



Carteira Recomendada de Ações (10SIM)

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Março 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

Tcha Chan
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

Desafios à frente; é preciso cautela

Desde dezembro, decidimos posicionar nossa carteira de forma mais defensiva, incluindo uma combinação de exportadores, pagadores de dividendos e ações com fluxo de caixa concentrado no curto prazo, enquanto evitamos uma exposição mais relevante a varejistas e empresas alavancadas. A espinha dorsal do portfólio permaneceu a mesma desde então, mas em fevereiro acrescentamos algum risco com a inclusão da bolsa de valores B3 e da construtora de imóveis de baixa renda Cury.

Prêmio elevado em ações proxies de títulos públicos; adição de mais serviços básicos via EQTL

Este mês, decidimos aumentar nossa exposição a empresas de serviços básicos, pois, em nossa opinião, há um prêmio de risco excessivo nos títulos brasileiros de longo prazo (negociados à inflação mais 7,8%), e as ações de empresas de serviços básicos estão sendo negociadas com um prêmio acima da média em relação aos títulos brasileiros, que já pagam muito bem. Além disso, as ações de serviços básicos são protegidas contra a inflação e têm exposição limitada a uma economia em desaceleração. Com isso em mente, estamos adicionando a Equatorial ao 10SIM, o que, combinado com a Sabesp e a Eletrobras, aumenta nossa exposição ao setor para 30%. A Equatorial é um ativo de alta qualidade negociado a uma TIR real de 12%.

Menos exportadores e pagadores de dividendos; o Itaú está de volta

Para criar espaço para a EQTL, decidimos retirar a Embraer do 10SIM, após o impressionante desempenho da ação em fevereiro (+27%) e no acumulado do ano (+35%). Com essa mudança, nossa exposição a exportadores está agora em 20% (via WEG e Suzano), ante 30%. Entre os pagadores de dividendos, além da Petrobras (15% de yield), estamos mantendo a TIM no 10SIM (15% de yield). Estamos

content.btgpactual.com

removendo BBSE após seu forte desempenho em fevereiro (+7%) e no acumulado do ano (+14%), e substituindo-a pelo Itaú, que é negociado com valuations atraentes: 7x P/L para 2025E e 1,6x P/VP.

B3 e Cury completam o 10SIM

Nossa exposição a ações de serviços financeiros é complementada pela bolsa de valores B3. A Cury, construtora de imóveis de baixa renda, completa o 10SIM.

Tabela 1: Portfólio 10SIM para março/25

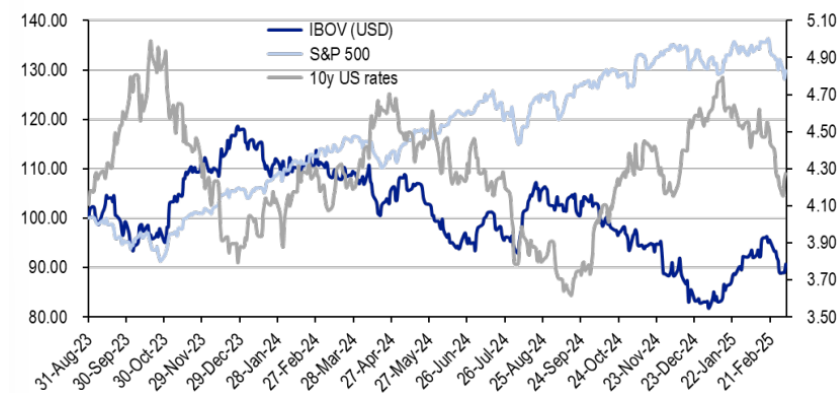
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mil)	EV/EBITDA		P/L		P/VP	
					2025	2026	2025	2026	2025	2026
Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	15%	486.312	3,5x	3,3x	4,3x	4,4x	1,3x	1,1x
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%	295.317	n.a.	n.a.	7,0x	6,4x	1,6x	1,4x
Weg	Bens de Capital	WEGE3	10%	201.878	19,0x	16,1x	27,0x	23,2x	7,8x	7,1x
Eletrobras	Serviços Básicos	ELET3	10%	86.976	5,6x	4,9x	8,9x	9,7x	0,7x	0,7x
Suzano	Papel & Celulose	SUZB3	10%	69.782	4,7x	3,8x	4,7x	5,1x	1,5x	1,2x
Sabesp	Serviços Básicos	SBSP3	10%	64.920	7,0x	6,3x	12,6x	10,0x	1,6x	1,5x
B3	Financeiro	B3SA3	10%	54.758	7,5x	7,0x	11,2x	11,5x	3,2x	3,1x
Tim	Telecom	TIMS3	10%	39.141	3,9x	3,7x	11,0x	9,5x	1,5x	1,5x
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	37.553	7,0x	6,8x	9,9x	8,6x	1,2x	1,2x
Cury	Construção civil	CURY3	5%	6.148	7,7x	7,1x	6,5x	8,4x	4,5x	4,1x

Fonte: Economática, BTG Pactual

Desafios à frente; é preciso cautela

Embora o Ibovespa tenha encerrado fevereiro com queda de 2,6% em real e de 3,5% em dólar, ele ainda apresenta alta de 2,3% em real e de 9,1% em dólar no acumulado do ano. Em nossa opinião, a maior parte do bom desempenho deste ano pode ser atribuída a um cenário externo mais benigno, com as taxas de 10 anos dos EUA caindo 29bps no acumulado do ano, principalmente devido aos anúncios de aumento de tarifas menos agressivos do Presidente Trump em relação às expectativas originais.

Gráfico 1: Ibovespa (em USD) e S&P500 (Base 100 = Ago 2023) vs. taxas dos EUA de 10 anos



Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Um real mais forte e alguns dados preliminares indicando que a economia pode estar desacelerando por causa de condições financeiras mais apertadas, ou seja, a política monetária ainda está funcionando, ajudaram a reduzir as expectativas do mercado de quanto a taxa Selic teria que subir para conter a inflação – o DI de jan/26 caiu 64bps no acumulado do ano, para 14,8%.

Por fim, embora seja muito cedo para pensar nas eleições presidenciais no Brasil, que ocorrerão apenas em outubro de 2026, uma série de pesquisas de opinião mostrou uma rápida deterioração das taxas de aprovação do atual governo (em uma pesquisa, a taxa de aprovação do governo caiu para apenas 24%), o que levou alguns investidores a se sentirem mais confiantes de que uma mudança de regime poderá ocorrer no próximo ano.

