



Carteira Recomendada de Ações (10SIM)

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Agosto 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

Carteira recomendada de Ações (10SIM)



BTG Pactual Equity Research

01 de agosto de 2025

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

A confusão tarifária: impacto econômico limitado, mas relevante politicamente

Todo o imbróglio envolvendo o governo dos EUA e o Brasil dificultou um pouco o cenário político local a 15 meses do que muitos consideram uma eleição nacional decisiva. Além disso, com as taxas de juros em níveis historicamente altos, espera-se que a atividade econômica desacelere no segundo semestre de 2025/2026. Com as eleições ainda distantes, um cenário político nebuloso e uma economia em desaceleração podem ter removido temporariamente qualquer senso de urgência para os investidores comprarem o Brasil.

Reduzindo o beta da carteira; Sabesp substitui Copel

Com isso em mente, decidimos reduzir o beta de nossa carteira, principalmente selecionando nomes que oferecem retornos atraentes, mesmo diante de taxas reais de longo prazo muito altas. Mantemos nossa exposição a serviços básicos inalterada em 20%, mas decidimos substituir a Copel pela Sabesp, mantendo a Equatorial (TIR real de 10,6%). Gostamos das perspectivas de curto e longo prazo da Sabesp, com uma reestruturação em andamento após sua privatização, resultados trimestrais decentes e uma TIR real de 10%.

Motiva e Multiplan substituem Rumo e Cyrela; Vibra entra

Estamos mantendo nossa exposição em infraestrutura e imobiliário inalterada em 20%, mas substituindo Rumo e Cyrela por Motiva (TIR real de 12%) e Multiplan (TIR real de 10%). Também decidimos substituir a Cosan pela distribuidora de combustíveis Vibra. Os recentes desenvolvimentos geopolíticos, particularmente em torno das interrupções comerciais e dos riscos de abastecimento, mudaram nossa visão para um tom mais construtivo em relação ao setor — vemos a Vibra sendo negociada com um yield de geração de caixa (FCFE) de 23% para 2025/2026, com um momento de lucros positivo para o segundo semestre de 2025.

Itaú e NU, Rede D'Or, Smartfit e PRIO completam a 10SIM

Mantemos nossa exposição de 20% no setor Financeiro inalterada, dividida entre Nubank e Itaú. Também mantemos Rede D'Or, Smartfit e PRIO na 10SIM.

Tabela 1: Portfólio 10SIM para agosto/25

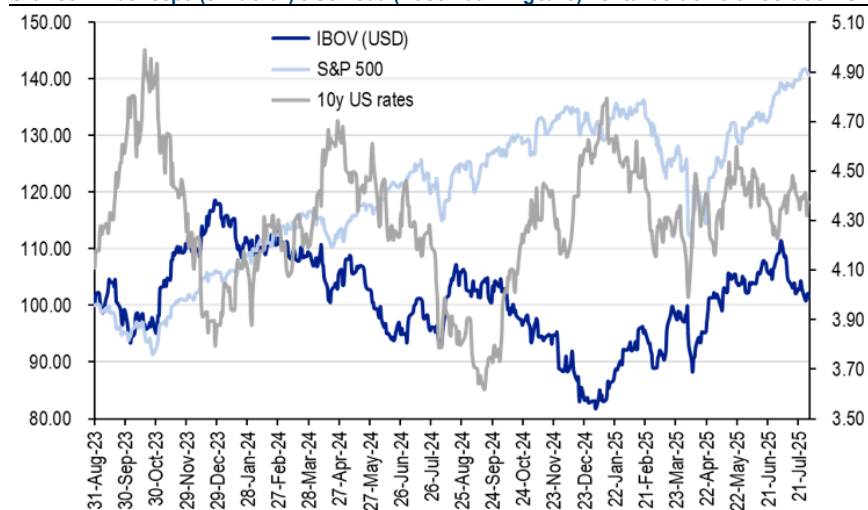
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ m)	EV/EBITDA		P/L		P/VPA	
					2025	2026	2025	2026	2025	2026
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%	358.262	n.a.	n.a.	8,4x	7,8x	1,9x	1,7x
Nubank	Bancos	ROXO34	10%	334.664	n.a.	n.a.	24,0x	18,5x	5,7x	4,3x
Sabesp	Serviços Básicos	SBSP3	10%	74.031	8,0x	7,3x	15,3x	12,6x	1,8x	1,7x
Rede D'Or	Saúde	RDOR3	10%	71.782	6,3x	5,3x	17,2x	13,5x	2,6x	2,4x
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	42.652	7,2x	7,8x	8,9x	10,1x	1,5x	1,4x
Prio	Petróleo & Gás	PRIO3	10%	34.391	5,9x	2,9x	11,1x	4,1x	1,0x	0,9x
Motiva	Transportes	MOTV3	10%	24.749	6,2x	5,4x	17,8x	9,9x	1,6x	1,5x
Vibra Energia	Distribuição de combustível	VBBR3	10%	23.639	5,0x	4,7x	12,2x	10,7x	1,1x	1,0x
Smartfit	Varejo	SMFT3	10%	12.375	9,1x	7,2x	17,3x	13,0x	2,0x	1,7x
Multiplan	Shoppings	MULT3	10%	12.360	9,4x	8,4x	13,3x	12,7x	2,0x	1,9x

Fonte: Economática, BTG Pactual

Em meio à discussão tarifária

Após um primeiro semestre forte, com as ações brasileiras subindo 31% em dólares, em julho o Ibovespa caiu 4% em reais e 7% em dólares. Em nossa opinião, embora alguns possam argumentar que a valorização simplesmente perdeu força, o anúncio inesperado do presidente Trump, em 9 de julho, de uma tarifa de 50% sobre todos os produtos brasileiros enviados aos Estados Unidos provavelmente está por trás da queda.

Gráfico 1: Ibovespa (em dólar) e S&P500 (Base 100 = Ago/23) vs. taxas de 10 anos dos EUA



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Desde o anúncio das tarifas, os investidores estrangeiros foram vendedores líquidos de ações brasileiras no valor de R\$ 6,3 bilhões, revertendo uma tendência de entradas líquidas observada no primeiro semestre do ano (R\$ 26,4 bilhões). Se somarmos as vendas à vista e de futuros de índices, os estrangeiros venderam o equivalente a R\$ 10 bilhões em julho.

A decisão de impor tarifas tão altas se baseia no que o governo Trump considera um tratamento injusto ao ex-presidente Jair Bolsonaro (atualmente sendo julgado pelo Supremo Tribunal Federal do Brasil) e no que vê como ataques à liberdade de expressão representados pelas limitações impostas pelos tribunais brasileiros às operações de empresas de mídia social americanas no país.

