



Carteira Recomendada de Ações (10SIM)

Setembro/2020

Carteira Recomendada de Ações (10SIM)

Objetivo da Carteira

A carteira tem como objetivo capturar 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

Crescentes preocupações com a situação fiscal do Brasil

As crescentes preocupações com a situação fiscal do país acabaram empurrando o Ibovespa para o vermelho em agosto. Com as taxas reais de longo prazo nos níveis atuais, e mesmo após a recente liquidação da bolsa, vemos um baixo potencial de valorização sob uma ótica fundamentalista. Se o governo e o Congresso avançarem com a agenda de reformas do Brasil e indicarem que estão dispostos a trabalhar na consolidação fiscal, as taxas reais de longo prazo podem cair, abrindo caminho para o Ibovespa voltar a subir. No entanto, em nossa opinião, será um desafio avançar com as medidas de austeridade no curto prazo, especialmente antes das eleições municipais de novembro.

Duratex é nossa única adição neste mês

Neste mês, adicionamos a Duratex ao 10SIM, pois a empresa se beneficia de um forte mercado de construção (novas residências, pequenas obras e reformas). No momento, está operando próximo à capacidade total em algumas de suas linhas de produção, indicando um forte 2S20. Para abrir espaço para a Duratex, decidimos retirar a fabricante de softwares Totvs, depois de a ação ter performado bem nos últimos meses.

Um grande mês para as empresas de telecomunicação; Mantendo exposição aos exportadores

Estamos mantendo exposição ao setor de telecomunicações por meio da TIM e da Oi, pois esperamos que a assembleia geral de credores desta última aconteça em setembro, dando visibilidade à venda de algumas de suas operações. Também estamos mantendo exposição aos exportadores por meio da produtora de minério de ferro Vale (3,5x EV/EBITDA) e da produtora de carne bovina JBS (19% de rendimento FCF).

BTG Pactual - Equity Research & Strategy:

[Carlos Sequeira, CFA](#)

New York – BTG Pactual US Capital LLC

[Osni Carfi](#)

São Paulo – Banco BTG Pactual S.A.

BTG Pactual Digital – Equity Research & Strategy:

[Ricardo Cavalieri](#)

São Paulo – Banco BTG Pactual S.A.

fundamentalista@btgpactual.com

Petrobras, CCR, LAME, Cyrela & B3 completam o 10SIM

Petrobras (desalavancagem/melhor alocação de capital), CCR (pipeline robusto de novos projetos de concessão), Cyrela (forte recuperação do setor habitacional), LAME (varejista resiliente/player de e-commerce), e B3 (fluxos fortes/boom do mercado de capitais) completam nosso portfólio.

Tabela 1: Carteira Recomendada de Ações (10SIM) para setembro de 2020

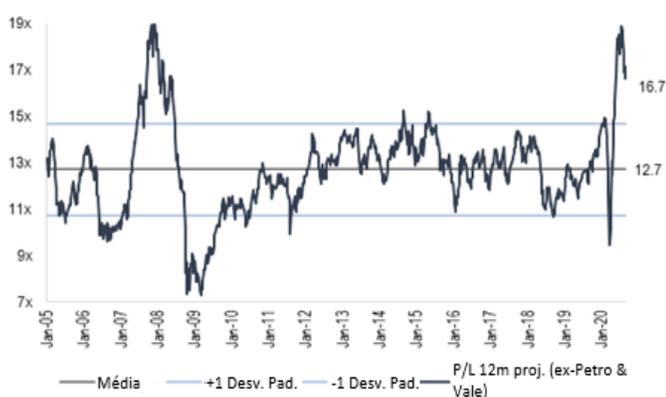
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mn)	EV/EBITDA		P/L		P/VPA	
					2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
Petrobras	Petróleo & Gás Natural	PETR4	15%	288.738	5,6x	5,2x	N/A	36,0x	1,4x	1,4x
Vale	Metais Básicos	VALE3	10%	306.153	3,5x	3,8x	5,9x	5,5x	1,4x	1,2x
Lojas Americanas	Varejo	LAME4	10%	56.966	14,2x	11,4x	73,5x	42,0x	8,6x	7,4x
JBS	Alimentos e Bebidas	JBSS3	10%	59.826	4,2x	5,0x	6,2x	6,6x	1,6x	1,6x
B3	Financeiras	B3SA3	10%	120.165	19,1x	19,1x	24,8x	25,3x	4,9x	4,8x
TIM	Telecomunicações	TIMP3	10%	34.660	5,0x	4,6x	25,4x	20,3x	1,5x	1,5x
CCR	Infraestrutura	CCRO3	10%	26.927	6,7x	6,6x	23,7x	19,8x	2,9x	2,9x
Duralex	Revest. Cerâmico e Madeira	DTEX3	10%	10.980	13,5x	11,0x	35,5x	33,6x	2,2x	2,1x
Cyrela	Construção Civil	CYRE3	10%	9.269	15,8x	12,5x	16,8x	11,9x	2,1x	2,0x
Oi S.A.	Telecomunicações	OIBR3	5%	10.225	5,2x	5,2x	N/A	N/A	0,7x	0,8x

Fonte: BTG Pactual e Economática

Crescentes preocupações com a situação fiscal do Brasil

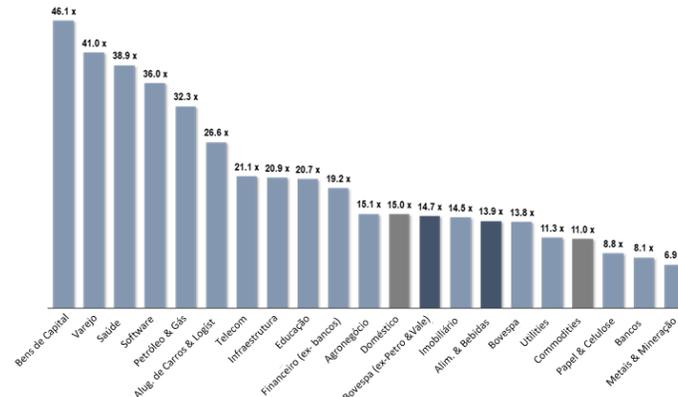
Após 4 meses consecutivos de alta, o Ibovespa encerrou agosto com queda de 3,4% (8,2% em USD). A 99,4 mil pontos, e ex-Petrobras & Vale, o índice Ibovespa está negociando a 14,4x P/L de 2021, um prêmio em relação à sua média histórica de 12,7x.

Gráfico 1: Brasil P/L 12-meses projetados (Ex - Petro & Vale)



Fonte: Economática e Estimativas BTG Pactual

Gráfico 2: P/L 2021 por setor



Fonte: Economática e Estimativas BTG Pactual

Refletindo um ambiente político e perspectivas econômicas melhores do que as originalmente esperadas, as taxas de juros reais de longo prazo caíram para 3,4% no final de julho (vindo de perto de 5,0% logo após a crise; veja o gráfico 4 abaixo). Após uma queda consistente nos últimos meses, as taxas de juros reais de longo prazo subiram para 3,7% em agosto.