Embora esses fatores combinados tenham desempenhado um papel importante na boa performance do Ibovespa no primeiro bimestre, não acreditamos que eles continuarão a impulsionar os preços dos ativos no Brasil no curto prazo.

As expectativas em relação à taxa Selic já se ajustaram, pois a maioria dos investidores consideraria altamente improvável que as taxas pudessem ficar abaixo de 14,8% tão cedo, principalmente considerando a resiliência das expectativas de inflação – de acordo com uma pesquisa Focus do banco central, a inflação deve encerrar 2025 em 5,65%, em comparação com uma meta de 3%.

Também acreditamos que as taxas de aprovação do governo já atingiram níveis extremamente baixos (mesmo que possam cair um pouco mais nos próximos meses), mas com o presidente mais vocal e com a série de medidas populares que o governo está planejando anunciar nos próximos meses (mais sobre isso abaixo), as chances são de que a taxa de aprovação do governo aumente.

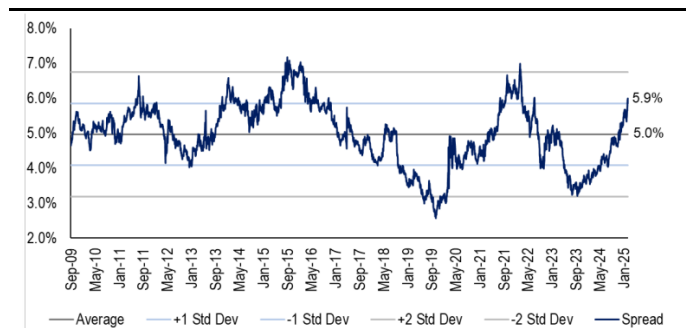
A ajuda pode vir do exterior

No entanto, poderia haver ajuda adicional do exterior. Um acordo entre os EUA e a China sobre o comércio e/ou um acordo de paz sobre a guerra Rússia-Ucrânia seria visto como desinflacionário, fazendo com que as taxas de longo prazo nos EUA caíssem ainda mais (a taxa de 10 anos caiu 23bps no mês passado).

Esse cenário certamente seria positivo para as ações brasileiras, que estão indiscutivelmente baratas – uma queda nas taxas de longo prazo no Brasil certamente faria com que as ações locais subissem.

Dito isso, para que haja uma redução mais pronunciada nas taxas reais de longo prazo no Brasil, que atualmente estão em 7,8%, o governo teria que implementar medidas estruturais para reduzir o ritmo de expansão da dívida, o que parece altamente improvável.

A maior percepção de risco do Brasil se reflete no aumento da diferença entre as taxas reais de longo prazo do Brasil e dos EUA, que agora está um desvio padrão acima da média (em 5,9%). Dito isso, em períodos de maior estresse, como a recessão de 2015/2016, o prêmio foi em média de 6% e atingiu um pico acima dos 7% em setembro de 2015.

Gráfico 2: Spread (NTN-B 2035 vs. taxas de 10 anos dos EUA)


Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

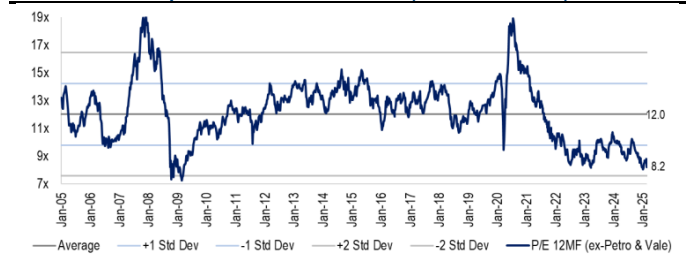
Gráfico 3: Títulos públicos de longo prazo (NTN-B 2035 vs. Taxas de 10 anos dos EUA)


Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Os múltiplos estão baixos, se as taxas reais de longo prazo caírem

As ações brasileiras estão sendo negociadas no que acreditamos ser um valuation relativamente atraente: 8,2x P/L 12 meses à frente ex-Petro&Vale (7,2x 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 4,3% (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%.

Gráfico 4: Bovespa P/L 12 meses à frente (ex Petro & Vale)


Fonte: Economica, estimativas BTG Pactual

Gráfico 5: Earnings yield (L/P – taxas reais de 10 anos)


Fonte: Economica, estimativas BTG Pactual

No curto prazo, fique de olho em maio de 2025

Nesse momento, os economistas estão convergindo para a visão de que o ciclo de aperto monetário pode terminar em maio, com uma taxa Selic terminal entre 14,75% e 15,25%, o que apontaria para um aumento de 100bps na reunião de março (já sinalizado pelo Banco Central) e um movimento final adicional de 50bps ou 75bps na reunião de maio (alguns ainda acham que poderia haver um aumento final de 50bps em junho).

A 14,75% ou 15,25%, as taxas reais estariam em níveis extremamente altos (~9,0-9,5% de taxas reais) e acabariam por trazer a inflação de volta à meta (mas não no horizonte relevante, o que provavelmente exigiria taxas acima de 16%).

De qualquer forma, quando as taxas pararem de subir, os mercados naturalmente começarão a discutir quando elas poderão começar a cair. E, embora seja improvável que as condições econômicas permitam cortes nas taxas este ano, até mesmo uma pequena probabilidade pode ser suficiente para fazer os preços das ações subirem.

A esperança de cortes nas taxas viria de um declínio mais acentuado na atividade econômica (estamos observando alguma desaceleração, mas nada de importante neste momento) que poderia reduzir as pressões inflacionárias. Além disso, uma safra forte e a valorização do real neste ano (+7%) podem ajudar a reduzir a pressão sobre os preços dos alimentos.

A equipe macroeconômica 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 em 2025 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 apertado.

Nossa equipe também acredita que os preços dos alimentos e de alguns produtos industriais podem continuar sob pressão e que os preços indexados de alguns serviços (como aluguéis) e as tarifas reguladas podem continuar subindo. Atualmente, nossa equipe está modelando um índice de preços ao consumidor de 5,7% para 2025, o que deixa pouco espaço para o Banco Central flexibilizar a política monetária no curto prazo.

O governo deixaria a atividade econômica desacelerar demais? Talvez não.

