



Carteira Recomendada de Ações (10SIM)

Equity Research

Banco BTG Pactual S.A.

Dezembro 2020

Carlos Sequeira, CFA

New York – BTG Pactual US Capital LLC

Osni Carfi

São Paulo – Banco BTG Pactual S.A.

Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

Analise.acoes@btgpactual.com

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

Otimismo global impulsionando ações locais

Perspectivas mais animadoras para a economia global, com a vacinação provavelmente começando neste mês, taxas de juros historicamente baixas em todo o mundo e medidas de estímulo adicionais (principalmente nos EUA) devem manter o apetite pelo risco em níveis relativamente elevados. Com fortes ventos favoráveis soprando nos mercados globais, as ações brasileiras só terão um desempenho ruim se o cenário para as contas fiscais do país piorar fortemente nos próximos meses. Embora este não seja nosso caso base, não podemos descartar um cenário com implicações fiscais negativas.

Aumentando exposição à economia global via Suzano

Para refletir nosso maior otimismo com a economia global, mas também nossas preocupações com a situação fiscal do Brasil, decidimos aumentar nossa exposição aos exportadores de commodities adicionando a produtora de papel e celulose Suzano (substituindo a Energisa), que deve se beneficiar de um ambiente favorável de preços de commodities, em uma combinação de aumento da demanda global e nenhuma adição relevante de capacidade em 2021. Com a adição da Suzano, nosso portfólio agora está mais de 40% diretamente exposto à dinâmica de crescimento global - Vale, Petrobras e Gerdau também fazem parte do 10SIM.

Grande exposição a infraestrutura/construção e telecomunicações

Continuamos fortemente expostos à construção e infraestrutura por meio da siderúrgica Gerdau, da construtora residencial Cyrela e da operadora de rodovias CCR. Também mantemos uma exposição relativamente grande ao setor de telecomunicações via TIM e Oi.

Magazine Luiza e B3 completam nosso portfólio

No consumo/varejo, nossa única exposição é através do Magazine Luiza, player líder em e-commerce. Também estamos mantendo nossa exposição à bolsa de valores B3 do Brasil.

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

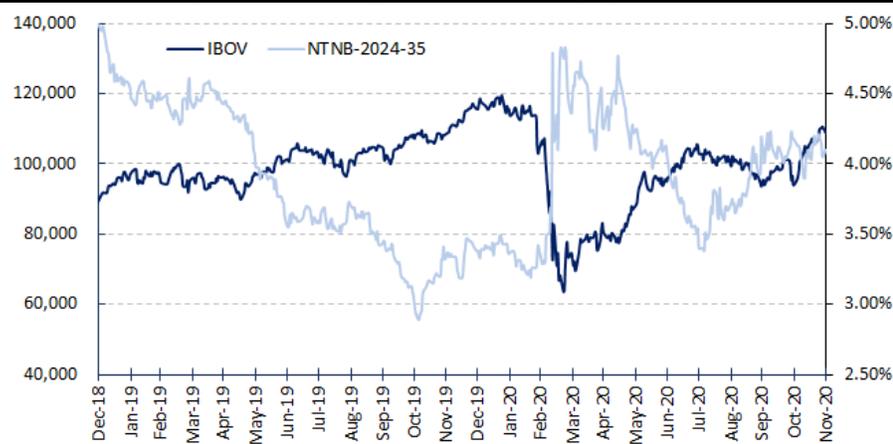
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mn)	EV/EBITDA		P/L		P/VPA	
					2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
Vale	Metais Básicos	VALE3	15%	400.133	4,0x	3,7x	7,7x	4,9x	1,9x	1,7x
Petrobras	Petróleo & Gás Natural	PETR4	10%	329.638	4,9x	4,0x	N/A	9,3x	1,2x	1,0x
Magazine Luiza	Varejo	MGLU3	10%	151.577	N/A	86,2x	N/A	N/A	20,2x	18,9x
Gerdau	Metais Básicos	GGBR4	10%	36.159	7,9x	6,3x	15,4x	12,4x	1,2x	1,1x
B3	Financeiras	B3SA3	10%	114.599	17,6x	17,0x	22,9x	22,8x	4,7x	4,6x
TIM	Telecomunicações	TIMS3	10%	32.657	4,8x	4,4x	23,9x	19,1x	1,,4	1,4x
CCR	Infraestrutura	CCRO3	10%	26.341	7,2x	7,1x	32,6x	21,5x	3,1x	3,1x
Suzano	Papel & Celulose	SUZB3	10%	76.231	10,2x	7,6x	N/A	9,0x	29,1x	6,8x
Cyrela	Construção Civil	CYRE3	10%	10.405	17,7x	13,9x	18,9x	13,3x	2,4x	2,2x
Oi S.A.	Telecomunicações	OIBR3	5%	12.759	5,7x	5,6x	N/A	N/A	0,9x	1,0x

Fonte: BTG Pactual e Economática

Crescimento global vs. preocupações fiscais

Após três meses de perdas, o Ibovespa se recuperou em novembro com base no aumento global de exposição a risco que impulsionou as classes de ativos mais arriscadas, encerrando o mês com alta de 15,9% (23,9% em USD) e praticamente eliminando as perdas acumuladas em BRL (em USD ainda está 29,7% abaixo do ano).

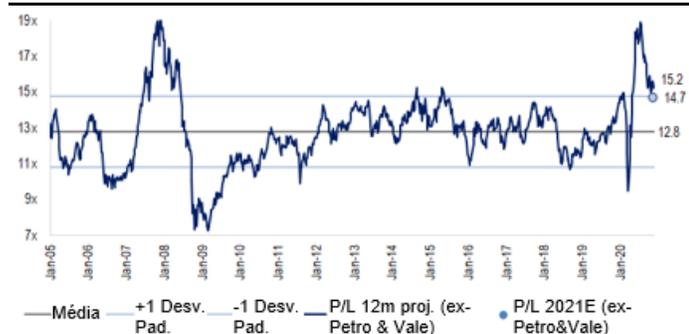
A recuperação foi quase exclusivamente impulsionada pelos mercados globais, já que as preocupações com as contas fiscais do país permanecem consideráveis – as taxas de juros reais de longo prazo caíram um pouco (4,10% contra 4,18% no final de outubro), mas claramente não o suficiente para justificar o rali. De fato, em novembro, e pela primeira vez em meses, o desempenho do Ibovespa quase não teve relação com o movimento das taxas reais de longo prazo (gráfico 1).

Gráfico 1: Ibovespa vs. Taxas de juros reais de longo prazo


Fonte: Bloomberg, Bacen

O prêmio para se ter ações, medido como o inverso do P/L menos as taxas reais de 10 anos, caiu em novembro e agora está de volta à sua média histórica – no mês passado, o prêmio de 2021 foi quase um desvio padrão acima da média. Isso pode ser explicado pelo forte desempenho do mercado combinado com taxas de longo prazo que mal mudaram em novembro. O P/L ex-Petrobras & Vale para 2021E está agora em um desvio padrão acima de sua média histórica.

