



Carteira Recomendada de Ações (10SIM)

Equity Research

Banco BTG Pactual S.A.

Junho 2022

Carlos Sequeira, CFA

New York – BTG Pactual US Capital LLC

Osni Carfi

São Paulo – Banco BTG Pactual S.A.

Bruno Lima

São Paulo – Banco BTG Pactual S.A.

Luiz Temporini

São Paulo – Banco BTG Pactual S.A.

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

Ações brasileiras apresentaram boa performance

Após um fraco desempenho em abril, o Ibovespa voltou a ter um desempenho positivo em maio (alta de 3,2% em reais e 7,8% em dólares), mantendo-se como um dos mercados de ações com melhor desempenho no acumulado do ano. Embora o desempenho relativo do Ibovespa tenha sido bom neste ano, acreditamos que o índice ainda está sendo negociado com um valuation muito atrativo. Reconhecemos que o aperto monetário nos EUA não ajudará os mercados emergentes de ações em geral, e as ações brasileiras em particular, mas continuamos acreditando que o Brasil está relativamente bem posicionado no atual ambiente geopolítico desafiador.

Mantendo nosso portfólio principal inalterado

Decidimos mais uma vez deixar o *core* do nosso portfólio inalterado. Com as taxas de juros permanecendo altas por um período prolongado, optamos por manter a exposição aos grandes bancos brasileiros via Itaú e Banco do Brasil. Também estamos mantendo nossa exposição ao consumo de alta renda (Arezzo & Multiplan), bem como mantendo nossa posição em *soft commodities* (SLC) e pecuária (Minerva), onde o Brasil tem uma vantagem. A Vale é outra posição central, e a decisão do governo chinês de suspender algumas das restrições de mobilidade relacionadas à Covid pode fornecer suporte extra aos preços do minério de ferro.

A Totvs está de volta ao 10SIM

A única mudança que estamos fazendo este mês é a inclusão da desenvolvedora de software Totvs, após a queda das ações de 11%, em maio. As principais operações da empresa estão crescendo de forma boa e lucrativa, enquanto os segmentos de *business performance* e techfin também apresentam bom desempenho. Com a maior parte de suas receitas protegidas contra a alta inflação e com as ações negociando a 16x EV/EBITDA 2022E, vemos um ponto de entrada atraente. Para abrir espaço para a Totvs, estamos retirando a Energisa.

Raízen e Locaweb completam nosso 10SIM

Por fim, a distribuidora de combustíveis e produtora de etanol Raízen e a desenvolvedora de plataformas de e-commerce Locaweb completam o 10SIM.

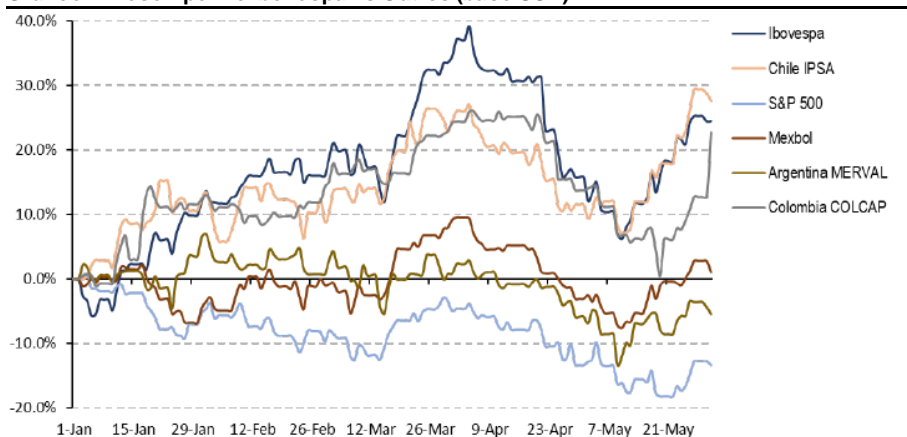
Tabela 1: Carteira Recomendada de Ações (10SIM) para Junho de 2022

Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mi)	EV/EBITDA		P/L		P/VPA	
					2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
Vale	Metais & Mineração	VALE3	15%	408.667	4,1x	4,0x	6,5x	6,4x	2,0x	1,8x
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	15%	237.738	n.a.	n.a.	8,5x	7,6x	1,6x	1,5x
Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%	104.498	n.a.	n.a.	4,0x	3,5x	0,7x	0,6x
Raizen	Agronegócio	RAIZ4	10%	63.419	6,8x	5,1x	18,2x	11,8x	2,8x	2,1x
Totvs	Tecnologia	TOTS3	10%	17.251	16,0x	15,3x	33,5x	26,8x	4,0x	3,8x
Mutiplan	Shoppings	MULT3	10%	14.165	13,9x	11,5x	26,1x	20,6x	2,2x	2,0x
SLC Agrícola	Agronegócio	SLCE3	10%	11.404	6,0x	6,4x	9,1x	9,8x	2,5x	2,4x
Arezzo	Varejo	ARZZ3	10%	8.802	15,4x	12,2x	22,0x	17,0x	4,4x	3,9x
Minerva	Alimentos	BEEF3	5%	8.308	5,0x	4,7x	14,0x	8,8x	5,3x	5,3x
Locaweb	Tecnologia	LWSA3	5%	3.883	12,0x	6,2x	29,3x	21,2x	1,3x	1,2x

Fonte: BTG Pactual e Economatica

Ações brasileiras apresentaram boa performance

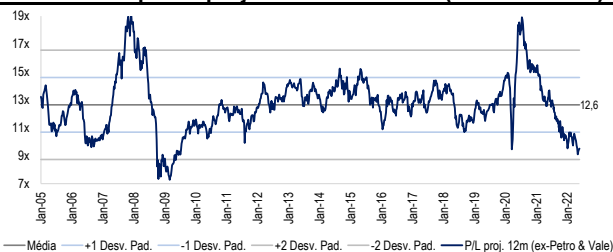
Após um fraco desempenho em abril, o Ibovespa voltou a ter um desempenho positivo em maio (alta de 3,2% em reais e 7,8% em dólares), mantendo-se como um dos mercados de ações com melhor desempenho no acumulado do ano. Embora o desempenho relativo do Ibovespa tenha sido bom neste ano, acreditamos que o índice ainda está sendo negociado com um valuation muito atrativo.