Se a atividade econômica desacelerar o suficiente para reduzir as pressões inflacionárias, o possível impacto negativo sobre a popularidade do governo antes de um ano de eleição presidencial pode ser suficiente para pressioná-lo a adotar medidas para reacender 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, acreditamos.

Na verdade, o governo já mencionou uma série de programas e iniciativas que deverão ter um impacto positivo na atividade econômica. A mais conhecida de todas é um projeto de lei que propõe a isenção do imposto de renda para aqueles que ganham menos de R\$ 5 mil por mês (com um custo estimado de R\$ 40 bilhões para os cofres do governo), que deverá ser compensado por um aumento na tributação dos contribuintes mais ricos (que parece improvável de ser aprovado no Congresso).

Outra iniciativa com um impacto potencialmente grande na economia é um projeto de lei (ou medida provisória) que regulamenta os empréstimos consignados para funcionários privados, com o potencial de reduzir substancialmente as taxas de juros. Essa é uma boa

medida que precisa ser comemorada, mas que estimulará a economia de qualquer forma.

Outras iniciativas em potencial incluem: i) gás de cozinha gratuito para 22 milhões de famílias (custo estimado de R\$ 12 bilhões, cerca de R\$ 8,5 bilhões a mais do que no ano passado); ii) liberação de sobras que estão bloqueadas em fundos de aposentadoria, FGTS (até R\$12 bilhões poderiam ser liberados); iii) subsídios em dinheiro para estudantes do ensino médio em escolas públicas (Pé de Meia), que já está operando (no ano passado o programa custou R\$6 bilhões, e este ano, quando o programa será totalmente implementado, o custo total pode chegar a cerca de R\$13 bilhões, R\$7 bilhões a mais do que no ano passado); iv) medicamentos adicionais gratuitos oferecidos através do Programa Farmácia Popular (o programa já existe e sua expansão pode custar cerca de R\$0,6 bilhão a mais).

No total, esses programas podem injetar de R\$ 20 bilhões a R\$ 28 bilhões a mais na economia em 2025 (sem incluir a proposta de isenção de impostos, que deve ter impacto apenas em 2026, e o empréstimo consignado para funcionários privados). Desse montante, o desbloqueio dos fundos de aposentadoria (R\$12 bilhões) e o programa Pé de Meia (+R\$7 bilhões) são valores adicionados imediatamente nas mãos das pessoas e poderiam ser usados já para consumo.

Eleições no Brasil: É claramente muito cedo, mas vamos falar sobre isso de qualquer maneira

As eleições presidenciais do Brasil estão programadas 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, a discussão sobre o próximo ciclo eleitoral vem ganhando alguma força.

Quem está concorrendo? Ninguém sabe ao certo

Neste momento, tanto o governo atual quanto os principais candidatos da oposição não estão definidos. De fato, embora o cenário mais provável, em nossa opinião, seja que o Presidente Lula concorra à reeleição, alguns acham que ele pode não concorrer. Seja porque ele completará 81 anos em outubro do próximo ano e poderá decidir que o fardo do cargo pode ser demais para ele. Ou, porque ele pode não estar com as pesquisas suficientemente fortes em meados do próximo ano e pode decidir que quer encerrar sua carreira política – o Presidente Lula venceu, direta ou indiretamente, 5 das últimas 6 eleições presidenciais no Brasil.

Se o Presidente Lula não estiver concorrendo, o candidato mais provável da coalizão do governo seria Fernando Haddad, o atual Ministro da Fazenda, ex-prefeito de São Paulo e ex-candidato à presidência (ele perdeu as eleições de 2018 para o ex-presidente Jair Bolsonaro). É certo que Haddad é um candidato muito menos competitivo do que o Presidente Lula.

Do lado da oposição, há muitas possibilidades. O ex-presidente Jair Bolsonaro seria um candidato natural. No entanto, neste momento, ele está com seus direitos políticos suspensos e enfrenta um julgamento no Supremo Tribunal Federal que pode impedi-lo definitivamente de concorrer – Bolsonaro insiste que será o principal candidato presidencial da oposição no próximo ano.

Se Bolsonaro for inocentado das acusações, recuperar seus direitos políticos e decidir concorrer, nenhum outro candidato da oposição competiria, acreditamos, pois o apoio de Bolsonaro é absolutamente necessário para construir uma forte candidatura de oposição.

Se Bolsonaro não puder concorrer, há duas possibilidades. Uma delas é que ele decida apoiar a candidatura de um dos membros de sua família. Ou seus filhos (Flávio Bolsonaro, senador, ou Eduardo Bolsonaro, deputado federal) ou sua esposa Michele Bolsonaro. Decidir a favor de um dos membros de sua família, por um lado, pode garantir a Bolsonaro um forte controle sobre o governo se eles forem eleitos. No entanto, os membros da família de Bolsonaro enfrentarão fortes taxas de rejeição, tornando suas candidaturas não tão óbvias.

Outro cenário é a candidatura de um (ou mais) dos governadores fortes da oposição. O governador de São Paulo, Tarcísio de Freitas, o governador do Paraná, Ratinho Junior, o governador de Goiás, Ronaldo Caiado, e o governador de Minas Gerais, Romeu Zema, são todos candidatos em potencial. Eles têm dito que aquele que estiver mais bem colocado nas pesquisas receberá o apoio dos outros três, a fim de evitar a divisão dos votos da oposição. Neste momento, Tarcísio de Freitas, o governador de São Paulo, está liderando a corrida entre os governadores, em nossa opinião.

Ainda assim, Tarcísio já disse várias vezes que só concorreria com o apoio do ex-presidente Bolsonaro e que, se não conseguir esse apoio, concorrerá à reeleição em São Paulo. O prazo para que ele decida se concorre à presidência ou à reeleição é abril de 2026, quando deverá se afastar do cargo para concorrer à presidência.

Se Bolsonaro insistir em sua candidatura após abril de 2026, Tarcísio poderá não concorrer. Em nossa opinião, se Bolsonaro não puder concorrer, ele aguardará as pesquisas de opinião no início do próximo ano para decidir entre seus familiares e Tarcísio.