Gráfico 2: Brasil P/L 12-meses projetados



Fonte: Economática e Estimativas BTG Pactual

Gráfico 3: Earnings Yield (L/P menos taxas de juros de 10 anos)

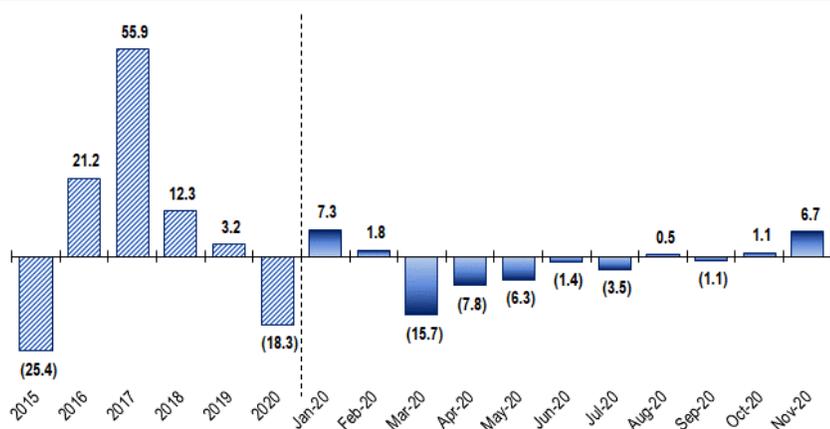


Fonte: Economática e Estimativas BTG Pactual

O otimismo global continuará impulsionando as ações brasileiras? Talvez

O aumento do apetite pelo risco dos mercados globais teve um impacto direto sobre as ações brasileiras no mês passado. Os fluxos para ações globais cresceram 2,5x em novembro em relação a outubro e 6x para fundos GEM, com mandato de alocação em mercados emergentes (gráfico 4).

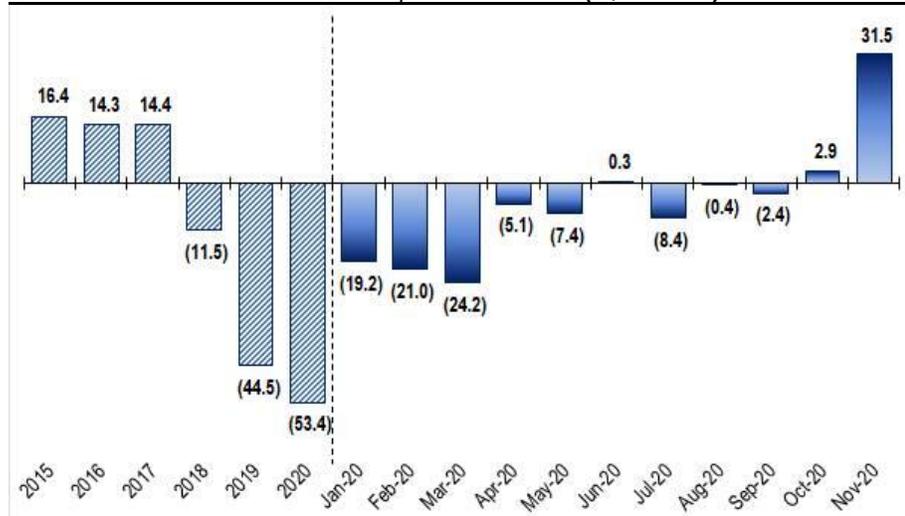
Gráfico 4: Fluxos de entrada para fundos GEM (USD bilhões)



Fonte: EPFR

Os fluxos de entrada para ações brasileiras somaram R\$ 31 bilhões em novembro, mais do que os ingressos em qualquer um dos últimos cinco anos, compensando parte dos ~R\$ 85 bilhões de saídas observadas até outubro - mesmo depois de novembro, as saídas acumuladas no ano ainda são de R\$ 53 bilhões.

Gráfico 5: Fluxos de entrada em ações brasileiras (R\$ bilhões)



Fonte: B3

Perspectivas animadoras para a economia global, com vacinação provavelmente começando neste mês, taxas de juros historicamente baixas em todo o mundo e medidas de estímulo adicionais que podem ser anunciadas em breve (especialmente nos EUA) devem manter o apetite pelo risco em níveis relativamente elevados.

Com fortes ventos favoráveis soprando nos mercados globais, a única maneira de as ações brasileiras apresentarem um fraco desempenho é se o cenário para as contas fiscais do país se deteriorar maciçamente nos próximos meses. Embora este não seja nosso caso base, não podemos descartar totalmente uma decisão que pode ter um impacto negativo nas contas fiscais do país.

Cenários possíveis para imbrólio fiscal; maiores chances de resultado positivo

A situação fiscal tem sido a principal fonte de preocupação dos investidores já há algum tempo – a relação dívida bruta/PIB pode terminar 2020 em 92%. O governo e o Congresso enfrentam o desafio de cumprir a legislação do teto de gastos, possivelmente a única âncora fiscal ainda em vigor, e evitar que a dívida bruta do Brasil saia do controle, enquanto lida com a pressão por mais gastos sociais para ajudar a população de baixa renda do Brasil a suportar a recessão.

Decidimos definir claramente o que vemos como resultados possíveis para a situação fiscal e aplicar probabilidades para os diferentes cenários. Embora possamos antecipar seis cenários possíveis, três mais no lado positivo e três mais no negativo, as chances combinadas de um cenário relativamente positivo parecem maiores do que as chances de um resultado negativo.

Cenários relativamente positivos:

- ✓ Criação de um novo programa social financiado pelo corte de outras despesas do governo. O melhor cenário possível, mas as chances de se concretizar são baixas.
- ✓ Extensão do programa Bolsa Família (atual), com gestão da situação fiscal via corte automático de um grupo de outras despesas. Não é o cenário perfeito, mas ainda positivo. As chances são relativamente boas para este.
- ✓ Nada é feito, um cenário provável no curto prazo. Nenhum novo programa social ou mudanças nos atuais, mas também nenhuma nova medida para conter o déficit fiscal.

Cenários relativamente negativos:

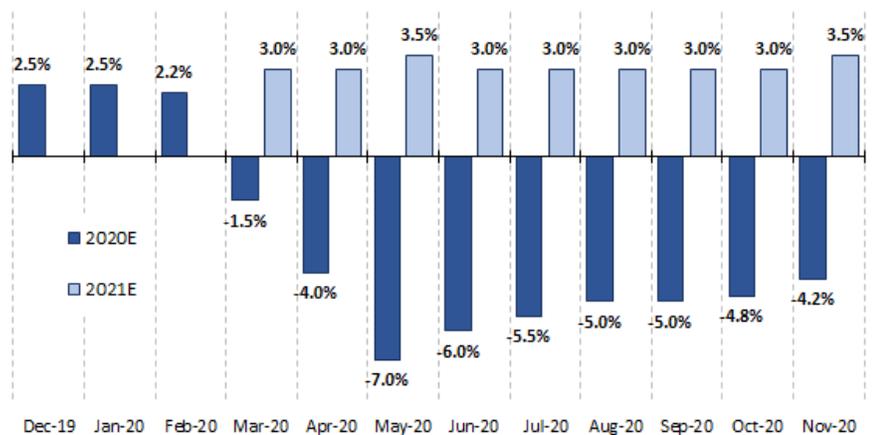
- ✓ O pacote de ajuda de emergência é estendido até 2021 para combater a segunda onda de infecções por COVID no país. A regulamentação do teto de gastos é respeitada, mas o déficit fiscal cresce mesmo assim. A probabilidade desse cenário é crescente e politicamente tentadora.
- ✓ Novo programa social é criado e financiado pela criação de novos impostos. Embora isso fosse uma violação da regra do teto de gastos, não aumentaria o déficit fiscal do país. As chances parecem baixas, já que a criação de novos impostos está fora de questão, de acordo com o Congresso.
- ✓ Novo programa social é criado em desrespeito direto à regra do teto de gastos. Claramente, o pior cenário possível, mas as chances são muito baixas.

