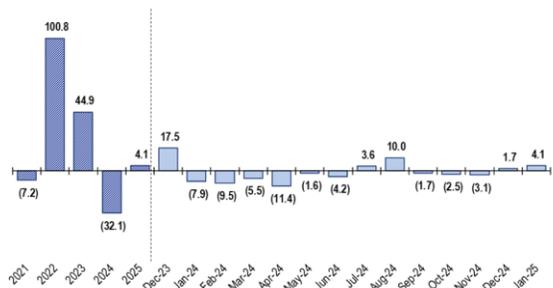
Fonte: Economatica, estimativas BTG Pactual

A redução de alocação em ações continuou, tanto por investidores locais quanto por estrangeiros

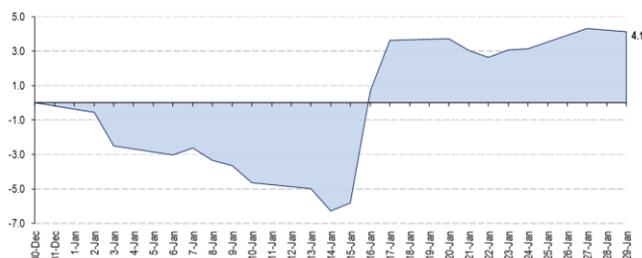
Em 2024, os investidores estrangeiros foram vendedores líquidos de ações brasileiras em 9 dos 12 meses, resultando em uma saída acumulada de R\$32,1 bilhões. Eles permaneceram vendedores líquidos na primeira quinzena de janeiro, mas a tendência se inverteu desde então, com os estrangeiros agora compradores líquidos de R\$4,1 bilhões no acumulado do ano.

Essa mudança foi em grande parte impulsionada pela recente venda pela Cosan de uma participação de 4% na Vale (aproximadamente R\$ 9 bilhões), que foi comprada principalmente por estrangeiros. Esse é um bom sinal, sugerindo que os estrangeiros estão prontos para alocar quando surgem boas oportunidades para comprar empresas de alta qualidade. Entre 16 e 17 de janeiro, os investidores estrangeiros

fizeram uma compra líquida de R\$7,8 bilhões exclusivamente em VALE3. Se não fosse por isso, os investidores estrangeiros teriam sido vendedores líquidos no valor de R\$ 3,7 bilhões no acumulado do ano.

Gráfico 11: Fluxos de investidores estrangeiros (R\$ bilhões)


Fonte: B3, estimativas BTG Pactual

Gráfico 12: Fluxos estrangeiros para ações no Brasil, acumulado no ano


Investimentos na América Latina

Quando analisamos os fundos dedicados à América Latina, que, reconhecidamente, são menos relevantes atualmente, há algumas tendências interessantes. As alocações em Brasil encerraram 2024 em 55,6%, 345bps a menos do que a mediana de 2016-2023 (59%). As alocações em México ultrapassaram a mediana (27% vs. 23%), mas diminuíram em relação ao pico registrado em maio/24 (31%).

Na Argentina, os investidores estão começando a realizar alguns lucros após uma recuperação muito forte. As alocações no país encerraram 2024 em 1,8%, abaixo da mediana de 2,4% e abaixo do pico de 3,2% em dezembro/21.

Com a proximidade das eleições no Chile (Nov/25), Peru (Abr/26) e Colômbia (Mai/26) e as indicações de probabilidades relativamente altas de que os candidatos pró-mercado apresentem um bom desempenho, o interesse dos investidores nesses países está aumentando.

As alocações em Peru encerraram 2024 em 4,3%, 117bps acima da mediana de 3,1% e 215bps acima de 2023. No Chile, as alocações estão agora em 5,7%, um pouco acima da mediana de 5,6%, mas 144bps acima do ano anterior.

As alocações em Colômbia permanecem muito baixas, em 0,6% (a mediana é de 1,3%). Acreditamos que é natural esperar um aumento nos próximos meses, à medida que nos aproximamos das eleições presidenciais.