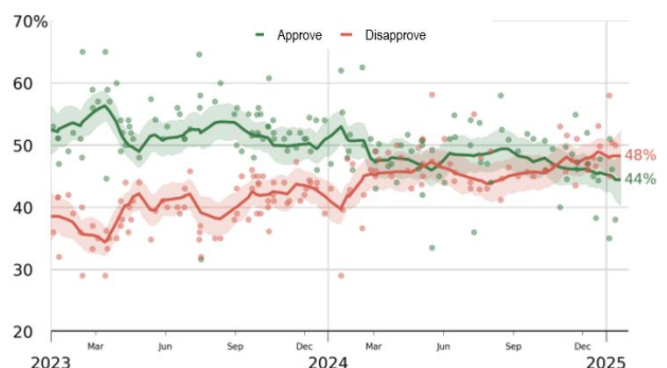
O índice de aprovação do governo parece ser a melhor métrica a ser monitorada neste momento

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) no qual podemos basear essa discussão.

A taxa de aprovação do governo vem caindo rapidamente, com uma aceleração perceptível nos últimos meses. De acordo com a empresa de consultoria política Jota, a taxa de desaprovação está agora 4 pontos percentuais acima da taxa de aprovação (em comparação com uma diferença de 15 pontos percentuais a favor da aprovação no início

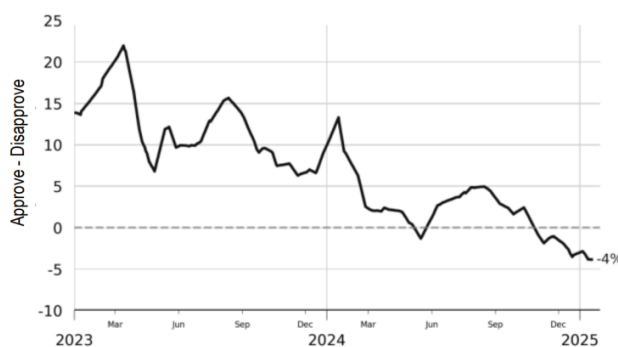
do governo). Para piorar a situação, com a expectativa de desaceleração da economia, as chances são de que a taxa de aprovação do governo continue a cair.

Gráfico 6: Taxa de aprovação/desaprovação do governo Lula



Fonte: JOTA

Gráfico 7: Diferença entre Aprovação/desaprovação



Fonte: JOTA

De acordo com uma pesquisa do Datafolha divulgada em meados de fevereiro, a taxa de aprovação do Presidente Lula atingiu o recorde de baixa de 24% após 9 trimestres, um número apenas melhor do que FHC2, Temer e Collor, e muito pior do que os 37% de Bolsonaro e ainda pior do que os 30% de Dilma. Com índices de aprovação de 24%, a maioria dos consultores políticos concordaria que as perspectivas de reeleição são extremamente desafiadoras.

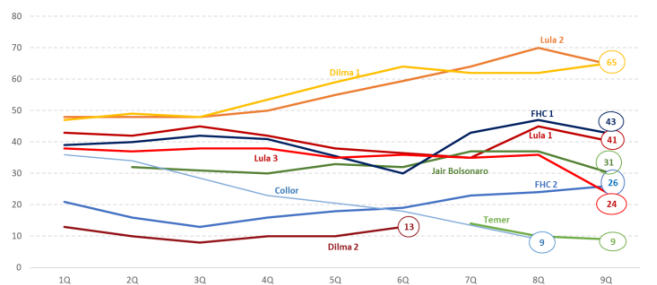
Ao analisar as corridas presidenciais anteriores, na maioria dos casos, as taxas de aprovação tendem a cair um pouco mais entre o 8º e o 12º trimestre e depois se recuperam no final do governo. De fato, as taxas de aprovação da maioria dos presidentes melhoraram do 8º ao 10º trimestre até o final de seus governos – Lula2 melhorou 13p.p., Dilma1 12p.p. Lula1 7p.p., FHC2 2p.p.

É interessante observar que as taxas de aprovação de FHC1 e Dilma1 eram de 35% e 42% no final de seus governos (a taxa de aprovação de Dilma caiu para 30% no 10º trimestre), e ambos os presidentes conseguiram ser reeleitos.

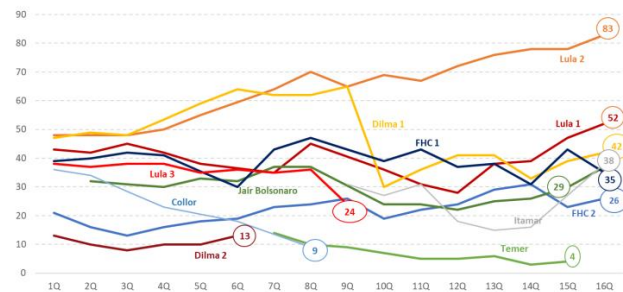
Uma série de medidas econômicas para aumentar a popularidade

Conforme discutido acima, o Presidente Lula está preparando uma série de medidas econômicas populares que devem chegar ao mercado neste ano e no próximo com o objetivo de elevar seus índices de aprovação. Seria natural esperar que essas medidas tenham algum impacto positivo sobre os índices de aprovação do governo próximos trimestres.

Em nossa opinião, se o índice de aprovação de Lula voltar a subir para cerca de 40%, ele será um candidato competitivo em 2026, especialmente considerando que o Presidente Lula é um líder popular com o governo ao seu lado.

Gráfico 8: Taxas de aprovação até o início do terceiro ano de governo


Fonte: Datafolha, BTG Pactual

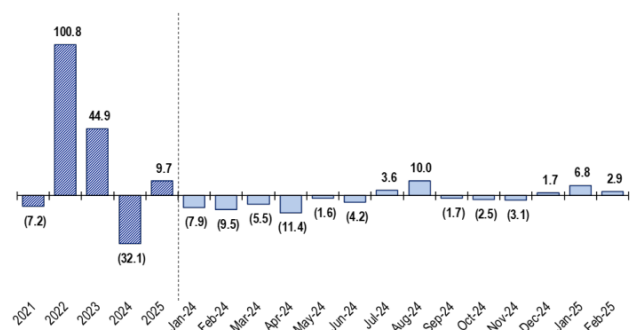
Gráfico 8: Taxas de aprovação no mandato integral


Fonte: Datafolha, BTG Pactual

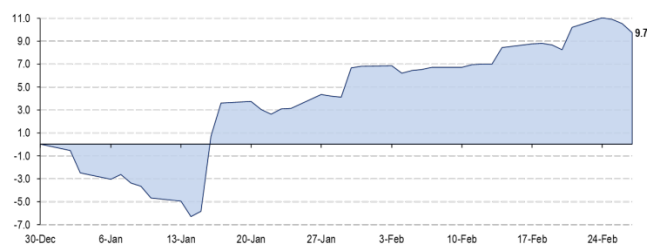
Estrangeiros são compradores líquidos de ações brasileiras no acumulado do ano

Os investidores estrangeiros são compradores líquidos de ações brasileiras em 2025. Nos dois primeiros meses do ano, os investidores estrangeiros compraram o equivalente a R\$9,7 bilhões em ações brasileiras. Parte disso foi impulsionada pela recente venda pela Cosan de uma participação de 4% na Vale (aproximadamente R\$9 bilhões), que foi comprada principalmente por estrangeiros (R\$7,8 bilhões). Mesmo com esse ajuste, os investidores estrangeiros foram compradores líquidos no valor de R\$1,9 bilhão no acumulado do ano.