A recuperação da atividade econômica tem surpreendido positivamente

Embora a situação fiscal do país continue sendo motivo de preocupação, a recuperação da atividade econômica tem surpreendido positivamente. A atividade econômica foi forte no 3T (especialmente vendas no varejo e produção industrial, já que os serviços não se recuperaram tanto) e agora esperamos uma queda do PIB de 2020 de 4,2% contra 4,8% antes - temos consistentemente reduzido nossa previsão de declínio do PIB para 2020 nos últimos meses (modelamos para um declínio de 7% do PIB para 2020 em maio).

A atividade econômica melhor do que o esperado no 3T20 nos levou, pela primeira vez desde a pandemia, a revisar para cima nossas projeções de crescimento do PIB em 2021 para 3,5%, ante 3,0% antes.

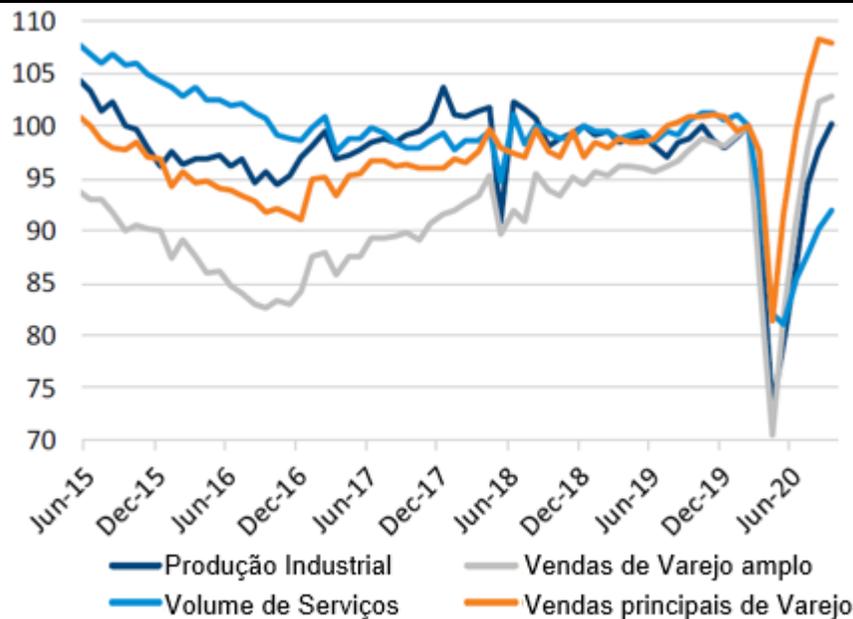
Gráfico 6: Evolução das projeções de crescimento do PIB 2020/21



Fonte: Estimativas BTG Pactual

Mas a redução do pacote de ajuda emergencial em setembro (o subsídio foi reduzido de R\$ 600 para R\$ 300) e o fim do programa em dezembro provavelmente terá um impacto negativo direto sobre a atividade econômica. De fato, indicadores preliminares apontam desaceleração já em novembro.

Gráfico 7: Indicadores de alta frequência (Fev/20 = 100, com ajuste sazonal)



Fonte: FGV e BTG Pactual

Aumentando a pressão inflacionária

A pressão inflacionária tornou-se mais intensa e generalizada nos últimos meses. Embora a maioria dos fatores que impulsionam os componentes mais cíclicos da inflação pareçam ser temporários, a pressão tende a se estender até o primeiro semestre de 2021.

De fato, as perspectivas de reversão da inflação de alimentos em 2021 diminuem na margem, enquanto os preços dos bens industriais podem seguir pressionados em 2021 (consequência da desvalorização do Real), enquanto até mesmo as perspectivas para os preços dos itens monitorados pioraram.

Ao todo, nossa equipe macroeconômica revisou há pouco tempo para cima as projeções de inflação de 2020 para 4,2%, de 3,3% anteriormente, e de 2021 para 3,4%, de 3,2%.

Uma forte temporada de resultados no 3T20

Os resultados do 3T ex-Petrobras e Vale foram fortes. A receita líquida, o EBITDA e o lucro ficaram acima de nossas estimativas em 1,2%, 6,4% e 7,8%, respectivamente. Quando comparamos os resultados do 3T20 com os do ano passado, a melhora foi surpreendente. As receitas consolidadas (ex-Petro & Vale) cresceram 12,7% na comparação anual, enquanto o EBITDA aumentou 17,6%. Mas o lucro líquido caiu 6,4% a/a devido à queda nos lucros dos bancos.

Tabela 2: Lucro consolidado das empresas sob nossa cobertura

Resultados Consolidados							
R\$ milhões	3T20A	3T20E	A x E	3T19	a/a	2T20	t/t
Total							
Receita	522.652	522.097	0,1%	467.331	11,8%	426.714	22,4%
EBITDA	141.511	136.981	3,3%	114.092	24,0%	97.086	41,1%
Margem EBITDA (%)	27,1%	26,2%	+84 bps	24,4%	+266 bps	22,8%	+432 bps
Lucro Líquido	52.177	60.204	-13,3%	56.324	-7,4%	26.898	123,8%
Total (Ex - Petro & Vale)							
Receita	394.034	389.189	1,2%	349.698	12,7%	335.376	16,0%
EBITDA	70.761	66.476	6,4%	60.192	17,6%	60.095	10,6%
Margem EBITDA (%)	18,0%	17,1%	+88 bps	17,2%	+75 bps	17,9%	+4 bps
Lucro Líquido	38.081	35.338	7,8%	40.667	-6,4%	24.259	45,7%
Doméstico							
Receita	305.250	297.651	2,6%	263.031	16,1%	268.016	11,1%
EBITDA	55.798	53.073	5,1%	51.085	9,2%	49.480	7,3%
Margem EBITDA (%)	18,3%	17,8%	+45 bps	19,4%	-114 bps	18,5%	-18 bps
Lucro Líquido	38.940	36.432	6,9%	43.041	-9,5%	28.808	26,5%
Commodities							
Receita	217.403	224.447	-3,1%	204.300	6,4%	158.697	41,4%
EBITDA	85.713	83.908	2,2%	63.007	36,0%	47.606	76,3%
Margem EBITDA (%)	39,4%	37,4%	+204 bps	30,8%	+859 bps	30,0%	+943 bps
Lucro Líquido	13.237	23.772	-44,3%	13.283	-0,3%	-1.910	n.a.