Tabela 4: Alocações de fundos na América Latina

LatAm Fund Allocation						
Date	Argentina	Brazil	Chile	Colombia	Mexico	Peru
Dec-16	1.48%	56.03%	8.01%	2.03%	23.95%	4.07%
Dec-17	3.49%	56.42%	8.80%	1.82%	22.02%	3.43%
Dec-18	2.36%	59.85%	6.45%	1.52%	21.46%	3.74%
Dec-19	1.61%	65.86%	5.21%	1.67%	18.73%	3.08%
Dec-20	2.81%	62.71%	5.50%	1.13%	20.85%	2.49%
Dec-21	3.24%	55.09%	5.76%	1.08%	27.87%	2.27%
Dec-22	2.35%	59.12%	5.04%	0.88%	25.73%	3.09%
Dec-23	2.29%	58.88%	4.19%	0.64%	28.44%	2.11%
Feb-24	2.21%	57.67%	4.05%	0.68%	28.33%	2.50%
Mar-24	1.63%	55.17%	4.22%	0.71%	29.88%	2.52%
Apr-24	1.63%	55.05%	4.17%	0.80%	30.55%	2.86%
May-24	2.05%	53.51%	4.14%	0.84%	31.33%	2.96%
Jun-24	2.20%	54.69%	4.80%	0.89%	28.89%	3.09%
Jul-24	2.25%	55.63%	5.04%	0.98%	28.51%	3.16%
Aug-24	2.15%	58.14%	4.80%	0.89%	25.76%	3.29%
Sep-24	2.13%	58.63%	4.92%	0.59%	25.62%	3.47%
Oct-24	1.29%	59.06%	4.79%	0.55%	26.45%	3.82%
Nov-24	1.75%	57.09%	5.18%	0.55%	26.51%	3.64%
Dec-24	1.83%	55.55%	5.74%	0.59%	27.18%	4.26%

Fonte: EPFR, BTG Pactual

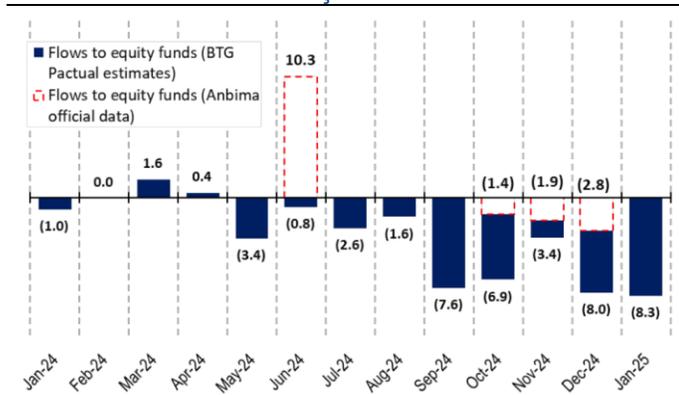
Persistem os resgates de fundos de ações locais

Os investidores locais têm retirado dinheiro de ações por nove meses consecutivos. E os resgates continuaram em janeiro, totalizando R\$ 8,3 bilhões.

Dada a decisão do Banco Central de iniciar um ciclo de aperto monetário em setembro do ano passado, esses investidores podem demorar um pouco para voltar a comprar ações. Nossa equipe macro agora projeta que a taxa Selic chegará a 15,25% ao final de 2025, sem expectativa de cortes nas taxas de juros tão cedo.

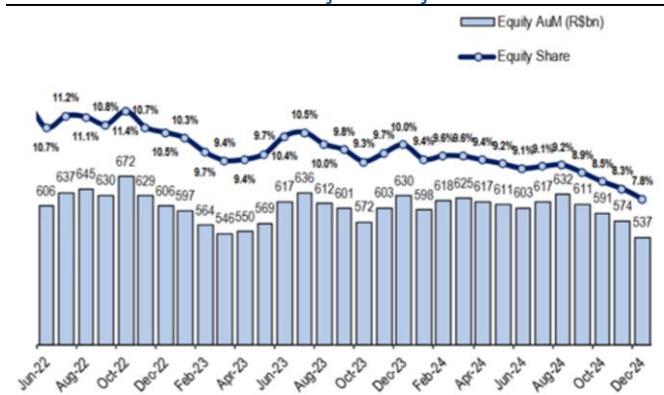
Além disso, as alocações em ações de fundos multimercados locais diminuíram de forma constante no ano passado, ficando agora em 7,8%. O nível de alocação em dezembro foi menor do que em 2016 (8,5%), durante uma das piores recessões do Brasil.