Diferentemente das tarifas adicionais anunciadas pelo governo Trump sobre outros parceiros comerciais dos EUA nas últimas semanas, que se basearam em desequilíbrios comerciais entre esses países e os EUA, as altas tarifas impostas ao Brasil parecem ser motivadas por razões políticas, tornando as negociações para reduzi-las extremamente complexas.

Impacto econômico no Brasil parece limitado

O Brasil exporta cerca de 12% de todas as suas exportações para os EUA, um número relativamente baixo. Quando analisamos as exportações para os EUA como porcentagem do PIB do Brasil, esse número é relativamente pequeno, apenas 1,8%. Além disso, no decreto que detalha a implementação das novas tarifas (que entram em vigor a partir de 6 de agosto), o governo Trump incluiu uma longa lista de exceções (cerca de 650 produtos não serão afetados), reduzindo as tarifas adicionais para 49% das exportações do Brasil para os EUA.

Em outras palavras, a maioria dos produtos vendidos para os EUA enfrentará a tarifa original de 10% ou permanecerá isenta. No entanto, alguns itens de exportação relevantes enfrentarão aumento nas tarifas, como café, carne, etanol, açúcar, frutas e materiais elétricos, entre outros.

Calculamos que a tarifa média para as exportações brasileiras para os EUA aumentará para 28,5%, de apenas 1,3% em 2024 – 22,4pp provenientes da tarifa extra imposta ao Brasil, 4,1pp das tarifas aplicadas aos produtos de aço e alumínio e 0,5pp dos automóveis e peças automotivas.

Estimamos que o superávit comercial do Brasil diminuirá em US\$ 5 bilhões em 2025 (0,2% do PIB), para US\$ 65 bilhões, e em US\$ 10 bilhões em 2026 (0,4% do PIB), para US\$ 70 bilhões, como resultado das tarifas adicionais anunciadas em 30 de julho. Nossa estimativa é inferior à prevista anteriormente, uma vez que a lista de isenções incluída no decreto foi mais ampla do que o esperado. Como antes, presumimos que parte das exportações afetadas será gradualmente redirecionada para outros mercados nos próximos trimestres. Considerando todos os fatores, o impacto econômico direto das tarifas anunciadas sobre o Brasil provavelmente será limitado.

Mas há também implicações políticas, que são mais preocupantes

Embora as tarifas adicionais possam ter apenas um impacto limitado na economia brasileira, elas podem ter implicações políticas mais pronunciadas e preocupantes. Alguns analistas políticos acreditam

que elas podem fortalecer politicamente o presidente Lula, pois intensificam o confronto com seu antagonista, especialmente após as referências diretas do presidente Trump ao ex-presidente Jair Bolsonaro.

O presidente Lula criticou veementemente as ações do presidente Trump, descrevendo-as como uma violação da soberania do Brasil e colocando-se na posição de defensor do país contra o que considera uma decisão arbitrária. Analistas políticos acreditam que essa nova narrativa política pode melhorar a popularidade do presidente Lula e reposicionar sua retórica de campanha antes das eleições do próximo ano.

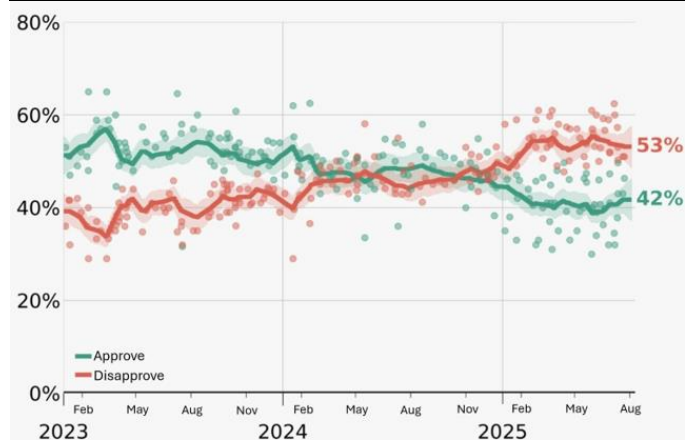
De fato, as últimas pesquisas de opinião após o anúncio das tarifas já mostram uma melhora na popularidade do presidente Lula.

Alguns podem argumentar que a popularidade do presidente Lula já era esperada, com base na série de anúncios e medidas tomadas pelo governo nos últimos meses para impulsionar a demanda, especialmente direcionadas aos segmentos mais baixos da população. Mas o fato é que todas as pesquisas realizadas após o anúncio das tarifas mostram melhores índices de popularidade para o presidente.

No mês passado, a taxa de aprovação do presidente Lula melhorou de 39% para 42%, reduzindo a diferença entre aprovação e desaprovação para 11 pontos percentuais, ante 15 pontos percentuais no mês anterior. Ao mesmo tempo, os entrevistados que consideram o governo bom ou muito bom aumentaram para 29% (de 26% no mês passado) e aqueles que consideram o governo ruim ou muito ruim diminuíram para 43% (de 44%).

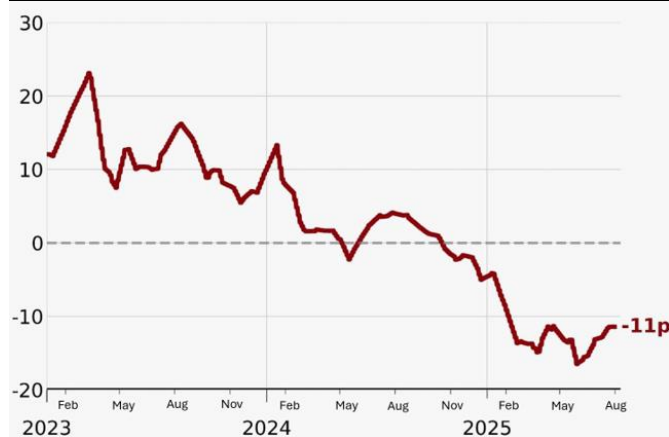
Embora os índices de aprovação continuem relativamente baixos, a maioria dos analistas políticos considera que índices de aprovação de 40% ou mais são suficientes para tornar o presidente Lula um candidato competitivo nas eleições do próximo ano – especialmente considerando que ele é um líder popular, com o aparato governamental a seu favor e que seus índices estão atualmente em alta.