Fonte: BTG Pactual

Ao contrário do último trimestre, em que o crescimento anual foi principalmente impactado pelas empresas do setor de Alimentos, desta vez outros setores também deram uma grande contribuição para ajudar a superar as estimativas. Em termos de EBITDA consolidado (ex-Petro & Vale), o setor com maior impacto foi novamente o de Alimentos, devido em grande parte à JBS e à Marfrig (+R\$ 2,1 bilhões e +R\$ 0,7 bilhões, respectivamente). Petróleo & Gás e Papel & Celulose também impactaram os números, em grande parte devido aos excelentes resultados da Braskem e da Suzano (+R\$ 2,2 bilhões e +R\$ 1,4 bilhão, respectivamente). É importante destacar que a maioria dessas empresas tem receitas atreladas ao dólar. Com a forte desvalorização do Real (R\$/USD médio no 3T20 era de R\$ 5,38 vs. R\$ 3,97 no 3T19), essas exportadoras apresentaram excelentes resultados.

As receitas (ex-Petro & Vale) também registraram forte crescimento anual, principalmente impulsionado pelos setores de Alimentos e Varejo. Em relação a Alimentos, as principais empresas que impulsionaram o crescimento da receita foram JBS e Marfrig (+ R\$ 18 bilhões e + R\$ 4,1 bilhões, respectivamente), devido, principalmente, à desvalorização cambial. O crescimento do varejo, por outro lado, pode parecer contraintuitivo considerando a atual situação econômica imposta pela crise financeira. No entanto, o setor registrou expansão de R\$ 15 bilhões em sua receita (+23,1% a/a). Boa parte desse resultado é explicado pelo crescimento da receita dos supermercados, pelo auxílio emergencial do governo e pela aquisição da Avon pela Natura.

O lucro ex-Petro & Vale caiu 6,4% quando comparado com o ano anterior. Os bancos registraram uma queda de R\$ 4,7 bilhões a/a nos lucros no 3T, o que explica, principalmente, a queda geral - ajustado para os bancos, o lucro consolidado ex-Petro & Vale teria aumentado 11,7% a/a. Embora o lucro consolidado dos bancos tenha caído a/a no 3T, isso era esperado por nós. De fato, quando comparados com as nossas estimativas, os resultados dos bancos foram melhores do que o esperado (nos superando em 10,2%).

Tabela 3: Lucro consolidado por setor

Cobertura BTG Pactual	3T20			3T19			Crescimento a/a		
	Receita Líquida	EBITDA	Lucro Líquido	Receita Líquida	EBITDA	Lucro Líquido	Receita Líquida	EBITDA	Lucro Líquido
Ex- Petr & Vale	1.671	777	308	1.330	581	-18	25,6%	33,7%	-1811,1%
Agronegócio	1.671	777	308	1.330	581	-18	25,6%	33,7%	-1811,1%
Aéreas & Milhas	975	284	-1.720	3.710	1.141	-171	-73,7%	-75,1%	905,8%
Bancos	-	-	17.538	-	-	22.282	-	-	-21,3%
Bens de Capital	14.999	1.607	47	14.353	1.471	529	4,5%	9,2%	-91,0%
Aluguel de Veículos e Logística	3.815	734	208	3.381	756	244	12,8%	-2,9%	-14,8%
Propriedades Comerciais	1.848	1.249	822	1.316	993	411	40,5%	25,8%	100,2%
Educação	2.853	648	47	2.932	917	377	-27,0%	-29,4%	-87,5%
Financeiro ex- Bancos	3.224	707	1.531	3.284	1.131	2.275	-1,8%	-37,5%	-32,7%
Alimentos e Bebidas	119.628	17.341	6.562	91.407	13.584	6.130	30,9%	27,7%	7,0%
Saúde	3.728	1.025	830	2.800	670	591	33,2%	52,9%	40,5%
Construção Civil	5.297	1.083	1.988	4.316	705	448	22,7%	53,8%	343,9%
Infraestrutura	3.541	1.924	208	3.864	2.123	398	-8,4%	-9,4%	-47,9%
Metais & Minério	16.603	2.965	852	13.781	1.898	105	20,5%	56,2%	711,4%
Petróleo & Gás	57.891	5.719	-812	60.931	3.171	745	-5,0%	80,4%	-208,8%
Papel & Celulose	12.619	5.502	-1.207	10.625	3.457	-3.207	18,8%	59,2%	-62,4%
Varejo	78.241	7.402	2.424	63.568	6.608	1.696	23,1%	12,0%	42,9%
Telecom & Tech	16.508	6.663	1.709	16.677	6.777	1.586	-1,0%	-1,7%	7,8%
Transporte	3.288	835	82	2.976	716	96	10,5%	16,7%	-14,8%
Serviços Básicos	47.304	14.296	6.664	48.450	13.494	6.148	-2,4%	5,9%	8,4%

Fonte: BTG Pactual

Olhando para os diversos setores, Metal & Mineração, Aluguel de Carros & Logística, Petróleo & Gás e Papel & Celulose destacaram-se positivamente no trimestre. Abaixo você encontrará uma tabela que resume todos os resultados por setor, com uma comparação completa dos números reais vs. nossas expectativas.

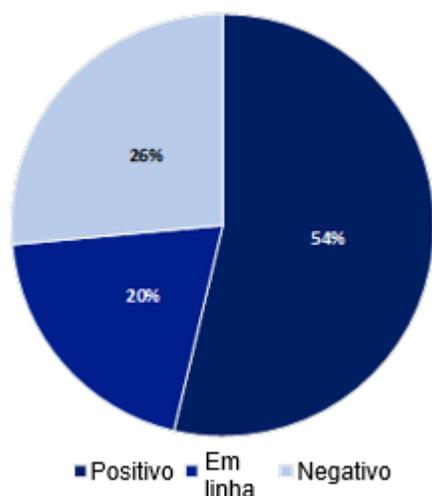
Tabela 4: Números reais vs. nossas expectativas