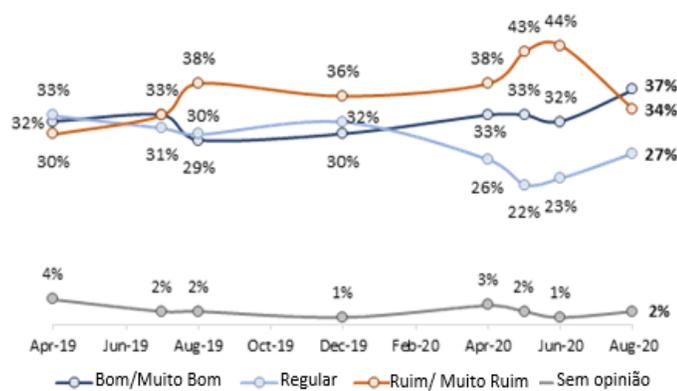
Gráfico 3: Taxa de juros real de longo prazo (NTN-B 2035)



Fonte: Banco Central do Brasil

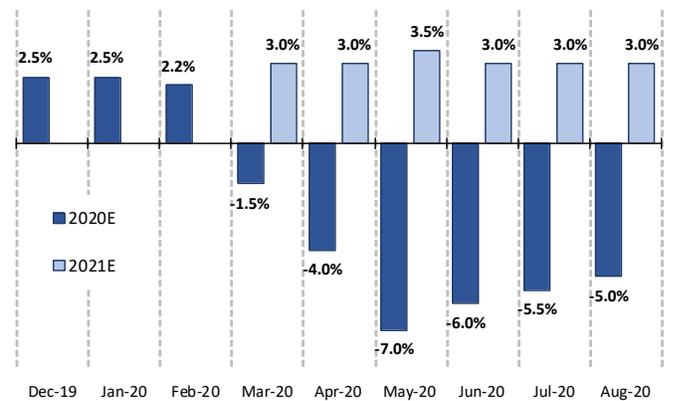
E não vimos nenhuma deterioração no ambiente político do governo (o índice de aprovação do presidente chegou ao nível mais alto de todos os tempos) ou nas perspectivas econômicas do Brasil (aliás, mais uma vez melhoramos nossa projeção de PIB para 2020 e agora modelamos para um declínio de 5% a/a vs. -7% alguns meses atrás). Até mesmo a situação da saúde pública melhorou marginalmente (dedicamos uma sessão em outra parte deste relatório à evolução da pandemia no Brasil).

Gráfico 4: Pesquisa de aprovação do presidente



Fonte: Datafolha

Gráfico 5: Evolução das projeções do PIB para 2020/21



Fonte: estimativas BTG Pactual

O que está elevando as taxas reais de longo prazo são as renovadas preocupações com a situação das contas fiscais do Brasil e a capacidade do governo de aprovar reformas ou implementar medidas que possam indicar uma trajetória de queda da dívida em relação ao PIB nos próximos anos - dívida em relação ao PIB deverá encerrar o ano em 94%, alta demais para um mercado emergente.

Embora seja amplamente conhecido que o déficit primário do setor público consolidado será de impressionantes 13% do PIB em 2020 (déficit de R\$ 934 bilhões, com R\$ 670 bilhões diretamente relacionado ao combate à COVID-19), o mercado esperava ver o governo e Congresso implementando medidas e reformas estruturais na direção da consolidação fiscal.

Em algum momento dos últimos meses, havia sinais de que o Congresso retomaria as negociações que poderiam levar à aprovação de reformas fiscalmente importantes. No entanto, em agosto, a crescente pressão política para expandir o orçamento para além de 2020 sugere que a consolidação fiscal pode ser extremamente desafiadora, especialmente em um país com dezenas de milhões de pessoas que se beneficiam dos pacotes de ajuda do governo.

Em setembro, o debate sobre uma série de decisões fiscais importantes pode manter os mercados voláteis. Discussões sobre: i) extensão do pacote de ajuda ao coronavírus até dezembro; ii) votação do congresso sobre os principais vetos presidenciais que podem pressionar o orçamento; iii) criação de um novo programa de transferência de renda (Renda Brasil); e iv) ampliação dos investimentos públicos e do orçamento militar, que devem ocorrer em setembro.

Avançar com a agenda de reformas é crucial para reduzir as taxas de juros reais de longo prazo. Reduzir a dívida em relação ao PIB (embora gradualmente) o mais rapidamente possível é fundamental para mostrar aos investidores que o processo de consolidação orçamental continua a ser um pilar fundamental desta administração.

Dados os desafios para a aprovação de tais reformas de alto perfil, especialmente antes das eleições municipais de novembro, vemos pouco espaço para que as taxas de juros reais de longo prazo caiam muito no curto prazo, deixando o Ibovespa com baixo potencial de valorização.

O Ibovespa parece bem precificado sob os fundamentos atuais

Nossa análise *top-down*, assumindo taxas de juros reais de longo prazo de 3,7% (ou seja, o nível atual), inflação de 2,5%, ROE de 15% e crescimento real do PIB de 2%, aponta para um P/L alvo de 14,9x, em linha com o atual múltiplo de P/L de 2021 do Ibovespa.

Assumindo taxas de juros reais de longo prazo de 3% (nível pré-crise), inflação de 2,5% e o mesmo crescimento real de 2% do PIB, nos dá um P/L alvo de 17,6x e um potencial de valorização de 22%.

Tabela 2: P/L alvo do Ibovespa sob diferentes premissas

	Pós-crise	Pré-crise
ROE	15,0%	15,0%
Ke	9,2%	8,5%
Inflação	2,5%	2,5%
Juro real	3,7%	3,0%
Juros	6,2%	5,5%
Prêmio	3,0%	3,0%
Crescimento	4,5%	4,5%
Inflação	2,5%	2,5%
Crescimento real	2,0%	2,0%
P/L alvo	14,9x	17,6x
Atual P/L para 2021	14,4x	14,4x
IBOV	99.369	99.369
IBOV alvo	102.689	121.523
Upside	3,3%	22,3%

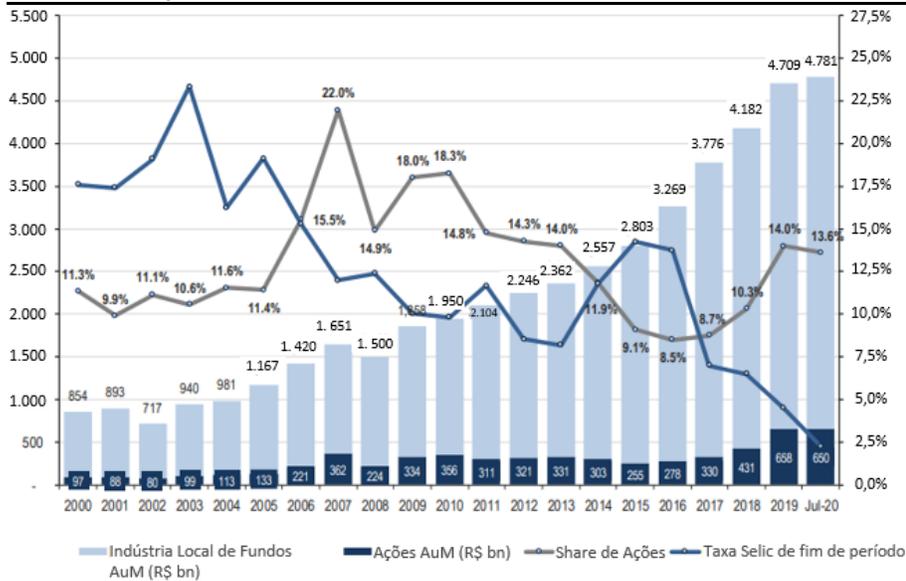
Fonte: Estimativas BTG Pactual

Fluxos fortes para ações podem continuar sendo o principal driver no curto prazo

De 2016 até o surto da Covid-19, vimos um aumento contínuo e consistente nas alocações em ações brasileiras por investidores locais. No início da pandemia, a alocação de ações caiu devido a uma queda acentuada no mercado de ações. Mas nos últimos meses, vimos a alocação aumentar novamente, com os números de julho próximos aos do final de 2019.