Temos observado um aumento do interesse de investidores estrangeiros no Brasil. A combinação de um valuation atraente e uma possível mudança no cenário político em 2026 provavelmente está por trás disso. Neste momento, os fluxos de estrangeiros parecem estar concentrados em ações específicas, em vez de uma compra mais generalizada do índice.

Gráfico 10: Fluxos de investidores estrangeiros (R\$ bilhões)


Fonte: B3, estimativas BTG Pactual

Gráfico 11: Fluxos estrangeiros para ações no Brasil, acumulado no ano


Fonte: Bloomberg, estimativas BTG Pactual

O bom desempenho do Ibovespa em janeiro provavelmente explica o pequeno aumento na alocação dos fundos globais de mercados emergentes no Brasil (subiu para 6,2% em janeiro, de 5,6% em dezembro). Dito isso, as alocações ainda são muito inferiores aos 7,6% alcançados no final de 2023.

Tabela 2: Alocações de fundos para o Brasil

Fund Allocations to Brazil				
Date	G.E.M.	Global	Global (ex-US)	LatAm
Dec-16	8.15%	0.68%	1.18%	56.03%
Dec-17	6.73%	0.52%	0.69%	56.42%
Dec-18	7.69%	0.54%	0.70%	59.85%
Dec-19	8.18%	0.45%	0.55%	65.86%
Dec-20	5.29%	0.25%	0.36%	62.71%
Dec-21	4.34%	0.26%	0.42%	55.09%
Dec-22	6.31%	0.42%	0.68%	59.12%
Dec-23	7.61%	0.56%	0.85%	58.88%
Apr-24	6.60%	0.43%	0.87%	55.05%
May-24	6.11%	0.40%	0.80%	53.51%
Jun-24	5.82%	0.39%	0.79%	54.69%
Jul-24	6.00%	0.39%	0.67%	55.63%
Aug-24	6.29%	0.36%	0.71%	58.14%
Sep-24	6.07%	0.35%	0.74%	58.63%
Oct-24	6.25%	0.54%	0.85%	59.06%
Nov-24	6.25%	0.50%	0.80%	57.09%
Dec-24	5.57%	0.52%	0.77%	55.55%
Jan-25	6.24%	0.59%	0.88%	58.64%

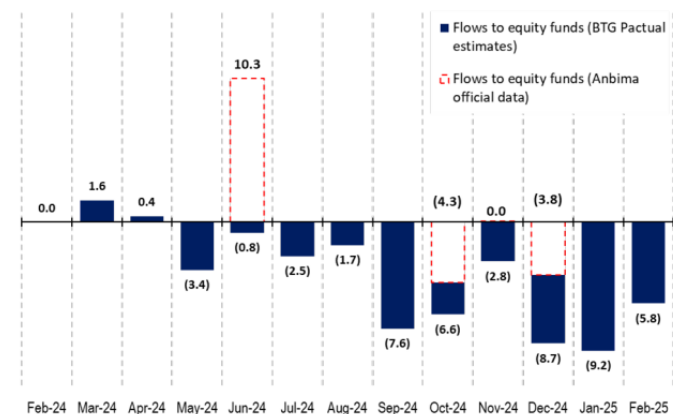
Fonte: EPFR, BTG Pactual

Persistem os resgates de fundos de ações locais

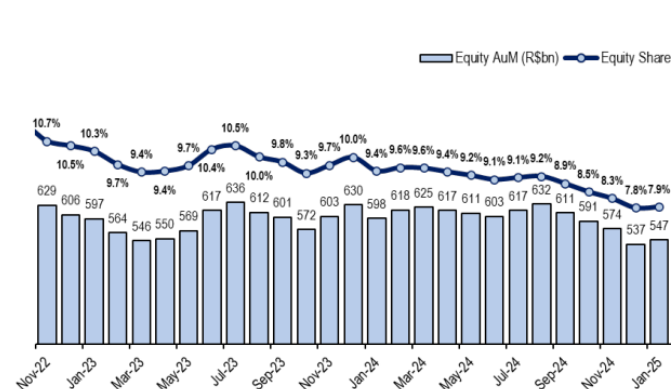
Os fluxos de saída dos fundos de ações locais continuaram ininterruptos em fevereiro. A média de resgates em dezembro/24 e janeiro/25 foi de R\$9 bilhões por mês, enquanto em fevereiro diminuiu um pouco para R\$5,8 bilhões. Ainda assim, é um número elevado, especialmente levando-se em conta os fortes resgates observados nos últimos três anos.

Neste momento, as alocações em ações por fundos multimercados (incluindo fundos de ações, hedge funds, fundos de pensão, etc.) estão em apenas 7,9%, ainda mais baixas do que os níveis observados em 2016, durante uma das piores recessões do Brasil.

Talvez pior, o fato de que as taxas de juros do curto prazo (Selic) continuarão a subir nos próximos meses – a Selic está em 13,25%, subirá para 14,25% em março e pode subir um pouco mais em maio para atingir cerca de 14,75-15,25% em maio/junho – pode manter as alocações em ações sob pressão.

Gráfico 12: Fluxos de fundos de ações


Fonte: Anbima, estimativas BTG Pactual

Gráfico 13: Fundos locais – Alocações em ações


Fonte: Anbima, estimativas BTG Pactual

Prêmio elevado em ações proxies de títulos públicos

Desde dezembro, decidimos posicionar nosso portfólio de forma mais defensiva, incluindo uma combinação de exportadores, pagadores de dividendos e ações de fluxo de caixa concentrados no curto prazo, enquanto evitamos uma exposição mais relevante a varejistas, empresas alavancadas e ações de fluxo de caixa no longo prazo.

