



## Carteira Recomendada de Ações (10SIM)

Equity Research  
Banco BTG Pactual S.A.

Setembro 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 setembro 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

### **Um cenário mais favorável está se configurando; taxas de juros atingem pico no Brasil e nos EUA**

Um cenário de inflação mais benigno está aumentando as chances de que o ciclo de flexibilização monetária no Brasil comece mais cedo (em dezembro) do que o esperado. Ao mesmo tempo, a postura mais dovish do FED também pode acelerar o ciclo de flexibilização nos EUA (agora esperamos que o ciclo de flexibilização nos EUA comece em setembro, com um total de três cortes de 25bps este ano). Um cenário de curto prazo mais promissor nos leva a manter o mesmo posicionamento estratégico da carteira do mês passado, mesmo após a alta observada em agosto.

### **Energisa e Cyrela substituem Sabesp e Multiplan**

Continuamos com uma grande parte da carteira alocada em ações que oferecem retornos atraentes em comparação com as taxas reais de longo prazo. Nossa exposição a serviços básicos permanece em 20%, mas estamos substituindo a Sabesp (+13% em agosto) pela Energisa (TIR real de 11,3%), mantendo a Equatorial (TIR real de 10%). Também estamos substituindo a Multiplan pela construtora Cyrela, que tem um beta mais alto e deve apresentar resultados operacionais sólidos no segundo semestre de 2025, sendo negociada a 5x P/L. A Motiva (TIR real de 11%) permanece na carteira por mais um mês.

## A Embraer substitui a PRIO

Embora consideremos as perspectivas de longo prazo da PRIO muito promissoras, a falta de gatilhos de curto prazo e os preços do petróleo sob pressão nos levaram a substituí-la taticamente pela Embraer. Esta última tem um forte momento de resultados e é negociada com um desconto acima de 10% em relação aos seus pares globais do setor de aviação.

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

Estamos mantendo 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 estamos mantendo a Rede D'Or, operadora de hospitais e seguros de saúde, a rede de academias Smartfit e a distribuidora de combustíveis Vibra na carteira.

Tabela 1: Portfólio 10SIM para setembro/25

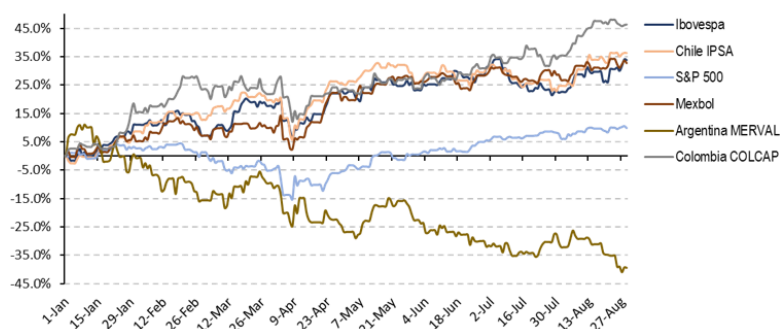
| Empresa       | Setor                       | Ticker | Peso (%) | Valor de Mercado (R\$ mi) | EV/EBITDA |       | P/L   |       | P/VPA |      |
|---------------|-----------------------------|--------|----------|---------------------------|-----------|-------|-------|-------|-------|------|
|               |                             |        |          |                           | 2025      | 2026  | 2025  | 2026  | 2025  | 2026 |
| Nubank        | Bancos                      | ROXO34 | 10%      | 393.116                   | n.a.      | n.a.  | 29,0x | 22,4x | 6,6x  | 5,0x |
| Itaú Unibanco | Bancos                      | ITUB4  | 10%      | 392.822                   | n.a.      | n.a.  | 9,2x  | 8,6x  | 2,1x  | 1,9x |
| Vibra Energia | Distribuição de combustível | VBBR3  | 10%      | 334.664                   | 9,0x      | 7,6x  | 19,8x | 15,0x | 3,1x  | 2,9x |
| Rede D'Or     | Saúde                       | RDOR3  | 10%      | 86.857                    | 14,0x     | 11,4x | 37,0x | 25,1x | 2,8x  | 2,6x |
| Embraer       | Bens de Capital             | EMBR3  | 10%      | 55.898                    | 7,4x      | 8,1x  | 9,6x  | 10,9x | 1,6x  | 1,5x |
| Equatorial    | Serviços Básicos            | EQTL3  | 10%      | 45.796                    | 6,6x      | 5,8x  | 20,8x | 11,6x | 1,9x  | 1,7x |
| Motiva        | Transportes                 | MOTV3  | 10%      | 28.951                    | 6,1x      | 5,2x  | 12,5x | 12,0x | 1,2x  | 1,2x |
| Energisa      | Serviços Básicos            | ENGH11 | 10%      | 24.625                    | 5,6x      | 5,6x  | 14,2x | 16,3x | 1,2x  | 1,2x |
| Smartfit      | Varejo                      | SMFT3  | 10%      | 14.579                    | 10,3x     | 8,6x  | 19,8x | 15,0x | 2,4x  | 2,1x |
| Cyrela        | Construção Civil            | CYRE3  | 10%      | 10.301                    | 8,1x      | 7,4x  | 6,8x  | 5,0x  | 1,1x  | 1,1x |

Fonte: Economática, BTG Pactual

## Um cenário mais benigno está se configurando

Após um julho fraco, com os preços dos ativos brasileiros pressionados pela decisão de Trump de impor uma tarifa elevada sobre as exportações brasileiras para os EUA, as ações brasileiras se recuperaram fortemente em agosto (+6% em real e 9% em dólar), superando o desempenho do S&P500 (+2%). No acumulado do ano, o Ibovespa subiu 34% em dólar, ficando abaixo de seus principais pares da América Latina, mas superando confortavelmente o S&P500.

Gráfico 1: Ibovespa (em USD) e S&P500 vs. países da América Latina



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual



## **Taxas nas máximas: ciclo de flexibilização monetária se aproxima no Brasil e nos EUA**

Dados econômicos recentes apontam para uma desaceleração mais pronunciada da atividade econômica, e os números recentes da inflação mostram sinais mais relevantes de uma desaceleração marginal. Portanto, nós e o consenso de mercado temos revisado consistentemente para baixo nossas expectativas de inflação para 2025 (que começaram o ano em mais de 6% e agora estão em 4,8%) e 2026 (agora em 4,2%).