Menos ruído político e taxas de juros de curto prazo incrivelmente baixas, colocando as taxas reais de curto prazo muito próximas de zero, podem deixar a porta aberta para que mais recursos locais fluam para as ações. Se a alocação retornar aos níveis do final do ano de 2007 (22%), e com base no atual AuM (ativos sob gestão) da indústria de fundos, isso significaria um aumento de ~R\$ 400 bilhões no AuM dos fundos de ações.

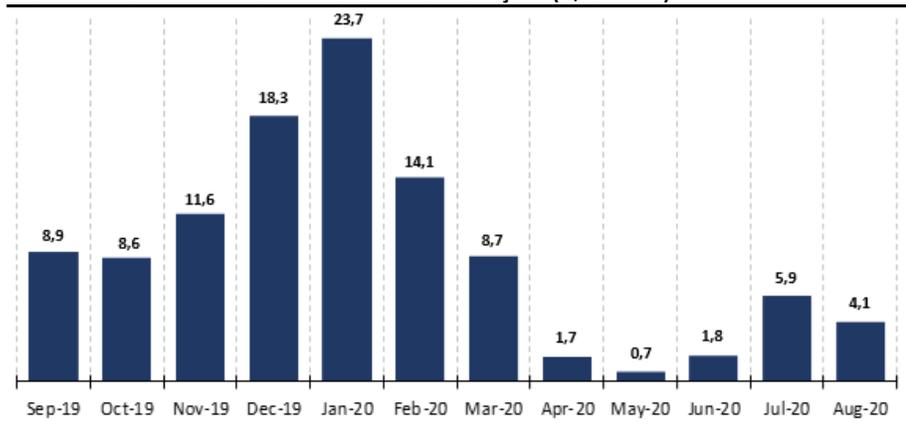
Gráfico 6: Alocação de fundos locais



Fonte: Anbima e estimativas BTG Pactual

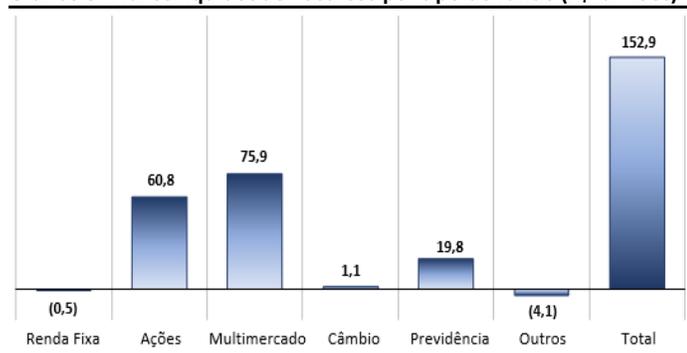
Após um 2T fraco para as captações dos fundos de ações, os investidores começaram a reinvestir nesses fundos. Segundo dados divulgados pela Anbima, as captações líquidas de julho e agosto somaram R\$ 10 bilhões para os fundos de ações, totalizando R\$ 61 bilhões no acumulado do ano.

Gráfico 7: Fluxo de entrada mensal de fundos de ações (R\$ bilhões)

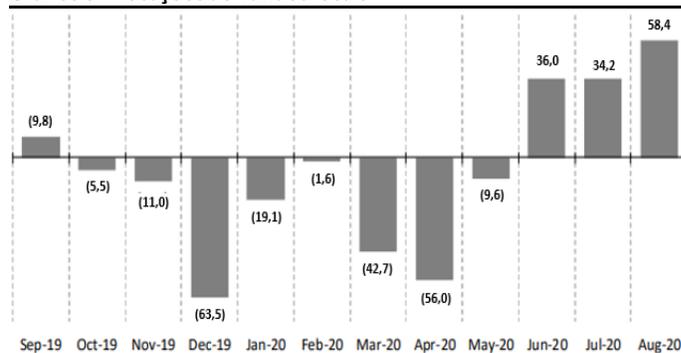


Fonte: Anbima e estimativas BTG Pactual

Enquanto os fundos multimercados lideram as captações líquidas neste ano, os fundos de renda fixa vêm apresentando resultados consistentes nos últimos meses, com entradas de R\$ 58 bilhões em agosto. Nos últimos 3 meses, esses fundos apresentaram uma captação líquida de R\$ 129 bilhões, praticamente compensando todos os resgates líquidos desde o início do ano (saída de apenas R\$ 0,5 bilhão no acumulado do ano). A grande maioria desse fluxo foi em fundos de curto prazo.

Gráfico 8: Fluxos líquidos de recursos por tipo de fundo (R\$ bilhões)


Fonte: Anbima e estimativas do BTG Pactual

Gráfico 9: Alocações de fundos locais


Fonte: Anbima e estimativas do BTG Pactual

Comparando o total de captações líquidas no acumulado do ano reportadas até então, 2020 é o terceiro maior ano desde 2005, perdendo apenas para 2017 (R\$ 264 bilhões) e 2019 (R\$ 217 bilhões).

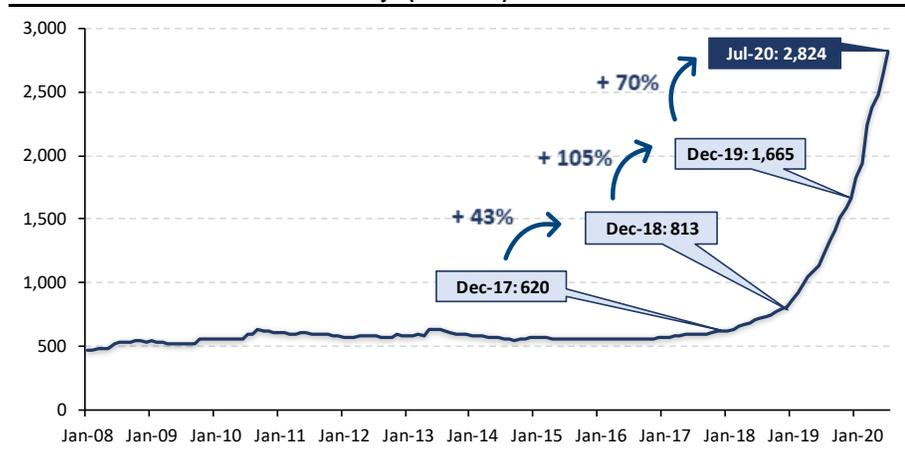
Tabela 3: Evolução dos fluxos de entrada por tipo de fundo (R\$ bilhões)