Gráfico 2: Índice de aprovação/desaprovação do governo Lula



Fonte: JOTA

Gráfico 3: Diferença entre aprovação e desaprovação



Fonte: JOTA

O fato de que, neste momento, há pouca visibilidade sobre qual candidato (ou candidatos) irá se opor a ele nas eleições do próximo ano também favorece a campanha de reeleição do presidente Lula.

Em nossa opinião, para ter chances de vencer, o candidato da oposição precisará do apoio do ex-presidente Jair Bolsonaro, mas, neste momento, Bolsonaro ainda não decidiu quem apoiar – o governador de São Paulo, Tarcísio Freitas, é considerado um candidato competitivo, caso decida concorrer. Ao mesmo tempo, todo o imbróglio envolvendo o presidente Trump pode estar aumentando os índices de rejeição de Bolsonaro (e de seus familiares).

Se Bolsonaro apoiar Freitas, os mercados devem se recuperar, já que o governador de São Paulo é um dos favoritos entre os líderes empresariais e é visto como tendo mais chances de derrotar o presidente Lula. Se, por outro lado, ele optar por apoiar um dos membros de sua família, a reação do mercado pode ser menos favorável, pois as chances de vitória podem ser consideradas menores, dada a taxa de rejeição relativamente alta dos Bolsonaros.

As ações brasileiras estão baratas se as taxas de longo prazo caírem

Após a queda em julho, as ações brasileiras estão sendo negociadas a 9,1x o P/L 12 meses à frente, excluindo Petro&Vale, ligeiramente abaixo de um desvio padrão abaixo de sua média histórica (de 11,9x) e no nível mais baixo dos últimos dois meses (no final de maio, o Ibovespa era negociado a 9,7x). O Ibovespa parece sem dúvidas barato quando se considera apenas o P/L 12 meses à frente.

No entanto, as taxas reais de longo prazo estão em níveis muito altos e subindo. Em julho, as taxas reais de longo prazo subiram 38bps (para inflação mais 7,4%). Mesmo com as taxas de longo prazo subindo, o prêmio para manter ações aumentou por dois meses consecutivos devido a uma combinação de preços mais baixos das ações e expectativas de lucros crescentes (a economia ainda está indo bem). O prêmio para manter ações encerrou julho em 3,5%, acima dos 3,3% do mês anterior e acima da média histórica de 3,1%.

Embora superior à média, o prêmio para manter ações geralmente indica níveis muito atraentes quando está em torno de um desvio padrão acima da média (~4,5%). Em nossa opinião, para que ocorra uma recuperação sustentada, as taxas reais de longo prazo precisam cair.

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


Fonte: Economática, BTG Pactual

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


Fonte: Economática, BTG Pactual

Em nossa opinião, a principal razão para as taxas reais de longo prazo altas no Brasil é a situação fiscal insustentável do país. À medida que fica claro que este governo não tem interesse ou capacidade política para implementar medidas estruturais para reduzir o ritmo de expansão da dívida, as esperanças de uma política fiscal sustentável ficam para o próximo governo.

Embora nossa opinião seja de que ainda é muito cedo para fazer qualquer previsão confiável sobre as eleições do próximo ano, dado que a solução para um dos nossos principais problemas econômicos está no resultado das eleições do próximo ano, qualquer notícia que possa afetar o resultado das eleições é rapidamente precificada pelo mercado.

A flexibilização da política monetária muito restritiva do Brasil pode ser um gatilho

Neste momento, a maioria dos players de mercado concordaria que o ciclo de aperto monetário terminou em junho, com taxas em 15%.

É interessante notar que os contratos DI para janeiro de 2026 estão sendo negociados a 14,93%, indicando que os mercados estão precificando um cenário de taxas estáveis em 15% durante todo o ano de 2025.

A possibilidade de que as taxas comecem a cair em algum momento no início do próximo ano pode funcionar como um gatilho para as ações brasileiras em algum momento.

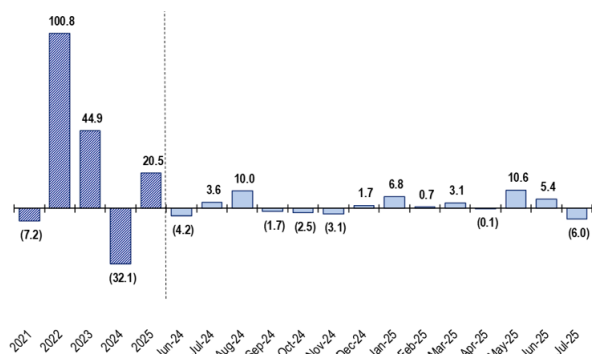
Após fortes entradas, os investidores estrangeiros venderam ações brasileiras em julho

Após um segundo trimestre forte, quando os investidores estrangeiros compraram R\$ 15,8 bilhões em ações brasileiras, a momento mudou em julho. Desde 10 de julho, os estrangeiros venderam R\$ 6,3 bilhões em ações brasileiras.

Isso pode ser explicado pela realização de lucros, especialmente em setores que tiveram bom desempenho este ano, como algumas ações de Serviços básicos e Financeiros, e parcialmente pelo ruído macroeconômico após o anúncio de tarifas de 50%, levando os investidores a buscar outros mercados.

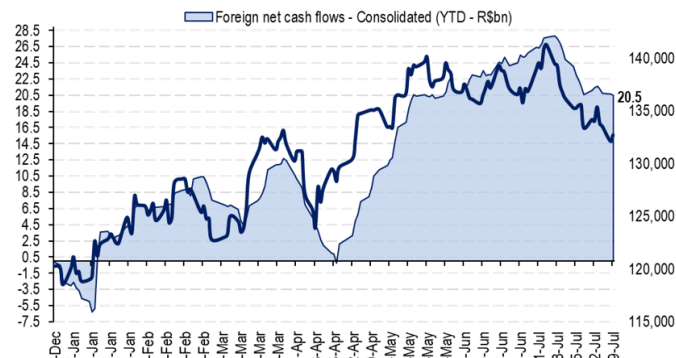
Apesar das saídas em julho, o fluxo consolidado no acumulado do ano permanece forte, em R\$ 20,5 bilhões, em comparação com R\$ 32 bilhões em vendas líquidas no ano passado.

Gráfico 6: Fluxo do investidor estrangeiro (R\$ bilhões)



Fonte: B3, BTG Pactual

Gráfico 7: Fluxo estrangeiro para ações no Brasil, acumulado no ano



Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Os grandes fluxos gerais acumulados no ano ajudaram a aumentar as alocações em ações brasileiras. De acordo com dados de junho, houve um aumento acumulado no ano de 114bps nos fundos GEM e de 344bps nos fundos globais dedicados.

