



Carteira Recomendada de Ações (10SIM)

Equity Research

Banco BTG Pactual S.A.

Abril 2023

Carlos Sequeira, CFA

New York – BTG Pactual US Capital LLC

Osni Carfi

São Paulo – Banco BTG Pactual

Guilherme Guttilla

São Paulo – Banco BTG Pactual

Bruno Lima

São Paulo – Banco BTG Pactual

Analise.acoes@btgpactual.com

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

Novo quadro fiscal não é ideal, mas pode ser visto como um primeiro passo

No Brasil, o debate estará inteiramente centrado no novo marco fiscal anunciado na semana passada. Embora as principais diretrizes tenham sido anunciadas, detalhes importantes ainda estão faltando. Aumentar impostos (ou acabar com benefícios fiscais) é parte central da nova regra, impactando setores/empresas de forma diferente e tomando a escolha de ações mais desafiadora no curto prazo. Impostos mais altos também podem ter um impacto de longo prazo negativo no potencial de crescimento do país.

O ambiente de investimento não é dos melhores, mas os valuations são muito baratos para serem ignorados

Em suma, o ambiente de investimentos não é positivo, principalmente no Brasil, o que sugere cautela. Por outro lado, os Valuations são extremamente baratos — o prêmio para manter ações (em 5,8%) é o mais alto dos últimos 13 anos — e mesmo que o novo quadro fiscal não seja o ideal, temos agora as diretrizes para uma regra que pode ser visto como um primeiro passo para alguma responsabilidade fiscal.

Adicionando algum risco ao 10SIM; B3 e PRIO entram

Com isso em mente, estamos adicionando algum risco ao nosso portfólio bastante defensivo. Estamos adicionando a B3 ao 10SIM este mês (em substituição a Multiplan). Em nossa opinião, dados os valuations extremamente descontadas do Ibovespa, qualquer recuperação no mercado de ações do Brasil poderia causar uma alta nas ações da B3. Nossa exposição a ações de serviços financeiros é complementada por BB e BBSE. Também estamos substituindo a Arezzo pela PetroRio, já que vemos uma recuperação nos preços do petróleo.

Serviços básicos, exportadoras, Raízen e Localiza completam o 10SIM

Estamos mantendo 20% da carteira exposta a serviços básicos (Equatorial e Sabesp) e 25% a exportadoras (Vale e Embraer). Raízen e Localiza completam o 10SIM.

Tabela 1: Portfólio 10SIM para Abril/23

Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mi)	EV/EBITDA		P/L		P/VPA	
					2023	2024	2023	2024	2023	2024
Vale	Metais & Mineração	VALE3	15%	359.946	3,2x	4,1x	4,4x	5,9x	1,7x	1,6x
Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%	111.606	n.a.	n.a.	3,2x	2,7x	0,6x	0,5x
BB Seguridade	Financeiro ex-Bancos	BBSE3	10%	64.914	n.a.	n.a.	9,0x	8,2x	7,8x	7,1x
B3	Financeiro ex-Bancos	B3SA3	10%	59.870	9,5x	8,5x	13,7x	12,5x	2,8x	2,8x
Localiza	Aluguel de carros	RENT3	10%	52.718	6,6x	6,0x	17,0x	12,8x	2,3x	2,0x
Sabesp	Serviços Básicos	SBSP3	10%	34.592	4,9x	3,9x	8,6x	6,1x	1,1x	1,0x
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	29.658	8,0x	7,7x	10,9x	9,5x	1,7x	1,6x
Raizen	Agronegócio	RAIZ4	10%	29.407	3,0x	2,8x	47,7x	10,7x	1,2x	1,0x
PetroRio	Petróleo & Gás	PRI03	5%	27.672	3,2x	2,2x	4,3x	3,7x	2,1x	1,8x
Embraer	Bens de Capital	EMBR3	10%	15.273	8,6x	7,7x	27,4x	18,4x	1,1x	1,0x

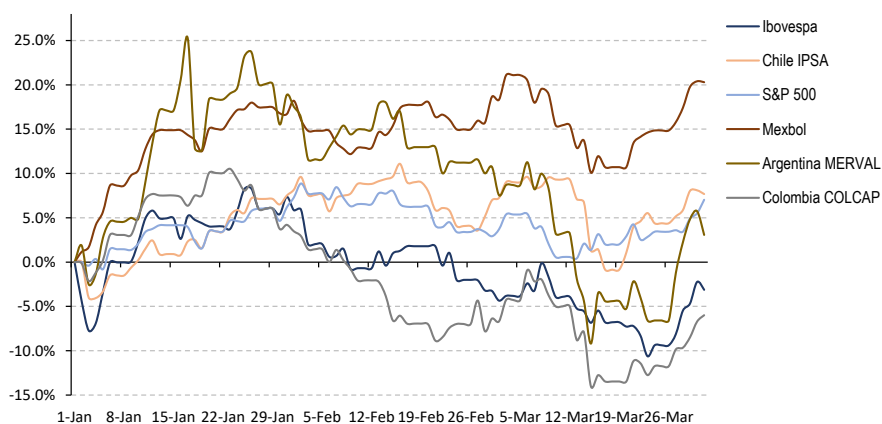
Fonte: Estimativas do BTG Pactual e Economatica

Depois da tempestade vem a calmaria? Não necessariamente

Março esteve longe de ser um mês tranquilo para as ações globais. O colapso do Silicon Valley Bank e a aquisição do Credit Suisse levantaram questões sobre a saúde do sistema financeiro global, impactando os mercados de ações. O S&P caiu 3% durante o mês, mas se recuperou para fechar março subindo 4%, uma tendência semelhante a vários índices latino-americanos.

Mas os ativos brasileiros em geral (e as ações em particular) sofreram mais devido à pressão contínua do governo sobre o Banco Central e às incertezas relacionadas ao novo quadro fiscal. O Ibovespa manteve, assim, a tendência de queda de fevereiro, caindo 2,9% em reais em março (estável em dólares), e acumula queda de 7,2% no ano (-3,1% em dólares).

O desempenho das ações brasileiras nas próximas semanas será correlacionado com os detalhes que faltam no novo quadro fiscal. Sobre este ponto, e com o volume de informações disponíveis, acreditamos ser muito difícil antecipar um cenário de recuperação sustentável das ações brasileiras.

Gráfico 1: Ibovespa vs. outros (em USD)


Fonte: Bloomberg

Novo quadro fiscal não é ideal, mas pode ser visto como um primeiro passo

No dia 30 de março, o governo anunciou o novo quadro fiscal. A meta primária estabelecida pela nova regra será igual a -0,5%, 0%, 0,5% e 1% do PIB para 2023-24-25-26. Esse alvo terá um limite superior de +0,25p.p. e um limite inferior de -0,25pp.

Diferentemente do atual teto de gastos, a nova proposta possibilita crescimento real dos gastos federais, na faixa de 0,6%-2,5%a.a. Assim, mesmo que a receita caia, os gastos devem crescer 0,6% (mais a inflação). E se o crescimento real da receita exceder 2,5%, os gastos não poderão crescer mais do que esse nível.

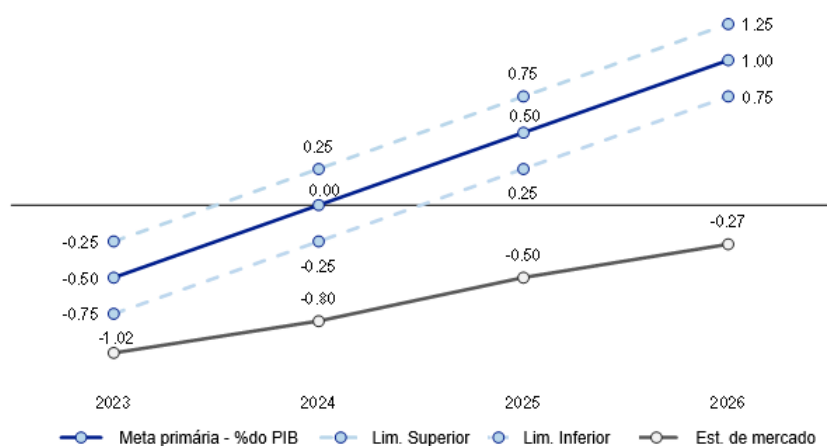
Mas se o crescimento da receita federal ultrapassar o teto superior, o superávit pode ser usado para gastos adicionais em investimentos, levando o crescimento real do gasto acima da marca de 2,5%. Ainda não foi divulgado, qual seria esse valor adicional

Gostamos do fato de o governo ter estabelecido um teto para o crescimento dos gastos e decidido que o teto de gastos será calculado com base na receita pública e não em estimativas do governo.