Data	Renda Fixa	Ações	Multimercados	Câmbio	Previdência	Outros	Total
Dec-05	74,5	(2,0)	(67,2)	(2,3)	8,4	8,0	19,4
Dec-06	(27,1)	9,0	56,6	(0,8)	15,3	10,4	63,6
Dec-07	(27,6)	23,4	31,8	(0,5)	8,4	11,0	46,4
Dec-08	(64,5)	(9,9)	(34,4)	(0,1)	10,0	33,5	(65,6)
Dec-09	10,6	1,6	36,7	0,1	23,4	14,0	86,5
Dec-10	34,9	8,7	28,9	0,2	19,2	21,7	113,6
Dec-11	85,2	2,1	(43,7)	(0,1)	25,4	32,7	101,6
Dec-12	28,2	5,3	21,1	(0,2)	34,9	11,9	101,1
Dec-13	2,6	3,3	(0,7)	1,2	23,3	26,5	56,3
Dec-14	2,2	(14,0)	(22,7)	0,3	32,4	3,8	1,9
Dec-15	(15,0)	(18,3)	(32,0)	1,4	40,3	23,9	0,3
Dec-16	60,0	(4,8)	18,4	(1,6)	47,9	6,7	126,6
Dec-17	63,3	36,9	86,5	(0,8)	41,7	36,2	263,7
Dec-18	(13,4)	29,3	48,5	0,5	25,2	5,0	95,1
Dec-19	(60,8)	88,4	76,0	(0,7)	43,2	70,9	216,9
2020 (YTD)	(0,5)	60,8	75,9	1,1	19,8	(4,1)	152,9

Fonte: Anbima

Investidores Pessoa Física estão aumentando sua participação no mercado

Destacamos o aumento da presença de investidores Pessoa Física (175 mil contas abertas em julho; + 70% no acumulado do ano), totalizando mais de 1 milhão de contas abertas no acumulado do ano. O ticket médio por investidor foi de R\$ 135 mil em julho. Com as taxas de juros em níveis historicamente baixos, essa tendência pode persistir.

Gráfico 10: Número de contas de varejo ('000 000)


Fonte: B3

De janeiro de 2019 a julho deste ano, o free float do Ibovespa nas mãos dos investidores Pessoa Física passou de 10,9% para 14,9% do free float total, o que significa um aumento de R\$ 155 bilhões no patrimônio dos investidores Pessoa Física no Ibovespa.

Tabela 3: Participação do depositário de ações por tipo de investidor

Data	ADR	Investidor Institucional	Investidor Estrangeiro	Empresa	Invest. Pessoa Física	Instituições Financeiras	Clubes de Investimento
Dec-10	24,9%	19,1%	33,8%	10,0%	9,2%	2,2%	0,9%
Dec-11	24,4%	19,8%	33,6%	10,0%	8,8%	2,7%	0,8%
Dec-12	21,3%	20,2%	36,4%	8,6%	9,5%	3,3%	0,7%
Dec-13	20,7%	19,7%	38,1%	8,3%	9,3%	3,2%	0,6%
Dec-14	19,7%	18,2%	41,9%	7,4%	9,5%	2,9%	0,5%
Dec-15	18,4%	15,6%	44,1%	8,6%	9,5%	3,4%	0,4%
Dec-16	16,7%	14,8%	46,1%	7,9%	9,7%	4,4%	0,3%
Dec-17	15,6%	15,4%	47,8%	6,8%	10,3%	3,9%	0,3%
Dec-18	17,3%	17,2%	44,3%	6,0%	10,7%	4,1%	0,3%
Dec-19	12,9%	20,2%	41,9%	8,1%	12,3%	4,3%	0,3%
Jul-20	11,2%	23,1%	39,6%	7,1%	14,9%	3,8%	0,3%

Fonte: B3, Bloomberg e estimativas do BTG Pactual

Os investidores Pessoa Física são os compradores líquidos mais consistentes no acumulado do ano (entradas mensais).

Tabela 1: Negociação líquida por tipo de investidor

Neg. Líquida por tipo de Investidor	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago
Estrangeiro	-19.158	-18.458	-24.208	-5.069	-7.441	343	-8.409	682
Pessoa Física	4.445	4.305	17.633	7.339	1.798	4.706	9.629	4.957
Institucional	16.457	13.278	3.920	-3.138	4.690	-4.956	-1.363	1.250
Corporações locais	-119	-448	2.371	1.082	670	423	276	-7.675
Instituições Financeiras	-1.709	1.323	85	-207	299	-522	-136	798

Fonte: B3 e estimativas do BTG Pactual

O mercado de capitais está em alta

Depois de ficarem paradas nos primeiros meses da pandemia, as empresas voltaram a buscar capital no mercado.

Só no mês de julho foram realizadas 9 operações (3 IPOs + 6 Follow-ons), tornando-se o mês com o maior número de ofertas desde 2008. Com essas ofertas, as empresas conseguiram captar R\$ 3,5 bilhões com IPOs e R\$ 12,8 bilhões com Follow-ons. Do total de R\$ 16,3 bilhões arrecadados em julho, 92% vieram de ofertas primárias.

Ao contrário da tendência dos últimos anos, os estrangeiros deixaram de ser os principais investidores, uma vez que os investidores institucionais e Pessoa Física estão constantemente aumentando suas participações nas negociações no mercado de capitais.

Com a normalização do mercado após meses de quarentena, vemos essa tendência continuar.

Tabela 5: IPOs e follow on - volume total e participação dos investidores

Ano	Volume Total (R\$mn)			Participação por Investidor (%)			
	IPO	Follow-On	Total	PFs	Institucional	Estrangeiros	Outros
2004	4.487	4.318	8.805	8,7%	19,0%	69,2%	3,1%
2005	5.447	8.489	13.936	6,0%	19,1%	69,1%	5,8%
2006	15.374	15.063	30.436	7,9%	18,7%	65,7%	7,7%
2007	55.648	14.465	70.113	9,1%	16,5%	70,7%	3,6%
2008	7.495	26.761	34.255	6,5%	13,3%	45,2%	34,9%
2009	23.831	22.152	45.983	7,7%	16,1%	65,4%	10,8%
2010	11.193	138.048	149.241	4,4%	14,0%	27,1%	54,5%
2011	7.175	10.815	17.990	8,0%	22,9%	54,8%	14,3%
2012	3.933	9.308	13.240	6,9%	25,8%	36,4%	30,9%
2013	17.293	6.066	23.359	11,4%	26,0%	42,5%	20,0%
2014	418	13.960	14.378	0,8%	11,8%	38,4%	49,0%
2015	603	17.461	18.064	0,8%	10,5%	66,3%	22,3%
2016	674	9.967	10.641	3,8%	29,7%	45,7%	20,8%
2017	20.761	21.020	41.781	4,3%	27,1%	57,9%	10,7%
2018	6.823	4.430	11.253	5,8%	34,8%	51,7%	7,6%
2019	9.836	79.763	89.599	7,0%	45,9%	44,4%	2,7%
2020	7.470	45.409	52.880	8,8%	44,2%	32,4%	14,6%
Jan-20	0	2.335	2.335	6,2%	52,2%	36,5%	5,1%
Feb-20	3.683	24.936	28.618	14,5%	43,0%	39,5%	3,0%
Mar-20	0	0	0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Apr-20	0	0	0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
May-20	300	0	300	10,0%	43,8%	6,1%	40,1%
Jun-20	0	5.355	5.355	0,0%	45,4%	28,4%	26,1%
Jul-20	3.487	12.784	16.271	0,8%	45,1%	19,3%	34,9%

Fonte: B3

Investidores estrangeiros voltaram a alocar capital no Brasil, ainda que modestamente

Durante a pandemia, a alocação dos investidores estrangeiros em ações brasileiras caiu. Após o fundo do poço em abril, os fundos parecem estar aumentando gradativamente sua alocação no Brasil.