Gráfico 13: Fluxos de fundos de ações



Fonte: B3, estimativas BTG Pactual

Gráfico 14: Fundos locais – Alocações em ações



Fonte: Bloomberg, estimativas BTG Pactual

Mantendo uma carteira defensiva

O atual cenário fiscal altamente incerto, o aumento das taxas de juros e a falta de visibilidade sobre possíveis catalisadores de curto prazo nos levaram a manter nosso portfólio mais defensivo, alocando em ações de fluxo de caixa concentrado no curto prazo, pagadoras de altos dividendos e empresas que se beneficiam de um dólar mais valorizado. Estamos evitando uma exposição mais relevante a varejistas, empresas alavancadas e companhias que possuem a geração de caixa mais concentrada no longo prazo.

Dito isso, estamos mudando nossa exposição ao setor financeiro e aumentando um pouco o risco do portfólio. Estamos adicionando a Bolsa de valores brasileira B3, substituindo o Banco Itaú após seu desempenho muito forte. A B3 é agora um negócio mais diversificado, menos dependente de ações, e indica um *yield* de retorno de capital ao acionista de ~10%. O aumento da concorrência tem sido um tema recorrente, mas pode levar mais tempo para se materializar do que se temia. Estamos mantendo a seguradora BB Seguridade na 10SIM, pois ela se beneficia de taxas de juros maiores e esperamos que pague dividendos elevados (dividend yield de 11%).

Estamos mantendo nossa exposição a um dólar mais valorizado inalterada, em cerca de 30% carteira. A Suzano, produtora de papel e

celulose, e a WEG, player industrial, mantêm seus lugares, mas estamos trocando a JBS, produtora de alimentos, pela Embraer, fabricante de aviões. Esperamos que a forte dinâmica operacional desta última continue e que os próximos resultados do 4T e a revisão de guidance funcionem como catalisadores para as ações.

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 valores internacionais. A empresa também é uma forte pagadora de dividendos (dividend yield de pelo menos 12%), o que a torna uma de nossas *Top Picks* para o ano.

A última mudança que estamos fazendo é trocar a fabricante de ônibus Marcopolo pela construtora de imóveis de baixa renda Cury. Já faz algum tempo que temos uma construtora de casas de baixa renda em nossa carteira de *Small Caps* (Tenda). Essas empresas operam no aprimorado programa de moradias populares MCMV, que melhorou a acessibilidade. O programa foi tão bom para os compradores e construtores de imóveis que a maioria das empresas agora tem caixa positivo, sendo que algumas se tornaram grandes pagadoras de dividendos, como é o caso da Cury.

A TIM, empresa histórica de telecomunicações, permanece na 10SIM, uma vez que modelamos pagamentos de dividendos que poderiam chegar até 16% do valor de mercado da empresa nos próximos 15 meses.

Estamos mantendo uma parte da carteira alocada em serviços básicos. Nossa *Top Pick* no setor é a Sabesp, empresa de água e esgoto recentemente privatizada, e a Eletrobras, gigante do setor de energia, também recentemente privatizada, é nossa outra opção no setor de serviços básicos.

Tabela 4: Mudanças no 10SIM™ (Janeiro vs. Fevereiro)

Janeiro				Fevereiro			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%	B3	Financeiro	B3SA3	10%
Suzano	Papel & Celulose	SUZB3	10%	Suzano	Papel & Celulose	SUZB3	10%
Weg	Bens de Capital	WEGE3	10%	Weg	Bens de Capital	WEGE3	10%
Eletrobras	Serviços Básicos	ELET3	10%	Eletrobras	Serviços Básicos	ELET3	10%
Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	15%	Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	15%
Sabesp	Serviços Básicos	SBSP3	10%	Sabesp	Serviços Básicos	SBSP3	10%
BB Seguridade	Financeiro	BBSE3	10%	BB Seguridade	Financeiro	BBSE3	10%
Marcopolo	Bens de Capital	POMO4	5%	Cury	Construção civil	CURY3	5%
JBS	Alimentos & Bebidas	JBSS3	10%	Embraer	Bens de Capital	EMBR3	10%
Tim	Telecom	TIMS3	10%	Tim	Telecom	TIMS3	10%

Fonte: BTG Pactual

Um resumo das nossas escolhas de fevereiro

Suzano (SUZB3)

Os fundamentos da Suzano permanecem sólidos, suportando a tese de investimento da 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 com a IP. 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. Também esperamos que as perspectivas desalavancagem se acelerem (dívida líquida/EBITDA de 2,6x até o final do ano de 2025, abaixo do topo de 3x), o que deve suportar a tese no curto prazo. A ação está agora altamente desvalorizada, sendo negociada a múltiplos baixos de ~4,8x EV/EBITDA para 2025 (vs. ~7,0x justo, em nossa opinião). Embora a perspectiva de curto prazo para os preços da celulose continue desafiadora, o ciclo parece ter chegado no pior momento, com dois aumentos de preços já bem encaminhados. Mesmo a US\$ 575/t de celulose, a Suzano oferece um yield de geração de caixa (FCFE) de ~10-11%, o que é bastante decente.