A espinha dorsal do portfólio permaneceu a mesma desde então, mas em fevereiro acrescentamos algum risco com a inclusão da bolsa de valores B3 e da construtora de imóveis de baixa renda Cury. Este mês, decidimos aumentar nossa exposição a empresas de serviços básicos, pois, em nossa opinião, há um prêmio de risco excessivo nos títulos brasileiros de longo prazo (negociados com inflação mais 7,8%) e as ações de empresas de serviços básicos estão sendo negociadas com um prêmio acima da média em relação aos títulos brasileiros, que já pagam muito bem. Além disso, as ações de empresas de serviços básicos são protegidas contra a inflação (seus contratos permitem que elas repassem automaticamente a inflação aos preços) e pagam dividendos relativamente altos.

Com isso em mente, estamos adicionando a Equatorial ao 10SIM, o que, combinado com a Sabesp e a Eletrobras, aumenta nossa exposição ao setor para 30%. A Equatorial é um ativo de alta qualidade negociado a uma TIR real de 12% (prêmio de 420bps em relação aos títulos públicos de longo prazo), totalmente protegido contra a inflação e com exposição limitada a uma economia em desaceleração.

Para criar espaço para aumentar a exposição a empresas de serviços básicos, decidimos retirar a fabricante de aviões Embraer do 10SIM, após o impressionante desempenho da ação em fevereiro e no acumulado do ano (a ação subiu 27% em fevereiro e 35% no acumulado do ano). Com essa mudança, nossa exposição a exportadores está agora em 20% (via WEG e Suzano), ante 30%, o que ainda é uma exposição relativamente alta.

Nosso portfólio tem alguma exposição cambial adicional por meio da Petrobras, já que os preços do petróleo e dos destilados de petróleo são baseados em preços internacionais. A empresa também é uma forte pagadora de dividendos (Dividend yield de cerca de 15% para 2025), o que a torna um de nossas teses preferidas para o ano.

Entre os pagadores de dividendos, além da Petrobras, estamos mantendo a TIM, empresa de telecomunicações, no 10SIM, pois modelamos pagamentos de dividendos que poderiam adicionar até 15% do valor de mercado da empresa nos próximos 13 meses (R\$ 2 bilhões relativos a 2024 e R\$ 4 bilhões relativos a 2025). Além disso, a empresa anunciou um programa de recompra de até R\$ 1 bilhão que, se totalmente executado, acrescentaria outro yield de 2,5p.p. – o programa de recompra pode ser executado em até 18 meses.

No entanto, reduzimos nossa exposição a pagadores de dividendos, retirando a seguradora BB Seguridade do 10SIM, após sua forte performance em fevereiro (+7%) e no acumulado do ano (+14%). Para substituir a BBSE, estamos trazendo de volta o Itaú ao portfólio. O Itaú tem uma sólida franquia bancária, altos níveis de ROE, um balanço sólido e um alto payout de dividendos. Além disso, é negociado a múltiplos atraentes: 7x P/L para 2025 e 1,6x P/VP. Nossa exposição a ações de serviços financeiros é complementada com a bolsa de valores B3.

A Cury, construtora de imóveis populares, completa o 10SIM. O programa governamental MCMV de moradias populares aumentou muito a acessibilidade econômica, ao mesmo tempo em que melhorou as condições financeiras sob as quais essas empresas operam.

Tabela 4: Mudanças na 10SIM™ (Fevereiro vs. Março)

Fevereiro				Março			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
B3	Financeiro	B3SA3	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%	Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%
Cury	Construção civil	CURY3	5%	Cury	Construção civil	CURY3	5%
Embraer	Bens de Capital	EMBR3	10%	Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%
Tim	Telecom	TIMS3	10%	Tim	Telecom	TIMS3	10%

Fonte: BTGPactual

Um resumo das nossas escolhas de março

Suzano (SUZB3)

Os fundamentos da Suzano permanecem sólidos, apoiando 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 de múltiplos gradual à medida que o mercado leva em conta a evolução do Cerrado e a alocação disciplinada de capital. Também esperamos que as perspectivas de desalavancagem se acelerem (dívida líquida/EBITDA de 2,4x até o final de 2025), o que deve apoiar a tese das ações no curto prazo. A ação está agora altamente desvalorizada, sendo negociada a múltiplos baixos de aproximadamente 4,7x EV/EBITDA 2025 (contra aproximadamente 7,0x justo, em nossa opinião). Embora a perspectiva de curto prazo para os preços da celulose continue desafiadora, o ciclo parece ter chegado nas mínimas, com dois aumentos de preços já bem encaminhados e um terceiro anunciado ao mercado. Mesmo a US\$ 590/t de celulose, a Suzano oferece um yield de geração de caixa (FCFE) de aproximadamente 11%, o que é bastante decente, sustentando nossa tese.

Petrobras (PETR4)

A Petrobras continua sendo nossa Top Pick no setor de petróleo e gás, oferecendo uma combinação atraente de (i) crescimento sólido da produção, (ii) exposição ao dólar, (iii) dividendos competitivos e (iv) governança corporativa que, embora não seja perfeita, inclui as proteções importantes. Os recentes ajustes no capex – com o objetivo de alinhar melhor o progresso físico e financeiro – moderaram as expectativas de dividendos de curto prazo e podem ter algum impacto sobre os múltiplos de valuation. No entanto, se a produção se mantiver no rumo certo e os investimentos contribuirão para uma evolução mais rápida, a sólida base de ativos da Petrobras, especialmente nos campos do pré-sal, deverá continuar gerando um caixa (FCFE) robusto, apoiando os payouts de longo prazo. Embora as possíveis mudanças na alocação de capital ou na atividade de M&A continuem sendo fatores importantes a serem monitorados, as reações históricas do mercado muitas vezes criaram pontos de entrada atraentes. Mantemos nossa recomendação de Compra.