Tabela 6: Alocação de fundos no Brasil

Data	G.E.M.	Global	Global (ex-US)	LatAm	BRIC
Dec-05	12,72%	0,88%	1,19%	54,93%	24,43%
Dec-06	13,16%	1,04%	1,20%	54,49%	27,21%
Dec-07	14,70%	1,26%	1,62%	64,88%	26,17%
Dec-08	13,63%	1,08%	1,41%	60,33%	27,02%
Dec-09	16,69%	1,91%	3,00%	67,21%	31,42%
Dec-10	15,92%	1,55%	2,63%	65,48%	34,97%
Dec-11	16,40%	1,94%	2,38%	65,36%	33,32%
Dec-12	11,91%	1,02%	1,87%	57,81%	27,56%
Dec-13	10,99%	0,90%	1,55%	53,62%	22,46%
Dec-14	8,63%	1,08%	1,00%	50,55%	20,67%
Dec-15	5,59%	0,58%	0,50%	43,09%	12,60%
Dec-16	8,15%	0,68%	1,18%	56,03%	17,51%
Dec-17	6,73%	0,52%	0,69%	56,42%	14,69%
Dec-18	7,69%	0,54%	0,70%	59,85%	18,49%
Dec-19	8,18%	0,45%	0,55%	65,86%	17,44%
Jan-20	7,80%	0,44%	0,49%	62,79%	16,64%
Feb-20	7,21%	0,40%	0,43%	62,67%	12,39%
Mar-20	5,41%	0,28%	0,26%	60,30%	9,03%
Apr-20	4,98%	0,17%	0,26%	57,72%	8,77%
May-20	5,21%	0,18%	0,23%	59,31%	10,15%
Jun-20	5,17%	0,18%	0,23%	61,50%	10,41%
Jul-20	5,30%	0,20%	0,24%	64,15%	10,76%

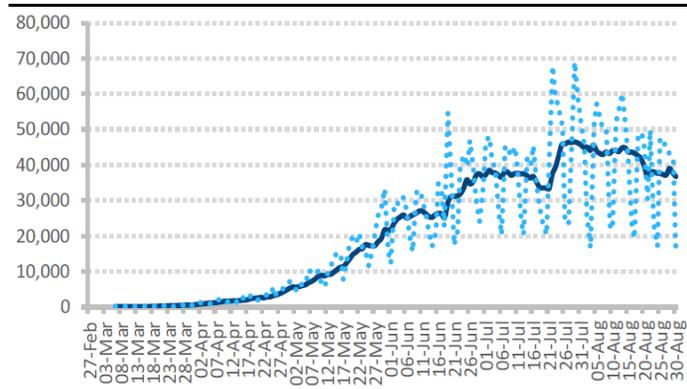
Fonte: EPFR

COVID-19: finalmente melhorando no Brasil, ainda que gradativamente

No Brasil, a maioria dos dados indica que a pandemia finalmente começa a dar sinais de desaceleração. Tanto a média móvel de 7 dias de infecções diárias (em ~36,7 mil vs. 37,9 mil na semana passada) e a média do número de mortes diárias diminuiu (para 869 contra 985 na semana passada).

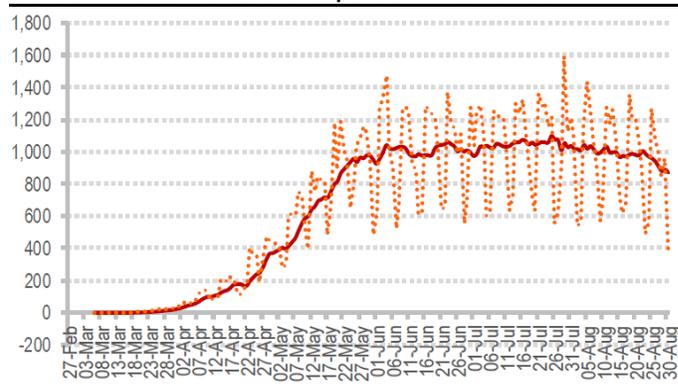
Com vários estados começando a reabrir, não podemos descartar os riscos de uma segunda onda.

Gráfico 11: Novos casos diários de COVID-19 no Brasil



Fonte: Ministério da Saúde do Brasil e estimativas BTG Pactual

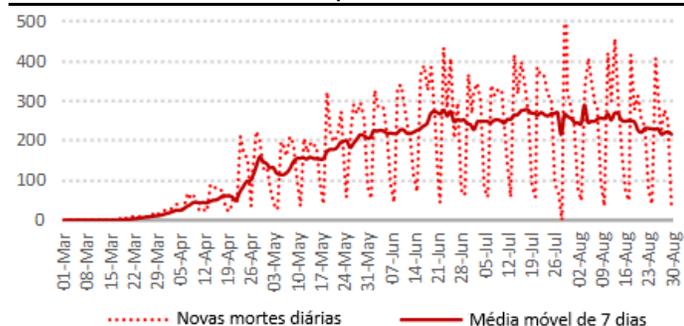
Gráfico 12: Novas mortes diárias por COVID-19 no Brasil



Fonte: Ministério da Saúde do Brasil e estimativas BTG Pactual

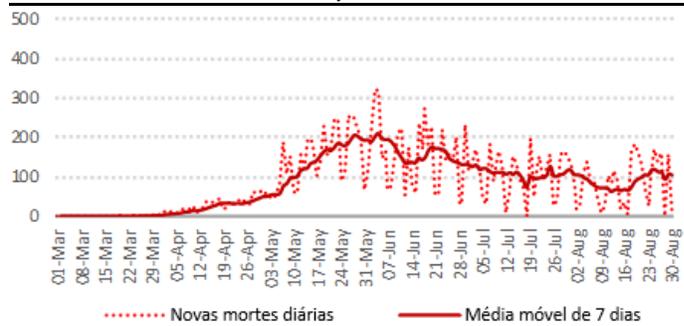
Em relação à média móvel de 7 dias de óbitos diários por estado, o indicador foi um pouco menor em São Paulo (216 no domingo vs. 222 no sábado e 231 na semana passada). No Rio de Janeiro, o indicador também foi um pouco menor (105 no domingo vs. 107 no sábado).

Gráfico 13: Novas mortes diárias por COVID-19 em São Paulo



Fonte: Ministério da Saúde do Brasil e estimativas BTG Pactual

Gráfico 14: Novas mortes diárias por COVID-19 no Rio de Janeiro



Fonte: Ministério da Saúde do Brasil e estimativas BTG Pactual

A capacidade de utilização da UTI melhorou um pouco em vários estados em relação ao mês passado (veja a tabela abaixo). Os níveis de ocupação dos leitos de UTI exclusivos da Covid do estado de SP diminuíram substancialmente nas últimas semanas (para cerca de 54% contra 92% em meados de maio).