Setor	Nº de empresas	Positivo	Em linha	Negativo	A x E		
					Receitas	EBITDA	Lucro Líquido
Agronegócio	2	50%	0%	50%	-7,5%	15,1%	53,2%
Aéreas & Milhas	1	0%	0%	100%	2,0%	30,0%	-6,0%
Bancos	7	29%	43%	29%	n.a.	n.a.	10,2%
Bens de Capital	6	67%	0%	33%	2,0%	-4,0%	-88,0%
Aluguel de Veículos e Logística	4	100%	0%	0%	8,5%	10,6%	28,5%
Propriedades Comerciais	8	13%	25%	63%	-7,0%	-9,0%	-1,0%
Educação	4	25%	0%	75%	2,4%	1,3%	51,9%
Financeiro ex- Bancos	5	60%	0%	40%	8,0%	24,0%	19,0%
Alimentos e Bebidas	6	50%	17%	33%	3,6%	6,2%	-10,2%
Saúde	5	60%	20%	20%	2,0%	14,0%	19,0%
Construção Civil	12	58%	33%	8%	-2,0%	6,2%	13,4%
Infraestrutura	2	0%	100%	0%	-1,0%	4,0%	-7,0%
Metais & Minério	3	100%	0%	0%	0,3%	2,5%	-31,1%
Petróleo & Gás	4	75%	25%	0%	-6,0%	0,0%	-364,0%
Papel & Celulose	4	75%	25%	0%	6,8%	15,6%	-3,6%
Varejo	20	50%	20%	30%	-2,0%	5,0%	41,0%
Telecom & Tech	6	50%	50%	0%	1,1%	-0,8%	-9,8%
Transporte	3	67%	33%	0%	5,0%	5,0%	-36,0%
Serviços Básicos	19	63%	5%	32%	8,6%	7,5%	13,0%

Fonte: BTG Pactual

Em termos qualitativos, no 3T do ano, 54% das empresas relataram resultados melhores do que o esperado, enquanto 26% relataram números mais fracos do que o esperado.

Gráfico 8: Números reais vs. nossas expectativas



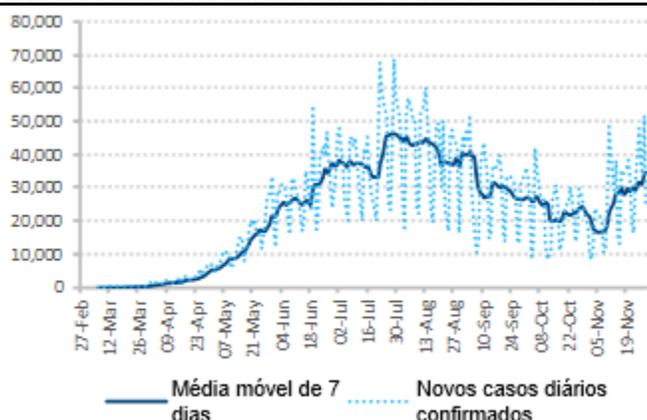
Fonte: BTG Pactual

COVID-19: situação está se deteriorando na margem

No Brasil, a maioria dos dados indica que a pandemia está piorando. Tanto a média móvel de 7 dias de infecções diárias (em ~34,8 mil vs. 22,1 mil no mês passado) e o número médio de mortes diárias aumentou (para 521 contra 426 no mês passado).

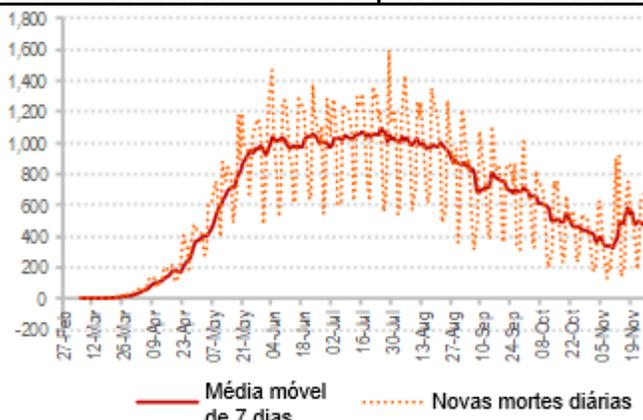
Depois que a segunda onda chegou à Europa e, em alguns países, com níveis de infecção muito maiores do que na primeira onda, os dados da Covid no Brasil apontam para uma segunda onda. O que vimos até agora é um grande aumento no número de casos, mas um pequeno aumento no número de óbitos, algo já esperado devido à melhoria dos tratamentos. Ainda é difícil estimar como essa segunda onda se comportará no Brasil, mas o recesso do final do ano pode piorar a situação.

Gráfico 9: Novos casos diários de COVID-19 no Brasil



Fonte: Ministério da Saúde do Brasil e estimativas BTG Pactual

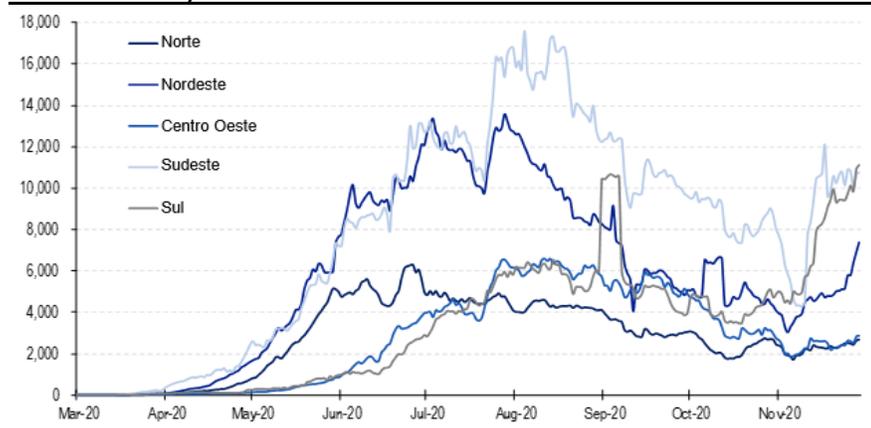
Gráfico 10: Novas mortes diárias por COVID-19 no Brasil



Fonte: Ministério da Saúde do Brasil e estimativas BTG Pactual

Os principais indícios de uma segunda onda são vistos no Nordeste (mais especificamente nos estados da Bahia, Rio Grande do Norte e Ceará), Sul (nos estados de Santa Catarina e Paraná) e em São Paulo.

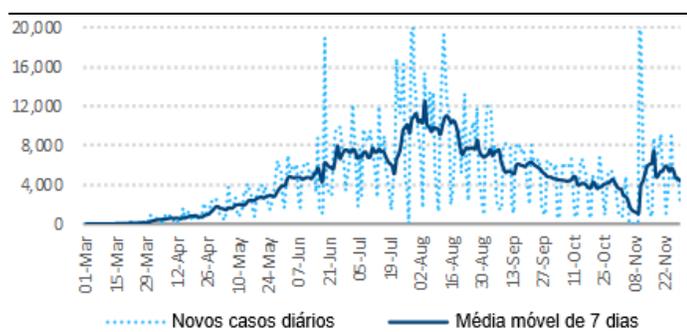
Gráfico 11: Novos casos diários de COVID-19 nas regiões do Brasil (média móvel de 7 dias)



Fonte: Ministério da Saúde do Brasil e estimativas BTG Pactual

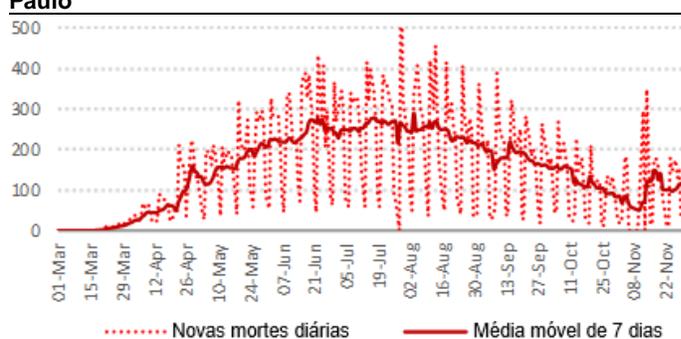
Os dados de São Paulo também pioraram. Tanto a média móvel de 7 dias de infecções diárias (em ~ 4,4 mil vs. 3,8 mil no mês passado) e o número médio de mortes diárias aumentou (para 116 contra 84 no mês passado).