WEG (WEGE3)

A WEG continua sendo uma empresa de alta convicção no setor industrial brasileiro, beneficiando-se de temas fortes como a expansão de data centers, investimentos em infraestrutura de energia e crescimento contínuo no mercado de transformadores dos EUA. Embora a margem reportada no quarto trimestre tenha levado a uma forte queda, acreditamos que a sustentabilidade da margem permaneça intacta, com margens EBITDA esperadas em 22,7% para 2025. O sólido perfil de fluxo de caixa da empresa, o posicionamento estratégico em segmentos de alto crescimento, como eletrificação e

content.btgpactual.com

soluções de energia orientadas por IA, e a alocação disciplinada de capital reforçam nossa posição construtiva. Apesar de um valuation elevado de ~27x P/L para 2025, o valor de escassez da tese de WEG, os retornos robustos e a exposição às principais tendências estruturais justificam seu múltiplo, tornando-a uma ação obrigatória nos portfólios.

Equatorial (EQTL3)

O prêmio de risco da EQTL está alto em um momento em que o custo real da dívida pública é elevado. Um alto prêmio sobre uma taxa alta da NTN-B. Vemos a EQTL com uma TIR real de 12%. Se estendêssemos o benefício fiscal da empresa até 2038, a TIR real seria de 13%. A EQTL apresenta uma ótima tese de carregamento, é a melhor empresa do setor e uma ótima maneira de se expor à assimetria das taxas reais de longo prazo. Com um fluxo de caixa concentrado no longo prazo, proteção total contra a inflação e exposição limitada a uma economia em desaceleração, acreditamos que o nome deve ter um ano de 2025 bastante sólido.

B3 (B3SA3)

Estamos mantendo a B3 por mais um mês. 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 de "ações" nos últimos anos, a B3 parece estar muito próxima do "das mínimas" em termos de resultados (os números do quarto trimestre refletiram isso, em nossa opinião), o que de fato foi observado pelos investidores recentemente. Com a "qualidade" de seus resultados melhorando, a ação continua sendo negociada a múltiplos historicamente baixos, oferecendo também um yield de retorno de capital esperado (dividendos + recompras) de ~10%, o que a torna uma ação um tanto "defensiva" entre os nomes de "beta mais alto" 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" é subestimada no tempo). Além disso, a B3 também está enviando uma mensagem mais positiva sobre suas disputas legais em andamento. Em suma, nosso viés é positivo em relação à B3 (apesar da intensa volatilidade) e, portanto, estamos mantendo-a no portfólio este mês.

Eletrobras (ELET3)

Vemos a ELET sendo negociada a uma TIR real de 13%, sendo um dos nomes mais baratos 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 endereçando todas essas variáveis mencionadas. Uma política de dividendos trimestrais está

sendo considerada e a empresa assinou um acordo com o governo federal, o que eliminou qualquer risco de governança e atenuou o risco de sua exposição ao segmento nuclear. Considerando as reduções de risco, acreditamos que a tese tem uma grande assimetria de valuation.

Sabesp (SBSP3)

Apesar de um bom desempenho em 2024 – e apesar das boas expectativas em relação ao nome – acreditamos que a Sabesp é a nova tese de carregamento do setor. Vemos a empresa sendo negociada a uma TIR real de 10,5%. Projetamos que o opex melhore e que a RAB aumente, mas entendemos que há muitas opcionalidades não precificadas: (i) no final de 2024, houve uma surpresa regulatória positiva (ainda não incluída em nossa TIR) que aborda (mas ainda sem os detalhes necessários) o atraso na conversão de capex para a RAB da Sabesp, (ii) a velocidade de redução do opex e da diferença entre sua receita e a regulatória pode ser mais rápida e (iii) as regras de retorno de caixa para o investidor 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 história. 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 uma das poucas teses obrigatórias nos portfólios.

Cury (CURY3)

Estamos muito otimistas com relação às moradias 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/L para 2025, estamos mantendo a Cury no 10SIM este mês.

Tim (TIMS3)

Estamos mantendo a TIM no 10SIM à medida que modelamos pagamentos de dividendos que poderiam adicionar até 17% do valor de mercado da empresa nos próximos 13 meses (R\$2 bilhões relacionados a 2024, R\$4 bilhões relacionados a 2025, somados ainda as recompras). A empresa anunciou um programa de recompra de até R\$1 bilhão que, se totalmente executado, adicionaria um yield de 2,5p.p. – o programa de recompra pode ser executado em até 18 meses. Essa enorme devolução de caixa aos acionistas deve apoiar

as ações, posicionando a TIM como uma opção atraente para enfrentar tempos incertos.

Itaú Unibanco (ITUB4)

Estamos adicionando o Itaú este mês. O negócio bancário varejista brasileiro mudou drasticamente, particularmente no segmento de baixa renda, e acreditamos que o Itaú tem feito 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 quarto trimestre, o Itaú registrou outro resultado forte, com 22,1% de ROE, com destaque para a qualidade dos ativos, com todas as métricas (inadimplência, custo de risco, índice de cobertura etc.) melhorando, colocando o banco em uma boa posição para iniciar 2025 com um balanço saudável. 2024 foi um ano excepcional para o banco. O Itaú continua altamente capitalizado, de modo que a tendência também aponta para um payout alto em 2025. A iniciativa One Itaú também é um tema muito discutido, embora ainda seja difícil "tangibilizar" sua importância para a tese de investimento. Com essa atualização de marca/abordagem e o super app 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, por mais um ano, e não vemos isso mudando nos próximos 12 meses. Negociadas a 7x P/L para 2025 e 1,6x o P/VP, o valuation do Itaú é atraente.

Tabela 5: 10SIM para março de 2025

Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mi)	EV/EBITDA		P/L		P/VP	
					2025	2026	2025	2026	2025	2026
Petrobras	Petróleo & Gás	PETR4	15%	486.312	3,5x	3,3x	4,3x	4,4x	1,3x	1,1x
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%	295.317	n.a.	n.a.	7,0x	6,4x	1,6x	1,4x
Weg	Bens de Capital	WEGE3	10%	201.878	19,0x	16,1x	27,0x	23,2x	7,8x	7,1x
Eletronbras	Serviços Básicos	ELET3	10%	86.976	5,6x	4,9x	8,9x	9,7x	0,7x	0,7x
Suzano	Papel & Celulose	SUZB3	10%	69.782	4,7x	3,8x	4,7x	5,1x	1,5x	1,2x
Sabesp	Serviços Básicos	SBSP3	10%	64.920	7,0x	6,3x	12,6x	10,0x	1,6x	1,5x
B3	Financeiro	B3SA3	10%	54.758	7,5x	7,0x	11,2x	11,5x	3,2x	3,1x
Tim	Telecom	TIMS3	10%	39.141	3,9x	3,7x	11,0x	9,5x	1,5x	1,5x
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	37.553	7,0x	6,8x	9,9x	8,6x	1,2x	1,2x
Cury	Construção civil	CURY3	5%	6.148	7,7x	7,1x	6,5x	8,4x	4,5x	4,1x