Tabela 7: Capacidade de utilização da UTI em diferentes estados

Estado	Leitos de UTI exclusivos para Covid (capacidade)	UTI em uso de pacientes de Covid-19	Utilização da capacid. da UTI (%)
Rio Grande do Sul*	2.514	1.929	77%
Paraná	1.101	820	74%
Espírito Santo	637	459	72%
Santa Catarina*	1.472	1.041	71%
Pernambuco	903	632	70%
Paraíba	368	253	69%
Minas Gerais*	3.812	2.500	66%
Pará	413	240	58%
Bahia	1.196	674	56%
Sergipe	192	89	46%
Amazonas	205	84	41%
Alagoas	281	107	38%
Maranhão	421	161	38%

Fonte: Departamentos locais de saúde e estimativas do BTG Pactual

Carteira Recomendada de Ações (10SIM):

Tabela 8: Alterações na Carteira para o mês de setembro

Agosto				Setembro			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
Petrobras	Petróleo & Gás Natural	PETR4	15%	Petrobras	Petróleo & Gás Natural	PETR4	15%
Vale	Metais Básicos	VALE3	10%	Vale	Metais Básicos	VALE3	10%
Lojas Americanas	Varejo	LAME4	10%	Lojas Americanas	Varejo	LAME4	10%
JBS	Alimentos e Bebidas	JBSS3	10%	JBS	Alimentos e Bebidas	JBSS3	10%
B3	Financeiras	B3SA3	10%	B3	Financeiras	B3SA3	10%
TIM	Telecomunicações	TIMP3	10%	TIM	Telecomunicações	TIMP3	10%
CCR	Infraestrutura	CCRO3	10%	CCR	Infraestrutura	CCRO3	10%
TOTVS	Tecnologia	TOTS3	10%	Duratex	Revest. Cerâmico e Madeira	DTEX3	10%
Cyrela	Construção Civil	CYRE3	10%	Cyrela	Construção Civil	CYRE3	10%
Oi S.A.	Telecomunicações	OIBR3	5%	Oi S.A.	Telecomunicações	OIBR3	5%

Fonte: BTG Pactual

10SIM de setembro: Uma única mudança

As crescentes preocupações com a situação fiscal do país acabaram empurrando o Ibovespa para o vermelho em agosto. Com as taxas reais de longo prazo nos níveis atuais, e mesmo após a recente liquidação em bolsa, vemos um baixo potencial de valorização sob uma ótica fundamentalista.

Se o governo e o Congresso avançarem com a agenda de reformas do Brasil e indicarem que estão dispostos a trabalhar na consolidação fiscal, as taxas reais de longo prazo podem cair, abrindo caminho para o Ibovespa voltar a subir. No entanto, em nossa opinião, será um desafio avançar em medidas de austeridade no curto prazo, especialmente antes das eleições municipais de novembro.

Taxas de juros de curto prazo extremamente baixas podem continuar a impulsionar os fluxos para as ações, fornecendo algum suporte para o índice.

Este mês estamos adicionando a Duratex, pois a empresa se beneficia de fortes mercados de construção (novas residências + pequenas construções e reformas). Depois de um início difícil para o 2T, agora está operando perto da capacidade total em algumas de suas linhas de produção e o EBITDA pode até crescer em 2020 vs. 2019. À medida que a empresa aumenta a exposição a negócios de maior margem e menor capital investido (reduzindo exposição aos painéis de madeira), o ROE potencial de longo prazo aumenta, deixando espaço para o re-rating (valorização dos múltiplos) continuar.

Para abrir espaço para a Duratex, retiramos do 10SIM a fabricante de software Totvs. As ações tiveram um desempenho extremamente bom nos últimos meses e, embora vejamos perspectivas muito brilhantes para a empresa, acreditamos que o desempenho de curto prazo das ações será impulsionado pela corrida para adquirir a Linx - tanto a Totvs quanto a Stone apresentaram ofertas para comprar a Linx.

Estamos mantendo exposição ao setor de telecomunicações por meio da TIM e da Oi, pois esperamos que a assembleia geral de credores desta última aconteça em setembro, dando visibilidade à venda de algumas de suas operações. A TIM, a Vivo e a Claro estão bem posicionadas para comprar a divisão móvel da Oi - elas ofereceram R\$ 16,5 bilhões pelo ativo.

A gigante de petróleo Petrobras (desalavancando e otimizando a alocação de capital), a operadora de rodovias com pedágio CCR (bem posicionada para se beneficiar do que acreditamos ser um pipeline robusto de novos projetos de concessão), a construtora Cyrela (muito bem posicionada para se beneficiar de uma recuperação mais ampla do setor imobiliário, como possui diferentes marcas que atendem a todos os segmentos de renda), a LAME (varejista resiliente e um player de e-commerce), e a B3 (fortes fluxos para ações e um boom nas atividades do mercado de capitais) completam nosso portfólio.

Com o BRL acima de R\$ 5,50, continuamos expostos a um dólar forte e mantemos as exportadoras que desfrutam de uma sólida demanda por seus produtos e que estão principalmente expostas à China. A produtora de minério de ferro Vale (3,5x EV/EBITDA; FCF yield de ~20%) e a produtora de carne bovina JBS (FCF yield de 19%) se encaixam nessa descrição.

Ações do Portfólio:

Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mn)	EV/EBITDA		P/L		P/VPA	
					2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
Petrobras	Petróleo & Gás Natural	PETR4	15%	288.738	5,6x	5,2x	N/A	36,0x	1,4x	1,4x
Vale	Metais Básicos	VALE3	10%	306.153	3,5x	3,8x	5,9x	5,5x	1,4x	1,2x
Lojas Americanas	Varejo	LAME4	10%	56.966	14,2x	11,4x	73,5x	42,0x	8,6x	7,4x
JBS	Alimentos e Bebidas	JBSS3	10%	59.826	4,2x	5,0x	6,2x	6,6x	1,6x	1,6x
B3	Financeiras	B3SA3	10%	120.165	19,1x	19,1x	24,8x	25,3x	4,9x	4,8x
TIM	Telecomunicações	TIMP3	10%	34.660	5,0x	4,6x	25,4x	20,3x	1,5x	1,5x
CCR	Infraestrutura	CCRO3	10%	26.927	6,7x	6,6x	23,7x	19,8x	2,9x	2,9x
Duratex	Revest. Cerâmico e Madeira	DTEX3	10%	10.980	13,5x	11,0x	35,5x	33,6x	2,2x	2,1x
Cyrela	Construção Civil	CYRE3	10%	9.269	15,8x	12,5x	16,8x	11,9x	2,1x	2,0x
Oi S.A.	Telecomunicações	OIBR3	5%	10.225	5,2x	5,2x	N/A	N/A	0,7x	0,8x

Fonte: BTG Pactual e Economática

Vale (VALE3):

Normalmente, é uma má ideia comprar ações de commodities durante uma recessão, mas vemos o minério de ferro como uma das poucas histórias específicas isoladas da crise, explicando a estabilidade relativa dos resultados da Vale em 2020. A demanda de minério de ferro da China (~70% do mercado transoceânico) permanece forte como sempre, enquanto as agudas interrupções no lado da oferta colocaram os mercados em um déficit até o momento no ano - os preços spot permanecem acima de ~US\$ 120/t (mesmo que esperemos que eles caiam). Nesses níveis, tudo indica que a Vale poderia entregar perto de US\$ 19 bilhões de EBITDA em 2020, resultando em um FCF yield de +20% (ex-saídas de Brumadinho) de fluxo de caixa. Embora as ações estejam inegavelmente baratas em qualquer métrica, ainda acreditamos que a redução na percepção de risco da tese da ação será um processo gradual, com base em três pilares: (i) o retorno da política de dividendos (restabelecido no mês passado) deve gerar entradas adicionais; (ii) forte recuperação nos volumes e custos decrescentes; e (iii) melhorar marginalmente a percepção ESG, dado o foco maior da administração no tema desde Brumadinho (longo prazo). Vemos as ações negociando a ~3,5x EBITDA 2020 (grande diferença em relação aos pares) e

optamos por mantê-la em nosso 10SIM, pois ainda vemos um potencial de valorização, mesmo que punindo a ação por vários ângulos.