Em julho, os investidores estrangeiros começaram a vender ações brasileiras, por isso esperamos que as alocações para o Brasil diminuam no curto prazo. No entanto, à medida que nos aproximamos de outubro de 2026, uma possível mudança no cenário político pode levar a uma retomada dos fluxos no médio prazo.

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%
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%
Feb-25	5.98%	0.58%	0.94%	56.56%
Mar-25	6.52%	0.51%	1.01%	58.49%
Apr-25	6.80%	0.62%	1.08%	57.57%
May-25	6.66%	0.57%	1.04%	57.24%
Jun-25	6.71%	0.62%	1.11%	58.99%

Fonte: EPFR, BTG Pactual

Os fundos de ações locais estão registrando uma redução nas saídas

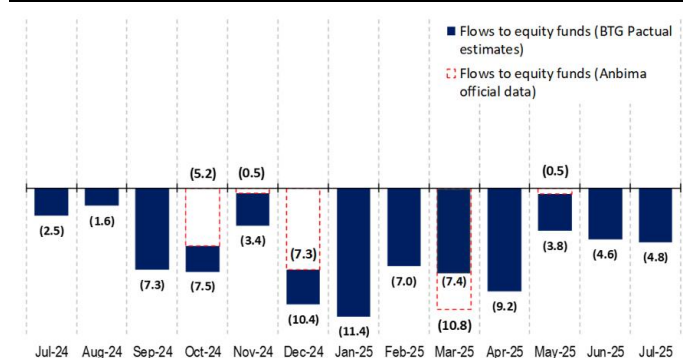
As saídas dos fundos de ações locais foram de R\$ 4,8 bilhões em julho, muito abaixo da média de R\$ 8,6 bilhões observada nos primeiros quatro meses do ano. Na verdade, as saídas têm sido menores nos últimos meses.

Embora os resgates continuem persistentes, a diminuição do tamanho das saídas sugere que as retiradas podem estar desacelerando e podem continuar a diminuir com o início dos cortes nas taxas de juros. Nossa equipe econômica espera que o ciclo de flexibilização comece no primeiro trimestre de 2026.

Na última reunião do Copom, o comitê decidiu manter a taxa Selic em 15%, conforme amplamente esperado pelo mercado e em linha com a projeção da nossa equipe econômica de uma taxa de 15% no final de 2025. Continuamos prevendo o início do ciclo de flexibilização no 1T26, com a taxa encerrando 2026 em 12%.

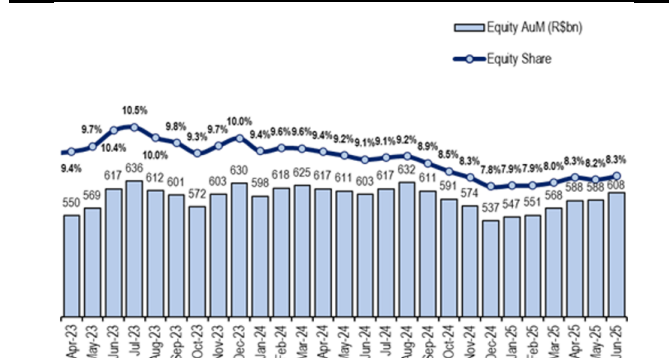
Embora as alocações em fundos multimercados (incluindo fundos de ações, fundos de hedge e fundos de pensão) permaneçam baixas, em 8,3%, elas estão ligeiramente acima do nível de 7,8% observado no final de 2024 e têm oscilado em torno dessa faixa nos últimos meses.

Gráfico 8: Fluxos de fundos de ações



Fonte: Anbima, estimativas BTGPactual

Gráfico 9: Fundos locais – Alocações em ações



Fonte: Anbima, estimativas BTGPactual

Pesquisa de sentimento dos investidores

Nos últimos dias, realizamos mais uma rodada de nossa pesquisa de sentimento dos gestores, que consulta predominantemente investidores no Brasil.

Apesar da recente onda de queda, em grande parte devido à imposição totalmente inesperada de tarifas de 50% pelos EUA sobre o Brasil, o mercado continua sendo considerado barato. Neste contexto de relações turbulentas entre o Brasil e os EUA e incertezas quanto ao desfecho, um número crescente de gestores agora espera um mercado estável na faixa de 130-140 mil.

Além disso, os gestores parecem estar reduzindo o beta em seus portfólios, com preferência por serviços básicos e desinteresse por consumo/bancos. Em commodities, percebemos que a maioria dos

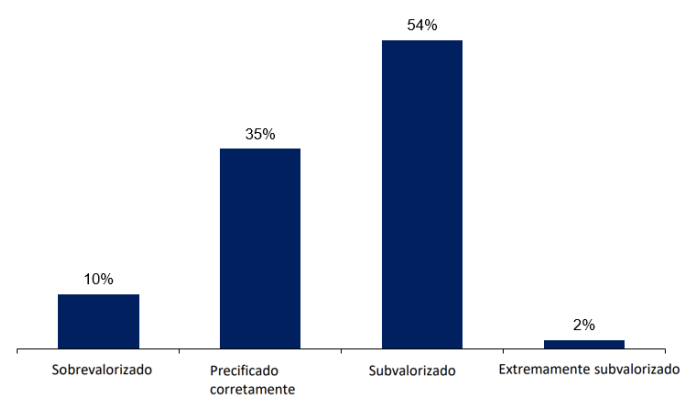
investidores está buscando se proteger da alta recente da China/minério de ferro/Vale — uma visão que compartilhamos, considerando o caráter especulativo do movimento e a falta de continuidade em políticas concretas.

Em resumo, o mercado parece vulnerável aos desdobramentos das tarifas no curto prazo e altamente suscetível aos fluxos estrangeiros, que têm ditado os movimentos dos preços ultimamente

Ressaltamos que esta pesquisa e este texto foram finalizados em 29 de julho e não refletem os recentes desenvolvimentos tarifários entre os EUA e o Brasil. Abaixo, você encontrará as principais conclusões da nossa pesquisa.