A nova estrutura fiscal vincula o crescimento real das despesas federais a 70% do crescimento real da receita federal no ano anterior. Se o piso da meta principal não for atingido, o crescimento dos gastos do ano seguinte será limitado a 50% do crescimento da receita, e só retornará a 70% quando o piso da meta principal for atingido.

A proposta ainda será amplamente discutida no Congresso, portanto alguns pontos podem ser alterados.

Gráfico 2: Meta primária (% do PIB)



Fonte: Ministério da Economia

Trajatória de queda da dívida depende de crescimento contínuo da arrecadação federal

Vincular despesa à receita é um risco, pois a partir de agora todo aumento de impostos gera aumento de despesa primária, dificultando o ajuste das contas primárias por meio de medidas de aumento de impostos. Ou seja, para atingir o mesmo nível de superávit primário, agora é necessário um aumento maior dos impostos federais.

Outra questão fundamental na nova estrutura é a viabilidade das metas primárias. Para atingir um resultado fiscal primário de 0% em 2024, o governo terá que aumentar a receita pública em R\$ 100 bilhões (1% do PIB). Como isso vai desencadear gastos maiores em 2025, outros aumentos de impostos serão necessários nos próximos anos.

A meta primária de -0,5% para 2023 também parece desafiadora. O primeiro relatório bimestral de avaliação de receitas e despesas do governo, divulgado há poucas semanas, apontava déficit primário de R\$ 108 bilhões em 2023 (1% do PIB). Para cumprir a meta, o governo teria que reduzir o déficit em R\$ 50 bilhões.

Segundo o Tesouro, um resultado primário de 1% do PIB seria suficiente para estabilizar a dívida bruta. Fizemos um exercício para entender qual seria o resultado primário necessário para estabilizar a dívida do governo (tabela 2). As combinações entre crescimento do PIB potencial e taxa de juros real que geram o resultado primário de 1% do PIB estão destacadas na tabela. Acreditamos que o Tesouro Nacional deve trabalhar com crescimento do PIB de 2,0% e taxa de juros real de 3,5% (ou crescimento de 2,5% e taxa de 4,0%). Pelas nossas estimativas, com crescimento do PIB de 2,0% e taxa de juros real de 5,0%, seria necessário um resultado primário de 2,0% do PIB para estabilizar a dívida bruta.

Tabela 2: Resultado primário necessário para estabilizar a dívida bruta (% do PIB)

Crescimento potencial do PIB

	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
2,0%	0,6%	0,2%	-0,2%	-0,5%	-0,9%
2,5%	0,9%	0,6%	0,2%	-0,2%	-0,5%
3,0%	1,3%	0,9%	0,6%	0,2%	-0,2%
3,5%	1,7%	1,3%	0,9%	0,6%	0,2%
4,0%	2,0%	1,7%	1,3%	0,9%	0,6%
4,5%	2,4%	2,0%	1,7%	1,3%	0,9%
5,0%	2,8%	2,4%	2,0%	1,7%	1,3%
5,5%	3,1%	2,8%	2,4%	2,0%	1,7%
6,0%	3,5%	3,1%	2,8%	2,4%	2,0%

Fonte: Estimativas do BTG Pactual

A queda na trajetória da dívida também será bem mais gradual, pois as despesas cresceriam junto com as receitas. A trajetória da dívida pública nos parece um tanto otimista, com a dívida chegando a 76% do PIB.

Nossa equipe de macroeconomia simulou alguns cenários para estimar a trajetória da dívida bruta do governo (gráfico abaixo). Na mais otimista, chegamos a uma dívida bruta de 82% do PIB em 2031. Sem aumentar a arrecadação (o que é improvável visto que esse é um dos pontos-chave da nova regra) o novo quadro fiscal deve levar apenas a dívida pública bruta a se estabilizar em ~95% do PIB em 2035.

Cenário 1: i) Sem aumento da carga tributária; ii) Meta é alterada para não acionar o limite de 50% de crescimento das despesas.

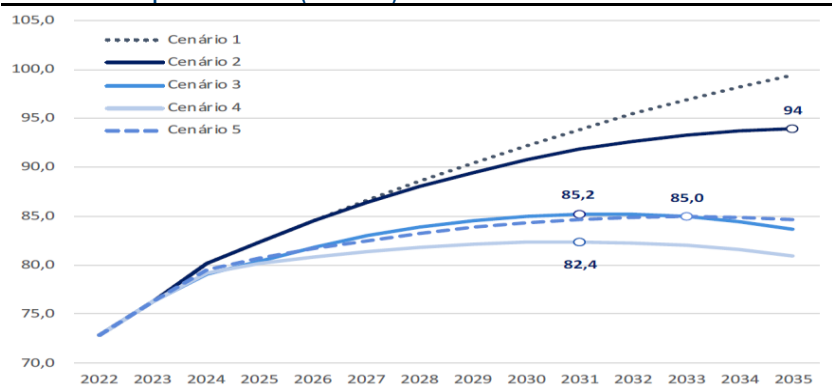
Cenário 2: i) Sem aumento da carga tributária; ii) Gatilho de 50% é atingido em 2025 e mantido neste patamar.

Cenário 3: i) Receita líquida aumenta 1 p.p. do PIB; ii) Gatilho de 50% é atingido em 2025 e mantido neste patamar.

Cenário 4: i) Governo entrega a meta em 2024-25-26; ii) Receita líquida aumenta 0,9%, 0,5% e 0,5% do PIB em 2024-25-26, respectivamente.

Cenário 5: i) Governo entrega a faixa inferior da meta em 2024-25-26 (via aumento da carga tributária); ii) Receita líquida aumenta 0,6%, 0,5% e 0,5% do PIB em 2024-25-26, respectivamente.

O ministro da Fazenda, Fernando Haddad, em entrevista na semana passada disse que um novo pacote de receitas será divulgado nesta semana. Haddad disse que a fonte devem ser alguns setores "excessivamente favorecidos", como o setor de apostas eletrônicas.

Gráfico 3: Dívida pública federal (% do PIB)


Fonte: Estimativas do BTG Pactual

Imposto sobre dividendos e fim do JCP podem aumentar as receitas, mas apenas para 2024

Apesar de ser uma discussão originalmente relacionada à Reforma Tributária, o governo deixou claro que o aumento da arrecadação para cumprir a meta primária seria retirar benefícios fiscais. Uma possibilidade seria taxar os dividendos (algo discutido há anos) e acabar com as isenções fiscais geradas pelo pagamento de juros sobre capital próprio (JCP). Nos últimos meses, publicamos dois relatórios abrangentes sobre o assunto.

No primeiro relatório discutimos o impacto nas receitas do governo e nas empresas da tributação de dividendos e do fim do JCP. No segundo, demos uma olhada mais abrangente na Reforma Tributária. Nossa equipe macroeconômica estima que um imposto sobre dividendos de 15% e o fim do JCP aumentaria as receitas do governo em R\$ 50-65 bilhões em 2024. A variação está relacionada ao fato de que os pagamentos de dividendos provavelmente diminuiriam se um imposto fosse criado.

De acordo com a Constituição, o governo não pode arrecadar impostos no mesmo exercício financeiro em que foi promulgada a lei que os criou. Assim, se aprovado este ano, um possível imposto sobre dividendos e o fim do JCP afetariam apenas as receitas do governo em 2024, com os R\$ 50 bilhões adicionais em 2023 para cobrir o déficit de 0,5% tendo que ser levantados por meios alternativos.