Duratex (DTEX3):

Estamos adicionando a Duratex ao nosso portfólio por acreditarmos que a empresa deve se beneficiar dos fortes mercados de construção (pequenas obras + reformas + novos lançamentos) tanto nos próximos trimestres quanto no longo prazo. Depois de ser severamente impactada pela crise no 2T20, a DTEX está operando perto da capacidade total em algumas de suas linhas de produção (recuperação em forma de V) e agora esperamos uma expansão do EBITDA (a/a) para 2020 (maiores volumes e margens no 2S20). Ainda assim, esta não é uma história barata com base em múltiplos de curto prazo (~11x EBITDA 21), mas acreditamos que a recuperação em curso na empresa justifica nosso otimismo para as ações - caminhando para uma história menos comoditizada e mais centrada no consumidor. À medida que a empresa aumenta a exposição a negócios de maior margem/menor capital investido (diluição da exposição em painel de madeira), acreditamos que o potencial de ROE de longo prazo foi substancialmente refeito e vemos que este é um aspecto crítico do caso de investimento.

Petrobras (PETR4):

Desde o início da pandemia, reiteramos nosso rating de Compra na Petrobras, refletindo sua resiliência de longo prazo, mesmo sob um 'novo normal' para os preços do petróleo, sustentado por ativos de Exploração & Produção de alto nível. Embora continuemos conservadores em relação ao ritmo de recuperação dos preços do petróleo, o foco da PBR em projetos de alto retorno na área do pré-sal significa que a empresa provavelmente poderá reduzir o ponto de equilíbrio do petróleo abaixo de US\$ 30/barril, abrindo caminho para lucros sustentáveis a longo prazo. Além disso, esperamos que os fundamentos comecem a pesar na ação no curto prazo. Como o pior momento para os mercados de petróleo parece agora estar no passado, acreditamos que os investidores devam começar gradualmente a prestar mais atenção ao processo de desalavancagem e redução de riscos da empresa. O desinvestimento de 50% de suas refinarias terá um papel importante nessa frente (espera-se que a PETR receba ofertas vinculativas para seus principais ativos até o final do ano). No geral, vemos o caso de investimento da PETR agora oferecendo uma relação risco-retorno muito mais atraente.

JBS (JBSS3):

A ação continua sendo nossa Top Pick no setor de alimentos. Em um mundo com escassez de carne após o surto da peste suína africana, e com a demanda de proteínas demonstrando ser altamente inelástica ao preço e bastante resistente, acreditamos que a JBS oferece uma proposta convincente para investidores que não têm visibilidade de receita e lucro em outros lugares. A recente depreciação do BRL e o forte momentum na maioria de suas divisões devem permitir à JBS manter os resultados operacionais crescendo em 2020, enquanto o valuation se mantém barato, sendo negociado a um múltiplo de 4.2x EV/EBITDA 2020 ou até 5x em um cenário de 2021 mais normalizado (abaixo dos seu 6x histórico, apesar da redução de riscos e com desconto em relação aos pares, que consideramos não merecido). O FCFE de dois dígitos (19% 2020E) sozinho sinaliza uma história de transição atraente de valor para os acionistas. Também acreditamos que o desconto de longo prazo relacionado à governança corporativa/administração da JBS desaparecerá gradualmente à medida que (i) a administração se profissionaliza, (ii) a empresa se esforça mais para aprimorar a governança corporativa

e (iii) busca uma estrutura de capital mais razoável e um custo mais baixo de dívida. As oportunidades de crescimento inorgânico podem ser uma opção de valor agregado agora que as preocupações com o balanço patrimonial foram praticamente eliminadas.

CCR (CCRO3):

Apesar da baixa visibilidade sobre a duração da pandemia do COVID-19, a CCRO3 é hoje a nossa principal opção de transporte, com base em: (i) modelo de negócios defensivo, que se mostrou resiliente durante a crise, com dados de tráfego de agosto confirmando uma recuperação gradual; (ii) o sólido cenário de longo prazo do setor, já que o Brasil ainda enfrenta uma lacuna de infraestrutura e o pipeline de concessão deve retomar no período pós-crise, quando também esperamos que a CCR se beneficie de um ambiente menos competitivo, devido à pressão financeira enfrentada pela maioria dos pares diretos e (iii) níveis de valuation atraentes, negociando a uma TIR real de 7,2%. Além disso, sinalizamos que o potencial anúncio do reequilíbrio de contrato deve se tornar um evento positivo no setor, removendo ameaças antigas sobre as ações da CCR. Após um longo período de discussão, vemos esse reequilíbrio contratual atingindo seus estágios finais dentro do governo do estado de SP, já que a Ecorodovias anunciou a criação de um comitê especial com o governo do estado para discutir todos os seus reequilíbrios pendentes de uma só vez - o que, por sua vez, cria uma perspectiva positiva sobre o assunto para todo o setor.

TIM (TIMP3):

As operadoras de telecomunicações em geral devem superar outros setores em tempos com menos visibilidade, dado seu modelo de negócios resiliente e forte geração de fluxo de caixa. No caso da TIM, acreditamos que há uma vantagem adicional de uma possível transação de M&A envolvendo a Oi Mobile. As sinergias podem ser consideráveis. No caso da TIM, se a venda da divisão móvel da Oi por R\$ 16,5 bilhões for confirmada, estimamos que as sinergias poderiam chegar a R\$ 3,5 por ação, que somadas ao nosso preço-alvo de R\$ 16,5, resultariam em um preço-alvo de R\$ 20/ação.

B3 (B3SA3):

Como esperado, a B3 postou outro forte conjunto de resultados no 2T, com uma receita ligeiramente acima dos números (fortes) do 1T. Os resultados do 2T também trouxeram várias boas notícias, já que o guidance de payout de 2020 entre 120-150% foi reiterado, a empresa está cumprindo o roteiro de produtos (incluindo BDRs) e os volumes continuaram em níveis resilientes em julho/agosto. Em nossos relatórios recentes, sinalizamos que taxas de juros anormalmente baixas e fluxos de informação substancialmente mais altos por meio de canais digitais contribuíram para um rápido aumento no número de investidores de varejo (PFs) na B3. Embora parte desta nova atividade comercial possa ser indiscutivelmente cíclica (de curto prazo por natureza), o COVID-19 pode ter apenas acelerado as tendências estruturais em vários anos, o que pode se provar muito poderoso para a B3 e a indústria de mercado de capitais do Brasil. Como resultado, a B3 tem sido uma de nossas Top Picks e, portanto, merecidamente mantém seu lugar em nosso portfólio por mais um mês.

Cyrela (CYRE3):

Apesar do surto do Covid-19, estamos vendo uma recuperação rápida de vendas de imóveis residenciais no segmento de renda média/alta (as vendas de junho foram mais fortes que maio, e julho/agosto tem se mostrado sólido também). Em nossa opinião, isso é impulsionado, principalmente, pelas taxas de hipoteca mais baixas de todos os tempos (os bancos continuam anunciando novos cortes nas taxas de hipoteca, como foi o caso do Santander no mês passado, anunciando TR +6,99% p.a.). O cenário é muito incerto (ainda é cedo para prever todos os impactos do Covid-19 na economia e, mais importante, se veremos uma recuperação acentuada nos próximos meses), mas reconhecemos que a Cyrela está muito bem posicionada para surfar a recuperação do setor habitacional, pois possui marcas diferentes que atendem a todos os segmentos de renda, enquanto o valuation parece atraente em um cenário em que as vendas de imóveis começam a se recuperar e a empresa retoma os lançamentos (vemos a ação negociando a 2,0x P/TBV). Com uma perspectiva mais positiva nos próximos meses, estamos mantendo a Cyrela ao nosso portfólio 10SIM.