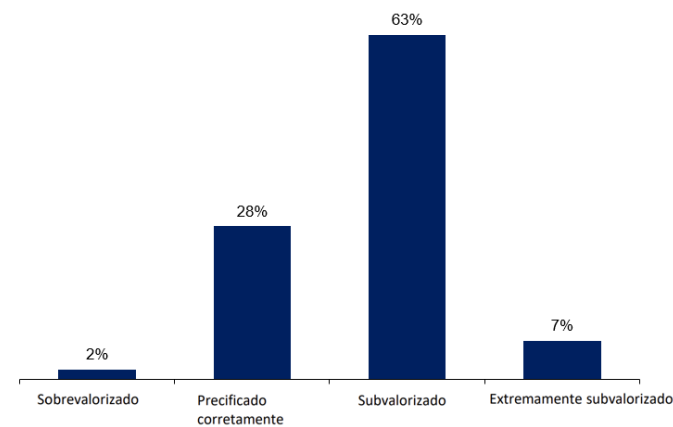
#1: Valuation: Os investidores ainda consideram o Ibovespa relativamente barato, com 63% dos entrevistados considerando o índice subvalorizado — um aumento em relação aos 54% da pesquisa anterior, realizada em maio. A correção recente parece ter aberto algumas oportunidades, mas percebemos alguma cautela em aumentar o risco.

Gráfico 10: Valuation para o Ibovespa – Maio 2025



Fonte: BTG Pactual

Gráfico 11: Valuation para o Ibovespa – Julho 2025

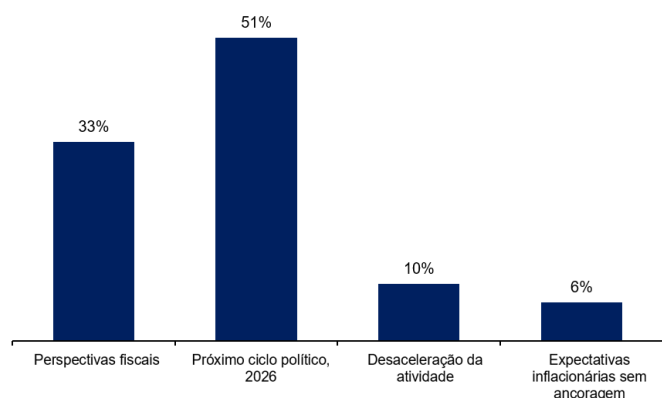


Fonte: BTG Pactual

#2: Fluxos: Embora a maioria dos fundos que pesquisamos ainda esteja relatando estabilidade nos ativos sob gestão (67%, ante 76% na última pesquisa), os resgates continuam sendo uma questão persistente (20% dos entrevistados ainda estão enfrentando saques, contra 17% em maio).

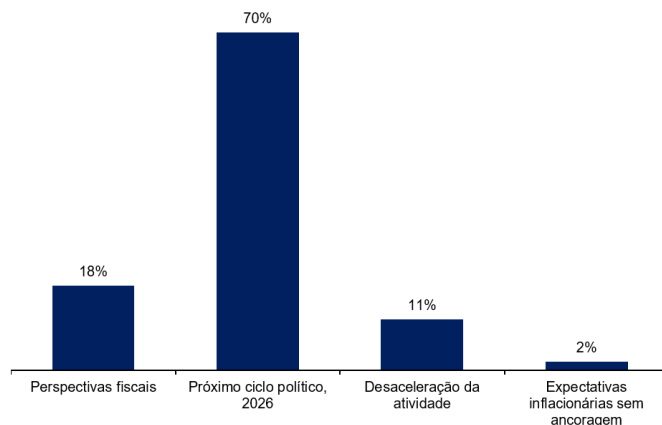
#3: Temas macroeconômicos dominantes: Brasil: O próximo ciclo político de 2026 continua sendo o tema dominante, citado por 70% dos entrevistados — um aumento em relação aos 51% anteriores. As preocupações fiscais ficaram em segundo lugar, mencionadas por 18% (uma queda em relação aos 33%).

Gráfico 12: Temas macroeconômicos dominantes no Brasil – Maio 2025



Fonte: BTG Pactual

Gráfico 13: Temas macroeconômicos dominantes no Brasil – Julho 2025



Fonte: BTG Pactual

#4: Tarifas entre EUA e Brasil (uma nova pergunta): Ahamos que valeria a pena perguntar aos investidores sobre esse tema das tarifas e concluímos que a maioria (60%) espera uma redução nos próximos meses, o que pode significar que alguns estão vendo a queda mais como uma oportunidade (gradual) de compra.

#5: Quais são as previsões dos investidores? Este mês, percebemos que um grande número de entrevistados está prevendo um mercado um pouco estável, com 42% projetando um alvo de 130 mil a 140 mil (um aumento em relação aos 29% anteriores). As expectativas para o real apontam para uma volatilidade limitada, com a maioria (52%) prevendo que a taxa de câmbio permanecerá na faixa de 5,5 a 5,7 até o final de 2025.

#6: Tese Long (alocação comprada) Favorita (setor): O setor de serviços básicos continua sendo a posição comprada mais popular, recebendo 30% dos votos neste mês. O setor imobiliário ficou em segundo lugar, com 19% (devido à habitação de baixa renda, em nossa opinião), seguido pelo setor financeiro, com 16%. Observamos muito pouco interesse no varejo.

#7: Tese short (alocação vendida) Favorita (setor): Parece que os investidores estão buscando “vender a recente alta” em materiais básicos (Vale), que alcançou 40% do total de votos (contra 29% anteriormente).

#8: Posições Long favoritas: SBSP, ITUB, EQTL

#9: Posições Short favoritas: VALE, ABEV, BBAS

#10: Teses mais arriscadas e fora do consenso: TEND, AURE e CSAN.

Portfólio 10SIM: Reduzindo o beta do portfólio por enquanto

Todo o imbróglio envolvendo o governo dos EUA e o Brasil, que resultou até agora em uma das maiores tarifas impostas pelos EUA a qualquer parceiro comercial, dificultou um pouco o cenário político local a 15 meses do que muitos consideram uma eleição nacional decisiva.

Além disso, com as taxas de juros em níveis historicamente altos, seria natural esperar uma desaceleração da economia no segundo semestre e em 2026 – ela foi surpreendentemente forte no primeiro semestre –, reduzindo as perspectivas de revisões positivas dos lucros no futuro próximo.

Em resumo, com as eleições ainda distantes, um cenário político pressionado pelo atual imbróglio entre os EUA e o Brasil e uma economia em desaceleração podem ter temporariamente tirado o destaque do Brasil e qualquer senso de urgência para os investidores aumentarem suas posições nos ativos do país.

Com isso em mente, decidimos reduzir o beta de nossa carteira, principalmente selecionando nomes que oferecem retornos atraentes, mesmo diante de taxas reais de longo prazo muito altas. Mantemos nossa exposição a serviços básicos inalterada em 20% da 10SIM, mas decidimos substituir a Copel pela operadora de água e esgoto Sabesp, mantendo a Equatorial na carteira (TIR real de 10,6%). Gostamos das perspectivas de curto e longo prazo da Sabesp, com uma reestruturação em andamento após sua privatização, resultados trimestrais decentes e uma TIR real de 10%.