Gráfico 12: Novas casos diários de COVID-19 em São Paulo



Fonte: Ministério da Saúde do Brasil e estimativas BTG Pactual

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



Fonte: Ministério da Saúde do Brasil e estimativas BTG Pactual

Ontem, o governador do estado de São Paulo anunciou novas medidas restritivas. O comércio não foi fechado e nenhuma medida severa foi implementada. Mas as restrições foram aumentadas para evitar que a pandemia alcance um nível que sobrecarregue o sistema de saúde do estado. A taxa de ocupação dos leitos de UTI atualmente é de 51,8% no estado de São Paulo.

Carteira Recomendada de Ações (10SIM):**Tabela 5: Alterações na Carteira para o mês de dezembro**

Dezembro				Novembro			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
Vale	Metais Básicos	VALE3	15%	Vale	Metais Básicos	VALE3	15%
Petrobras	Petróleo & Gás Natural	PETR4	10%	Petrobras	Petróleo & Gás Natural	PETR4	10%
Magazine Luiza	Varejo	MGLU3	10%	Magazine Luiza	Varejo	MGLU3	10%
Gerdau	Metais Básicos	GGBR4	10%	Gerdau	Metais Básicos	GGBR4	10%
B3	Financeiras	B3SA3	10%	B3	Financeiras	B3SA3	10%
TIM	Telecomunicações	TIMS3	10%	TIM	Telecomunicações	TIMS3	10%
CCR	Infraestrutura	CCRO3	10%	CCR	Infraestrutura	CCRO3	10%
Suzano	Papel & Celulose	SUZB3	10%	Energisa	Serviços Básicos	ENG11	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 dezembro: Otimismo global impulsionando ações locais

Perspectivas animadoras para a economia global, com vacinação provavelmente começando neste mês, taxas de juros baixas recorde em todo o mundo e medidas de estímulo adicionais (especialmente nos EUA) devem manter o apetite pelo risco em níveis relativamente altos.

Com fortes ventos favoráveis soprando nos mercados globais, a única maneira de as ações brasileiras apresentarem um desempenho fraco é se o cenário para as contas fiscais do país piorar fortemente nos próximos meses. Embora este não seja o nosso cenário base (quando olhamos para os diferentes resultados possíveis para o imbróglio fiscal, concluímos que as chances de um resultado positivo são maiores), não podemos descartar um cenário com implicações fiscais negativas.

Para refletir nosso maior otimismo sobre a economia global, mas também nossas preocupações com a situação fiscal do Brasil e, em menor medida, com o aumento da inflação, aumentamos nossa exposição aos exportadores de commodities ao adicionar a produtora de papel e celulose Suzano (substituindo a Energisa).

A Suzano deve se beneficiar do ambiente favorável de preços de commodities, com os preços continuando a subir em 2021, em uma combinação de maior demanda global, problemas de fornecimento de curto prazo na Ásia e nenhuma adição de capacidade relevante em 2021. A alavancagem ainda é alta (as ações são negociadas em 7,6x EV/EBITDA 2021, com metade do EV sendo dívida), mas as melhores condições de mercado podem ajudar a acelerar a desalavancagem.

Com a adição da Suzano, nosso portfólio passou a estar mais de 40% exposto diretamente à dinâmica de crescimento global – a produtora de ferro Vale, a gigante do petróleo Petrobras e a produtora de aços longos Gerdau também fazem parte do 10SIM.

Continuamos fortemente expostos à construção e infraestrutura por meio da siderúrgica Gerdau, da construtora residencial Cyrela e da operadora de rodovias CCR.

Estamos mantendo uma exposição relativamente grande ao setor de telecomunicações, que consideramos extremamente barato nos níveis atuais, especialmente considerando as grandes mudanças em curso com a venda da divisão móvel da Oi (muito provavelmente para o consórcio formado por TIM, Vivo e Claro) e a criação da Oi Infra (que deve melhorar a alocação de capital no setor). Nossa exposição ao setor se dá via Oi e TIM.

No consumo e no varejo, nossa única exposição é através do Magazine Luiza, player líder em e-commerce. Mantemos nossa exposição à bolsa de valores brasileira B3.

Ações do Portfólio:

Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mn)	EV/EBITDA		P/L		P/VPA	
					2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
Vale	Metais Básicos	VALE3	15%	400.133	4,0x	3,7x	7,7x	4,9x	1,9x	1,7x
Petrobras	Petróleo & Gás Natural	PETR4	10%	329.638	4,9x	4,0x	N/A	9,3x	1,2x	1,0x
Magazine Luiza	Varejo	MGLU3	10%	151.577	N/A	86,2x	N/A	N/A	20,2x	18,9x
Gerdau	Metais Básicos	GGBR4	10%	36.159	7,9x	6,3x	15,4x	12,4x	1,2x	1,1x
B3	Financeiras	B3SA3	10%	114.599	17,6x	17,0x	22,9x	22,8x	4,7x	4,6x
TIM	Telecomunicações	TIMS3	10%	32.657	4,8x	4,4x	23,9x	19,1x	1,,4	1,4x
CCR	Infraestrutura	CCRO3	10%	26.341	7,2x	7,1x	32,6x	21,5x	3,1x	3,1x
Suzano	Papel & Celulose	SUZB3	10%	76.231	10,2x	7,6x	N/A	9,0x	29,1x	6,8x
Cyrela	Construção Civil	CYRE3	10%	10.405	17,7x	13,9x	18,9x	13,3x	2,4x	2,2x
Oi S.A.	Telecomunicações	OIBR3	5%	12.759	5,7x	5,6x	N/A	N/A	0,9x	1,0x

Fonte: BTG Pactual e Economica

Vale (VALE3):

A história de transformação da Vale nos últimos anos tem sido notável, marcando o renascimento de um gigante da mineração. A tragédia de Brumadinho tem exercido forças de choque na gestão para mudar os rumos da empresa. Consequentemente, a segurança e uma agenda ESG mais ampla se tornaram metas primordiais de longo prazo, à medida que a Vale busca restaurar a credibilidade junto à sociedade. Ainda assim, estamos convencidos de que a Vale permanecerá altamente “amigável aos acionistas” no futuro (esperamos um dividend yield de 12% em 2021). Os fundamentos do minério de ferro (oferta e demanda) permanecem fortes, já que a demanda da China continua nos surpreendendo (Produção de aço chinesa crescendo ~ 6% no acumulado do ano!), o que levou os preços do minério de ferro acima de US\$ 130/t (o início de outro super ciclo?). Embora as ações da Vale estejam inegavelmente baratas sob qualquer métrica, acreditamos que a redução do risco das ações será um processo gradual baseado em três pilares: (i) retorno de caixa; (ii) uma forte recuperação dos volumes e redução dos custos futuros; e (iii) uma percepção ESG que melhora marginalmente (longo prazo). Vemos a ação sendo negociada a 3,7x EBITDA 2021 (diferença relevante para os pares), e a mantemos em nosso portfólio, pois ainda vemos potencial de valorização, mesmo punindo as ações por vários ângulos.