Oi S.A (OIBR3):

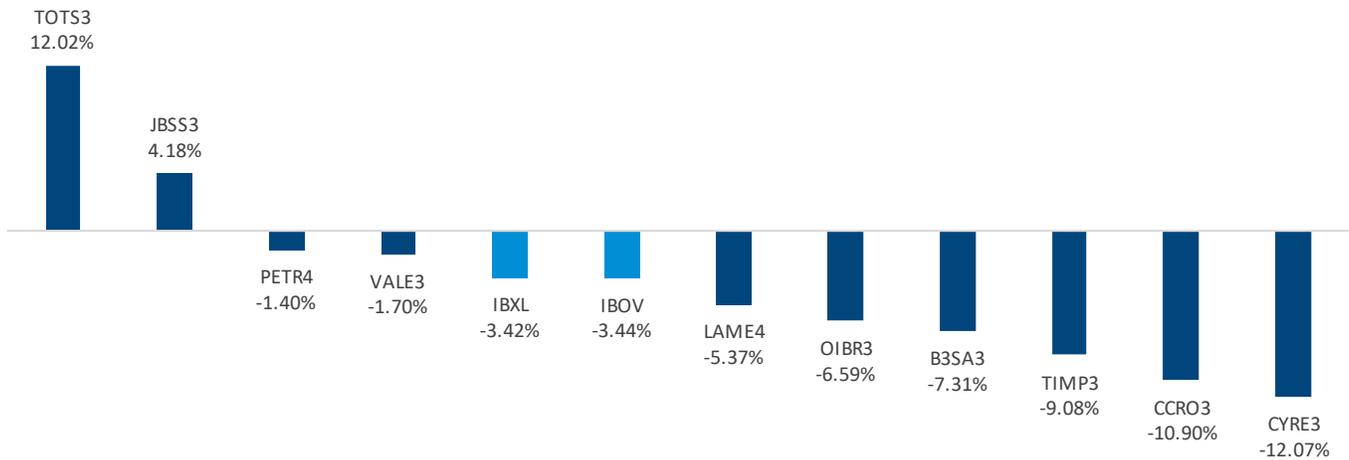
Em agosto, a Oi anunciou uma proposta revisada para mudar seu plano de recuperação judicial. A companhia pretende vender: i) sua unidade móvel por um mínimo de R\$ 15 bilhões; ii) um pedaço de sua infraestrutura de fibra (backbone, backhaul e last mile FTTH) por um preço mínimo de R\$ 20 bilhões; iii) torres móveis e data centers por um total de R\$ 1,3 bilhão; e iv) suas operações de TV por assinatura via satélite (DTH) por um preço simbólico que permitiria com que a empresa conseguisse se livrar dos custos associados aos contratos de longo prazo de compra de capacidade de satélite e conteúdo. Após vender essas unidades, a Oi estaria operando: i) um negócio de ponta em FTTH para B2C, que estimamos valer pelo menos R\$ 4 bilhões; e ii) o legado de cobre (voz fixa/banda larga). Seria também dona de um percentual relevante dos resultados econômicos da empresa de infraestrutura da Oi. Existem muitos desafios de execução, mas gostamos do que vimos no novo plano e pensamos que a empresa está no caminho certo.

Lojas Americanas (LAME4):

Embora as Lojas Americanas, como todos os varejistas físicos (B&M), tenha sido impactada no curto prazo pela diminuição do tráfego em suas lojas, continuamos a ver fundamentos resilientes, apoiados por iniciativas crescentes de O2O, e um amplo sortimento com ticket médio baixo. Ainda, a companhia possui alta exposição ao crescimento secular do e-commerce (via B2W, na qual LAME detém uma participação de 62%) e pagamentos (via Ame Digital) no Brasil, enquanto negocia a um valuation atraente (B&M a 16x P/L 2021 vs. 34x da mediana do setor de varejo), o que consideramos atraente devido à sua resiliência em meio à turbulência do setor de varejo.

Rentabilidade Histórica:

Gráfico 15: Performance por ação em agosto de 2020:

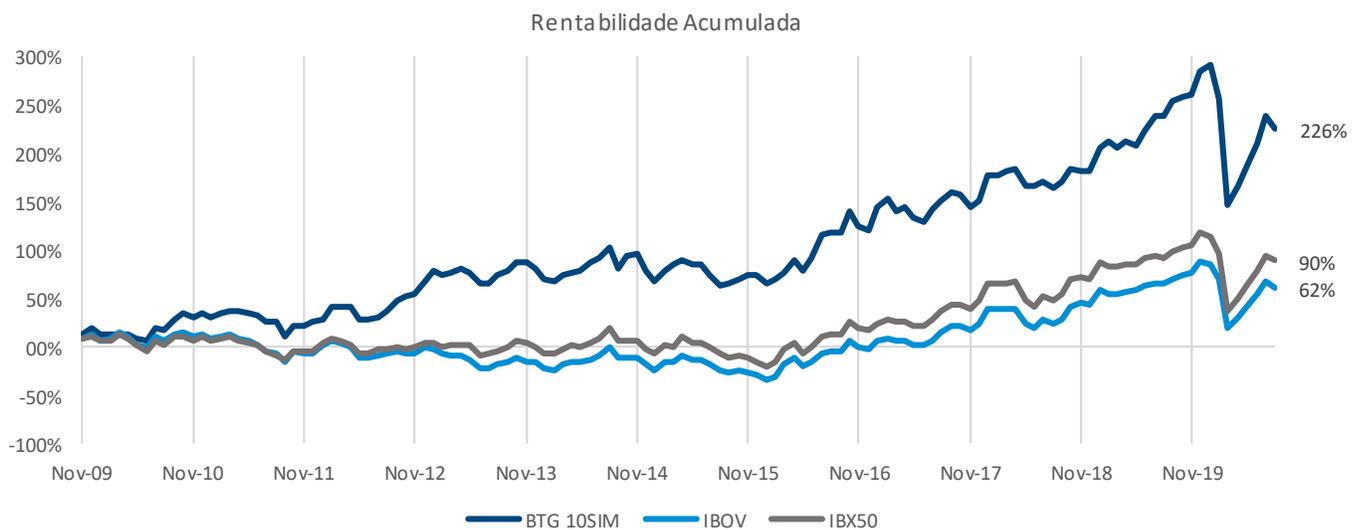


Fonte: BTG Pactual e Economática

Performance Histórica:

Em agosto, nossa Carteira Recomendada de Ações teve uma performance de -3,56%, contra -3,44% do Ibovespa e -3,42% do IBRX-50. Desde outubro de 2009, quando o nosso head global de análise e estratégia, Carlos Sequeira, assumiu a gestão da Carteira, a rentabilidade acumulada é de 225,8%, ante 61,5% do Ibovespa e 89,6% do IBX-50.

Gráfico 16: Performance Histórica (desde outubro de 2009)



Fonte: BTG Pactual e Economática

Tabela 9: Performance Histórica (desde outubro de 2009)

	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%	36,2%	31,6%	284,6%	88,0%
2020	1,7%	-9,2%	-30,7%	8,0%	7,7%	8,3%	9,0%	-3,6%					-15,3%	-14,1%	225,8%	61,5%

Fonte: BTG Pactual e Economatica

Informações Importantes:

- Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTG Pactual Digital.
- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

Disclaimer Padrão:

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual digital não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual digital não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual digital e os seus clientes. O BTG Pactual digital ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

Certificação dos analistas: *Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao 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 aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.*

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

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