Esse cenário aumenta as chances de que o ciclo de flexibilização monetária no Brasil comece mais cedo (em dezembro) do que o esperado (hoje, a maioria dos players do mercado espera que o início ocorra no começo do próximo ano). Isso também pode significar que a taxa terminal pode ser mais baixa (um dígito em 2027) do que a precificada atualmente pelos mercados.

Acreditamos que as perspectivas de um início antecipado do ciclo de flexibilização podem atrair a atenção dos investidores, especialmente dos estrangeiros. Normalmente, os ciclos de flexibilização monetária são seguidos por preços mais altos das ações.

Naturalmente, o enfraquecimento da atividade econômica prejudicará os lucros das empresas nos próximos trimestres, especialmente das mais cíclicas. Por esse motivo, ao montar a carteira, estamos mantendo uma exposição limitada aos setores mais cíclicos.

Entendemos que o cenário político e as próximas eleições ganharão maior relevância como determinantes dos preços dos ativos no Brasil à medida que nos aproximamos das eleições. Dito isso, considerando que as eleições ainda estão distantes e que há muitas variáveis importantes ainda indefinidas, nossa percepção é que o ciclo de flexibilização monetária pode ser um fator mais relevante na definição dos preços dos ativos nos próximos meses.

## **As taxas também podem ser reduzidas nos EUA, com implicações positivas para os mercados emergentes**

A postura mais dovish do FED também pode ajudar a aumentar o apelo das ações dos mercados emergentes em geral, e do Brasil em particular.

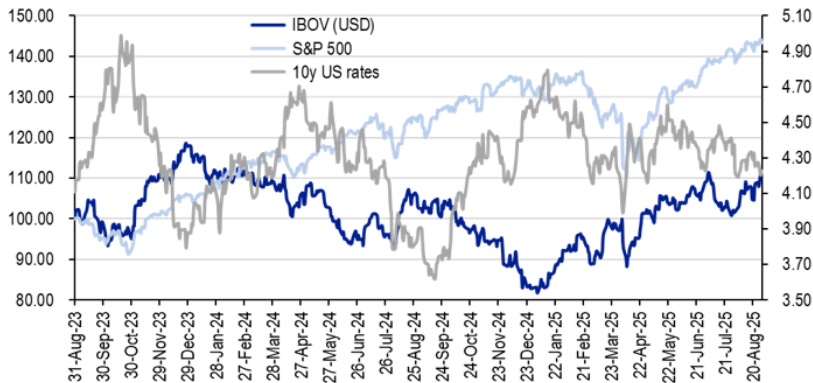
As declarações de Jerome Powell na semana passada marcaram uma clara mudança para uma postura mais dovish, com maior ênfase nos riscos crescentes para o mercado de trabalho e o reconhecimento de que a política monetária continua restritiva. Embora persistam as preocupações com a inflação, particularmente devido às tarifas, Powell enfatizou que é mais provável que se trate de choques pontuais, com as expectativas ainda ancoradas. Ele destacou que a criação de empregos desacelerou e o crescimento do PIB

[content.btgpactual.com](https://content.btgpactual.com)

desaceleram (PIB para 1,2% no primeiro semestre de 2025, o que é metade do ritmo observado em 2024) e as mudanças estruturais relacionadas às tarifas, imigração e regulamentação estão pesando sobre a economia.

Após a mudança do FED para uma postura mais dovish, agora esperamos que o ciclo de flexibilização comece em setembro, com um total de três cortes este ano (queda de 75bps para 3,6%).

**Gráfico 2: Ibovespa (em USD) e S&P500 (base 100= /8/23) vs. taxas de 10 anos dos EUA**



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

## As ações brasileiras estão baratas

As ações brasileiras estão baratas, sendo negociadas a 9,6x o P/L 12 meses à frente, excluindo a Petrobrás e a Vale (8,4x, incluindo-as), um desvio padrão abaixo de sua média histórica (de 11,9x).

Quando se considera apenas o P/L, o Ibovespa parece, sem dúvida, barato. No entanto, quando ajustado pelas taxas reais de longo prazo (que estão em ~7,4%), o prêmio para manter ações está em 3,0%, em linha com a média (3,1%). Em nossa opinião, para que ocorra uma recuperação sustentada, ou as taxas reais de longo prazo precisam cair, ou os lucros devem ser revisados positivamente (as projeções de lucros estão subindo, mas apenas marginalmente, e vemos espaço limitado para revisões mais fortes para cima no curto prazo, dada a desaceleração econômica esperada).

**Gráfico 3: Bovespa P/L 12 meses à frente (ex Petro & Vale)**



Fonte: Economática, BTG Pactual

**Gráfico 4: 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 anormalmente 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 a cargo do próximo governo.

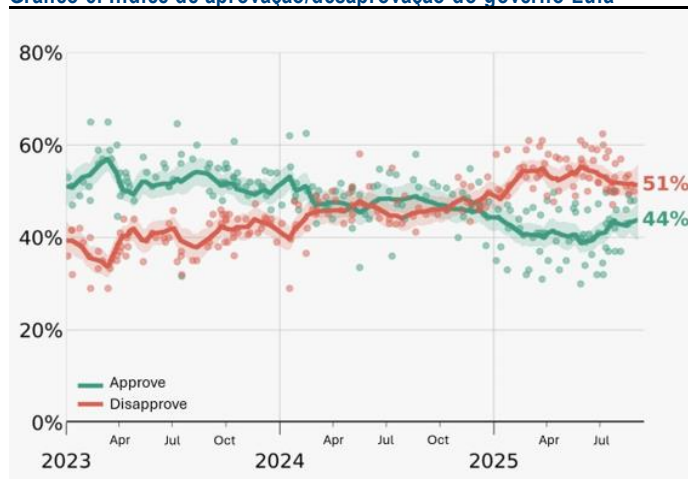
### O cenário eleitoral está ganhando importância, mesmo que ainda estejamos muito longe das eleições

Embora nossa opinião seja de que ainda é muito cedo para fazer qualquer previsão confiável sobre as eleições do ano que vem, dado que a solução para um dos nossos principais problemas econômicos está no resultado das eleições de 2026, qualquer notícia que possa afetar o resultado das eleições é rapidamente precificada pelo mercado.

Mais recentemente, após o anúncio de Trump sobre as tarifas, as pesquisas de opinião mostraram que a taxa de aprovação do presidente Lula melhorou (de 39% para 44%), reduzindo a diferença entre aprovação e desaprovação para 8 pontos percentuais, ante 15 pontos percentuais há alguns meses. Alguns podem argumentar que era de se esperar que a popularidade do presidente Lula melhorasse, com base na série de anúncios e medidas tomadas pelo governo nos últimos meses.