Petrobras (PETR4)

A Petrobras continua sendo nossa *Top Pick* no setor de Petróleo & Gás e a mantemos em nossa carteira 10SIM. A ação oferece uma combinação positiva de (i) dividendos atraentes, (ii) crescimento da produção, (iii) exposição ao dólar e (iv) governança corporativa robusta. Com relação a esse último aspecto, acreditamos que o aumento do preço do diesel em R\$ 0,2/litro (anunciado no final de janeiro) é uma prova de que as interferências políticas nas decisões que historicamente levaram a contratempos financeiros são atualmente limitadas. Ainda vemos espaço significativo para uma expansão de múltiplos mais ampla das ações da Petrobras, já que o compromisso da administração de evitar reservas de caixa excessivas fortalece a tese de pagamentos especiais de dividendos em 2025, o que poderia elevar o dividend yield para 15%. O principal risco para nossa tese continua sendo um M&A inesperado.

WEG (WEGE3)

Vemos a WEG como uma ação obrigatória no atual mercado brasileiro, impulsionada por temas fortes, como o crescimento de data centers e a infraestrutura de energia, bem como o momento de estabilidade das margens e do câmbio favorável. Embora o crescimento tenha desacelerado após a pandemia, a WEG continua a apresentar uma sólida lucratividade, com os resultados do terceiro trimestre destacando seu foco nas margens. Os investidores estão priorizando o crescimento em segmentos essenciais, como T&D e motores, enquanto o crescimento mais lento em áreas como geração de energia é mais aceitável. O histórico de M&A da WEG, que foi responsável por um terço de seu crescimento, pode continuar a impulsionar a expansão. Apesar de um valuation elevado de ~30x P/L para 2025, o valor de

escassez da WEG, os retornos sólidos e a exposição às principais tendências, como a eletrificação, justificam seu prêmio.

Embraer (EMBR3)

A Embraer continua sendo uma sólida tese, especialmente após uma forte dinâmica operacional no quarto trimestre, que normalmente é seu melhor trimestre e define o tom para o ano seguinte. O valuation já está próximo do limite superior de sua faixa histórica, mas, dadas as mudanças estruturais na empresa, uma reavaliação pode ser justificada. Os principais fatores incluem (i) a manutenção de uma forte dinâmica comercial, com as unidades Comercial e de Defesa provavelmente assegurando pedidos adicionais, (ii) o foco no crescimento das entregas após os desafios passados na cadeia de suprimentos, com os investidores buscando progresso em direção à marca de 100 aeronaves/ano na aviação comercial, e (iii) o potencial para um novo programa de aeronaves, à medida que as plataformas atuais amadurecem e a administração explora aumentos de capacidade em segmentos como o Executivo e o C390. Apesar das elevadas expectativas, a sólida carteira de pedidos e a posição estratégica da Embraer no setor aeroespacial a tornam uma opção atraente.

B3 (B3SA3)

Estamos adicionando a B3 ao portfólio este mês. Dado o grande aumento nas taxas de longo prazo do Brasil no ano passado, não é realmente uma surpresa ver as ações da B3 caírem ~12% nos últimos 12 meses. No entanto, conforme destacamos em nossos últimos relatórios, a B3 está transmitindo uma mensagem de que agora está muito mais diversificada. Dada a diluição significativa das receitas do segmento de "ações" nos últimos anos, a B3 parece estar muito próxima do menor nível de capacidade de geração de resultados/lucratividade, o que de fato tem sido percebido pelos investidores e permitiu que a ação superasse outras teses de "beta alto" por uma ampla margem nos últimos meses, mesmo com o mercado em uma clara queda (a B3 subiu 10% no acumulado do ano – o IBOV subiu 5% no mesmo período). Com a "qualidade" de seus resultados melhorando, a ação continua sendo negociada a múltiplos historicamente baixos, oferecendo também um yield esperado (dividendos+ recompras) de ~10%, o que a torna uma ação de certa forma "defensiva" entre os nomes de "beta mais elevado" no Brasil. E, apesar do ruído da concorrência ter aumentado nos últimos meses (a nova bolsa de derivativos A5X recebeu investimentos de grandes formadores de mercado recentemente, a BASE fez um *roadshow* no Brasil e nos EUA em novembro passado para buscar investidores, o Banco Central aprovou a CSD para operar como um sistema de depósito e liquidação, e a CERC anunciou que a Serasa Experian adquiriu uma participação de 3,4% na empresa), a B3 está enviando uma mensagem construtiva para 2025, acreditando que a "concorrência" está subestimada no tempo). Além disso, a B3 também está enviando uma mensagem mais positiva sobre suas disputas legais em andamento. Em suma, nossa visão melhorou para a B3