Magazine Luiza (MGLU3):

Embora as operações de varejo físico (B&M) da MGLU devam se recuperar apenas gradualmente nos próximos trimestres, graças a uma jornada impressionante nos últimos anos e seus esforços no desenvolvimento de uma plataforma de e-commerce com uma ampla variedade, alto tráfego e foco em níveis de serviço, vemos a MGLU bem posicionada para continuar crescendo acima do mercado (incluindo um forte desempenho no 4T), e deve ser um dos potenciais vencedores no setor de e-commerce brasileiro. E embora seja razoável supor uma tendência de desaceleração nos próximos trimestres (forte base de comparação + fim do auxílio emergencial no próximo ano + grande exposição a categorias que cresceram muito neste ano, como linha branca e eletrônicos), ainda vemos o e-commerce como uma tese estrutural, com uma tendência forte de consolidação entre alguns vencedores, considerando a sua baixa participação no total de vendas do varejo (atingindo ~9% no final do ano) e o maior foco das empresas na melhoria dos níveis de serviço e aumento do número de categorias vendidas. Apesar de um valuation caro, com a Magazine Luiza sendo negociado a 2,5x EV/GMV 2021, ainda vemos fortes perspectivas de crescimento no curto prazo e sólidos pilares estruturais no longo prazo.

Petrobras (PETR4):

Nossa visão positiva sobre Petrobras continua refletindo sua resiliência de longo prazo, mesmo sob um 'novo normal' para os preços do petróleo, sustentado por ativos de Exploração & Produção de primeira linha. Embora permaneçamos conservadores quanto ao ritmo de recuperação do preço do petróleo bruto, o foco da Petrobras em projetos de alto retorno na área do pré-sal significa que a empresa deve ser capaz de reduzir o ponto de equilíbrio do petróleo abaixo de \$30/bbl, abrindo caminho para lucros sustentáveis a longo prazo. As ações da PETR tiveram desempenho inferior ao do petróleo com base em praticamente todos os períodos desde o início do Covid. Reconhecemos que isso pode ser parcialmente explicado pela desaceleração no ritmo de desalavancagem da PETR devido à pandemia. Dito isso, como os riscos legais envolvendo a privatização de refinarias são agora muito menores, esperamos que esse desconto diminua à medida que a empresa continue entregando melhorias operacionais e (finalmente) consiga finalizar a venda das refinarias. Sob a curva de preço do petróleo atual, vemos as ações sendo negociadas com um atraente FCFE para o próximo ano, que vemos como não condizentes com base em uma história de alta convicção de desalavancagem e redução de riscos. Por fim, nossa sensação é que os investidores não estão dispostos a pagar por esse fluxo de caixa até que haja maior visibilidade de que finalmente será pago aos acionistas. Depois de adicionar mais flexibilidade à sua política de dividendos, e com a dívida bruta já em US\$ 80 bilhões, realmente achamos que a PETR pode acelerar os dividendos mais cedo do que o esperado. Vemos a PETR como a história de proposição de valor mais assimétrica dentro do universo de empresas que cobrimos.

Gerdau (GGBR4):

Estamos mantendo a Gerdau ao nosso portfólio porque a empresa combina uma série de qualidades que valorizamos: forte crescimento da receita, baixa alavancagem, geração de FCF, pouca exposição cambial e uma tese temática (imobiliário). Acreditamos na força estrutural dos mercados imobiliários no Brasil e esperamos que a demanda por aços longos continue tendo desempenho superior ao dos planos. Pela primeira vez em anos, acreditamos que a empresa está bem posicionada para repassar aumentos de preços e superar as expectativas. Vemos o mercado brasileiro de aços longos expandindo a/a em 2020 (e novamente em 2021), enquanto esperamos que a Gerdau ganhe participação de mercado, devido ao seu forte posicionamento no segmento (em expansão) de varejo de construção. Também acreditamos que há um potencial positivo de expandir a lucratividade nos EUA, mas as expectativas continuam baixas (pacote de infraestrutura em algum momento?). Embora a ação não esteja barata com base em 2021, vemos um crescimento de vários anos à frente e a melhor história *bottom-up* do setor. A Gerdau é negociada a 6,3x o EBITDA de 2021, um pouco abaixo de seu múltiplo normalizado.

CCR (CCRO3):

A CCRO3 é hoje a nossa Top Pick de transporte, com base em: (i) modelo de negócios defensivo, que se mostrou resiliente durante a crise, com dados de tráfego de outubro 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 6,8%. 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 (em nossa análise preliminar, os desequilíbrios podem adicionar R\$ 6,0/ação ao nosso preço-alvo). Após um longo período de discussão, vemos esse reequilíbrio contratual atingindo seus estágios finais dentro do governo do estado de SP, com 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):

Além de um modelo de negócios resiliente, forte balanço patrimonial e geração de fluxo de caixa, a TIM está negociando com um valuation muito atraente em 3,9x EV/EBITDA 2021E (vs. pares globais em 6x), embora o setor no Brasil esteja passando por uma transformação saudável. No caso da TIM, acreditamos que há um interessante potencial de valorização com um possível M&A envolvendo a Oi Mobile. As sinergias podem ser consideráveis. Considerando que a venda da divisão móvel da Oi por R\$ 16,5 bilhões está confirmada, estimamos que as sinergias poderiam chegar a R\$ 3,5 por ação, que somados ao nosso preço-alvo de R\$ 16,5 resultariam em um preço-alvo de R\$ 20 /ação (potencial de valorização de quase 70%).

B3 (B3SA3):

Nos últimos 3 meses, a B3 vem com um desempenho inferior ao mercado, o que em nossa visão reflete : i) Volume de transações em ações na B3 perdendo fôlego, com os investidores de varejo (os principais responsáveis pela alta dos volumes) desacelerando na margem; ii) maior risco macro/político; iii) a divisão de Concorrência do Ministério da Economia divulgou um comunicado defendendo a internalização das ordens no Brasil com vista no aumento da concorrência; e iv) a recente rotação das carteiras para ações de “valor”. Mas após o alto volume de vendas no papel, vemos um potencial de valorização decente para as ações da B3. Embora em um ritmo mais lento, os investidores de varejo continuam a aderir à bolsa, os mercados de capitais permanecem muito fortes e os ruídos político e da pandemia continuam contribuindo para a forte volatilidade. Mas com taxas de juros nas mínimas históricas, o tema do “financial deepening” permanece em vigor. Em resumo, reiteramos nossa Compra na ação e mantemos a B3 como uma de nossas Top Picks no Brasil.