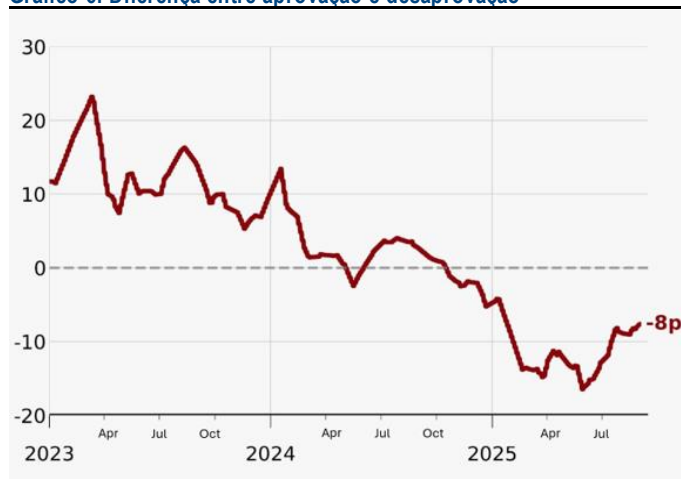
Talvez mais importante ainda, a inflação dos alimentos está diminuindo, e isso pode estar tendo um grande impacto positivo na aprovação do presidente.

Gráfico 5: Índice de aprovação/desaprovação do governo Lula



Fonte: JOTA

Gráfico 6: Diferença entre aprovação e desaprovação



Fonte: JOTA

Neste momento, ainda não há muita visibilidade sobre qual candidato (ou candidatos) irá se opor ao presidente Lula nas eleições do próximo ano, o que favorece sua campanha de reeleição.

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 – ele precisa escolher entre um dos governadores estaduais ou um dos membros de sua família.

Embora o governador de São Paulo, Tarcísio Freitas, seja considerado um candidato competitivo (se decidir concorrer), todo o imbróglio envolvendo o presidente Trump pode ter aumentado 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 maiores 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 membros da família Bolsonaro.

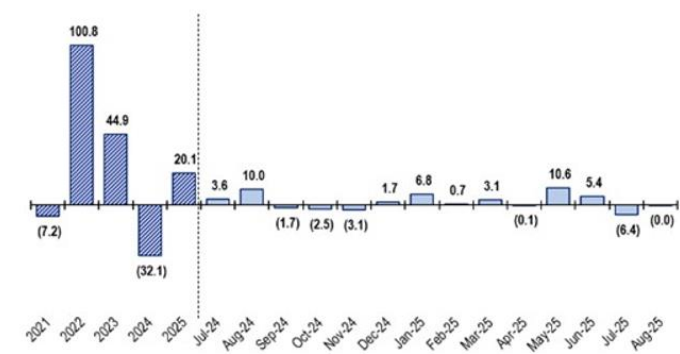
### **Saídas de capital estrangeiro se estabilizaram em agosto**

Apesar dos fluxos elevados de saída após o anúncio de Trump de tarifas adicionais em 9 de julho, agosto registrou fluxos praticamente estáveis. No acumulado do ano, os fluxos estrangeiros permanecem sólidos, em R\$ 20,1 bilhões.

No Brasil, dados recentes apontam para uma desaceleração mais acentuada da atividade econômica, levando a revisões consistentes para baixo nas expectativas de inflação. Isso aumentou a probabilidade de o ciclo de flexibilização começar mais cedo, possivelmente em dezembro, o que poderia atrair novamente a atenção dos investidores estrangeiros.

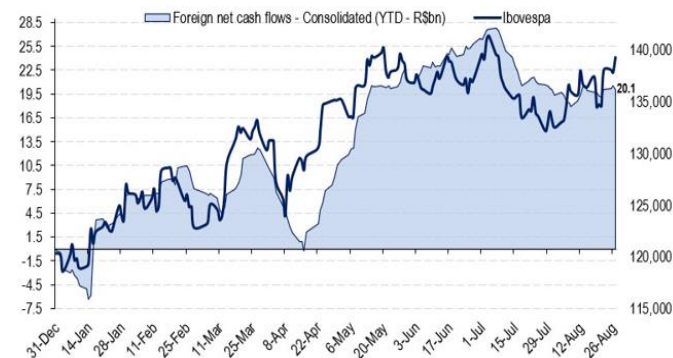
Nos EUA, agora esperamos que o ciclo de flexibilização comece em setembro, com um total de três cortes nas taxas (75bps no total), reduzindo a taxa básica de juros para 3,6%. Historicamente, a queda nas taxas de longo prazo nos EUA tem sido um forte catalisador para os mercados emergentes, o que poderia fornecer um suporte adicional.

Gráfico 7: Fluxo do investidor estrangeiro (R\$ bilhões)



Fonte: B3, BTG Pactual

Gráfico 8: Fluxo estrangeiro para ações no Brasil, acumulado no ano



Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Em julho, as alocações em ações brasileiras diminuíram em todos os tipos de fundos.

As alocações dos fundos globais de mercados emergentes encerraram julho em 6,02% (-69bps em relação ao mês anterior). Com a melhora nas perspectivas de um ciclo de flexibilização mais cedo do que o esperado no Brasil e o início de um ciclo de flexibilização nos EUA, as alocações podem aumentar nos próximos meses.

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% |
| 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% |
| Jul-25                     | 6.02%  | 0.59%  | 1.04%          | 57.54% |

Fonte: EPFR, BTG Pactual



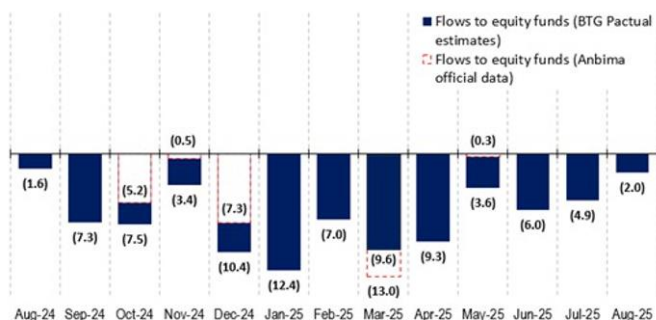
## Fundos de ações locais: menor resgate em 12 meses

As saídas dos fundos de ações locais totalizaram R\$ 2 bilhões em agosto, a menor saída mensal nos últimos 12 meses. Na verdade, nos últimos 24 meses, 20 registraram saídas líquidas.