Gráfico 1: Desempenho Ibovespa vs Outros (base USD)


Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

As ações brasileiras estão sendo negociadas a um P/L projetado de 12 meses de 9,5x, quase dois desvios padrão abaixo da média histórica (Gráfico 2). O valuation é atrativo apesar das taxas de juros reais de longo prazo muito altas (encerraram maio em 5,72%). Enquanto isso, o prêmio para manter ações, medido como o inverso do P/L menos as taxas de juros reais de 10 anos, é de 4,8%, um desvio padrão acima da média histórica (Gráfico 3).

Reconhecemos que o aperto monetário nos EUA não ajudará as ações dos mercados emergentes em geral, e as ações brasileiras em particular. Mas continuamos acreditando que o Brasil está relativamente bem posicionado no atual ambiente geopolítico desafiador.

Gráfico 2: Ibovespa P/L projetado de 12 meses (ex-Petr & Vale)


Fonte: Economática, estimativas BTG Pactual

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


Fonte: Banco Central do Brasil, estimativas do BTG Pactual

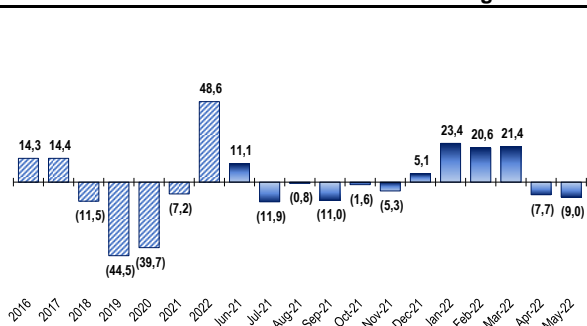
Em nossa opinião, as taxas de juros reais de longo prazo em 5,7% implicam riscos políticos e fiscais significativos. Como temos defendido desde o início do ano, vemos espaço para que as taxas reais de longo prazo caiam ainda este ano, principalmente se os principais candidatos presidenciais do Brasil se comprometerem com a disciplina fiscal na campanha. Naturalmente, a queda das taxas de juros de longo prazo seria um importante gatilho para os preços das ações no Brasil.

Por outro lado, o crescimento estruturalmente baixo do Brasil pode limitar o interesse dos investidores em ações brasileiras. Uma agenda de reformas mais agressiva, privatizações e leilões adicionais de infraestrutura podem ajudar a destravar parte desse valor.

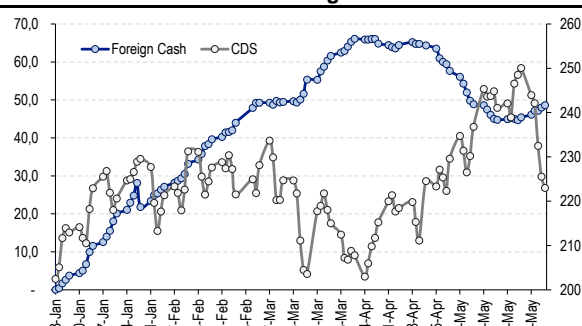
Investidores estrangeiros compraram ações brasileiras nos últimos dias

Após fortes fluxos de entradas de capital estrangeiro nos primeiros 3 meses do ano (total de R\$ 65 bilhões), os fluxos de saídas foram relativamente fortes em abril (R\$ 7,7 bilhões) e maio (R\$ 9,0 bilhões no acumulado do mês). Dito isso, nos últimos 5 dias, os estrangeiros foram compradores líquidos de ações brasileiras no valor de R\$ 3,2 bilhões.

Acreditamos que a exposição geral dos investidores estrangeiros às ações brasileiras continua baixa, certamente muito abaixo dos níveis históricos. Atualmente, os fundos G.E.M (*Global Emerging Markets*) e LatAm possuem 6,3% e 58,6% de seus respectivos ativos em ações brasileiras.

Gráfico 4: Fluxos de entrada de investidores estrangeiros


Fonte: B3, estimativas do BTG Pactual

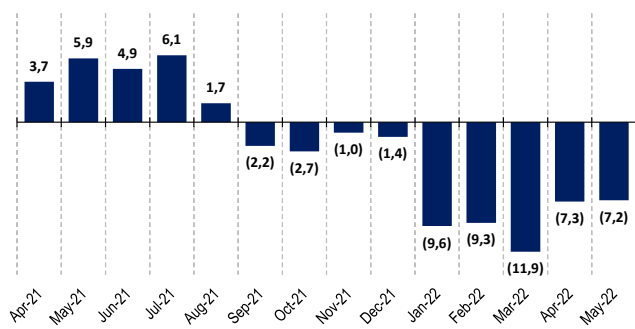
Gráfico 5: Fluxo de Investidor estrangeiro no acumulado do ano


Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

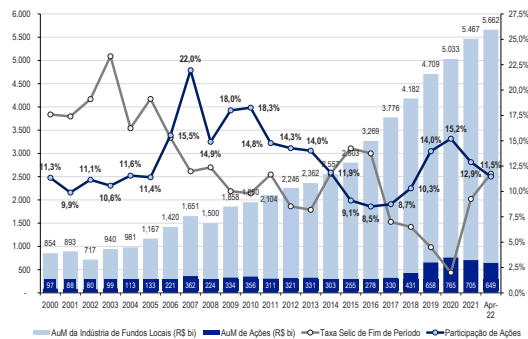
Os fundos de ações locais ainda registram resgates, mas menos

Como a taxa Selic continua subindo, os fundos de ações locais ainda enfrentam resgates. Nos primeiros 3 meses do ano, a média de resgates foi de R\$ 10,4 bilhões. No entanto, o ritmo desacelerou para R\$ 7,3 bilhões em abril e R\$ 7,2 bilhões em maio. À medida que o ciclo de alta da taxa de juros local se aproxima do fim, esperamos que os resgates diminuam ainda mais nos próximos meses.

Com resgates totais no acumulado do ano se aproximando de R\$ 45 bilhões, as alocações de fundos mútuos locais para ações caíram para 11,5% em abril, abaixo dos 15,7% em maio de 2021.

Gráfico 6: Fluxo de entrada líquido mensal dos fundos de ações


Fonte: Economática, estimativas do BTG Pactual

Gráfico 7: Alocação de fundos locais


Fonte: Banco Central do Brasil, estimativas do BTG Pactual

Análise de empresas com grande geração de caixa

Compilamos abaixo uma lista de ações brasileiras que estão gerando muito caixa (e, em alguns casos, têm dividend yields atraentes) ou negociadas a um P/VP abaixo de 1. Para evitar ações excessivamente ilíquidas, limitamos nossa seleção a empresas com valor de mercado de pelo menos R\$ 2 bilhões (US\$ 400 milhões). Dentro desse universo, destacamos os ativos que nossos analistas mais gostam.