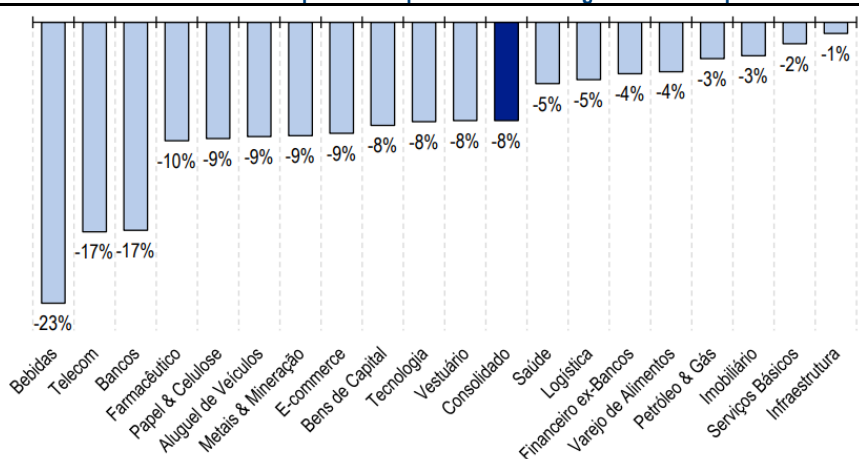
Tabela 3: Espaço fiscal criado por conta da taxação de dividendos e fim do JCP (Para 2024)

	Estimativas conservadoras	Estimativas otimistas
Dividendos – 15%	34.2	49.4
Fim do JCP	15.4	15.4
Total	49.6	64.8
IR (-5%)	(55.0)	(55.0)
Total	(5.4)	9.8

Fonte: Estimativas do BTG Pactual

Empresas que pagam muito JCP, como bancos e empresas de telecomunicações, sofreriam mais, pois suas taxas efetivas de impostos aumentariam e seus lucros cairiam.

Gráfico 4: Fim do JCP e mesma alíquota de imposto – Setores negativamente impactados



Source: BTG Pactual estimates

Muitas perguntas ainda precisam ser respondidas

Muitas questões ainda precisam ser respondidas e o desempenho do mercado nas próximas semanas estará correlacionado com a evolução do debate e mais detalhes sobre a regra fiscal.

Crise bancária pode reduzir aumentos de juros nos EUA; cenário para ativos de mercados emergentes é difícil

A falência do Silicon Valley Bank (SVB), resultando em uma forte sinalização negativa para vários bancos regionais dos EUA, e o ressurgimento de problemas no Credit Suisse mudaram a narrativa global em menos de 15 dias.

No dia 7 de março, o discurso de Jerome Powell ao Congresso surpreendeu o mercado ao sinalizar o apetite do comitê em acelerar o ritmo de alta dos juros (de 25 para 50bps), tom bastante hawkish que foi contestado na mesma semana com a crise do SVB, levantando dúvidas sobre a sustentabilidade do sistema financeiro global. Maiores incertezas e dúvidas sobre se estamos diante de um cenário de crise bancária global colocam as decisões de política monetária dos principais Bancos Centrais do mundo sob o escrutínio dos mercados.

Em uma reunião de política monetária ansiosamente esperada, o FOMC elevou a Fed Funds Rate (FFR) em 25bps para a faixa de 4,75-5,00% (ponto médio: 4,875%), em linha com o que nós e o mercado esperávamos.

Mas com maior adversidade em seu cenário básico, o comitê recuou de aumentos consecutivos de juros, sinalizando que novos ajustes podem ser necessários, condicionados ao sistema financeiro e aos indicadores macroeconômicos. Na entrevista coletiva, Powell disse que o aperto das condições de crédito pode ser equivalente a um ou mais aumentos adicionais de juros, mostrando menos apetite do comitê para aumentar o FFR.

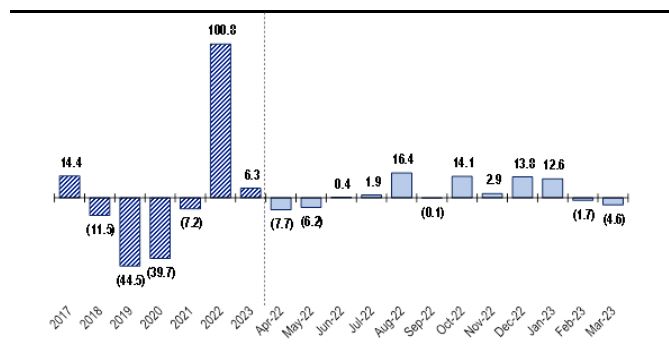
Assim, nossa equipe macro revisou sua projeção para a taxa terminal do FFR de 5,625% para 5,125%, consistindo em um adicional de 25 pontos base na reunião de maio. Esperamos que a taxa permaneça estável ao longo de 2023, não vendo espaço para cortes no segundo semestre.

Embora o menor apetite por aumentos de juros seja bom para os ativos de mercados emergentes, o cenário continua desafiador. Cenários econômicos globais incertos podem reduzir o apetite dos investidores por risco, impedindo que o dinheiro flua para mercados como o Brasil.

A entrada de estrangeiros em ações locais exemplifica essa tendência. Após quatro meses de entrada sólida, vimos saída em fevereiro e março, acelerando fortemente desde o final de fevereiro.

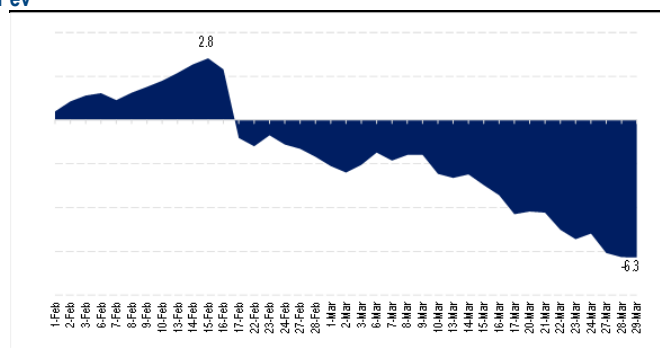
O menor interesse em ativos brasileiros também pode refletir o debate público sobre a autonomia do Banco Central e as preocupações com a situação fiscal do Brasil, que pioraram a percepção de risco do país.

Gráfico 5: Fluxo internacional para ações (R\$bn)



Fonte: B3

Gráfico 6: Fluxo estrangeiro diário para ações brasileiras (R\$bi) – Desde Fev



Fonte: Bloomberg

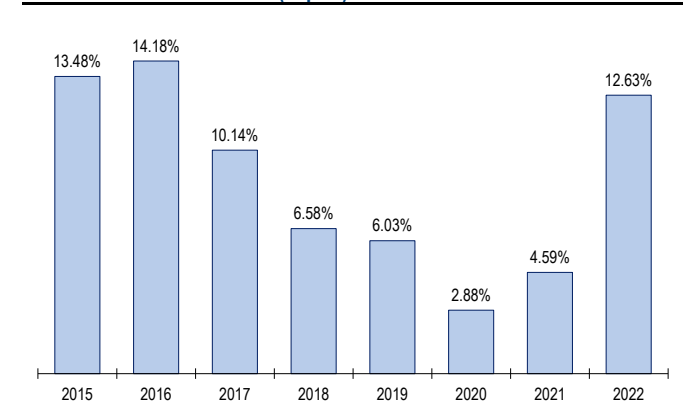
O custo do financiamento está disparando

Desde a recessão de 2015-16, os custos de financiamento das empresas brasileiras caíram continuamente até 2021 devido à queda da taxa Selic e à redução dos spreads – e, embora os spreads tenham saltado em 2020 devido à pandemia, uma Selic muito baixa garantiu que as empresas brasileiras tivessem o menor custo da dívida (5,2% a.a. em média) em um longo período daquele ano.

Juntamente com os custos de financiamento mais baixos, a duration da dívida aumentou, pois a duration média das novas emissões de dívida das empresas locais aumentou para 5,7 anos em 2021 (3,3 em 2015).

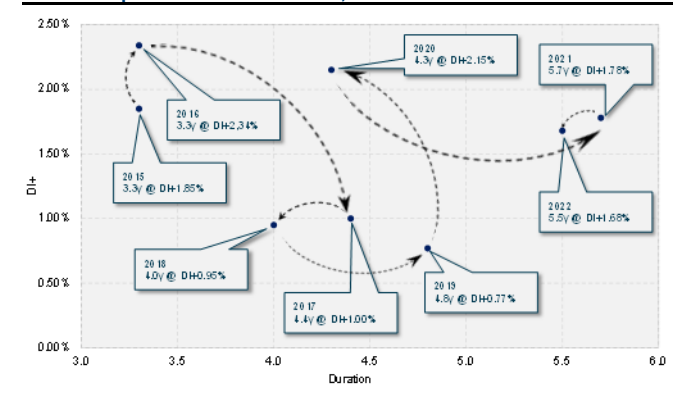
A situação começou a mudar em 2022. Os spreads médios continuaram caindo (ainda que apenas para créditos AAA/AA+, já que os spreads A/AA cresceram ligeiramente em 2022 vs. 2021), mas a Selic disparou (a Selic média saltou para 12,63% em 2022, de 4,59% em 2021 e 2,88% em 2020), fazendo com que o custo médio da dívida saltasse para 14,39% a.a. A duration geral da dívida diminuiu, mas apenas ligeiramente, para 5,5 anos (de 5,7 em 2021).