Embora persistente, a magnitude das saídas tem diminuído gradualmente, especialmente em agosto. No primeiro trimestre de 2025, as saídas mensais foram, em média, de R\$ 9,7 bilhões, caindo para R\$ 6,3 bilhões no segundo trimestre de 2025 e agora para apenas R\$ 2 bilhões. As expectativas de inflação mais baixas e as chances crescentes de cortes antecipados nas taxas podem apoiar a continuação dessa tendência.

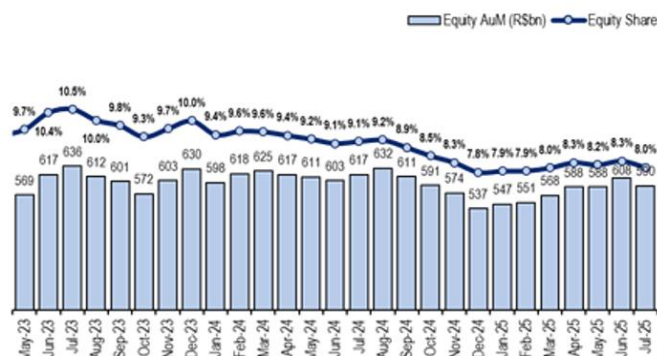
Analizando as alocações dos fundos multimercados de forma mais ampla (incluindo fundos de ações, hedge e pensão), a exposição às ações permanece baixa, em torno de 8% — aproximadamente o mesmo nível observado ao longo do ano. Até o momento, o cenário macroeconômico não tem sido favorável o suficiente para impulsionar um aumento significativo na alocação em ações.

Gráfico 9: Fluxos de fundos de ações



Fonte: Anbima, estimativas BTGP Pactual

Gráfico 10: Fundos locais – Alocações em ações



Fonte: Anbima, estimativas BTGP Pactual

## Primeira leitura sobre a temporada de resultados do segundo trimestre de 2025 no Brasil

Com a temporada de resultados do segundo trimestre já encerrada, enviamos uma rápida análise mostrando como os resultados consolidados se compararam às nossas estimativas e aos trimestres anteriores. À primeira vista, os resultados (excluindo Petrobras e Vale) ficaram ligeiramente acima das nossas projeções, com receita e EBITDA ficando em -0,5% e +0,2% em relação aos nossos números estimados, enquanto o lucro líquido superou em 2,4%. Enquanto isso, os números das empresas domésticas superaram nossas expectativas por uma margem maior. O EBITDA ficou em linha com o esperado, mas a receita e o lucro líquido ficaram 1,7% e 3,9% acima de nossas projeções, respectivamente.

Em comparação com o segundo trimestre do ano passado, os resultados foram bons. A receita consolidada (excluindo Petrobras e Vale) e o EBITDA cresceram 8% e 5,4% em relação ao ano anterior, enquanto o lucro líquido aumentou 17% em relação ao 2T24. Os números das empresas domésticas foram mais fortes em relação aos exportadores de commodities, com receita e EBITDA crescendo 12% e 10% em relação ao ano anterior, respectivamente. No entanto, o lucro líquido cresceu apenas 2,3% a/a. A taxa Selic média no segundo trimestre de 2025 foi de ~14,6%, bem acima dos ~10,6% observados no mesmo período do ano passado.

Quando analisamos as empresas de commodities, os resultados foram mais fracos, com receita 0,5% menor em relação ao ano anterior e EBITDA 7% menor a/a.

**Tabela 3: Resultados Consolidados**

| Resultados consolidados            |         |         |        |         |         |         |        |
|------------------------------------|---------|---------|--------|---------|---------|---------|--------|
| R\$ milhões                        | 2T25A   | 2T25E   | A x E  | 2T24    | A/A     | 1T25    | T/T    |
| <b>Total</b>                       |         |         |        |         |         |         |        |
| Receita                            | 969.656 | 975.000 | -0,5%  | 915.510 | 5,9%    | 954.854 | 1,6%   |
| EBITDA                             | 213.980 | 215.703 | -0,8%  | 212.825 | 0,5%    | 213.041 | 0,4%   |
| Margem EBITDA (%)                  | 22,1%   | 22,1%   | -6 bp  | 23,2%   | -118 bp | 22,3%   | -24 bp |
| Lucro Líquido                      | 109.434 | 114.246 | -4,2%  | 72.780  | 50,4%   | 113.468 | -3,6%  |
| <b>Total (Ex-Petro &amp; Vale)</b> |         |         |        |         |         |         |        |
| Receita                            | 800.756 | 804.883 | -0,5%  | 741.488 | 8,0%    | 784.133 | 2,1%   |
| EBITDA                             | 136.693 | 136.452 | 0,2%   | 129.665 | 5,4%    | 131.937 | 3,6%   |
| Margem EBITDA (%)                  | 17,1%   | 17,0%   | +12 bp | 17,5%   | -42 bp  | 16,8%   | +24 bp |
| Lucro Líquido                      | 70.527  | 68.864  | 2,4%   | 60.127  | 17,3%   | 70.090  | 0,6%   |
| <b>Doméstico</b>                   |         |         |        |         |         |         |        |
| Receita                            | 532.998 | 524.211 | 1,7%   | 476.464 | 11,9%   | 511.797 | 4,1%   |
| EBITDA                             | 105.039 | 104.816 | 0,2%   | 95.196  | 10,3%   | 100.111 | 4,9%   |
| Margem EBITDA (%)                  | 19,7%   | 20,0%   | -29 bp | 20,0%   | -27 bp  | 19,6%   | +15 bp |
| Lucro Líquido                      | 63.232  | 60.883  | 3,9%   | 61.790  | 2,3%    | 62.344  | 1,4%   |
| <b>Commodities</b>                 |         |         |        |         |         |         |        |
| Receita                            | 436.658 | 450.789 | -3,1%  | 439.046 | -0,5%   | 443.057 | -1,4%  |
| EBITDA                             | 108.941 | 110.887 | -1,8%  | 117.629 | -7,4%   | 112.929 | -3,5%  |
| Margem EBITDA (%)                  | 24,9%   | 24,6%   | +35 bp | 26,8%   | -184 bp | 25,5%   | -54 bp |
| Lucro Líquido                      | 46.202  | 53.363  | -13,4% | 10.990  | 320,4%  | 51.124  | -9,6%  |