Nossa lista apresenta 18 empresas com valor de mercado acima de R\$ 2 bilhões que estão negociando com FCF yield acima de 10%. Algumas delas estão em nossos portfólios teóricos (10SIM, Small Caps, ESG) ou estão entre as Top Picks de nossos analistas em seus respectivos setores. Aqui, destacamos Petrobras, Gerdau, Vale, JBS, Arezzo, 3Tentos, CBA, TIM, Jalles Machado, Suzano, Iguatemi e SLC.

Tabela 2: Top Picks negociadas com FCF Yield acima de 10%

Company	Ticker	Market Cap (R\$ bn)	FCFE Yield	Rating
Petrobras	PETR4	451.99	28%	Neutral
Gerdau	GGBR4	48.08	20%	Buy
Vale	VALE3	409.18	16%	Buy
JBS	JBSS3	79.27	16%	Buy
Arezzo	ARZZ3	8.11	14%	Buy
3tentos	TTEN3	4.35	13%	Buy
CBA	CBAV3	8.88	13%	Buy
TIM Part	TIMS3	33.17	13%	Buy
Jalles Machado	JALL3	2.78	13%	Buy
Suzano	SUZB3	69.12	12%	Buy
Iguatemi	IGT11	5.48	10%	Buy
SLC Agrícola	SLCE3	11.06	10%	Buy

Fonte: estimativas do BTG Pactual

Analisamos uma lista dos maiores pagadores de dividendos do Brasil. Aqui, destacamos Petrobras, Vale (que tem um plano agressivo de recompra em andamento), Cyrela, Banco do Brasil, BB Seguridade, B3, Telefonica Brasil e Odontoprev.

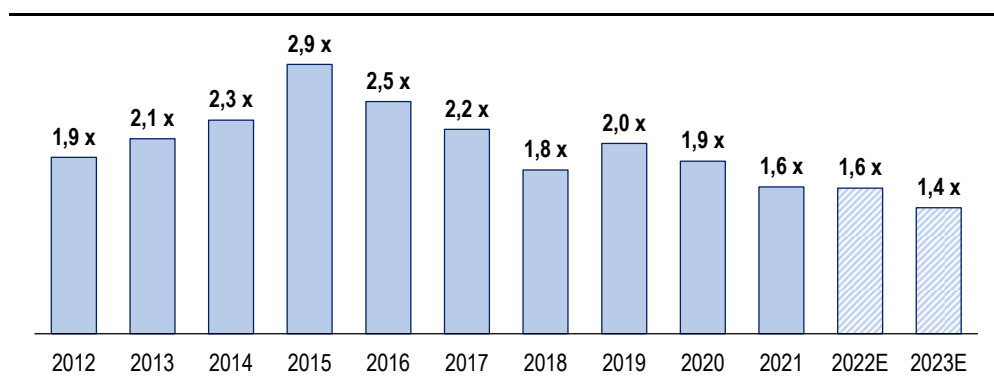
Também compilamos uma lista de ações com valor de mercado acima de R\$ 2 bilhões que estão sendo negociadas abaixo de seus valores contábeis. Alguns podem argumentar que o P/VP não é a melhor maneira de analisar os níveis de valuation de algumas dessas empresas. Para resolver esse problema, pedimos aos nossos analistas que escolhessem seus nomes preferenciais entre as ações negociadas abaixo (ou pelo) do valor patrimonial. Segue a lista: Cielo, Anima, Banco do Brasil,

Embraer, Banco ABC, Cosan, Neoenergia, Cyrela, Gerdau e Locaweb. Algumas ações, como a Gerdau, por exemplo, são negociadas abaixo do valor contábil e têm um FCF yield acima de 10%.

Alavancagem das empresas brasileiras está diminuindo

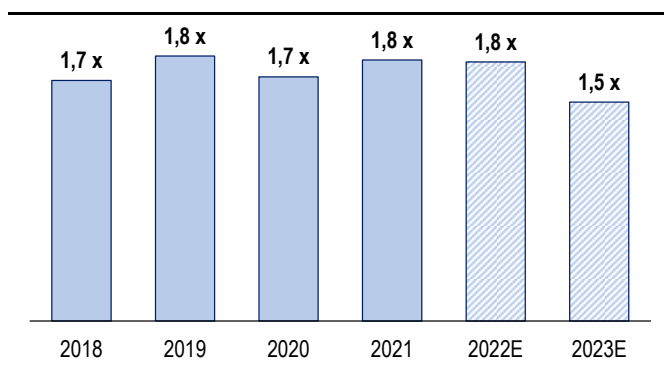
A alavancagem das companhias abertas brasileiras caiu nos últimos anos. Ex-Petrobras e Vale, atingiu níveis mínimos de 10 anos em 2021, após atingir o pico em 2015. A desalavancagem dos exportadores de commodities foi o principal fator do declínio geral. Incluindo Petrobras e Vale, a desalavancagem é ainda mais forte, pois ambas cresceram seu EBITDA e, no caso da Petrobras, reduziu a dívida também. Esperamos que a alavancagem permaneça estável em 2022 e diminua um pouco mais em 2023.

Gráfico 8: Alavancagem das empresas sob nossa cobertura ex-Petr&Vale (Dívida Líquida / EBITDA)



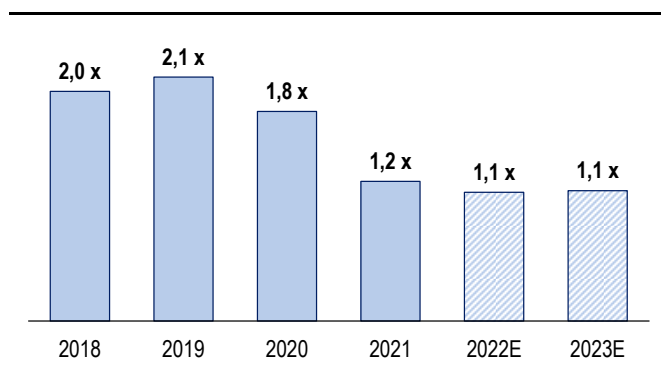
Fonte: estimativas BTG Pactual

Gráfico 9: Alavancagem das empresas domésticas sob nossa cobertura



Fonte: estimativas BTG Pactual

Gráfico 10: Alavancagem das empresas sob nossa cobertura



Fonte: estimativas BTG Pactual

Em 2021, a maior desalavancagem (ex-Petro e Vale) veio do forte crescimento do EBITDA consolidado (+44%), pois a dívida líquida também aumentou (+19%). Em 2022, esperamos que o EBITDA consolidado e a dívida líquida permaneçam estáveis, mantendo a alavancagem intacta em 1,6x – incluindo Petrobras e Vale, a alavancagem encerrou 2021 em 1,2x, e modelamos que caia para 1,1x em 2022. A lucratividade geral das empresas brasileiras listadas atingiu o pico recentemente, com a margem líquida do final de 2021 de 13,3%. Em 2022, projetamos rentabilidade menor devido a taxas de juros mais altas e o fraco crescimento econômico.