Também mantemos nossa exposição a infraestrutura e imobiliário inalterada em 20%, mas substituímos a operadora ferroviária Rumo e a construtora Cyrela pela concessionária Motiva (ex-CCR) e pela operadora de shopping centers Multiplan. Estimamos que a Motiva seja negociada com uma TIR real de 12% e a Multiplan, de 10%.

Há alguns meses, adicionamos a Cosan na 10SIM, na esperança de que a empresa resolvesse rapidamente sua situação de alavancagem excessiva, criando espaço para um salto no valor da empresa. Embora continuemos acreditando que a administração está profundamente comprometida em sanar o problema do balanço patrimonial da empresa o mais rápido possível, a recente deterioração do mercado nos levou a removê-la da carteira.

Para substituir a Cosan, decidimos trazer a distribuidora de combustíveis Vibra. Tínhamos mantido uma postura mais cautelosa em relação ao setor de distribuição de combustíveis ultimamente, mas os recentes desenvolvimentos geopolíticos, particularmente em torno das interrupções comerciais e dos riscos de abastecimento, mudaram nossa visão para um tom mais construtivo, com uma expectativa de um mercado de diesel muito mais restrito no segundo semestre de 2025. Esse cenário deve apoiar ganhos de participação e margem para as empresas melhor estabelecidas em geral e para a Vibra em particular. Projetamos que a Vibra opere com um yield de geração de

caixa (FCFE) de 23% para 2025-26, o que abre espaço para uma desalavancagem adicional, dividendos e um momento positivo dos lucros para o segundo semestre de 2025.

Mantemos nossa exposição de 20% ao setor Financeiro inalterada neste mês, dividida entre o Nubank, com beta mais alto e crescimento mais forte, e o Itaú, mais defensivo. Também mantemos a operadora de hospitais e seguros de saúde Rede D'Or, a rede de academias Smartfit e a produtora de Petróleo & Gás PRIO.

Tabela 4: Mudanças na 10SIM™ (Julho vs. Agosto)

Julho				Agosto			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
Rede D'Or	Saúde	RDOR3	10%	Rede D'Or	Saúde	RDOR3	10%
Cosan	Agronegócio	CSAN3	10%	Vibra Energia	Distribuição de combustível	VBBR3	10%
Rumo	Transportes	RAIL3	10%	Motiva	Transportes	MOTV3	10%
Copel	Serviços Básicos	CPL3	10%	Sabesp	Serviços Básicos	SBSP3	10%
Prio	Petróleo & Gás	PRIO3	10%	Prio	Petróleo & Gás	PRIO3	10%
Smartfit	Varejo	SMFT3	10%	Smartfit	Varejo	SMFT3	10%
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%	Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%
Cyrela	Construção civil	CYRE3	10%	Multiplan	Shoppings	MULT3	10%
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%
Nubank	Bancos	ROXO34	10%	Nubank	Bancos	ROXO34	10%

Fonte: BTG Pactual

Um resumo das nossas escolhas de agosto

Prio (PRIO3)

A PRIO se destaca como uma produtora independente de petróleo de alta qualidade, com um dos portfólios de ativos mais resilientes do Brasil e da América Latina. Com a produção prevista para ultrapassar 200k b/d até 2026 e baixos custos, a empresa está bem posicionada para aumentar os lucros, mesmo em um ambiente de preços do petróleo mais fracos, apoiada ainda pela evolução de Wahoo e pelas sinergias em Peregrino. Embora a alavancagem permaneça relativamente alta após os M&As, esperamos que a dívida líquida/EBITDA caia para menos de 1x até 2026, mesmo sob premissas conservadoras para o Brent. Com um potencial de valorização de cerca de 50% em relação ao nosso preço-alvo de R\$ 65/ação, geração robusta de fluxo de caixa livre (yield de FCFE de cerca de 90% em 2026-28) e potencial de valorização proveniente de possíveis M&As ou dividendos, a PRIO continua sendo um dos nomes mais atraentes em nossa cobertura de upstream na América Latina.

Multiplan (MULT3)

Estamos adicionando a Multiplan ao nosso portfólio 10SIM neste mês. Com um portfólio dominante de shopping centers, a Multiplan continua apresentando números operacionais sólidos (crescimento real nos aluguéis, SSS sólido, custos de vacância e ocupação em níveis historicamente baixos), consistentemente à frente do setor de shopping centers brasileiro. No geral, acreditamos que a Multiplan traz uma sólida defensividade ao portfólio. Dada sua natureza de “proxy de

content.btgactual.com

títulos públicos” e alavancagem de ~2,5x dívida Líquida/EBITDA (que esperamos que diminua ainda mais), também vemos a empresa como uma tese atraente em termos de taxas de juros. Do ponto de vista de valuation, a Multiplan está sendo negociada a uma TIR real de 9,5%, cerca de 250bps acima das taxas de juros reais (contra um spread médio histórico de 150 bps).

Smartfit (SMFT3)

Recentemente, revisamos nossas estimativas de EBITDA e lucro líquido positivamente, em 3% e 4%, respectivamente. Nos níveis atuais, a Smartfit é negociada a 13x o P/L para 2026. Ela continua sendo uma das nossas principais teses de carregamento no varejo da América Latina, com mais de 50% da receita gerada fora do Brasil. A tese de investimento é apoiada por: (i) escala incomparável na região; (ii) números de alto retorno com margens em melhoria por meio da alavancagem operacional; e (iii) exposição a um mercado fragmentado com espaço para consolidação. Apesar dos riscos de curto prazo — valuation elevado (em relação aos varejistas), canibalização e intensificação da concorrência —, projetamos um CAGR de LPA atraente de 39% (2024-27). Em nossa opinião, a Smartfit continua sendo uma tese única de crescimento de longo prazo no setor de varejo da América Latina, e reiteramos nossa recomendação de Compra.