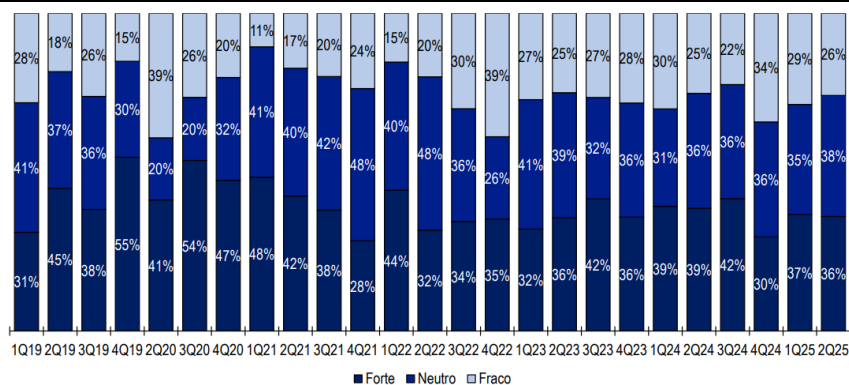
Fonte: Empresas, BTGPactual

### Os indicadores qualitativos permaneceram bastante estáveis em relação ao trimestre anterior

36% das empresas reportaram o que nossos analistas consideram resultados sólidos, 1 ponto percentual abaixo dos 37% do trimestre anterior e um pouco abaixo dos 39% registrados no 2T24.

Enquanto isso, a proporção de resultados considerados fracos melhorou marginalmente, atingindo 26% no trimestre, abaixo dos 29% do 1T25 e próxima dos 25% registrados no mesmo período do ano passado. A diferença entre resultados sólidos e fracos aumentou pelo segundo trimestre consecutivo (para 10 pontos percentuais).

Gráfico 11: Dados qualitativos históricos



Fonte: BTG Pactual

## Portfólio 10SIM: um cenário mais favorável está se configurando

Os dados econômicos recentes apontam para uma desaceleração mais acentuada da atividade econômica, e os índices de inflação recentes mostram sinais mais relevantes de uma desaceleração marginal. Esse cenário aumenta as chances de que o ciclo de flexibilização monetária no Brasil comece mais cedo (em dezembro) do que o esperado. Isso também pode significar que a taxa terminal pode ser menor do que a atualmente precificada pelos mercados.

Acreditamos que as perspectivas de antecipação do início do ciclo de flexibilização podem atrair a atenção dos investidores, especialmente dos estrangeiros.

Ao mesmo tempo, a postura mais dovish do FED também pode ajudar a aumentar o apelo das ações dos mercados emergentes em geral, e do Brasil em particular. Agora, esperamos que o ciclo de flexibilização comece em setembro nos EUA, com um total de três cortes este ano (queda de 75bps para 3,6%).

O cenário mais promissor no curto prazo nos leva a manter o posicionamento estratégico da carteira do mês passado, mesmo após a alta observada em agosto.

Continuamos com uma grande parte da carteira investida em ações que oferecem retornos atraentes, mesmo quando comparadas com taxas de juros reais de longo prazo muito altas. Nossa exposição a serviços básicos permanece em 20% da 10SIM, mas decidimos substituir a Sabesp (após uma alta de 13% no mês passado) pela Energisa (TIR real de 11,3%), mantendo a Equatorial (TIR real de 10%).

Também mantemos 20% da carteira investida em infraestrutura e setor imobiliário, mas substituímos a operadora de shopping centers

Multiplan pela construtora Cyrela, com beta mais alto, que deve apresentar resultados operacionais sólidos no segundo semestre de 2025 e está sendo negociada a 5x P/L para 2026. A concessionária Motiva (TIR real de 11%) permanece na carteira por mais um mês.

Embora acreditemos que as perspectivas de longo prazo da PRIO sejam muito promissoras, a falta de Catalisadores de curto prazo e os preços do petróleo sob pressão nos levaram a substituí-la taticamente pela fabricante de aviões Embraer. Esta última tem um forte momento de lucros, o que pode levar a uma revisão positiva de suas projeções para o ano, e é negociada com um desconto acima de 10% em relação às suas concorrentes globais do setor de aviação.

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 na carteira a operadora de hospitais e seguros de saúde Rede D'Or, a rede de academias Smartfit e a distribuidora de combustíveis Vibra.

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

| Agosto        |                             |        |          | Setembro      |                             |        |          |
|---------------|-----------------------------|--------|----------|---------------|-----------------------------|--------|----------|
| Empresa       | Setor                       | Ticker | Peso (%) | Empresa       | Setor                       | Ticker | Peso (%) |
| Rede D'Or     | Saúde                       | RDOR3  | 10%      | Rede D'Or     | Saúde                       | RDOR3  | 10%      |
| Vibra Energia | Distribuição de combustível | VBBR3  | 10%      | Vibra Energia | Distribuição de combustível | VBBR3  | 10%      |
| Motiva        | Transportes                 | MOTV3  | 10%      | Motiva        | Transportes                 | MOTV3  | 10%      |
| Sabesp        | Serviços Básicos            | SBSP3  | 10%      | Energisa      | Serviços Básicos            | ENGI11 | 10%      |
| Prio          | Petróleo & Gás              | PRIO3  | 10%      | Embraer       | Bens de Capital             | EMBR3  | 10%      |
| Smartfit      | Varejo                      | SMFT3  | 10%      | Smartfit      | Varejo                      | SMFT3  | 10%      |
| Itaú Unibanco | Bancos                      | ITUB4  | 10%      | Itaú Unibanco | Bancos                      | ITUB4  | 10%      |
| Multiplan     | Shoppings                   | MULT3  | 10%      | Cyrela        | Construção Civil            | CYRE3  | 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 setembro

### Itaú Unibanco (ITUB4)

Estamos mantendo as ações do Itaú na carteira por mais um mês, pois continuam sendo nossa única recomendação de Compra e nossa Top Pick entre os bancos incumbentes do Brasil. Em setembro, o banco realizará seu Investor Day, quando esperamos que a administração forneça mais clareza sobre suas metas ambiciosas, particularmente o plano de reduzir significativamente o custo da operação de varejo até 2028 por meio da digitalização, automação por IA e novos modelos de serviço. A principal oportunidade está no aprofundamento do relacionamento com clientes de varejo de menor renda — um segmento pouco explorado, onde é possível crescer sem diluir o ROE. Com a redução do custo de atendimento, o Itaú deve alcançar um crescimento sustentável, mantendo altos retornos. Em resumo: a

[content.btgactual.com](https://content.btgactual.com)



obtenção de ganhos de eficiência permitiria ao banco reinvestir mais capital e, potencialmente, expandir seu P/VP justo.