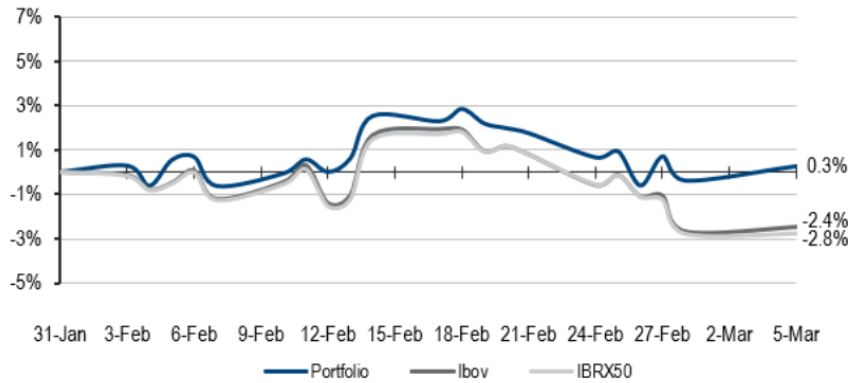
Fonte: Econômica, BTG Pactual

Rentabilidade da 10SIM™ em fevereiro

Rentabilidade mensal*

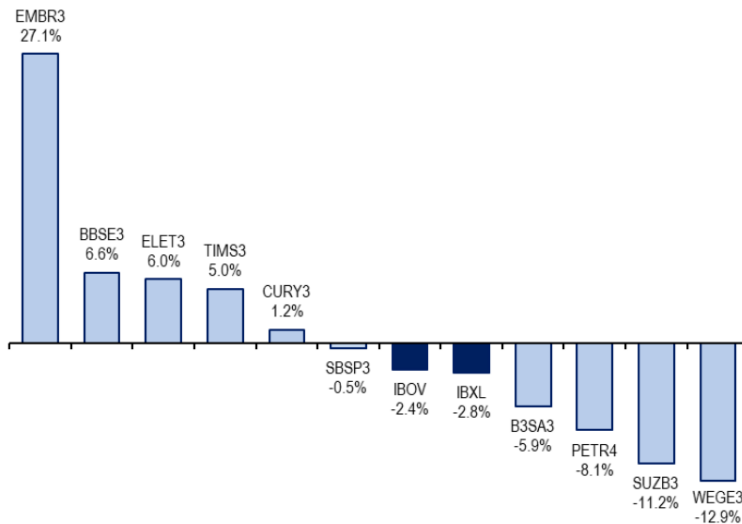
Em fevereiro, o desempenho do nosso portfólio 10SIM™ foi de 0,3%, acima do Ibovespa (-2,4%) e do IBrX-50 (-2,8%), conforme mostrado no gráfico abaixo. Nota: A performance do dia 05/03/2025 está contida no mês de fevereiro/25.

Gráfico 15: Rentabilidade em fevereiro de 2025*



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

Gráfico 16: Desempenho das ações em fevereiro de 2025

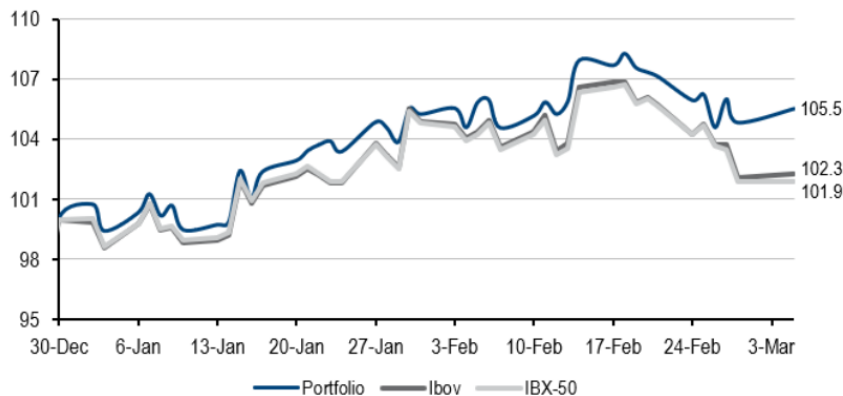


Fonte: BTG Pactual, Econômica, (*) rentabilidade considerando o último preço de fechamento

Desempenho no acumulado do ano

Desde 31 de dezembro de 2024, nossa carteira 10SIM subiu 5,5%, contra 2,3% do Ibovespa e 1,9% do IBX-50. A taxa do CDI subiu +2,1% no período.

Gráfico 16: Desempenho até o momento

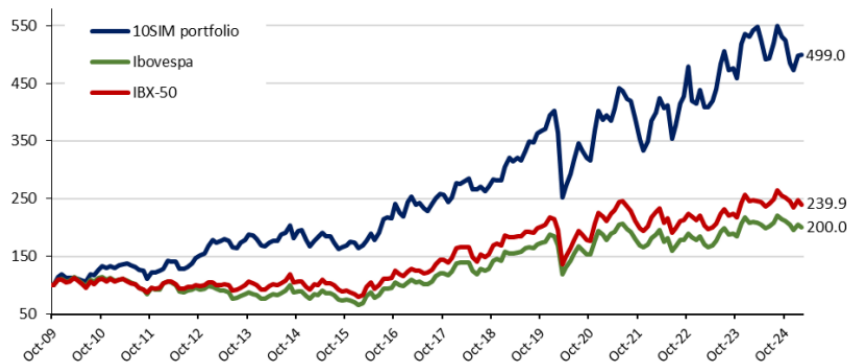


Fonte: BTG Pactual, Econômica

Desempenho histórico

Desde outubro de 2009, quando Carlos E. Sequeira assumiu a gestão do portfólio 10SIM, a 10SIM teve uma alta de 399,0%, em comparação com 100,0% para o Ibovespa e 139,9% 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%	0,3%											5,5%	2,3%	399,0%	100,0%

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. OBTG 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