Com exceção das companhias aéreas, acreditamos que a maioria dos setores encerrou 2021 com alavancagem adequada. Alguns setores com vendas mais resilientes e previsíveis, como Propriedades (3,1x) e Infraestrutura (3,3x), podem lidar confortavelmente com uma alavancagem maior. Nenhum outro setor encerrou 2021 com alavancagem acima de 3x.

Diversas ações do setor de Propriedades figuram no topo da lista de empresas altamente alavancadas. No universo do varejo, a alavancagem é alta na Via Varejo e no Magazine Luiza. As companhias aéreas Gol e Azul também estão alavancadas, assim como a BRF.

Tabela 3: Alavancagem por setor

	2019	2020	2021	2022E	2023E
Cobertura BTGP	2,1 x	1,8 x	1,2 x	1,1 x	1,1 x
crescimento a/a	6,2%	-14,0%	-33,4%	-7,8%	1,2%
Cobertura BTGP (ex-Petr&Vale)	2,0 x	1,9 x	1,6 x	1,6 x	1,4 x
crescimento a/a	16,2%	-9,3%	-15,0%	-0,8%	-13,5%
Doméstico	1,8 x	1,7 x	1,8 x	1,8 x	1,5 x
crescimento a/a	10,1%	-7,8%	6,9%	-0,8%	-15,5%
Commodities	2,4 x	1,9 x	0,9 x	0,8 x	0,9 x
crescimento a/a	3,7%	-18,7%	-53,5%	-14,6%	16,1%
Agronegócio	2,4 x	2,3 x	2,3 x	1,7 x	1,5 x
Aéreas	3,3 x	9,9 x	10,3 x	4,7 x	n.a.
Bens de Capital	1,2 x	2,1 x	1,4 x	1,9 x	1,7 x
Aluguel de Carros & Logística	2,8 x	2,7 x	2,6 x	2,7 x	2,9 x
Educação	2,0 x	1,9 x	2,3 x	2,0 x	1,7 x
Financeiro (ex-Bancos)	0,1 x	0,0 x	n.a.	n.a.	n.a.
Alimentos & Bebidas	1,5 x	1,2 x	1,2 x	1,3 x	1,4 x
Saúde	1,6 x	1,6 x	2,2 x	2,3 x	1,7 x
Infraestrutura	2,7 x	3,2 x	3,3 x	2,5 x	2,2 x
Shoppings	2,4 x	2,2 x	2,8 x	1,6 x	1,2 x
Metais & Mineração	0,8 x	0,3 x	0,1 x	0,2 x	0,2 x
Petróleo & Gás	3,1 x	3,1 x	1,3 x	0,9 x	1,1 x
Propriedades	4,8 x	3,4 x	3,1 x	4,5 x	4,6 x
Papel & Celulose	4,6 x	4,0 x	2,5 x	2,0 x	2,0 x
Imobiliário	0,7 x	n.a.	0,6 x	1,3 x	0,9 x
Varejo	1,8 x	1,3 x	1,9 x	1,5 x	1,1 x
Tecnologia	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Telecom	0,7 x	0,5 x	0,5 x	1,1 x	0,9 x
Serviços Básicos	2,6 x	2,4 x	2,4 x	2,3 x	1,9 x

Fonte: estimativas BTG Pactual

Os impactos positivos da queda das taxas de longo prazo

As taxas reais de longo prazo do Brasil têm oscilado próximo a 5,7%, um nível relativamente alto que implica uma dose considerável de risco político/fiscal. Embora as preocupações dos investidores sejam compreensíveis, principalmente com as próximas eleições presidenciais (fortemente polarizadas), esperamos que as taxas reais de longo prazo caiam, especialmente se os principais candidatos se comprometerem com a disciplina fiscal. Uma agenda de reformas mais agressiva, privatizações e leilões adicionais de infraestrutura também podem reduzir as taxas de longo prazo.

Gráfico 11: Títulos governamentais de longo prazo (NTN-B 2035)

Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Ibovespa: queda limitada, potencial de valorização atraente

A queda das taxas de juros de longo prazo pode desencadear uma importante reavaliação do Ibovespa. Como fizemos no passado, realizamos um exercício simples para estimar o valor justo do Ibovespa em vários cenários, onde usamos diferentes premissas para inflação de longo prazo, taxas de juros reais de longo prazo e crescimento real do PIB. Para simplificar, mantemos o ROE em 15%, embora calculemos que o ROE consolidado foi de 26% em 2021 e estimado em 20% em 2022. Também mantemos o prêmio de risco de ações em 3%.

Resumo de todos os cenários

Racional por trás de nossos cenários/suposições:

Os cenários 1-2 são mais conservadores, com inflação, taxas de longo prazo e premissas de crescimento do PIB em linha com os números reais dessas variáveis. Mesmo nesses cenários, a queda do Ibovespa parece limitada, novamente sugerindo que os valuations estão adequadamente ajustados ao ambiente econômico/político mais difícil.

Os cenários 5-6 são otimistas. Assumimos uma inflação sob controle (3,0%-3,5%), taxas de longo prazo de volta a níveis historicamente baixos (3,5%-3,0%) e crescimento real do PIB de 2,0%-2,5%. Sob essas premissas, o potencial de valorização do Ibovespa é significativo.

Os cenários 3-4 estão alinhados com uma melhora moderada nas condições macroeconômicas gerais e, em nossa opinião, eles refletem de forma mais realista cenários tangíveis, onde assumimos a inflação e taxas reais de longo prazo variando de 4,0% a 4,5%, e crescimento real do PIB de 1,0%-1,5%.