### Nubank (ROXO34)

---

Embora tenhamos sido bastante pessimistas em relação às ações do NU desde a oferta pública inicial (IPO) em 2021, desde abril deste ano passamos a ter uma visão mais otimista, adicionando a tese a esta carteira desde então, e há algumas semanas elevamos a recomendação das ações para Compra. Os resultados recentes do segundo trimestre e os dados atualizados nos dão mais confiança de que o NuBank está i) recuperando participação de mercado em cartões de crédito no Brasil, o que consideramos fundamental para os resultados de curto prazo, mas também para fortalecer a relação com o cliente, e ii) finalmente ganhando força no México, com aceleração do crescimento dos empréstimos e impressionante retenção de depósitos. Acreditamos que a internacionalização seja provavelmente o aspecto mais importante da tese de investimento do Nu. Dito isso, a melhor dinâmica das receitas e a crescente confiança no sucesso da internacionalização nos levam a acreditar que há espaço para uma expansão de múltiplos das ações.

### Smartfit (SMFT3)

---

Recentemente, revisamos nossas estimativas de EBITDA para baixo em cerca de 1% e as estimativas de lucro líquido para cima em 5%, resultando em um preço-alvo para 2026 de R\$ 29 (antes em R\$ 28 para 2025). Nos níveis atuais, a Smartfit é negociada a 15x o P/L para 2026 – a empresa teve um desempenho superior no último mês (alta de 14%) e é uma das teses mais consensuais entre os investidores locais. No entanto, continua sendo uma das nossas principais teses de investimento no varejo da América Latina. A tese de investimento é baseada em: (i) escala incomparável em toda a 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. Embora o segundo trimestre não tenha trazido revisões positivas significativas nos números, ele trouxe sinais encorajadores, ancorando os resultados da SMFT para este ano. Apesar dos riscos de curto prazo — valuation elevado, canibalização e intensificação da concorrência —, projetamos um atraente CAGR de 36% para o LPA (2024-27). Em nossa opinião, a Smartfit continua sendo uma história única de crescimento de *long duration* no setor de consumo da América Latina, com maior liquidez nos últimos meses, e reiteramos nossa recomendação de Compra.

### Vibra Energia (VBBR3)

---

Mantemos uma postura positiva em relação à Vibra, apoiada por catalisadores de curto e médio prazo e fundamentos sólidos. A empresa se beneficia de um ambiente regulatório mais favorável, com avanços recentes na CBO, na aplicação da responsabilidade solidária

e no combate ao “carbono oculto”, fatores que devem aumentar as margens do setor. Também vemos espaço para ganhos de participação de mercado, com o diesel russo perdendo competitividade como fonte alternativa de abastecimento. Além disso, a VBBR possui um estoque significativo de créditos fiscais a serem otimizados na próxima década, enquanto o desinvestimento da Comerc continua sendo uma opção para gerar valor. A possível entrada de um investidor estratégico adiciona mais possibilidades de valorização, enquanto o valuation permanece atraente para 2026. Com mais espaço para ganhos de eficiência e um cenário competitivo mais disciplinado, a VBBR se destaca como a empresa mais bem posicionada para capturar valorização. Vemos um yield de geração de caixa (FCFE) de 20% para 2025-26, o que abre espaço para uma desalavancagem adicional, dividendos e um momento positivo de resultados para o segundo semestre de 2025.

### Rede D’Or (RDOR3)

---

A empresa atingiu um estágio estável e equilibrado, gerando caixa, expandindo-se organicamente, mantendo-se bem-posicionada com o Bradesco para acelerar projetos de expansão, pagando dividendos, recomprando ações e melhorando constantemente as margens do segmento hospitalar e a sinistralidade. À luz da recente recuperação (RDOR3 com alta de 21% em agosto) e após nossa revisão positiva dos lucros, vemos as ações sendo negociadas a ~15x P/L para 2026, com espaço para uma nova expansão de múltiplos, dada a melhor visibilidade de crescimento no negócio hospitalar. Vemos alguns catalisadores positivos potenciais para a RDOR: (i) melhor dinâmica no negócio hospitalar (agora se materializando, com momento potencialmente ainda mais forte no segundo semestre); (ii) taxas de juros mais baixas (a RDOR é um ativo de capital intensivo e *long duration*); (iii) novas melhorias na unidade de seguros; e (iv) um ambiente mais favorável para fusões e aquisições (conforme refletido nas notícias recentes sobre uma possível fusão com a Fleury). À medida que esses fatores se concretizarem, as ações devem apresentar uma expansão de múltiplos, além de possíveis novas revisões positivas dos lucros. Em nosso preço-alvo, a RDOR poderia ser negociada mais próximo de 20x os lucros projetados, em linha com outras empresas de alta qualidade na América Latina que também são compounders.

### Embraer (EMBR3)

---

A Embraer continua sendo nossa principal escolha no setor de bens de capital. Recentemente, houve uma redução do risco em torno da questão das tarifas dos EUA, após a isenção da tarifa adicional de 40%. Além disso, vemos um potencial de valorização adicional, já que a empresa está trabalhando com estratégias para mitigar os 10% restantes da tarifa. A empresa está atualmente passando por um forte momento de resultados, e esperamos uma revisão positiva nas

projeções no segundo semestre de 2025 — especialmente porque ela já apresentou uma margem EBIT consolidada de 8,7%, superando o limite superior de sua projeção para 2025, de 8,3%. Mais importante ainda, o desempenho das ações continua relacionado à carteira de pedidos. Destacamos várias campanhas E2 que provavelmente se concretizarão no restante do ano, incluindo possíveis negócios com a Royal Air Maroc e a LATAM. No geral, as ações estão sendo negociadas a 11,4x EV/EBITDA para 2026, representando um desconto atraente acima de 10% em relação às empresas globais do setor de aviação.

### Motiva (MOTV3)

---

A Motiva apresenta uma tese atraente para o ano, sustentada por uma agenda de eficiência interna e uma abordagem mais disciplinada à alocação de capital. No que diz respeito à eficiência, a empresa está focada na expansão das margens, com uma meta de 38% para a relação entre despesas operacionais e receita líquida até 2026 — uma meta que acreditamos poder ser alcançada já este ano, apoiada pela alavancagem operacional. Do ponto de vista da alocação de capital, observamos desenvolvimentos positivos, com a empresa demonstrando maior disciplina na participação em novos leilões. Além disso, a potencial venda dos ativos aeroportuários da Motiva adiciona mais opcionalidades e pode aumentar a flexibilidade financeira, ao mesmo tempo em que apoia a otimização do portfólio. Atualmente negociada a uma TIR real de 11,1%, a Motiva continua sendo nossa Top Pick no setor de infraestrutura.