(apesar da intensa volatilidade) e, portanto, estamos adicionando-a ao portfólio este mês.

Eletrobras (ELET3)

Vemos a Eletrobras sendo negociada a uma TIR real de 13,6%, sendo uma das teses mais baratas em nosso universo de cobertura. A diferença de valuation em relação a seus pares é explicada por uma percepção de maior complexidade, maior risco de governança e dividendos mais baixos. Em nossa opinião, a empresa está tratando de todas as variáveis acima mencionadas. Uma política de dividendos trimestrais está sendo considerada, podemos estar a algumas semanas de um acordo com o governo federal e a complexidade tem sido gradualmente reduzida pela administração da empresa. Em nossa opinião, a Eletrobras tem catalisadores relevantes que podem ajudar as ações.

Sabesp (SBSP3)

Apesar de um bom desempenho em 2024 – e apesar das boas expectativas em relação ao nome – achamos que a Sabesp é a nova tese *compounder* (geração crescente e consistente de fluxo de caixa no longo prazo) do setor. Vemos a empresa sendo negociada a uma TIR real de 10,4%. Projetamos que o total de despesas operacionais melhore e o RAB (base de ativo regulatória) aumente, mas entendemos que há muitas opcionalidades que não foram precificadas: (i) no final de 2024, houve uma surpresa regulatória positiva (ainda não incluída em nossa TIR) abordando (mas ainda sem os detalhes necessários) o atraso na conversão de investimento para RAB da Sabesp, (ii) a velocidade de redução do opex e da diferença de receita regulatória para efetiva pode ser maior do que esperado e (iii) as regras de retorno de caixa também podem 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. A 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.

Cury (CURY3)

Estamos muito otimistas com relação ao segmento de imóveis de baixa renda, uma vez que a acessibilidade nunca foi tão boa no programa MCMV. A Cury vem apresentando sólidos resultados operacionais e financeiros, com lançamentos e vendas crescendo ~50% a/a em 2024, e o LPA aumentando ~60% a/a no 3T24, resultando em um ROE anualizado de 63%. Desde os eventos políticos/macroeconômicos brasileiros no final do ano passado, as ações caíram 7%, mas o desempenho operacional da empresa só está melhorando (esperamos um forte crescimento de lançamentos no 1S25 e, como a demanda continua sólida, esperamos que os lucros também cresçam bem este ano). Mais importante ainda, como a Cury apresenta um balanço patrimonial desalavancado, a empresa deve

pagar um Dividend yield elevado de 12% este ano. Com um valuation atraente de 6,5x P/ para 2025, a Cury está se juntando à nossa carteira 10SIM este mês.

Tim (TIMS3)

Juntamente com os resultados do 3T, a empresa anunciou planos para pagar R\$3,5 bilhões em dividendos/JCP em 2024. Ainda há R\$2,1 bilhões 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, esperamos que a TIM retorne R\$6,1 bilhões aos acionistas nos próximos 15 meses, o equivalente a ~16% de seu valor de mercado. Para o ciclo 2024-2026, a empresa deu um guidance de dividendos totais de R\$11,8-12,2 bilhões, ou ~32% de seu valor de mercado atual. Essa enorme devolução de caixa aos acionistas deve suportar as ações, posicionando a TIM como uma opção atraente para enfrentar tempos incertos.