Esses cenários apontam para múltiplos P/L justos em uma faixa de 9,7x a 11,5x versus o Ibovespa em um P/L projetado de 12 meses de 7,8x. O potencial de valorização varia de 25% a 48% nos cenários 3 e 4.

Tabela 4: Sensibilidade do preço alvo do Ibovespa em diferentes cenários

	Cenário 1	Cenário 2	Cenário 3	Cenário 4	Cenário 5	Cenário 6
ROE	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Ke	14,0%	13,0%	12,0%	11,0%	10,0%	9,0%
Inflação	5,5%	5,0%	4,5%	4,0%	3,5%	3,0%
Taxa real	5,5%	5,0%	4,5%	4,0%	3,5%	3,0%
Taxa de juros	11,0%	10,0%	9,0%	8,0%	7,0%	6,0%
Prêmio	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Crescimento	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Inflação	5,5%	5,0%	4,5%	4,0%	3,5%	3,0%
Crescimento real	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
P/L alvo	7,5x	8,5x	9,7x	11,5x	14,1x	18,1x
P/L atual 2022	7,8x	7,8x	7,8x	7,8x	7,8x	7,8x
IBOV	111.890	111.890	111.890	111.890	111.890	111.890
IBOV alvo	107.546	121.885	140.394	165.920	202.791	260.732
Potencial de valorização	-3,9%	8,9%	25,5%	48,3%	81,2%	133,0%

Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Análise *bottom-up*: o poder de um custo de capital próprio mais baixo

No exercício acima, mostramos como nosso valuation justo do Ibovespa muda em diferentes cenários para taxas de juros reais de longo prazo, inflação e crescimento do PIB.

Decidimos aprofundar os diferentes setores e estimar como os valuations de setor/ações mudam para cada redução de 100bps no custo de capital próprio. Dados os diferentes níveis de Beta, duração do fluxo de caixa e prêmios de risco associados a cada setor/ação, o impacto varia enormemente de setor para setor e de ação para ação.

Os resultados mostrados na tabela abaixo foram obtidos após nossos analistas executarem seus modelos para ~180 empresas, assumindo uma redução de 100bps no custo de capital próprio. O aumento médio do preço-alvo para as empresas analisadas foi de 15%, mas a faixa vai de 2% até 82%.

As empresas de Metais e Mineração (mediana de 8,6%) e Infraestrutura (9,5%) têm os menores aumentos de preço-alvo. Empresas de infraestrutura tendem a ter fluxos de caixa de longa duração, porém nossa equipe modela fluxos de caixa de rodovias (CCR e ECOR) de acordo com a duração dos contratos existentes (ou seja, sem perpetuidade) o que limita o potencial de valorização quando Ke (custo de capital próprio) cai.

Do outro lado do espectro, as empresas de Bens de Capital (22%), Aluguel de Carros (19%) e Tecnologia (18%) desfrutam de um aumento acima da média em seus preços-alvo.

Tabela 5: Aumento de preço alvo por setor

Setor	Potencial de Valoriz. %
Metais e Mineração	8,6%
Infraestrutura	9,5%
Imobiliário	10,0%
Propriedades Comerciais	10,6%
Saúde e Educação	10,6%
Serviços Básicos	11,5%
Petróleo	12,1%
Bancos	12,8%
Agornegócio	13,8%
Telecom	13,8%
Varejo	15,4%
Papel e Celulose	15,7%
Alimentos e Bebidas	17,7%
Tecnologia	17,9%
Aluguel de Carros & Logística	19,4%
Financeiro (ex-Bancos)	20,0%
Bens de Capital	21,9%

Fonte: Estimativas do BTG Pactual

10SIM de Junho: Mantendo o core nosso portfólio inalterado

O ambiente global continua muito volátil e o debate sobre se a economia dos EUA entrará em recessão no próximo ano (e quão profunda pode ser) permanece muito presente. Localmente, muito pouco mudou. A atividade econômica e as contas fiscais do governo estão surpreendendo para cima no 1S22. Por outro lado, a dinâmica de inflação continua difícil (com as expectativas de inflação para 2022 e 2023 sendo revisadas em até 8% e 4%, respectivamente), o que pode fazer com que as taxas de juros de curto prazo subam um pouco mais antes que o ciclo termine.

Decidimos mais uma vez manter o *core* do nosso portfólio inalterado. Com taxas de juros permanecendo altas por um longo período, optamos por manter a exposição a grandes bancos comerciais brasileiros via Itaú e Banco do Brasil.

Também estamos deixando nossa exposição ao consumo de alta renda inalterada (Arezzo e Multiplan), por ser menos sensível a altas taxas de inflação e juros. Estamos mais uma vez adiando nossa decisão de adicionar mais exposição a consumo de baixa renda e mais cíclicos, uma vez que as expectativas de inflação continuam aumentando.

A única mudança que estamos fazendo este mês é a inclusão do desenvolvedor de software Totvs, após as ações caírem 11% em maio. As principais operações da empresa estão crescendo de forma boa e lucrativa, enquanto os segmentos de *business performance* e techfin também são tendo um bom desempenho. Com a maior parte de suas receitas protegidas contra a alta inflação e com as ações negociando em 16x EV/EBITDA 2022E, vemos um ponto de entrada atraente. Para criar espaço para a Totvs, estamos retirando a Energisa.

Também mantemos nossa exposição a *soft commodities* e ao negócio de gado, onde o Brasil tem vantagem. A SLC Agrícola é nosso player preferido de *soft commodities*, enquanto a Minerva é a que mais ganha com o menor custo da pecuária no Brasil.

Estamos mantendo a exposição à exportadora de minério Vale. A decisão do governo chinês de aliviar algumas das restrições de mobilidade relacionadas com o Covid poderia fornecer apoio extra para preços do minério de ferro. Além disso, o valuation é extremamente atrativo, a empresa está gerando muito caixa e nos dá alguma exposição ao dólar.

Por fim, distribuidora de combustíveis e produtora de etanol Raízen e a desenvolvedora de plataforma de e-commerce Locaweb completam o 10SIM.