### Equatorial (EQTL3)

---

Vemos a EQTL com uma TIR real de 10,1%. A EQTL é uma excelente tese de carregamento, a melhor empresa do setor e uma ótima maneira de se expor ao que consideramos 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. O segundo trimestre mostrou números operacionais fortes, com crescimento de volumes, perdas de energia sob controle e melhores números de geração.

### Energisa (ENGI11)

---

Estamos adicionando a Energisa ao nosso portfólio, reforçando nossa estratégia de aumentar a exposição em teses de *long duration* de qualidade que também oferecem proteção contra a inflação. Vemos a empresa sendo negociada a uma TIR real de 11,3%, ao mesmo tempo em que apresenta resultados operacionais sólidos.

## Cyrela (CYRE3)

Estamos adicionando a Cyrela ao nosso portfólio 10SIM este mês, pois a consideramos uma tese de beta e alta qualidade no Brasil. A empresa apresentou resultados operacionais sólidos no primeiro semestre de 2025 e está a caminho de manter sua execução robusta no terceiro trimestre. Ela também possui um banco de terrenos de alta qualidade, o que deve sustentar lançamentos sólidos e um bom desempenho de vendas nos próximos trimestres. Além disso, a Cyrela está aumentando sua exposição ao programa MCMV por meio de sua subsidiária Vivaz e suas joint ventures Cury e Plano&Plano, com aproximadamente 40% do seu lucro líquido relacionado ao MCMV, o que é mais defensivo em meio a um ambiente macroeconômico desafiador. Dito isso, acreditamos que a Cyrela deve continuar a superar seus pares e ganhar participação de mercado, apesar de um cenário macroeconômico mais difícil, enquanto seu valuation em ~5x P/L para 2026 continua atraente.

Tabela 5: 10SIM para setembro de 2025

| Empresa       | Setor                       | Ticker | Peso (%) | Valor de Mercado (R\$ mi) | EV/EBITDA |       | P/L   |       | P/VPA |      |
|---------------|-----------------------------|--------|----------|---------------------------|-----------|-------|-------|-------|-------|------|
|               |                             |        |          |                           | 2025      | 2026  | 2025  | 2026  | 2025  | 2026 |
| Nubank        | Bancos                      | ROXO34 | 10%      | 393.116                   | n.a.      | n.a.  | 29,0x | 22,4x | 6,6x  | 5,0x |
| Itaú Unibanco | Bancos                      | ITUB4  | 10%      | 392.822                   | n.a.      | n.a.  | 9,2x  | 8,6x  | 2,1x  | 1,9x |
| Vibra Energia | Distribuição de combustível | VBBR3  | 10%      | 334.664                   | 9,0x      | 7,6x  | 19,8x | 15,0x | 3,1x  | 2,9x |
| Rede D'Or     | Saúde                       | RDOR3  | 10%      | 86.857                    | 14,0x     | 11,4x | 37,0x | 25,1x | 2,8x  | 2,6x |
| Embraer       | Bens de Capital             | EMBR3  | 10%      | 55.898                    | 7,4x      | 8,1x  | 9,6x  | 10,9x | 1,6x  | 1,5x |
| Equatorial    | Serviços Básicos            | EQTL3  | 10%      | 45.796                    | 6,6x      | 5,8x  | 20,8x | 11,6x | 1,9x  | 1,7x |
| Motiva        | Transportes                 | MOTV3  | 10%      | 28.951                    | 6,1x      | 5,2x  | 12,5x | 12,0x | 1,2x  | 1,2x |
| Energisa      | Serviços Básicos            | ENGH1  | 10%      | 24.625                    | 5,6x      | 5,6x  | 14,2x | 16,3x | 1,2x  | 1,2x |
| Smartfit      | Varejo                      | SMFT3  | 10%      | 14.579                    | 10,3x     | 8,6x  | 19,8x | 15,0x | 2,4x  | 2,1x |
| Cyrela        | Construção Civil            | CYRE3  | 10%      | 10.301                    | 8,1x      | 7,4x  | 6,8x  | 5,0x  | 1,1x  | 1,1x |

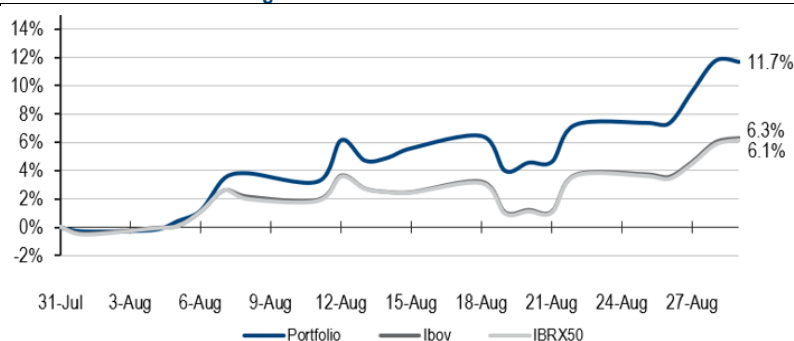
Fonte: Econômica, BTG Pactual

## Rentabilidade da 10SIM™ em agosto

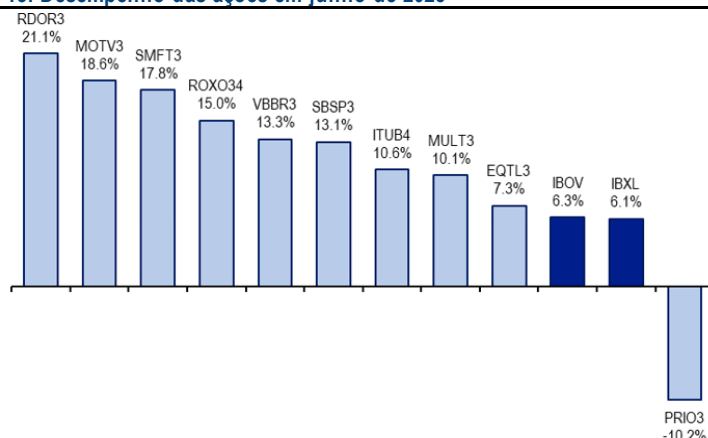
### Rentabilidade mensal\*

Em agosto, o desempenho do nosso portfólio 10SIM™ foi de 11,7%, acima do Ibovespa (6,3%) e do IBrX-50 (6,1%), conforme mostrado abaixo.