Gráfico 7: Selic média anual (% p.a.)



Fonte: Banco Central

Gráfico 8: Spreads e duration >AA-, 2015-22



Fontes: Anbima, Estimativas do BTG Pactual

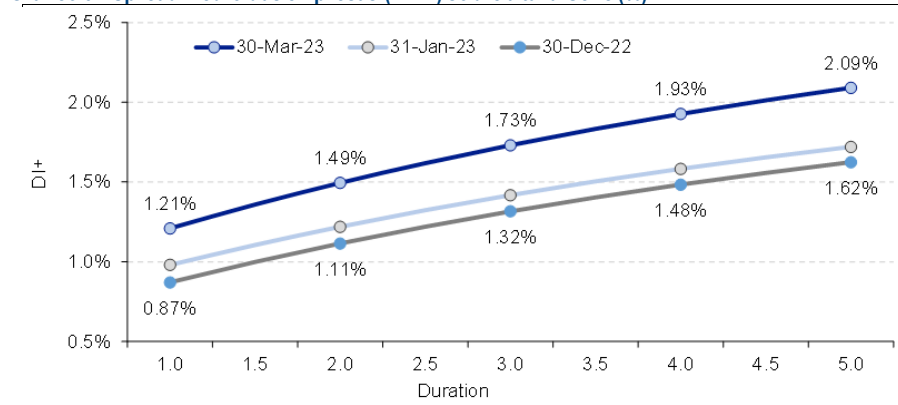
Condições de crédito realmente pioraram no início de 2023

O custo da dívida já subiu muito em 2022, e a situação se deteriora rapidamente no início de 2023. O mercado agora espera que a Selic caia apenas 100bps neste ano (de 13,75% para 12,75%) e apenas no final de 2023 – nossa equipe macroeconômica não espera cortes em 2023. Isso manteria a Selic média entre 13,25% e 13,75% a.a. em 2023 (vs. 12,63% em 2022).

Os spreads médios de crédito também dispararam nos 2M23, uma vez que os mercados de dívida locais se tornaram mais avessos ao risco. Ao final de março, a dívida de 5 anos das empresas AAA pagava um spread de 2,09% sobre a Selic, 47bps a mais do que no final do ano de 2022. O custo das empresas AAA para levantar dinheiro é de 15,8% contra 14,3% em 2022 e 6,3% em 2021.

Embora a deterioração dos spreads de crédito pareça estar se estabilizando lentamente, as empresas provavelmente enfrentarão spreads de emissão mais altos, prazos mais curtos e volumes menores.

Gráfico 9: Spread médio das empresas (AAA) sobre a taxa Selic (%)



Fontes: Anbima, Estimativas BTG Pactual

Empresas brasileiras reportam números fracos no 4T22

À primeira vista, os resultados (ex-Petrobras & Vale) parecem fracos, com receita e EBITDA em linha com nossas projeções (-0,4% e -0,7%), enquanto o lucro líquido ficou 8% abaixo de nossa estimativa.

A receita, o EBITDA e o lucro das empresas domésticas ficaram em linha com nossas estimativas (-0,6%, -1,1% e -0,4%). Alimentos & Bebidas (JBS e Ambev) e Companhias Aéreas apresentaram resultados acima do esperado. Sem esses setores, a receita de empresas domésticas ficou 8,5% abaixo das nossas estimativas. Como comentamos em relatórios recentes o ritmo de revisão dos resultados domésticos acelerou nos últimos meses. Com resultados piores do que o esperado no 4T22, acreditamos que mais revisões negativas de estimativas são prováveis no futuro próximo.

Comparando o 4T22 com o 4T21, os resultados foram fracos. A receita consolidada (+4,3% a/a ex-Petrobras & Vale) foi o único ponto positivo. Mas o EBITDA e o lucro líquido caíram 9,3% e 26,1% a/a, e a margem EBITDA 226bps a/a, principalmente devido às margens mais baixas dos exportadores de commodities (as margens das empresas domésticas também caíram a/a, mas não tanto).

As empresas domésticas acompanharam essa tendência. A receita cresceu 5,2% em relação ao ano anterior, enquanto o EBITDA e o lucro líquido caíram 2% e 22,6%, impulsionados por Alimentos & Bebidas e Bancos.

Tabela 4: Resultados consolidados

Lucros consolidados							
R\$ milhões	4T22A	4T22E	A x E	4T21	A/A	3T22	T/T
Total							
Receitas	947.870	951.053	-0,3%	903.543	4,9%	959.743	-1,2%
EBITDA	211.305	227.155	-7,0%	222.917	-5,2%	230.609	-8,4%
Margem EBITDA (%)	22,3%	23,9%	-159 bp	24,7%	-238 bp	24,0%	-174 bp
Lucro líquido	119.942	131.921	-9,1%	138.963	-13,7%	132.411	-9,4%
Total (Ex-Petro & Vale)							
Receitas	726.446	729.199	-0,4%	696.201	4,3%	735.057	-1,2%
EBITDA	109.481	110.295	-0,7%	120.653	-9,3%	116.330	-5,9%
Margem EBITDA (%)	15,1%	15,1%	-5 bp	17,3%	-226 bp	15,8%	-76 bp
Lucro líquido	57.001	61.953	-8,0%	77.165	-26,1%	61.813	-7,8%
Doméstico							
Receitas	451.269	454.041	-0,6%	428.769	5,2%	432.548	4,3%
EBITDA	75.337	76.157	-1,1%	76.894	-2,0%	78.156	-3,6%
Margem EBITDA (%)	16,7%	16,8%	-8 bp	17,9%	-124 bp	18,1%	-137 bp
Lucro líquido	44.346	44.539	-0,4%	57.267	-22,6%	49.868	-11,1%
Commodities							
Receitas	496.602	497.012	-0,1%	474.774	4,6%	527.195	-5,8%
EBITDA	135.968	150.998	-10,0%	146.023	-6,9%	152.453	-10,8%
Margem EBITDA (%)	27,4%	30,4%	-300 bp	30,8%	-338 bp	28,9%	-154 bp
Lucro líquido	75.596	87.381	-13,5%	81.696	-7,5%	82.543	-8,4%

Fontes: Anbima, Estimativas BTGPactual

Os números qualitativos foram os piores em um tempo

A tabela abaixo resume os resultados por setor e os compara com nossas estimativas.

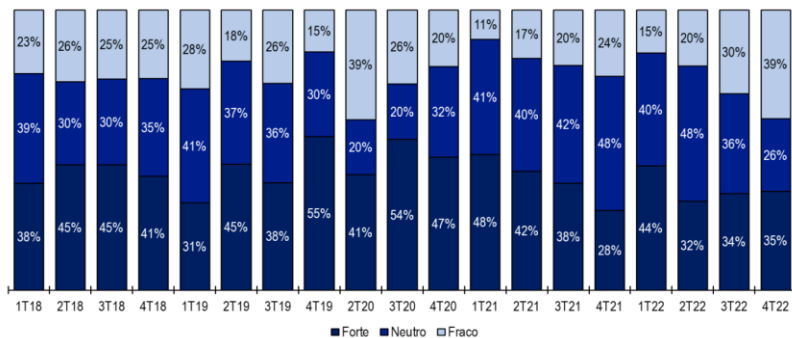
Tabela 5: Resultados qualitativos por setor

Sector	# de empresas	Forte	Neutro	Fraco	Ax E		
					Receitas	EBITDA	Lucro Líquido
Agronegócio	6	33%	33%	33%	5,6%	13,1%	-42,6%
Aéreo	2	50%	50%	0%	-0,9%	15,2%	n.a.
Banco	8	25%	25%	50%	-8,0%	n.a.	-10,5%
Bens de capital	7	43%	29%	29%	-0,5%	9,2%	2,7%
Aluguel de Carros & Log.	8	50%	38%	13%	2,4%	-3,4%	38,7%
Educação	1	0%	0%	100%	1,4%	5,0%	n.a.
Financeiro (ex-bancos)	7	43%	14%	43%	-3,3%	-11,8%	6,6%
Alimentos & Bebidas	6	0%	0%	100%	-5,0%	-5,3%	46,2%
Saúde	6	17%	50%	33%	0,6%	-43,7%	-51,8%
Infraestrutura	5	40%	60%	0%	-0,1%	13,1%	-64,5%
Metais & Mineração	7	29%	29%	43%	2,0%	5,4%	-5,0%
Petróleo & Gás	8	0%	50%	50%	-1,6%	-18,2%	-17,0%
Papel & Celulose	4	25%	25%	50%	1,0%	6,5%	-4,5%
Imobiliário	18	33%	6%	61%	0,4%	-0,8%	-23,2%
Varejo	24	46%	13%	42%	-0,8%	-2,6%	-18,8%
Tecnologia	3	33%	67%	0%	-0,1%	1,0%	8,6%
Telecom	4	50%	25%	25%	0,1%	-0,9%	6,2%
Serviços básicos	15	53%	33%	13%	12,6%	4,9%	-9,7%

Fontes: Anbima, Estimativas BTGPactual

Qualitativamente, 35% das empresas reportaram resultados fortes, enquanto 39% reportaram números fracos, o pior trimestre desde o 2T20, no início da pandemia. Olhando para os resultados do ano passado, o percentual de empresas com resultados fracos aumentou de forma consistente, de 15% no 1T22 para 39% no 4T22. Considerando essa tendência negativa e com as taxas de juros permanecendo altas por algum tempo, as chances de revisões negativas de lucro são consideráveis.

Gráfico 10: Números qualitativos do 4T22 foram os piores dos últimos tempos



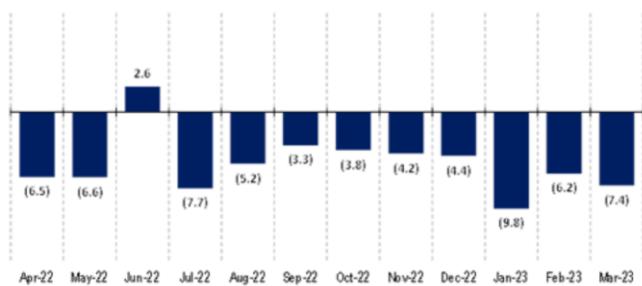
Fonte: BTG Pactual

O dinheiro continua saindo dos fundos de ações locais

As altas taxas de juros levaram a saques dos fundos de ações locais em 15 dos últimos 16 meses. As saídas de capital dos fundos de ações locais chegaram a R\$ 10 bilhões em janeiro, e continuaram em fevereiro (R\$ 6,2 bilhões) e março (R\$ 7,4 bilhões).

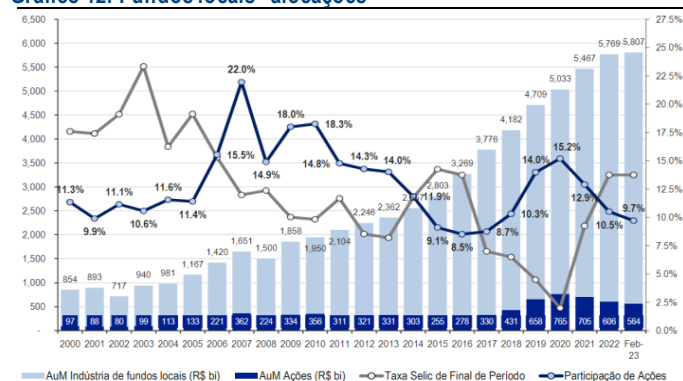
As alocações em ações de fundos multimercados locais ficaram em 9,7% em fevereiro de 2023 (vs. 15,7% em maio de 2021), a menor desde 2018. Com a saída de fundos de ações em março de R\$ 7,4 bilhões e desempenho ruim do IBOV no mês (-2,9%), as alocações provavelmente cairão ainda mais.

Gráfico 11: Fundos de ações - captações líquidas mensais



Fonte: Anbima, BTG Pactual

Gráfico 12: Fundos locais - alocações



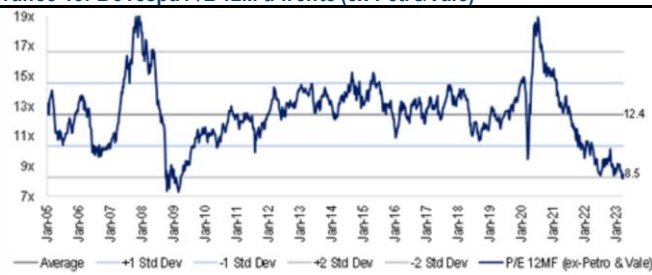
Fonte: Anbima, BTG Pactual

Ações brasileiras estão baratas, mas é difícil encontrar compradores marginais

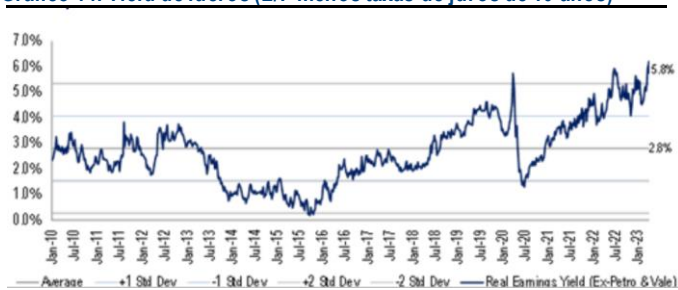
Após a correção de março, as ações brasileiras estão sendo negociadas a 8,5x P/L de 12 meses (ex -Petrobras e Vale), dois desvios padrão abaixo de sua média histórica de 12,4x, um dos níveis mais baixos desde 2009. Incluindo a Petrobras e Vale, o múltiplo está em 6,4x, a menor desde 2005.

O prêmio para manter ações, medido como o inverso do P/L menos as taxas de juros reais de 10 anos, é de 5,8%, mais de dois desvios-padrão acima da média histórica, apesar das altas taxas de longo prazo (2035 NTN-Bs estão pagando inflação +6,2%).

Assim, embora muito barato, é difícil encontrar compradores marginais para as ações brasileiras. Os fundos de ações locais ainda estão sofrendo resgates, os fundos macro/multimercados aumentaram sua exposição a instrumentos de renda fixa e os investidores estrangeiros agora são atraídos por taxas maiores nos EUA e perspectivas de um dólar mais forte.

Gráfico 13: Bovespa P/L 12M a frente (ex-Petr&Vale)


Fonte: Economatica, BTG Pactual

Gráfico 14: Yield de lucros (L/P menos taxas de juros de 10 anos)


Fonte: Economatica, BTG Pactual

Portfólio: Adicionando algum risco

O resultado do que parece ser a fase mais aguda da crise bancária que atingiu os mercados americano e europeu em março ainda causará impactos em abril e poderá manter os mercados voláteis por mais tempo.

No Brasil, o debate será centrado no novo quadro fiscal anunciado no final da semana passada. Embora as principais diretrizes tenham sido reveladas, faltam informações importantes, como um plano mais detalhado sobre como o governo pretende aumentar as receitas no curto prazo para atender às principais metas fiscais definidas.

Aumentar a arrecadação de impostos (ou acabar com os benefícios fiscais) impactará setores e empresas de maneira diferente, tornando a escolha de ações mais desafiadora no curto prazo. A constatação de que, para que a regra funcione como planejado, a carga tributária do Brasil deve aumentar (o quanto é uma fonte de intenso debate) também pode indicar que o potencial de crescimento de longo prazo do país pode ser prejudicado.

O debate entrará em breve em uma nova fase, com discussões no Congresso que podem levar a grandes ajustes na norma e decisões sobre nova tributação/fim dos benefícios fiscais.

O ambiente de investimentos é difícil, especialmente no Brasil, exigindo cautela. Mas os valuations estão baixíssimos – o prêmio para manter ações (5,8%) é o maior em 13 anos – e ainda que o novo quadro fiscal não seja o ideal, já temos as diretrizes para uma regra que pode ser vista como um primeiro passo para responsabilidade.

Estamos, portanto, adicionando algum risco ao nosso portfólio defensivo, incluindo a **B3**, embora os volumes tenham diminuído e os resultados trimestrais não sejam bons. Dados os valuations extremamente descontados do Ibovespa, qualquer recuperação no mercado de ações do Brasil pode causar uma alta das ações da B3. Para incluir a B3, removemos a Multiplan. Nossa exposição a ações de serviços financeiros é complementada pelo **Banco do Brasil** e **BB Seguridade**.

Nossa outra mudança envolve a substituição da varejista de vestuário Arezzo pela **PetroRio** (PRIO), cujas ações caíram 16% no ano. Os preços do petróleo vêm se recuperando recentemente e a decisão da OPEP de reduzir a oferta de petróleo pode ajudar os preços a se recuperarem de forma mais relevante nos próximos meses.

Mantemos nossa exposição ao setor de Serviços Básicos em 20% da carteira, via **Equatorial** e **Sabesp**, enquanto nossa exposição a exportadores também permanece inalterada em 25%, via produtora de minério de ferro **Vale** (15%) e fabricante de aeronaves **Embraer** (10%).

Nossa 10SIM também conta com a locadora de veículos **Localiza** e a produtora de Açúcar & Etanol e distribuidora de combustíveis **Raizen**.

Tabela 6: Alterações do 10SIM™ (março x abril)

10SIM Março				10SIM Abril			
Setor	Companhia	Ticker	Peso	Setor	Companhia	Ticker	Peso
Siderurgia & Mineração	Vale	VALE3	15%	Siderurgia & Mineração	Vale	VALE3	15%
Locação de carros	Localiza	RENT3	10%	Locação de carros	Localiza	RENT3	10%
Shoppings	Multiplan	MULT3	10%	Financeiro (Ex-Bancos)	B3	B3SA3	10%
Bancos	Banco do Brasil	BBAS3	10%	Bancos	Banco do Brasil	BBAS3	10%
Financeiro (Ex-Bancos)	BB Seguridade	BBSE3	10%	Financeiro (Ex-Bancos)	BB Seguridade	BBSE3	10%
Agronegócio	Raizen	RAIZ4	10%	Agronegócio	Raizen	RAIZ4	10%
Varejo	Arezzo	ARZZ3	5%	Petróleo & Gás	PetroRio	PRI03	5%
Serviços Básicos	Equatorial	EQTL3	10%	Serviços Básicos	Equatorial	EQTL3	10%
Serviços Básicos	Sabesp	S BSP3	10%	Serviços Básicos	Sabesp	S BSP3	10%
Bens de capital	Embraer	EMBR3	10%	Bens de capital	Embraer	EMBR3	10%

Fonte: BTG Pactual

Um resumo das nossas escolhas de abril

Vale

A ação continua sendo nosso nome preferido para exposição à reabertura e reaceleração da economia chinesa. À medida que avançamos para 2023, esperamos que a atividade econômica se recupere gradualmente à medida que o governo diminui as restrições e a correção do mercado imobiliário é moderada (grande demais para falir). De uma perspectiva top down, o momento operacional da Vale deve continuar a se recuperar (de baixas), já que a produção e os custos (tanto para suas divisões de minério de ferro quanto de metais básicos) devem melhorar nos próximos trimestres. Gostamos da entrada de um acionista de referência (Cosan) no conselho da Vale e vemos uma potencial monetização de metais básicos como um catalisador de desbloqueio de valor para investidores de longo prazo. Em nossa opinião, a administração permanece altamente disciplinada em sua estratégia de alocação de capital (muito pouco capex de crescimento) e esperamos que a maior parte da agenda de médio prazo dependa dos retornos de caixa dos acionistas – prevemos um yield de 13% a 15% para 2023, incluindo recompras. Agora projetamos os preços do minério de ferro em média US\$ 125/t para 2023, com um EBITDA para a empresa estimado em US\$ 25 bilhões para o ano, cerca de ~20% acima do consenso. A Vale negocia a 3,2x EV/EBITDA 23E.

PetroRio

Depois de retirá-la do portfólio de março, voltamos a adicionar a PRIO na 10SIM. As ações tiveram um desempenho inferior ao mercado depois que o governo impôs um imposto de exportação sobre o petróleo bruto. Mas não esperamos que esse imposto dure muito e os fundamentos do preço do petróleo estão melhorando novamente. Por muito tempo, argumentamos que o perfil de negociador da PRIO, apoiado por um histórico inteligente de fusões e aquisições e uma estratégia já testada pelo tempo, geraria mais valor à frente. A PRIO está em uma posição única no setor brasileiro de Petróleo & Gás: forte curva de crescimento da produção, espaço para reduzir ainda mais os custos (breakeven) e bem capitalizada, o que deve permitir que ela aproveite oportunidades que ninguém mais pode. E mesmo que nenhum M&A seja entregue no curto prazo, achamos que a empresa poderá distribuir bons dividendos em breve. O espaço para surpresas operacionais negativas é limitado principalmente a pequenos atrasos em alguns de seus projetos, algo que preservará uma recompensa de risco atraente para a tese. Por fim, com a crescente percepção de risco da Petrobras, a PRIO é um dos melhores veículos para quem deseja atuar no setor de Petróleo no Brasil.

Banco do Brasil

Acreditamos que as ações BBAS3 oferecem uma relação de risco/retorno muito atraente. Há um ano, atualizamos as ações do BB depois que ela reportou resultados no 4T21 muito mais fortes do que o esperado e, mais importante, o guidance para 2022 que implicou lucros de ~R\$ 24,5 bilhões, que na época estavam 18% acima do consenso. E 1 ano a frente, o banco relatou lucro líquido ajustado recorde no 4T22. Além disso, apoiado por uma receita líquida muito forte, o guidance para 2023 indica um lucro líquido de ~R\$ 35 bilhões (+10% a/a). Se entregue, isso significaria que o BBAS3 ainda está sendo negociado a um P/L 23 muito baixo de 3,2x, com um yield de dividendos de 13%. Além disso, o novo CEO causou uma ótima primeira impressão, as indicações para vice-presidente foram positivas, sendo todos funcionários do BB com mais de 20 anos de carreira, e o banco confirmou um pagamento de 40% para 2023 – todas as notícias que acreditamos ajudarão a reduzir o risco da tese de investimento. Entendemos os riscos de ser uma estatal, mas acreditamos que o BB tem seus “anticorpos” com a assimetria ainda bastante atraente aos preços atuais.

Sabesp

Classificamos a Sabesp como nossa Top Pick entre as companhias estatais de Serviços Básicos. O governo estadual não apenas está perseguindo publicamente a agenda de privatizações, mas as ações não parecem estar precificando qualquer upside em tal cenário. Atualmente, vemos a negociação em um EV/RAB 23 implícito de 0,72x, o que de fato parece estar precificando suas ineficiências como estatal. No entanto, não acreditamos que a expansão de múltiplos venha exclusivamente da privatização, pois a empresa anunciou recentemente um novo CEO – André Salcedo – com vasta experiência no BNDES e na concessionária de saneamento Iguá e uma nova equipe de executivos pode abrir caminho para melhorias operacionais significativas. Devido ao atual quadro regulatório, acreditamos que uma Sabesp privatizada poderia ser avaliada em 1x EV/RAB, implicando um preço de ação de R\$ 80, ou ~55% de valorização sobre os preços atuais. E considerando a relevância da Sabesp, podemos ver o nome sendo vendido com um prêmio maior. Mas a privatização será naturalmente um processo longo e desafiador, pois o governo estadual terá que negociar com os municípios e obter a aprovação dos legislativos estaduais e municipais. O governador Freitas pretende contratar neste mês os estudos de privatizações para concluir o processo até 2024.

Embraer

A empresa divulgou recentemente seus resultados do quarto trimestre, entregando o guidance e também divulgando sua expectativa para 2023. O guidance de 2023 foi positivo em nossa opinião, com uma sólida expansão da receita impulsionada por melhores entregas e condições de preços e vemos espaço para upside nos números divulgados, especialmente em relação à geração de caixa. Além do melhor momento de lucros, a Embraer oferece exposição ao setor de aviação em expansão e continua sendo um call de valor interessante (evolução da eVTOL, segurança cibernética, defesa e arbitragem com a Boeing). Além disso, vemos alguns gatilhos de curto prazo interessantes nas ações, como a volta ao mercado de aviação comercial chinês e novas campanhas relacionadas à aeronave de defesa C-390 Millennium. Além disso, vemos a negociação de ERJ a um valuation atraente de 8,6x EV/EBITDA23 (vs. média internacional de pares de 14x).

Raízen

A ação é nossa Top Pick no setor de Açúcar & Etanol e o valuation continua a ignorar os benefícios potenciais do projeto E2G, que esperamos ainda render bons retornos, já que o etanol captura o prêmio de carbono em um número cada vez maior de mercados, junto com o que achamos que será perspectivas operacionais melhores tanto em termos de custos (maiores yields de cana) quanto de preços, e uma execução ainda superior na distribuição de combustíveis. Acreditamos que há boas chances de recuperação do EBITDA em 2023/24, pois esperamos que a moagem de cana-de-açúcar cresça com melhores yields junto com um clima mais favorável. Isso, juntamente com nossa visão de um cenário mais positivo para os preços, suporta nossa visão de que o EBITDA de Açúcar e Renováveis pode crescer na próxima safra. Além disso, a distribuição de combustíveis deve apresentar margens menos voláteis, permitindo também alguma expansão do EBITDA.

Localiza

A Localiza é um nome de alta qualidade e oferece hoje uma relação risco-retorno interessante. Prevemos sinergias relevantes da combinação de negócios com a Unidas (~R\$ 9,3 bilhões) e esperamos que o mercado precifique gradualmente essas sinergias à medida que a empresa avança com a integração. Além disso, esperamos uma gradual normalização do mercado automotivo, suportando o processo de renovação da frota da Localiza com melhores condições de compra, principalmente com a demanda fraca vinda do varejo, abrindo mais espaço para negociações de descontos de RENT. Olhando para o longo prazo, o amadurecimento de novas oportunidades de negócios, como a assinatura de carros, também deve ajudar a liberar valor para as ações. Os fundamentos de longo prazo da Localiza também estão intactos, com muitos segmentos de produtos com baixas taxas de penetração. Negociando a 17x P/L23, (vs. média histórica de 5 anos de 30,7x), vemos espaço para expansão de múltiplos.

Equatorial

Mesmo após a aquisição da Celg-D em setembro, vemos as ações negociando a uma atraente TIR real de ~11%, além de oferecer proteção e diversificação, pois atua principalmente na distribuição, mas também está presente nos segmentos de renováveis e saneamento. A Equatorial também vem apresentando bons resultados operacionais, com queda nas perdas de energia e contenção de custos. Além disso, considerando seu excelente histórico de alocação de capital, a empresa poderia apresentar crescimento adicional com bons retornos nos segmentos de distribuição e saneamento. Acreditamos que as distribuidoras têm estado sob pressão devido aos receios relacionados com o tema da renovação das

concessões, no entanto, considerando que temos uma abordagem mais positiva para esta discussão, achamos que os Valuations atuais parecem exagerados.

BB Seguridade

Os resultados do quarto trimestre e de 2022 foram muito fortes e continuamos vendo uma perspectiva de resultados muito construtiva para 2023. Dada a natureza do negócio, com 75% dos resultados operacionais anuais geralmente vindos do que foi construído nos anos anteriores, a visibilidade é muito boa para 2023 após um ótimo 2022. O ponto médio da faixa do guidance oficial divulgada implica que a BBSE entregará um lucro líquido de quase R\$ 7,2 bilhões em 2023, +20% a/a, e acreditamos que há risco de alta para este #. Nesse sentido, os #s da SUSEP para janeiro e fevereiro já apontam para um resultado final de R\$ 1,8 bilhão no 1T (~10% acima do consenso). Ainda assim, com a piora do momento de investimento para os bancos brasileiros, principalmente devido a NPLs mais altos (principalmente no segmento de empréstimos para pessoas físicas), riscos de reforma tributária, potencial mudança no papel dos bancos públicos e a mais recente desaceleração nos empréstimos corporativos, vemos um melhor ímpeto relativo para a indústria de seguros. Além disso, vemos espaço para que a BBSE pague mais de 80% do lucro em dividendos em 2023 (10% yield), que é o que modelamos. Assim, negociando a 9,0x P/L 23, acreditamos que a ação parece atraente.

B3

Com as ações caindo ~20% no acumulado do ano e com o sentimento de baixa em relação às ações brasileiras muito próximo de seu pico, acreditamos que a recompensa de risco de possuir ações da B3 agora está voltada para cima. Sim, os volumes em março decepcionaram, mas o primeiro trimestre ainda deve ser decente no geral. E dada a sua diversificação aprimorada após várias fusões e aquisições e um forte balanço/geração de capital, também acreditamos que seja mais “defensivo” do que outras histórias de crescimento. Caso o sentimento melhore um pouco, o potencial de alta pode ser bem grande. Com isso, estamos adicionando a B3 ao nosso portfólio 10SIM neste mês.

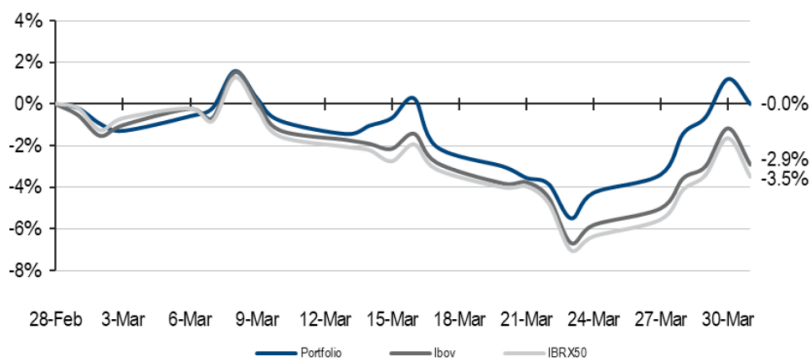
Tabela 7: Portfólio Brasil 10SIM para abril de 2023

Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mi)	EV/EBITDA		P/L		P/VPA	
					2023	2024	2023	2024	2023	2024
Vale	Metais & Mineração	VALE3	15%	359.946	3,2x	4,1x	4,4x	5,9x	1,7x	1,6x
Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%	111.606	n.a.	n.a.	3,2x	2,7x	0,6x	0,5x
BB Seguridade	Financeiro ex-Bancos	BBSE3	10%	64.914	n.a.	n.a.	9,0x	8,2x	7,8x	7,1x
B3	Financeiro ex-Bancos	B3SA3	10%	59.870	9,5x	8,5x	13,7x	12,5x	2,8x	2,8x
Localiza	Aluguel de carros	RENT3	10%	52.718	6,6x	6,0x	17,0x	12,8x	2,3x	2,0x
Sabesp	Serviços Básicos	SBSP3	10%	34.592	4,9x	3,9x	8,6x	6,1x	1,1x	1,0x
Equatorial	Serviços Básicos	EQTL3	10%	29.658	8,0x	7,7x	10,9x	9,5x	1,7x	1,6x
Raizen	Agronegócio	RAIZ4	10%	29.407	3,0x	2,8x	47,7x	10,7x	1,2x	1,0x
PetroRio	Petróleo & Gás	PRI03	5%	27.672	3,2x	2,2x	4,3x	3,7x	2,1x	1,8x
Embraer	Bens de Capital	EMBR3	10%	15.273	8,6x	7,7x	27,4x	18,4x	1,1x	1,0x

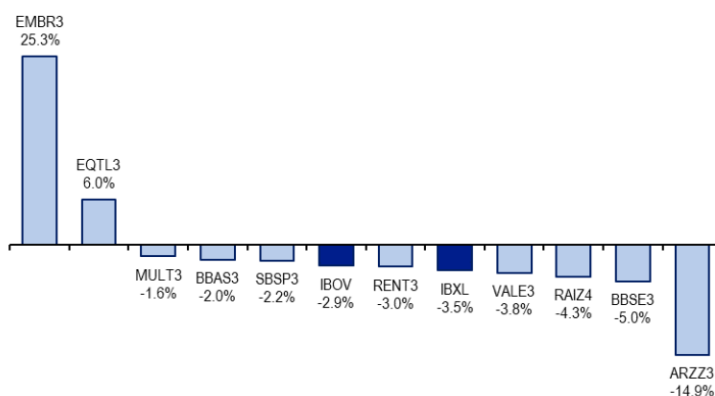
Fonte: BTG Pactual

Desempenho mensal

Em março, o desempenho da carteira 10SIM™ foi de 0,0%, superando o Ibovespa (-2,9%) e o IBrX-50 (-3,5%), conforme gráfico abaixo.