Carteira Recomendada de Ações (10SIM):

Tabela 6: Alterações na Carteira para o mês de Junho

Maio				Junho			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
Vale	Metais & Mineração	VALE3	15%	Vale	Metais & Mineração	VALE3	15%
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	15%	Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	15%
Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%	Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%
Raízen	Agronegócio	RAIZ4	10%	Raízen	Agronegócio	RAIZ4	10%
Energisa	Serviços Básicos	ENGI1	10%	Totvs	Tecnologia	TOTS3	10%
Mutiplan	Shoppings	MULT3	10%	Mutiplan	Shoppings	MULT3	10%
SLC Agrícola	Agronegócio	SLCE3	10%	SLC Agrícola	Agronegócio	SLCE3	10%
Arezzo Co	Varejo	ARZZ3	10%	Arezzo Co	Varejo	ARZZ3	10%
Minerva	Alimentos	BEEF3	5%	Minerva	Alimentos	BEEF3	5%
Locaweb	Tecnologia	LWSA3	5%	Locaweb	Tecnologia	LWSA3	5%

Fonte: BTG Pactual

Ações do Portfólio:

Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mi)	EV/EBITDA		P/L		P/VPA	
					2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
Vale	Metais & Mineração	VALE3	15%	408.667	4,1x	4,0x	6,5x	6,4x	2,0x	1,8x
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	15%	237.738	n.a.	n.a.	8,5x	7,6x	1,6x	1,5x
Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%	104.498	n.a.	n.a.	4,0x	3,5x	0,7x	0,6x
Raízen	Agronegócio	RAIZ4	10%	63.419	6,8x	5,1x	18,2x	11,8x	2,8x	2,1x
Totvs	Tecnologia	TOTS3	10%	17.251	16,0x	15,3x	33,5x	26,8x	4,0x	3,8x
Mutiplan	Shoppings	MULT3	10%	14.165	13,9x	11,5x	26,1x	20,6x	2,2x	2,0x
SLC Agrícola	Agronegócio	SLCE3	10%	11.404	6,0x	6,4x	9,1x	9,8x	2,5x	2,4x
Arezzo	Varejo	ARZZ3	10%	8.802	15,4x	12,2x	22,0x	17,0x	4,4x	3,9x
Minerva	Alimentos	BEEF3	5%	8.308	5,0x	4,7x	14,0x	8,8x	5,3x	5,3x
Locaweb	Tecnologia	LWSA3	5%	3.883	12,0x	6,2x	29,3x	21,2x	1,3x	1,2x

Fonte: BTG Pactual e Economatica

Raízen (RAIZ4):

Estamos mantendo a RAIZ4 em nosso portfólio 10SIM. Acreditamos que os temores dos investidores sobre o guidance do ano fiscal de 2023 provocasse revisões negativas não devem se materializar. De fato, mantemos nossa visão inicial de que há razão para surpresas positivas ao longo do ano. Com pressões altistas contínuas sobre os preços do petróleo, uma perspectiva mais forte para os preços da CBio sob a meta de 2022 divulgada recentemente pelo CNPE, e expectativas de recuperação parcial da produtividade da cana-de-açúcar (reduzindo as pressões de custo unitário), esperamos que a geração de EBITDA melhore significativamente para a safra 2022/23. Nós acreditamos que há muito mais crescimento pela frente nos próximos anos, não apenas dos novos projetos de energias renováveis, mas também de uma maior diluição de custos à medida que a Raízen melhore os rendimentos da cana-de-açúcar, mantendo o guidance divulgado no segmento de distribuição. Acreditamos que as ações da RAIZ mal refletem o valor da soma das suas partes, ao mesmo tempo ignorando os benefícios de ser um operador integrado. Com as ações sendo negociadas em um valuation pouco exigente e com desconto em relação aos seus pares mais óbvios, reiteramos nossa visão positiva sobre a tese.

SLC Agrícola (SLCE3):

A SLC oferece exposição a um dos setores mais resilientes e competitivos do Brasil na forma de uma empresa grande e bem administrada, com um modelo de negócios comprovado que busca ser um produtor de soja, algodão e milho de baixo custo pela adoção em larga escala de tecnologia nas áreas mais tradicionais para a agricultura. O crescimento de 46% da área plantada e um modelo de negócios *asset-light* da empresa em 2022 deve permitir que ela se beneficie de alta alavancagem operacional e se consolide como uma das melhores maneiras de participar da tese de alta dos preços das commodities agrícolas, cujos fundamentos permanecem bastante favoráveis. Embora os riscos associados ao fornecimento de insumos continuem sendo um ponto a ser observado, achamos que as margens atuais mais do que acomodam isso com o aumento dos yields e preços, além do fornecimento de 83% do potássio e 49% de fósforo já estarem garantidos. Apesar da alta do preço das ações no acumulado do ano, o valuation continua pouco exigente, com a empresa sendo negociada 30% abaixo do histórico com base no EV/EBITDA 22 e 15% abaixo dele em 2024 sob premissas de preço de commodities mais normalizadas de longo prazo. Com um ROIC pelo menos 4x maior que o histórico, reiteramos a Compra.

Minerva (BEEF3):

Acreditamos que há uma história de valor brilhante para a Minerva à frente e, portanto, estamos adicionando a BEEF3 ao nosso portfólio 10SIM. Em primeiro lugar, há o componente do ciclo, com o Brasil à beira de uma reviravolta no ciclo do gado. Mas mais do que as melhorias do ciclo passado, acreditamos que a quantidade de gado disponível para abate aumentará significativamente, o que significa que esperamos que o próximo ciclo seja ainda mais forte do que os anteriores. Em segundo lugar, há o componente de preço, com a demanda por carne bovina brasileira e sul-americana permanecendo forte e apoiando os preços em alta no ano passado. Isso é um bom presságio para as margens e também deve significar receitas mais fortes, impulsionando o crescimento do resultado final. Em terceiro lugar, há geração de valor, com a presença de produção e experiência comercial do Minerva mais fortes do que nunca, além de apresentar um de seus balanços mais fortes já registrados. E por fim, há o valuation, com as ações negociadas com desconto de 10% em relação ao histórico com base no EV/EBITDA 22 ou 14% em 2023, apesar da maior disciplina de alocação de capital. Reiteramos a Compra.

Itaú Unibanco (ITUB4):

Como estamos sinalizando há mais de seis meses, as ações dos bancos incumbentes devem se provar defensivas no atual ambiente de subida das taxas de juros. O Itaú reportou forte ROE de 20% no 1T22, com as principais contribuições provenientes do Brasil (21% ROE) e do negócio de atacado (24%). O braço de varejo apresentou ROE de 18% (estável a/a), enquanto as operações ex-Brasil registraram ROE de 16%, embora uma grande melhora em relação a trimestres anteriores. Seguros foi provavelmente o principal ponto positivo, compensando em partes o NII mais fraco. Uma taxa de imposto mais baixa também ajudou. Sim, os NPLs (inadimplências) aumentaram, mas a qualidade da carteira de crédito superou os pares. O trimestre não muda nossa visão para o ano e Itaú e BB continuam sendo nossas Top Picks no universo dos grandes bancos brasileiros.