Cyrela (CYRE3):

Apesar do surto do Covid-19, estamos vendo uma recuperação rápida de vendas de imóveis residenciais no segmento de renda média/alta – Cyrela divulgou um forte resultado operacional no 3T de 2020 (com lançamentos crescendo 46% a/a e vendas 58% a/a), considerando os ganhos com o IPO das suas subsidiárias (Lawi, Plano&Plano e Cury) esperamos um excelente lucro e geração de caixa para o 3T. 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). 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 1,7x P/TBV). Com uma perspectiva mais positiva para os próximos meses, estamos mantendo a Cyrela em nosso portfólio 10SIM.

Oi S.A. (OIBR3):

O plano revisado da empresa, aprovado em 8 de setembro, tornou o caso de investimento da Oi muito menos arriscado, já que a empresa agora está autorizada a vender ativos que podem levantar R\$ 24 bilhões em caixa, que seria usado para pagar algumas dívidas e fornecer o capital necessário para investir em sua estratégia focada em fibra. O leilão da Oi Móvel está marcado para o dia 14 de dezembro. Outro ativo que vai ser vendido é a InfraCo (empresa de fibra da Oi), e dada o valuation pago pela Copel Telecom (14,6x EV / EBITDA) e as perspectivas de crescimento superior da Oi InfraCo, não nos surpreenderíamos em ver ofertas pela InfraCo que oscilam em torno de 15x EV/EBITDA, isso se compara à nossa estimativa atual de 12x EV/EBITDA e ao preço mínimo de 10x pedido pela Oi. O Senado brasileiro também votou e aprovou uma nova legislação de proteção à falência (PL 4458/20 no Senado, ex-PL6229 na Câmara dos Deputados) que é extremamente positiva para a empresa. Se aplicarmos os “novos” termos à dívida da Oi com a Anatel, o valor de face imediatamente cai de R\$ 13,8 bilhões para R\$ 4,2 bilhões (70% do total). Usando uma taxa de desconto de 10% e uma

SELIC de 5%, o valor presente líquido (VPL) da dívida é de R\$ 3,5 bilhões (R\$ 1,7 bilhão se considerarmos que a Oi usará seus depósitos judiciais), uma redução considerável equivalente a um adicional de R\$ 0,40 por ação.

Suzano (SUZB3):

Estamos adicionando Suzano ao nosso portfólio porque acreditamos que as ações devem continuar a ter um bom desempenho, dado o ambiente favorável de preços de commodities para os próximos meses. Esperamos que os preços continuem subindo em 2021, uma vez que a demanda deve começar a melhorar ciclicamente (mercado resiliente de *tissue* (papel sanitário) + recuperação do setor de P&W – segmento de papel de Imprimir e Escrever), restrições de fornecimento no curto prazo na Ásia e nenhuma adição de capacidade relevante até o final do ano (projeto MAPA da Arauco estendido para o 4T21). Ainda vemos os preços das ações da Suzano em uma reversão permanente dos preços da celulose para os custos marginais de produção (~US\$ 520/t), o que parece um tanto exagerado para nós. Acreditamos que as ações da Suzano estão subvalorizadas (em uma base normalizada de DCF) e que os investidores estão descontando pouco os benefícios do negócio/corte de custos da Fibria. Embora a alavancagem esteja longe de confortável e possa levar anos para se normalizar, acreditamos que o caminho está claro e consideramos a situação administrável (ainda gerando FCF na baixa do ciclo). Vemos a Suzano sendo negociada a 7,6x o EBITDA 21 (cerca de 50% é dívida!). Uma das melhores teses ESG da América Latina, em nossa opinião, o que poderia ajudar o sentimento do investidor.

Rentabilidade Histórica:

Gráfico 14: Performance por ação em novembro de 2020:

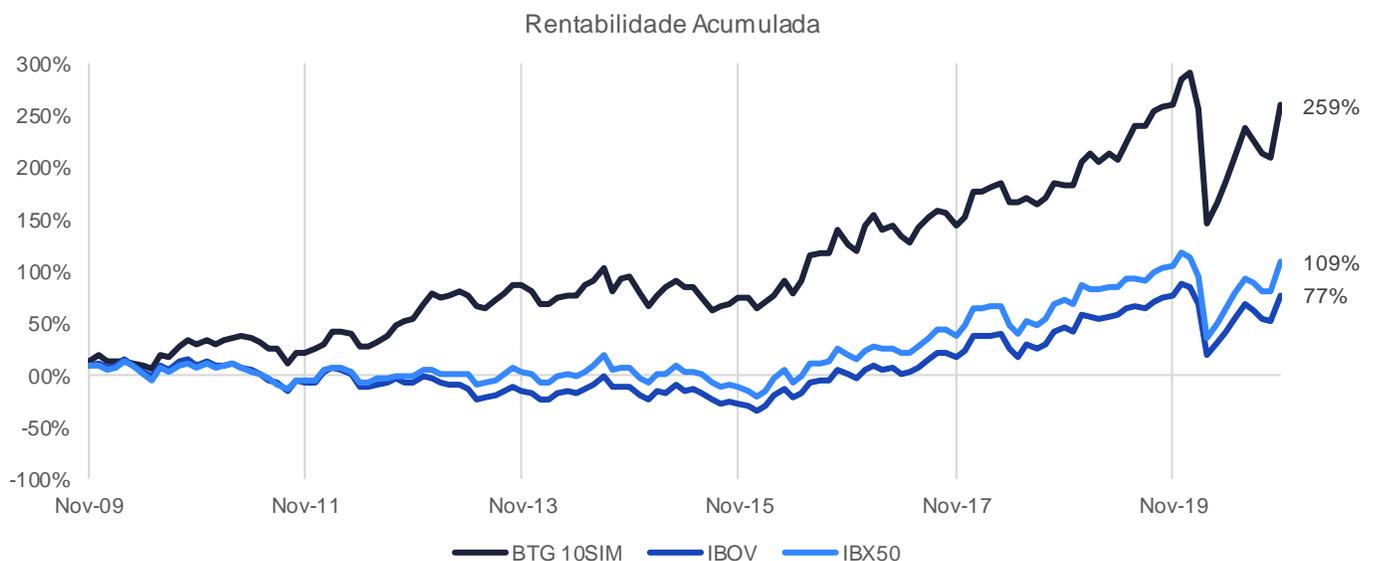


Fonte: BTG Pactual e Economática

Performance Histórica:

Em novembro, nossa Carteira Recomendada de Ações teve uma valorização de 16,2%, superando o Ibovespa (15,9%) e ficando em linha com o IBRX-50 (16,2%). Desde outubro de 2009, quando o nosso head global de análise e estratégia, Carlos Sequeira, assumiu o gerenciamento da Carteira, a rentabilidade acumulada é de 259,4%, ante 77,0% do Ibovespa e 106,3% do IBX-50.

Gráfico 15: Performance Histórica (desde outubro de 2009)



Fonte: BTG Pactual e Economática

Tabela 6: 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%	-4,1%	-1,1%	16,2%		-6,5%	-5,8%	259,4%	77,0%

Fonte: BTG Pactual e Economática

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 Global

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 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.asp