Vibra Energia (VBBR3)

Mantivemos uma postura mais cautelosa em relação ao setor de distribuição de combustíveis, pressionado por uma agenda regulatória lenta e pelo dilema entre volume e lucratividade. No entanto, os recentes acontecimentos geopolíticos, especialmente em torno das interrupções comerciais e dos riscos de abastecimento, mudaram nossa visão para um tom mais construtivo, com uma expectativa de mercado de diesel muito mais restrito no segundo semestre de 2025. Esse ambiente deve apoiar ganhos de participação e margem para as empresas mais estabelecidas. Entre os pares, vemos a Vibra como a clara vencedora, dada a sua forte exposição à distribuição de combustíveis essenciais, sólida conversão de EBITDA em caixa e posicionamento estratégico para beneficiar do aperto regulatório, especialmente na tributação do etanol. Com mais espaço para ganhos de eficiência e um cenário competitivo mais disciplinado, a VBBR destaca-se como a empresa mais bem posicionada para capturar ganhos. Projetamos um yield de geração de caixa (FCFE) de 23% para 2025-26, o que abre espaço para alavancagem adicional, dividendos e um momento positivo dos lucros para o segundo semestre de 2025. A Vibra é nossa Top Pick no setor de distribuição de combustíveis.

Itaú Unibanco (ITUB4)

Estamos mantendo as ações do Itaú na carteira por mais um mês. Tanto sua “execução operacional” quanto o desempenho das ações superaram significativamente os pares do setor privado nos últimos anos. Há vários anos que escrevemos sobre a transformação digital do Itaú. Em nossa opinião, as bases dessa transformação se

consolidaram bem, e o Itaú está se preparando para desativar totalmente seus sistemas legados até 2028. Isso significa migrar todos os sistemas para a nuvem, desligar o legado e aumentar a eficiência em todas as suas operações de varejo. Dito isso, apesar do forte desempenho de 33% no acumulado do ano, com a recente retração no preço das ações (cerca de 10% abaixo do pico em meados de maio) e nossa convicção crescente de que os ganhos de eficiência devem acelerar muito até 2028, estamos novamente nos tornando cada vez mais otimistas em relação à tese e reiterando-a como nossa Top Pick entre os bancos.

Nubank (ROXO34)

Vamos manter o Nubank na carteira por mais um mês. Nos últimos meses, mantivemos uma visão mais positiva sobre o Nubank, impulsionada principalmente pela aceleração que temos observado na carteira de empréstimos no Brasil. Acreditamos que, com o apoio da empresa de inteligência de dados do Vale do Silício adquirida pelo NU há cerca de um ano (Hyperplane), que permitiu aumentos nos limites de crédito no país, combinado com a aceleração dos volumes de financiamento do Pix, a originação deve se recuperar já no segundo trimestre, seguida por um crescimento mais forte da receita no terceiro trimestre, particularmente no Brasil. Dito isso, também vale a pena notar que essa aceleração está começando a aparecer no México. A aceleração no México reacende a discussão sobre o sucesso do NU na expansão internacional, que consideramos uma das partes mais importantes da tese de investimento. No geral, as ações continuam apresentando desempenho inferior ao acumulado no ano, e acreditamos que a aceleração esperada na receita líquida nos próximos trimestres pode sugerir que o valuation atual é mais atraente do que o que o mercado está precificando para 2026-27.

Rede D'Or (RDOR3)

Aproveitando o recente desempenho abaixo do esperado (-10% em relação ao Ibovespa desde o início de junho), acreditamos que a RDOR oferece um ponto de entrada atraente nos níveis atuais. As ações foram pressionadas pela recente saída de investidores estrangeiros do Brasil. Fundamentalmente, nada mudou. A história de crescimento de longo prazo permanece intacta, apoiada por (i) potencial atividade de M&As (notícias recentes envolvendo uma possível fusão com a Fleury reforçam isso), (ii) projetos adicionais sob a joint venture com o Bradesco e (iii) evolução na operação de leitos. Um aumento mais lento no total de leitos não implica necessariamente um crescimento mais lento na operação. Com potencial de expansão das margens na SulAmérica, melhorias sequenciais nos lucros esperadas ao longo de 2025 e forte potencial de crescimento futuro, consideramos a recente queda como um ponto de entrada atraente. Negociando a 13,5x P/L para 2026 e potencialmente se beneficiando de um ambiente de taxas de juros de longo prazo mais baixas, a RDOR está bem posicionada para proporcionar um crescimento sustentado dos lucros de pelo menos 15% ao ano durante a próxima

década, ao mesmo tempo em que aumenta o retorno para os acionistas por meio de dividendos e recompras.

Sabesp (SBSP3)

A TIR real da Sabesp voltou a 10,2%. Sua reestruturação é um trabalho em andamento (sem motivos para preocupação até o momento). Os resultados trimestrais têm sido satisfatórios, e a empresa está trabalhando adequadamente para ajustar as expectativas dos investidores à revisão das tarifas deste ano. Gostamos das perspectivas de curto e longo prazo da Sabesp. Acreditamos que ela tem oportunidades de alocação de capital e deve ser uma tese de carregamento relevante do setor nos próximos anos. A Sabesp também tem uma *duration* de 15 anos, o que a torna uma das ações mais interessantes em um cenário de queda das taxas de longo prazo.

Equatorial (EQTL3)

Projetamos uma TIR real de 10,6% para a EQTL. A companhia é uma excelente tese, a melhor empresa do setor e uma ótima maneira de se expor ao que acreditamos ser a assimetria das taxas reais de longo prazo. Com uma *duration* superior a 10 anos, proteção total contra a inflação e exposição limitada a uma economia em desaceleração, a tese é uma das nossas Top Picks. Além disso, a EQTL tem apresentado resultados sólidos e acaba de publicar números operacionais fortes para o segundo trimestre, com crescimento dos volumes, perdas de energia sob controle e melhores números de geração.

Motiva (MOTV3)

A Motiva apresenta uma tese convincente para o ano, sustentada por uma agenda de eficiência interna e alocação disciplinada de capital. No que diz respeito à eficiência, a empresa está focada na expansão das margens, apoiada por um guidance para uma relação entre despesas operacionais e receita líquida de 38% até 2026 — uma meta que acreditamos que poderá ser alcançada já este ano, impulsionada pela alavancagem operacional em curso. No que diz respeito à alocação de capital, vemos um fluxo saudável de leilões de rodovias e possíveis relançamentos (como o MSVia), onde a Motiva está bem posicionada para melhorar seu portfólio. Por fim, a possível venda de seus ativos aeroportuários adiciona mais potencial de valorização à tese. Essa medida apoiaria a otimização do portfólio, aumentaria o foco da empresa nos negócios principais e permitiria a desalavancagem no nível da holding — melhorando, em última instância, a eficiência da estrutura tributária. Negociada a uma TIR real de 12,3%, a Motiva continua sendo nossa Top Pick no setor de infraestrutura.