BB Seguridade (BBSE3)

A BBSE3 está subindo ~15% ao ano (incluindo dividendos) desde seu IPO (abril de 2013). Nos últimos 12 meses, subiu 21%, e a empresa tem apresentado resultados consistentemente melhores do que o esperado (com riscos de alta para as estimativas do consenso de 2025 devido a uma taxa selic maior). 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 das ações). Vale ressaltar que a empresa vem executando recompras com a aprovação do CFO e do CEO do BB, que são muito favoráveis ao BBSE. Assim, continuamos construtivos com relação às ações da BBSE. Acreditamos que as seguradoras, como a BBSE, poderão ter um desempenho positivo no curto prazo, pois são mais defensivas em um ambiente macroeconômico mais desafiador, enquanto seus números operacionais permanecem sólidos. No mês passado, realizamos reuniões no Rio de Janeiro com o CFO e saímos ainda mais otimistas de que o LPA deve crescer acima dos 10% em 2025. Assim, negociada a um valuation "barato" de 8,5x P/L para 2025 (Dividend yield de 10,6%), reiteramos nossa recomendação de Compra para a empresa.

Tabela 5: 10SIM para fevereiro de 2025

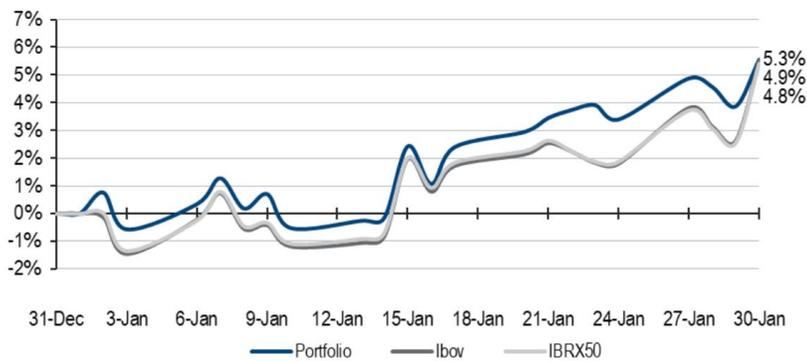
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mi)	EV/EBITDA		P/L		P/PA	
					2025	2026	2025	2026	2025	2026
Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	15%	515.248	3,7x	3,4x	4,6x	4,7x	1,4x	1,2x
Weg	Bens de Capital	WEGE3	10%	230.921	22,5x	19,3x	30,0x	27,0x	10,1x	9,1x
Eletrabras	Serviços Básicos	ELET3	10%	82.154	5,4x	4,7x	8,4x	9,2x	0,7x	0,6x
Suzano	Papel & Celulose	SUZB3	10%	77.292	4,8x	4,1x	8,3x	5,0x	1,7x	1,3x
BB Seguridade	Financeiro	BBSE3	10%	74.813	n.a.	n.a.	8,5x	8,1x	7,4x	6,8x
Sabesp	Serviços Básicos	SBSP3	10%	64.640	7,0x	6,3x	12,5x	10,0x	1,6x	1,5x
B3	Financeiro	B3SA3	10%	60.359	8,1x	7,6x	12,0x	12,4x	3,4x	3,3x
Embraer	Bens de Capital	EMBR3	10%	43.858	10,1x	8,9x	23,2x	20,1x	2,0x	1,9x
Tim	Telecom	TIMS3	10%	37.783	3,8x	3,5x	10,7x	9,1x	1,5x	1,5x
Cury	Construção civil	CURY3	5%	6.267	7,8x	7,3x	6,5x	8,6x	4,6x	4,2x

Fonte: Economática, BTG Pactual

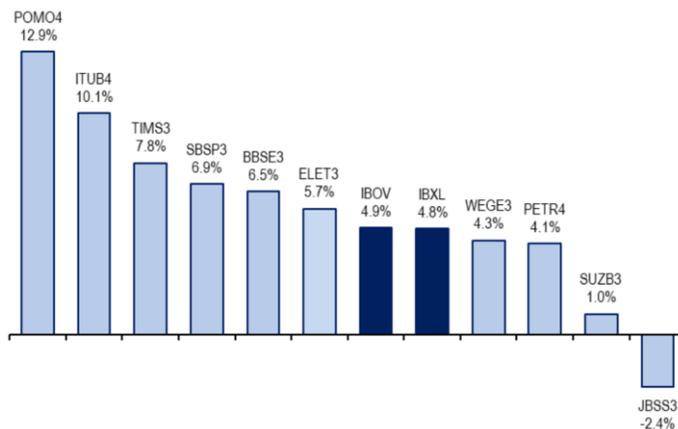
Rentabilidade da 10SIM™ em janeiro

Rentabilidade mensal*

Em janeiro, o desempenho do nosso portfólio 10SIM™ foi de 5,3%, acima do Ibovespa (4,9%) e do IBR-X-50 (4,8%), conforme mostrado no gráfico abaixo.