Arezzo (ARZZ3):

Há anos, a Arezzo é vista como uma empresa premium no varejo brasileiro, com sua execução superior na gestão de marcas e o sucesso de seu modelo de franquia *asset-light* justificando seu valuation mais caro. Em suma, nosso apelo positivo para a empresa reflete: (i) expansão resiliente do mercado doméstico (ajudada pelo crescimento do e-commerce e a multicanalidade nos próximos anos) e uma recuperação mais rápida do consumo das classes de renda mais alta; (ii) novas marcas como Vans, Reserva e Carol Bassi; e (iii) resultados mais saudáveis nas operações nos EUA, principalmente suportados pelos canais de atacado e e-commerce. Negociando a 22x P/L 2022E e 17x P/L 2023E, a Arezzo ainda oferece potencial de valorização, sustentada por fortes perspectivas de crescimento para os próximos anos (CAGR de LPA de 18% até 2025).

Multiplan (MULT3):

Com 100% dos shoppings do Brasil abertos (com alta capacidade operacional), as vendas dos shoppings aceleraram. Apesar do cenário macro ser mais difícil agora (por exemplo, menor crescimento do PIB, inflação alta, taxas de juros mais altas etc.), esperamos que as vendas de shopping continuem se recuperando à medida que a campanha de vacinação continua melhorando (80% dos adultos receberam a 2ª dose no Brasil até agora). A Multiplan reportou fortes números operacionais no 1T22: (i) o SSS (vendas em mesmas lojas) cresceu 11,6% vs. 1T19; (ii) SSR (aluguel em mesmas lojas) cresceu robustos 54,3% vs. 1T19; e (iii) sua taxa de vacância caiu 20bps a/a para 5,2%. Acreditamos que a empresa deve continuar apresentando números fortes (o crescimento no 2T22 pode superar o 1T22) pelo seu portfólio premium estar crescendo muito. Assim, mantemos a Multiplan em nossa carteira 10SIM, pois o momento é positivo e o valuation é atraente (9% de TIR real).

Banco do Brasil (BBAS3):

Vemos o BB em uma posição muito melhor do que em 2015 (governo Dilma). Ele era negociado a 0,45x P/VP vs. 0,7x hoje. Mas, naquela época, o BB tinha crescido muito mais do que seus pares privados nos 5 anos anteriores, apesar de uma economia em deterioração. O capital principal era muito inferior ao dos pares privados, e a taxa Selic não só estava mais alta do que está agora, mas com fortes indícios de que poderia aumentar ainda mais, o que significa um custo de capital próprio muito mais alto também. Por causa do balanço patrimonial mais fraco e provisões, a visibilidade dos resultados foi fraca. O ROE caiu 50% nos 2 anos seguintes. E se não fosse pelo novo governo, a lucratividade provavelmente teria caído ainda mais. Atualmente, o BB cresceu menos que seus pares nos últimos 5 anos, seu capital principal é maior e sua carteira de crédito tem um perfil de risco menor, com empréstimos aos setores agrícolas e menor concentração de empréstimos sem garantia. A aprovação da nova lei das estatais, durante o governo Temer, também aumentou a proteção para a companhia. Enquanto o P/VP é maior do que em 2015, o P/L (que combina ROE e P/VP na mesma métrica) é mais barato. Se o BB conseguir manter o lucro estável em termos nominais e manter o *payout* em 40%, em 10 anos você receberá de volta todo o valor de mercado em dividendos. Após um primeiro trimestre melhor que o esperado, agora vemos o BB entregando o topo de seu guidance para o lucro líquido (R\$ 26 bilhões) em 2022. Se isso acontecer, seria negociado a um preço muito barato de 4x P/L 22, com um *dividend yield* de 10%, que é muito barato para ser ignorado.

Totvs (TOTS3):

A Totvs é um case de investimento atraente, com um *core business* que está crescendo bem, oportunidades únicas de vendas cruzadas e grandes perspectivas em Serviços financeiros. Depois de levantar R\$ 1,4 bilhão em um *follow-on* em setembro, também vemos novas fusões e aquisições como opcionalidade interessante. Além disso, a Totvs é um nome defensivo para investidores que buscam proteção contra o aumento da inflação e potencial deterioração da atividade econômica.

Vale (VALE3):

Acreditamos que a companhia será uma grande beneficiária da reabertura e reaceleração da economia chinesa em junho/julho após os *lockdowns* realizados nas últimas semanas. Em última análise, estamos vendo um ponto de inflexão na China (embora haja riscos daqui a alguns meses), e esperamos que a balança de oferta e demanda fiquem mais apertada daqui para frente. No curto prazo, os preços do minério de ferro devem continuar sendo sustentados pela recuperação da China e a recuperação da produção de aço, refletindo estímulos, flexibilização das restrições à poluição e oferta (principais companhias do setor lutando para estabilizar a produção). A administração da Vale continua altamente disciplinada em sua alocação de capital (modelo de negócios *asset-light*), o que implica que a maior parte da agenda deve focar em retornos de caixa aos acionistas – projetamos um *dividend yield* de 15% para 2022, incluindo o recente anúncio do programa de recompra de ações de aproximadamente US\$ 8 bilhões. Também esperamos que os problemas na