Gráfico 12: Rentabilidade em agosto de 2025\*



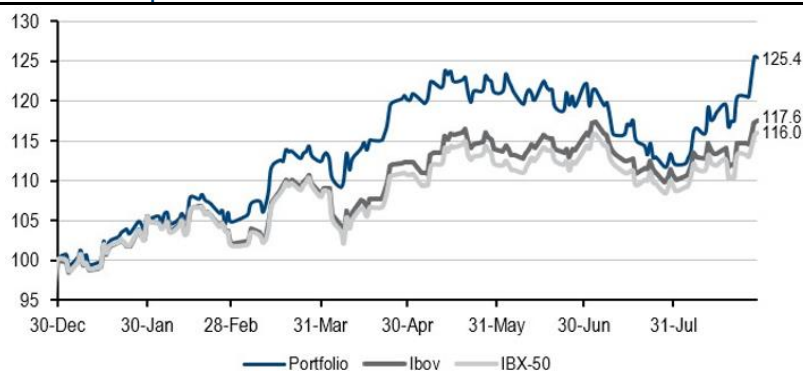
Fonte: BTG Pactual, Econômica, (\*) rentabilidade considerando o último preço de fechamento

**Gráfico 13: Desempenho das ações em junho de 2025**


Fonte: BTG Pactual, Economática

### Desempenho no acumulado do ano

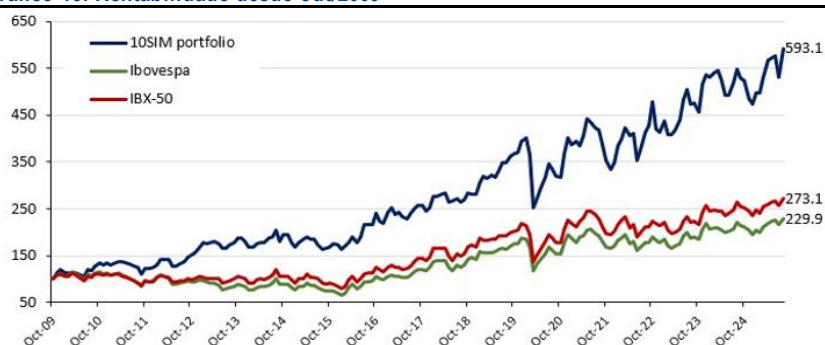
Desde 31 de dezembro de 2024, nossa carteira 10SIM subiu 25,4%, contra 17,6% do Ibovespa e 16,0% do IBX-50. A taxa do CDI subiu +9,1% no período.

**Gráfico 14: 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 493,1%, em comparação com 129,9% para o Ibovespa e 173,1% para o IBX-50.

**Gráfico 15: 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% | 11,7% |        |       |        |       | 25,4%  | 17,6%  | 493,1%         | 129,9%     |

Fonte: Economática, BTGPactual

## 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. O BTG Pactual conta com barreiras de informação para controlar o fluxo de informações contidas em uma ou mais áreas dentro do BTG Pactual, para outras áreas, unidades, grupos ou afiliadas do BTG Pactual.

A remuneração do analista que preparou este relatório é determinada pela gerência de pesquisa e pela alta administração (não incluindo banco de investimento). A remuneração dos analistas não se baseia nas receitas de banco de investimento, no entanto, a remuneração pode estar relacionada às receitas do BTG Pactual Investment Bank como um todo, do qual fazem parte os bancos de investimento, vendas e negociação.

Os valores mobiliários aqui descritos podem não ser elegíveis para venda em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Opções, produtos derivativos e futuros não são adequados para todos os investidores, e a negociação desses instrumentos é considerada arriscada. Títulos garantidos por hipotecas e ativos podem envolver um alto grau de risco e podem ser altamente voláteis em resposta a flutuações nas taxas de juros e outras condições de mercado. O desempenho passado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. Se um instrumento financeiro for denominado em uma moeda diferente da moeda de um investidor, uma alteração nas taxas de câmbio pode afetar adversamente o valor ou preço ou a receita derivada de qualquer título ou instrumento relacionado mencionado neste relatório, e o leitor deste relatório assume qualquer risco cambial.

Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer investidor em particular. Os investidores devem obter aconselhamento financeiro independente com base em suas próprias circunstâncias particulares antes de tomar uma decisão de investimento com base nas informações aqui contidas. Para aconselhamento sobre investimentos, execução de negócios ou outras questões, os clientes devem entrar em contato com seu representante de vendas local. Nem o BTG Pactual nem qualquer de suas afiliadas, nem qualquer um de seus respectivos diretores, funcionários ou agentes aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda ou dano decorrente do uso de todo ou parte deste relatório.

Quaisquer preços declarados neste relatório são apenas para fins informativos e não representam avaliações de títulos individuais ou outros instrumentos. Não há representação de que qualquer transação possa ou não ter sido afetada a esses preços e quaisquer preços não refletem necessariamente os livros e registros internos do BTG Pactual ou avaliações baseadas em modelos teóricos e podem ser baseados em certas suposições. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído a qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o consentimento prévio por escrito do BTG Pactual e o BTG Pactual não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito. Informações adicionais relacionadas aos instrumentos financeiros discutidos neste relatório estão disponíveis mediante solicitação.

O BTG Pactual e suas afiliadas mantêm acordos para administrar conflitos de interesse que possam surgir entre eles e seus respectivos clientes e entre seus diferentes clientes. O BTG Pactual e suas afiliadas estão envolvidos em uma gama completa de serviços financeiros e relacionados, incluindo serviços bancários, bancos de investimento e prestação de serviços de investimento. Dessa forma, qualquer membro do BTG Pactual ou de suas afiliadas pode ter interesse relevante ou conflito de interesses em quaisquer serviços prestados a clientes pelo BTG Pactual ou por tal afiliada. As áreas de negócios dentro do BTG Pactual e entre suas afiliadas operam independentemente umas das outras e restringem o acesso do(s) indivíduo(s) específico(s) responsável(is) por lidar com os assuntos do cliente a determinadas áreas de informações quando isso é necessário para administrar conflitos de interesse ou interesses materiais.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse:

[www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)