Gráfico 15: desempenho relativo de março de 2023


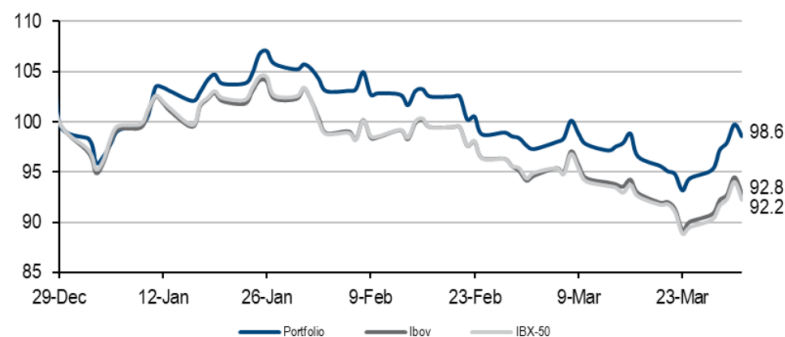
Fonte: BTG Pactual, Economática

Gráfico 16: desempenho das ações em março de 2023


Fonte: BTG Pactual, Economática

Desempenho 2023

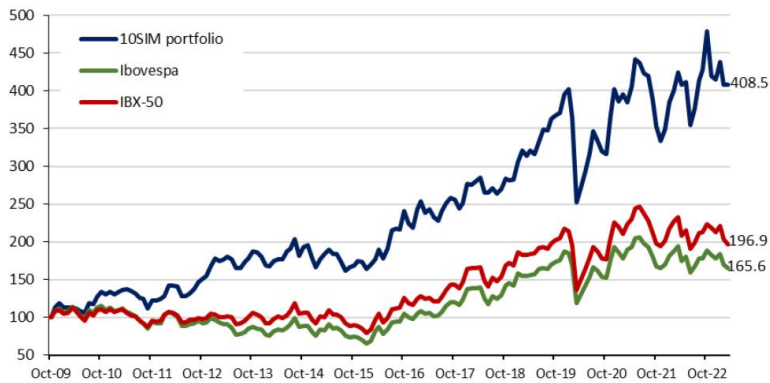
Desde 31 de dezembro de 2022, nossa carteira 10SIM caiu 1,4%, contra uma queda de 7,2% do Ibovespa e de 7,8% do IBX-50. A taxa CDI do interbancário aumentou +3,2% no período.

Gráfico 17: Desempenho 2023


Fonte: BTG Pactual, Economática

Desempenho histórico

Desde outubro de 2009, quando Carlos E. Sequeira assumiu a gestão do portfólio 10SIM, o 10SIM acumula valorização de 308,5%, contra 65,6% do Ibovespa e 97% do IBX-50.

Gráfico 18: Desempenho desde Out/2009


Fonte: BTG Pactual, Economática

Tabela 8: Desempenho mensal histórico

	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Year	Ibov.	Accum.	Ibov Accum.
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%	5.0%	-2.1%	2.3%	-1.6%	5.2%	4.8%	-0.1%	4.3%	1.2%	0.8%	6.7%	39.9%	31.6%	295.0%	88.0%
2020	1.7%	-9.2%	-30.8%	8.0%	7.7%	8.3%	9.0%	-3.6%	-4.1%	-1.1%	16.2%	9.2%	1.8%	2.9%	302.1%	93.5%
2021	-3.9%	2.2%	-2.7%	5.6%	8.8%	-1.1%	-3.1%	-0.9%	-7.6%	-8.9%	-5.6%	4.6%	-13.3%	-11.9%	248.5%	70.4%
2022	10.5%	3.8%	6.1%	-3.9%	1.1%	-14.0%	6.4%	9.9%	3.2%	12.1%	-12.4%	-1.3%	18.9%	4.7%	314.4%	78.4%
2023	5.7%	-6.8%	0.0%										-1.4%	-7.2%	308.5%	65.6%

Fonte: BTG Pactual, 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.

- 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

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual S.A.") para distribuição somente no Brasil, sob circunstâncias permitidas pela regulamentação vigente. BTG Pactual S.A. é o responsável pela distribuição desse relatório no Brasil. Nada nesse relatório constitui indicação de que a estratégia de investimento ou recomendações aqui citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Este relatório possui caráter informativo, não constitui material promocional e não foi produzido como uma solicitação de compra ou venda de qualquer ativo ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição. Os dados que aparecem nos gráficos referem-se ao passado, a rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Os preços e demais informações contidas neste relatório são críveis e dignas de confiança na data de publicação do mesmo e foram obtidas de uma ou mais das fontes que seguem: (i) fontes expressas ao lado da informação; (ii) preço de cotação no principal mercado regulado do valor mobiliário em questão; (iii) fontes públicas confiáveis; ou (iv) base de dados do BTG Pactual S.A.

Nenhuma garantia ou declaração, tanto expressa quanto implícita, é provida em relação à exatidão, abrangência ou confiabilidade das informações aqui contidas, com exceção das informações referentes ao BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas. Também não tem o intuito de ser uma declaração completa ou um resumo sobre os ativos, mercados ou estratégias abordados no documento. Em todos os casos, investidores devem conduzir suas próprias investigações e análises antes de proceder ou deixar de proceder qualquer ação relacionada aos valores mobiliários analisados neste relatório. BTG Pactual S.A. não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. BTG Pactual S.A. 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. BTG Pactual S.A. não tem obrigações fiduciárias com os destinatários deste relatório e, ao divulgá-lo, não apresenta capacidade fiduciária.

O presente relatório não deve ser considerado pelos destinatários como um substituto para o exercício do seu próprio julgamento. Opiniões, estimativas e projeções expressas aqui constituem o julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data na qual foi preparada e por isso, está sujeito a mudanças sem aviso e pode diferir ou ser contrário a opiniões expressas por outras áreas de negócios ou grupos do BTG Pactual, BTG Pactual S.A. e suas afiliadas ou subsidiárias como resultado do uso de diferentes hipóteses e critérios.

Preços e disponibilidade de instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a mudanças sem aviso.

A análise contida aqui é baseada em diversas hipóteses. Diferentes hipóteses podem ter resultados substancialmente diferentes.

Os analistas responsáveis pela preparação deste relatório podem interagir com a mesa de operações, mesa de vendas e outros departamentos, com o intuito de reunir, sintetizar e interpretar informações de mercado. BTG Pactual S.A. não está sob a obrigação de atualizar ou manter atualizada a informação contida neste relatório.

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 BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do 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 BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

Os ativos mencionados neste relatório podem não estar disponíveis para venda em todas as jurisdições ou para certas categorias de investidores. Opções, derivativos e futuros não são adequados a todos os investidores e a negociação desses tipos de instrumentos é considerada arriscada. Hipotecas e ativos lastreados em títulos de crédito podem envolver alto grau de risco e podem ser altamente voláteis em resposta às taxas de juros ou outras variáveis de mercado. Performance passada não é indicação de resultado futuro. Se um instrumento financeiro é cotado em uma moeda que não a do investidor, mudanças nas taxas de câmbio podem afetar de forma adversa o valor, o preço ou o retorno proveniente de qualquer ativo mencionado nesse documento e o leitor deve considerar o risco relacionado ao descasamento de moedas.

Este relatório não leva em consideração objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades especiais de nenhum investidor em particular. Investidores devem buscar orientação financeira baseada em suas particularidades antes de tomar qualquer decisão de investimento baseada nas informações aqui contidas. Para recomendações de investimento, execução de ordens de negociação ou outras funções correlacionadas, os clientes devem contatar seus representantes de vendas locais. O BTG Pactual S.A., 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 presente relatório.

Qualquer preço apresentado neste relatório possui caráter informativo e não representa avaliação individual do valor de mercado do ativo ou outro instrumento. Não há garantias de que qualquer transação pode ou pôde ter sido efetuada nos preços apresentados neste relatório. Os preços eventualmente apresentados não necessariamente representam os preços contábeis internos ou os preços teóricos provenientes de avaliação por modelos do BTG Pactual S.A. e podem estar baseados em premissas específicas. Premissas específicas assumidas pelo BTG Pactual S.A. ou por terceiros podem ter resultados substancialmente diferentes.

Este relatório não pode ser reproduzido ou distribuído por qualquer outra pessoa, parcialmente ou em sua totalidade, sem o prévio consentimento por escrito do BTG Pactual S.A.

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