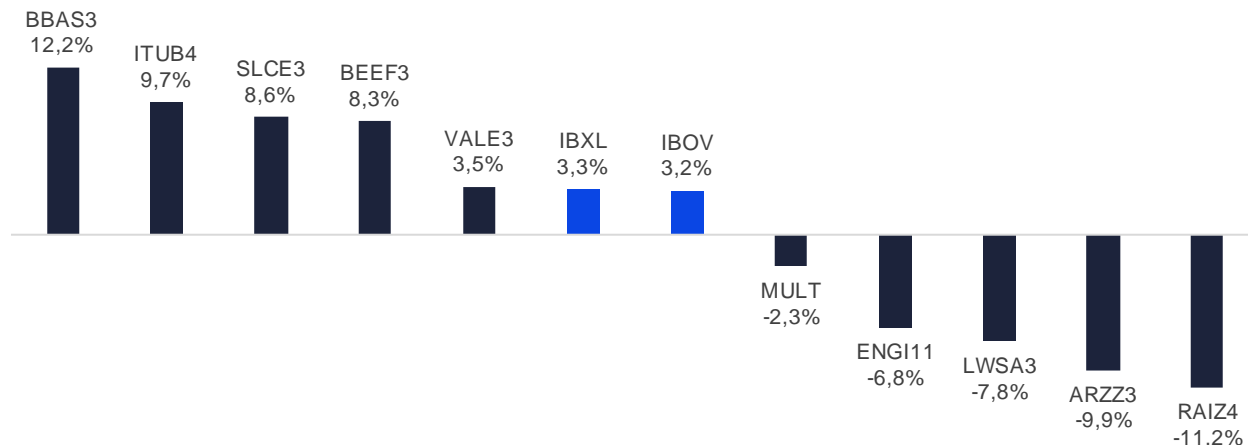
produção de minério de ferro em Carajás se dissipem, auxiliando no aumento da produção e na diluição do custo fixo. Esperamos melhores resultados em sua unidade de metais básicos, que em nossa visão está subvalorizada em 2022 (EBITDA potencial maior que US\$ 5 bilhões), com o níquel apresentando bom desempenho devido aos problemas de produção global. Nós reiteramos nossa recomendação de Compra.

Locaweb (LWSA3):

Vemos as ações negociadas sendo negociadas a 12x EBITDA e 2,1x vendas em 2022E, um grande desconto para VTEX, Shopify e BigCommerce, embora a Locaweb cresça em ritmo semelhante. O preço atual da ação de ~R\$7 é um bom ponto de entrada, e com as margens chegando em um patamar que parecem ser o piso, sentimos que agora pode ser a hora de comprar as ações. A empresa está entregando o crescimento (na verdade, eles nunca deixaram de entregar). E quando as margens começarem a subir, acreditamos que a ação terá uma sólida performance.

Rentabilidade Histórica:

Gráfico 12: Performance por ação em Maio de 2022

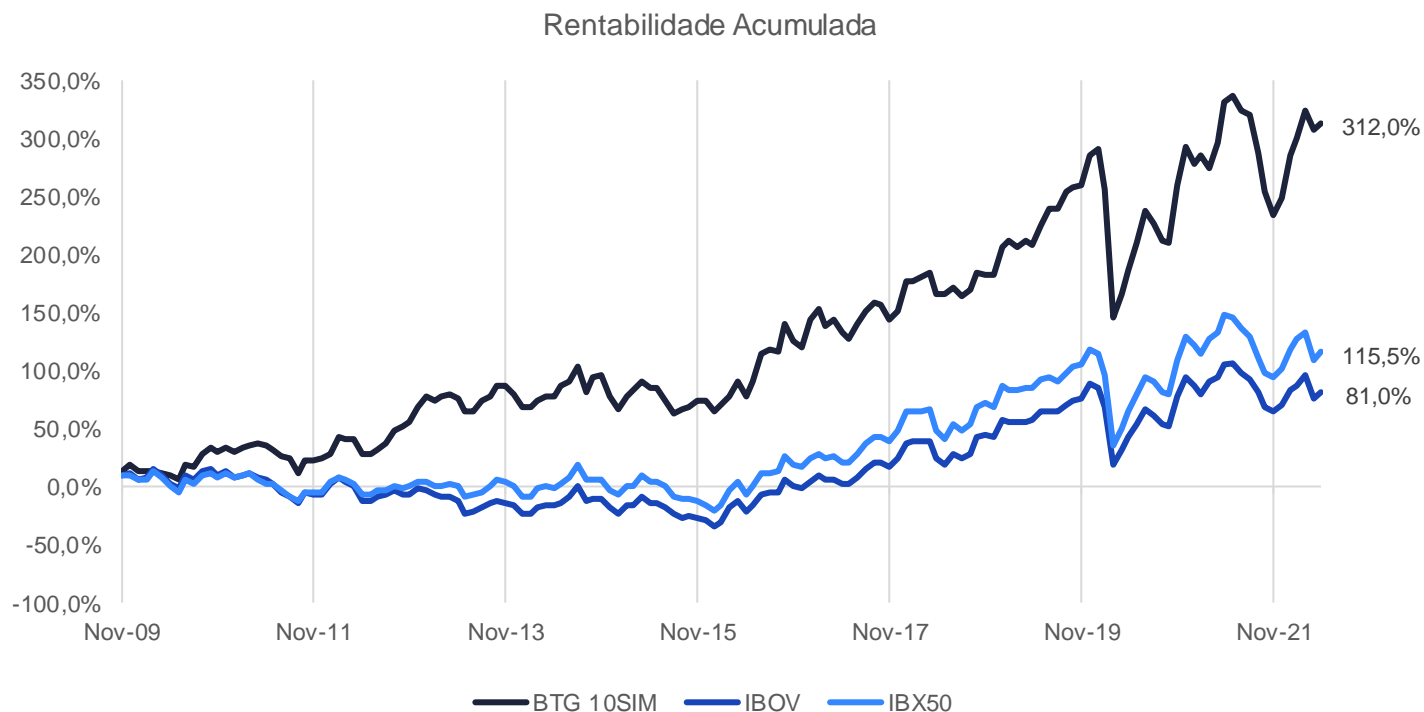


Fonte: BTG Pactual e Econômica

Performance Histórica:

Em Maio, nossa Carteira Recomendada de Ações teve uma performance de +1,1%, contra uma performance de +3,2% do Ibovespa e +3,3% do IBRX-50. 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 312,0%, ante 81,0% do Ibovespa e 115,5% do IBX-50.

Gráfico 13: Performance Histórica (desde outubro de 2009)



Fonte: BTG Pactual e Econômica

Tabela 7: 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%	39,9%	31,6%	294,9%	88,0%
2020	1,7%	-9,2%	-30,7%	8,0%	7,7%	8,3%	9,0%	-3,6%	-4,1%	-1,1%	16,2%	9,2%	1,8%	2,9%	302,0%	93,5%
2021	-3,9%	2,2%	-2,7%	5,6%	8,8%	-1,1%	-3,1%	-0,9%	-7,6%	-8,9%	-5,6%	4,6%	-13,3%	-11,9%	248,5%	70,4%
2022	10,5%	3,8%	6,1%	-3,9%	1,1%								18,2%	6,2%	312,0%	81,0%

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 o seu perfil de investimento.

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

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas de 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