Tabela 4: 10SIM para agosto de 2025

Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mi)	EV/EBITDA		P/L		P/PA	
					2025	2026	2025	2026	2025	2026
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%	358.262	n.a.	n.a.	8,4x	7,8x	1,9x	1,7x
Nubank	Bancos	ROXO34	10%	334.664	n.a.	n.a.	24,0x	18,5x	5,7x	4,3x
Sabesp	Serviços Básicos	SBSP3	10%	74.031	8,0x	7,3x	15,3x	12,6x	1,8x	1,7x
Rede D'Or	Saúde	RDOR3	10%	71.782	6,3x	5,3x	17,2x	13,5x	2,6x	2,4x
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	42.652	7,2x	7,8x	8,9x	10,1x	1,5x	1,4x
Prio	Petróleo & Gás	PRI03	10%	34.391	5,9x	2,9x	11,1x	4,1x	1,0x	0,9x
Motiva	Transportes	MOTV3	10%	24.749	6,2x	5,4x	17,8x	9,9x	1,6x	1,5x
Vibra Energia	Distribuição de combustível	VBRR3	10%	23.639	5,0x	4,7x	12,2x	10,7x	1,1x	1,0x
Smartfit	Varejo	SMFT3	10%	12.375	9,1x	7,2x	17,3x	13,0x	2,0x	1,7x
Multiplan	Shoppings	MULT3	10%	12.360	9,4x	8,4x	13,3x	12,7x	2,0x	1,9x

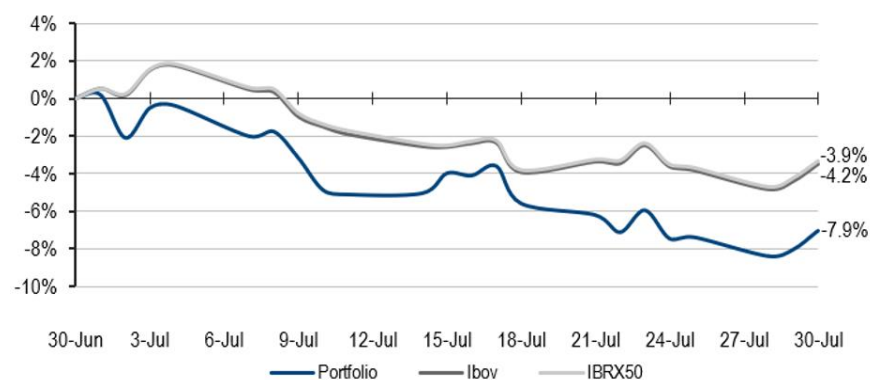
Fonte: Economática, BTG Pactual

Rentabilidade da 10SIM™ em julho

Rentabilidade mensal*

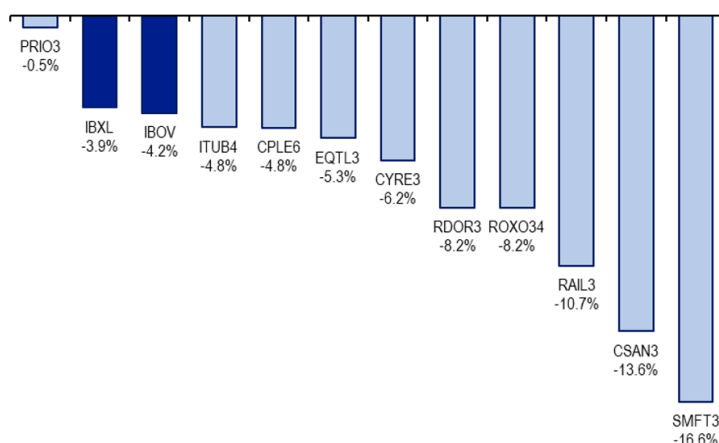
Em julho, o desempenho do nosso portfólio 10SIM™ foi de -7,9%, abaixo do Ibovespa (-4,2%) e do IBrX-50 (-3,9%), conforme mostrado abaixo.

Gráfico 14: Rentabilidade em junho de 2025*



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

Gráfico 15: Desempenho das ações em junho de 2025

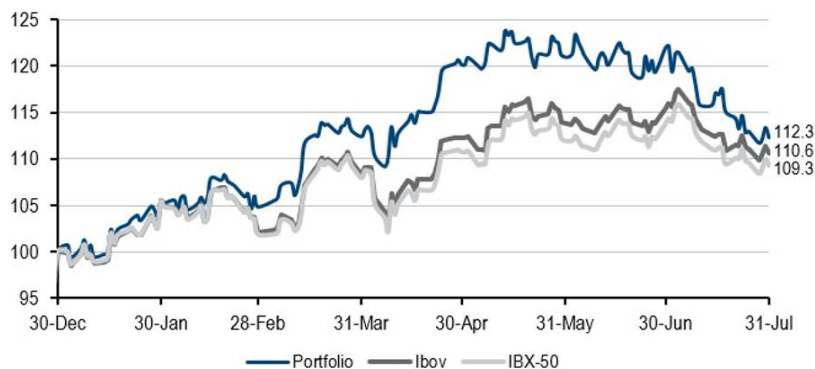


Fonte: BTG Pactual, Economática

Desempenho no acumulado do ano

Desde 31 de dezembro de 2024, nossa carteira 10SIM subiu 12,3%, contra 10,6% do Ibovespa e 9,3% do IBX-50. A taxa do CDI subiu +7,8% no período.

Gráfico 16: Desempenho até o momento



Fonte: BTG Pactual, Economática

Desempenho histórico

Desde outubro de 2009, quando Carlos E. Sequeira assumiu a gestão do portfólio 10SIM, a 10SIM teve uma alta de 431,1%, em comparação com 116,3% para o Ibovespa e 157,3% para o IBX-50.

Gráfico 17: Rentabilidade desde out/2009*



Fonte: BTG Pactual, Economática

Tabela 6: 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%	6,5%	6,9%	0,8%	0,7%	-7,9%						12,3%	10,6%	431,1%	116,3%

Fonte: Economática, BTG Pactual

Informações importantes

Este relatório foi elaborado pelo Banco BTG Pactual S.A. Os números contidos nos gráficos de desempenho referem-se ao passado; desempenho passado não é um indicador confiável de resultados futuros.

Certificado do Analista

Cada analista de pesquisa responsável pelo conteúdo deste relatório de pesquisa de investimento, no todo ou em parte, certifica que:

(i) Nos termos do Artigo 21º, da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, todas as opiniões expressas refletem com precisão suas opiniões pessoais sobre esses valores mobiliários ou emissores, e tais recomendações foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação ao Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas, conforme o caso;

(ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas contidas aqui ou vinculadas ao preço de qualquer um dos valores mobiliários aqui discutidos.

Parte da remuneração do analista provém dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, consequentemente, 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