Gráfico 15: Rentabilidade em janeiro de 2025*


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

Gráfico 16: Desempenho das ações em janeiro de 2025


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 397,8%, em comparação com 105,0% para o Ibovespa e 146,8% para o IBX-50.

Gráfico 17: Rentabilidade desde out/2009*



Fonte: BTG Pactual, Econômica

Tabela 7: Rentabilidade mensal histórica*

	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ	No ano	IBOV	Carteira Acum.	IBOV Acum.
2009										0,2%	13,3%	4,8%	19,1%	11,5%	19,1%	11,5%
2010	-5,5%	0,3%	0,1%	-1,1%	-2,8%	-2,4%	12,3%	-1,4%	8,6%	4,8%	-2,4%	2,3%	12,0%	1,0%	33,4%	12,7%
2011	-2,2%	2,7%	1,6%	0,6%	-1,4%	-2,2%	-4,6%	-1,0%	-10,8%	9,5%	0,2%	2,1%	-6,5%	-18,1%	24,7%	-7,7%
2012	3,2%	10,3%	-0,2%	-0,8%	-8,7%	-0,1%	2,3%	5,1%	6,9%	3,0%	2,1%	8,1%	34,4%	7,4%	67,6%	-0,9%
2013	6,1%	-1,9%	1,4%	1,9%	-2,1%	-6,1%	-0,5%	5,1%	2,8%	5,3%	-0,6%	-3,5%	7,3%	-15,5%	79,9%	-16,3%
2014	-6,1%	-0,7%	4,0%	1,5%	0,2%	5,6%	1,9%	6,4%	-10,8%	6,8%	0,8%	-8,6%	-0,9%	-2,9%	78,3%	-18,7%
2015	-6,3%	6,2%	3,6%	3,5%	-3,1%	-0,1%	-5,5%	-6,8%	2,4%	1,5%	3,6%	-0,4%	-2,4%	-13,3%	73,9%	-29,5%
2016	-5,5%	3,2%	4,4%	7,2%	-6,0%	6,8%	12,9%	0,9%	-0,2%	10,9%	-6,5%	-2,5%	26,0%	38,9%	119,1%	-2,1%
2017	11,2%	3,9%	-5,6%	1,7%	-4,2%	-2,1%	5,7%	4,3%	2,9%	-0,9%	-4,6%	2,9%	14,7%	26,9%	151,4%	24,2%
2018	10,2%	-0,4%	1,6%	1,5%	-6,7%	0,1%	1,9%	-2,7%	2,5%	5,0%	-0,7%	0,2%	12,3%	15,0%	182,3%	42,9%
2019	8,3%	2,1%	-2,1%	2,3%	-1,6%	5,2%	4,8%	-0,1%	4,3%	1,2%	0,8%	6,7%	39,9%	31,6%	294,9%	88,0%
2020	1,7%	-9,2%	-30,7%	8,0%	7,7%	8,3%	9,0%	-3,6%	-4,1%	-1,1%	16,2%	9,2%	1,8%	2,9%	302,0%	93,5%
2021	-3,9%	2,2%	-2,7%	5,6%	8,8%	-1,1%	-3,1%	-0,9%	-7,6%	-8,9%	-5,6%	4,6%	-13,3%	-11,9%	248,5%	70,4%
2022	10,5%	3,8%	6,1%	-3,9%	1,1%	-14,0%	6,4%	9,9%	3,2%	12,1%	-12,4%	-1,3%	18,9%	4,7%	314,4%	78,4%
2023	5,7%	-6,8%	0,0%	2,5%	5,1%	10,0%	4,5%	-6,6%	0,8%	-3,9%	13,1%	3,5%	29,4%	22,3%	436,1%	118,1%
2024	-0,9%	1,9%	1,1%	-4,2%	-6,2%	0,2%	5,6%	5,6%	-3,6%	-1,1%	-7,5%	-2,5%	-11,8%	-10,4%	372,9%	95,5%
2025	5,3%												5,3%	4,9%	397,8%	105,0%

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.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx