



Onde Investir 2024

Novembro — 2023

Onde Investir 2024

Índice

03 - Cenário Macro e Estratégia de Alocação

07 - Títulos Públicos

09 - Crédito Privado

14 - Ações

21 - Fundos de Investimento

26 - Fundos de Investimento Imobiliário

29 - Criptoativos

Cenário Macro e Estratégia de Alocação

Cenário Macro e Estratégia de Alocação



O MACRO INTERNACIONAL

Após um ano e meio de um ciclo monetário extremamente agressivo nas economias desenvolvidas, com a elevação de juros na maior velocidade registrada nos últimos 40 anos, entraremos 2024 já tendo passado a pior parte do processo do aperto monetário. O combate à inflação já está em estágio avançado e a economia global já reforça os sintomas da fase final do ciclo econômico.

Ainda assim, a situação não é heterogênea entre as regiões e mercados, sendo a economia americana o grande destaque em termos de crescimento. A despeito dos juros terem saído de 0% para 5,25–5,50%, a economia conseguiu sustentar o crescimento por conta do consumo elevado, que reflete não só uma possível redução na propensão a poupar, mas principalmente o excesso de poupança acumulado durante o período da pandemia. Dessa forma, o impacto do aperto das condições financeiras foi amortecido ao longo de 2023 e também terá impacto limitado em 2024. Dessa forma, não esperamos uma recessão na economia americana, que deve crescer 2,1% neste ano e 1,4% no próximo, com risco de surpreender para cima. Por sua vez, a economia da Zona do Euro tem registrado situação oposta, com a economia sofrendo os impactos do encarecimento do custo do crédito e não tendo igual colchão de liquidez para sustentar a atividade. Dessa forma, o crescimento fica comprometido, o risco de uma recessão aumenta e limita também a continuidade do aperto monetário por parte do ECB, com juro em 4%, colocando um limite superior para o cenário de juros na região e abrindo espaço para oportunidades mesmo em meio à incerteza.

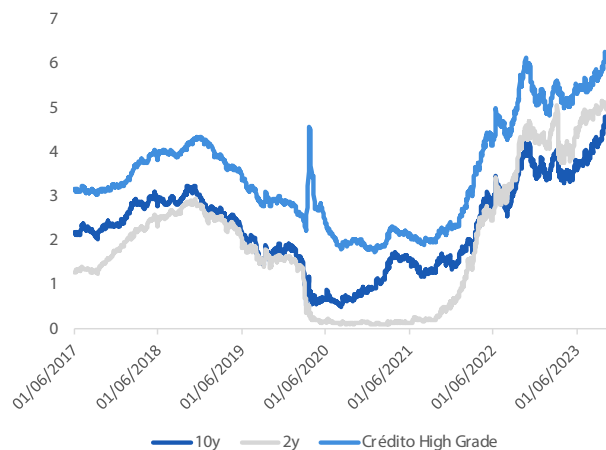
Obviamente, o cenário de juros reflete o ambiente de atividade, mas é na inflação e suas expectativas que os bancos centrais devem se ancorar. Dessa forma, salvo novos choques de cadeia produtiva e/ou no cenário de petróleo – no qual já incorporamos um preço mais alto para 2024, mas não no nível verificado em 2022 –, ainda antecipamos a desaceleração dos principais índices de preço nos EUA e na Zona do Euro, reduzindo a volatilidade da curva de juros ao longo dos próximos meses. Além disso, a convergência das expectativas para a meta de 2% até 2025 também pode criar uma assimetria favorável para a política monetária não ser ainda mais reativa. Por outro lado, também reconhecemos que a inércia inflacionária, sobretudo no setor de serviços, tem se provado mais persistente, e que o desafio de trazer a inflação de 3% para 2% é maior do que dos 9% para 3%, como ocorreu entre 2022 e 2023. Por conta disso, o tom adotado pelos banqueiros centrais será de cautela ao longo do

primeiro trimestre, mas já devem reconhecer o progresso ainda no primeiro semestre.

Dito isso, ainda consideramos no nosso cenário base o espaço para cortes de juros nas economias desenvolvidas no segundo semestre do próximo ano, promovendo um ajuste do juro real e iniciando uma nova fase do ciclo monetário. O ajuste do juro real será transmitido para a curva de juros, que, assim como em outros ciclos de cortes, deve registrar fechamento de taxa e ganho de inclinação. O grau desse fechamento de taxa será ditado pelo cenário de inflação, mas também pelo ambiente político e fiscal, em especial nos EUA. Entendemos que o cenário atual ainda é de juros altos por mais tempo, não retornando ao nível pré-pandemia, refletindo um cenário fiscal, geopolítico, produtivo e demográfico que será navegado por taxas estruturalmente mais elevadas, ainda que substancialmente abaixo do patamar atual. Naturalmente, a eleição americana e os eventos geopolíticos devem manter um mercado mais vigilante quanto aos principais temas macro, mas entendemos que a mudança do ciclo monetário será o principal tema de 2024.

Com tudo isso, ainda que vendo algum resíduo de volatilidade nesse final de ano, seguimos construtivos para alocação em Renda Fixa Internacional, aproveitando as maiores taxas de juros verificadas nos últimos 15 anos, com foco em ativos soberanos e de grau de investimento, além de uma duration próxima aos principais benchmarks, de 7 anos – o que abre espaço para a combinação de títulos atrelados à inflação de prazo mais curto, aproveitando o juro real elevado, além de juros nominais mais longos, sustentando uma estratégia barbell. Por sua vez, o ambiente de mudança de ciclo de juros, sobretudo com fechamento da taxa de juro real, será bem recebido pelo mercado acionário, até mesmo ativos de crescimento, mas especialmente aqueles ativos de qualidade, com geração de caixa mais estável e que apresentam grande valor de mercado. Entendemos que 2024 será um ano para alocação internacional significativamente melhor que os dois anos anteriores e sacramentará a mudança do ciclo econômico.

Juros EUA (%)



Fonte: Bloomberg

S&P 500



Fonte: Bloomberg

MACRO BRASIL

Os dados macroeconômicos mais recentes têm mostrado algum enfraquecimento da atividade doméstica, sobretudo em serviços de transporte e nos segmentos do varejo mais sensível à taxa de juros, sinais importantes do efeito contracionista da política monetária, ainda que este efeito defasado tenha se mostrado mais lento em comparação aos ciclos restritivos anteriores. De toda forma, o mercado mantém-se vigilante sobre a trajetória das expectativas de inflação no Brasil – e há argumentos para ambos os lados.

Pelo viés mais cauteloso, tem nos chamado atenção que as expectativas de inflação não têm mostrado

algum enfraquecimento da atividade doméstica, sobretudo em serviços de transporte e nos segmentos do varejo mais sensível à taxa de juros, sinais importantes do efeito contracionista da política monetária, ainda que este efeito defasado tenha se mostrado mais lento em comparação aos ciclos restritivos anteriores. De toda forma, o mercado mantém-se vigilante sobre a trajetória das expectativas de inflação no Brasil – e há argumentos para ambos os lados.

Pelo viés mais cauteloso, tem nos chamado atenção que as expectativas de inflação não têm mostrado novas reancoragens: para 2024, a mediana das projeções para o IPCA ronda o patamar de ~3,8% há uns 3 meses e, para 2025 e além, o de 3,5% não se altera desde o início do 2º semestre de 2023. Tudo isto em um ambiente de deterioração do cenário externo e com o já iniciado ciclo de corte de juros pelo Banco Central do Brasil.

Pelo viés mais otimista, tanto a deterioração externa não trouxe reflexos permanentes na nossa taxa de câmbio quanto a resiliência do mercado de trabalho local não tem provocado pressões altistas nas expectativas de inflação. Logo, um arrefecimento do cenário global somado a potenciais desacelerações no emprego doméstico podem beneficiar o 2º estágio da desinflação local.

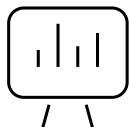
Em linhas gerais, esperamos que 2024 traga uma Selic terminal em torno de 9,5%-10%, IPCA dentro dos limites da meta de inflação e uma atividade mais fraca com 1,5% de crescimento real do PIB, reflexo dos efeitos mais lentos da política monetária, que já começam a ser sentidos neste 2S23 e devem escoar para o 1S24. Para o Real, o movimento dependerá muito mais do ímpeto que o Federal Reserve utilizará no ciclo de corte de juros americanos e seus efeitos no DXY e diferencial de juros. Por ora, não vemos espaço para apreciações significativas no próximo ano.

Neste ambiente, apesar dos desafios em torno do debate sobre o juro americano e seus efeitos para o mercado emergente, acreditamos que os ativos brasileiros estão em patamares bastante atrativos para posições com maior volatilidade – e potencial de retorno. Na renda fixa, ativos atrelados à inflação com duration média de 9 anos é nossa preferência dentro das

subclasses, tanto pela proteção à incerta trajetória do IPCA quanto pelo juro real superar os 6%, nível histórico de cenários macro mais estressados e com 150bps de distância do juro real considerado "neutro" pelo BC, de 4,5%. Para renda variável, e em linha com o potencial fechamento da curva de juros, entendemos que ativos atrelados ao ciclo doméstico podem desempenhar melhor em relação às large caps com foco em commodities – a relação IBOV/SMLL está no maior patamar desde 2010. Contudo, é fundamental seguir as estratégias do time de equity research para capturar as melhores oportunidades táticas.

Títulos Públicos

Títulos Públicos

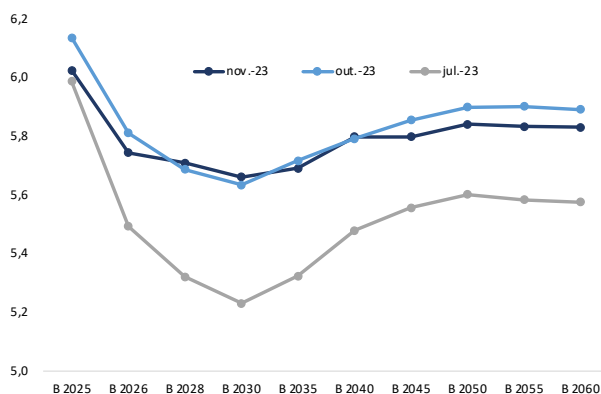


À luz do que descrevemos no cenário macro global e local, uma das resultantes do estresse recente no mercado brasileiro foi a abertura da curva de juros, tanto nas taxas prefixadas quanto nas taxas de juros reais dos títulos públicos. Em comparação à estrutura de juros em julho de 2023, os vértices apresentaram abertura, em média, de ~90bps nas taxas prefixadas e ~60bps nas taxas reais das NTN-Bs. Vale destacar, também, que o movimento de julho para outubro deste ano foi mais forte nos vencimentos mais curtos, refletindo uma estrutura mais plana da curva de juros.

Neste cenário, prazos mais curtos são mais recomendados para movimentos táticos com títulos públicos, que pagam taxas de juros similares para um nível significativamente menor de volatilidade em seus preços unitários. Contudo, olhando para um horizonte de investimento mais longo, acreditamos que este momento é atrativo para estratégias barbell, ou seja: aplicar em vértices longos e curtos ao mesmo tempo. A lógica principal da estratégia é capturar taxas de juros similares com um nível de volatilidade menor em relação ao vértice mais longo e capturar um melhor DV01, que é a sensibilidade de variação do preço do título em relação à variação da taxa de juros. Ou seja, em caso de fechamento da taxa de juros, um DV01 maior entrega mais retorno.

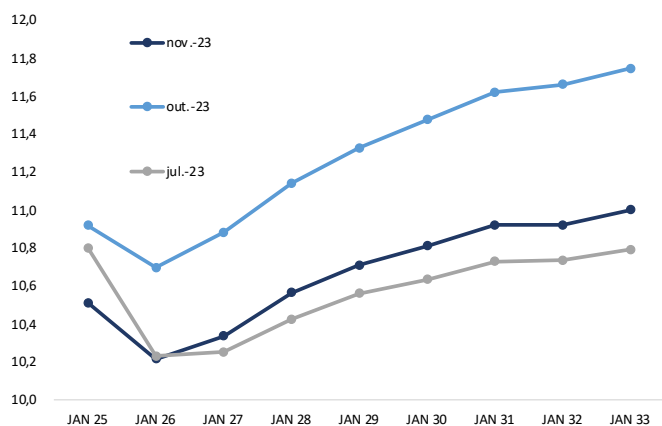
Para as NTN-Bs, uma composição entre os vértices 2026 e 2050, com uma alocação de 35% e 65%, respectivamente, trazem uma duration média para a estratégia de 9,2 anos e um DV01 de 3,9x. No caso das LTNs, acreditamos que o vértice jan.27 traz uma taxa de juros nominal interessante (~11,4%), dado que estamos no início de um ciclo de corte de juros e, geralmente, temos fechamentos dessas taxas ao longo do ciclo.

Curva de Juros Real - NTN-Bs (%)



Fonte: Bloomberg

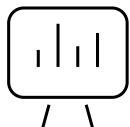
Curva de Juros Prefixada - DI Futuro (%)



Fonte: Bloomberg

Crédito Privado

Crédito Privado



CRI 23C0247702 – LOCALIZA

Histórico

A Localiza&co é a maior rede de mobilidade na América do Sul, com presença em seis países, uma frota de mais de 587 mil carros, 900 pontos físicos e 18 mil colaboradores. Sua plataforma integrada é centrada no cliente e oferece ecossistemas integrados para atender pessoas físicas, empresas e motoristas de aplicativo. A divisão de Aluguel de Carros atende tanto pessoas físicas quanto seguradoras e montadoras, enquanto a área de franchising expande seus serviços na América do Sul. A divisão de Gestão de Frotas oferece aluguel de longo prazo, alinhando-se à tendência de consumidores que preferem o aluguel em vez da compra. O braço de seminovos vende carros desativados diretamente a consumidores finais para maximizar o valor de recuperação dos ativos. Em julho de 2022, a Localiza formalizou a fusão com a Unidas, consolidando a companhia como a maior do segmento em valor de mercado.

Tese de Investimentos

Escolhemos o CRI da Localiza pelos seguintes motivos: (i) sua liderança no segmento de locação de veículos leves; (ii) a capacidade de obter ganhos significativos de escala por meio da expansão contínua de sua frota de veículos; (iii) sua habilidade em diversificar geograficamente, estabelecendo uma presença abrangente em várias regiões; (iv) posição de caixa confortável e melhora contínua da performance operacional; (v) a estratégia de adquirir novos veículos em conjunto com a assinatura de novos contratos, maximizando assim as oportunidades de crescimento e eficiência operacional; e (vi) prêmio de crédito atrativo vs. outros pares high grade no mercado secundário.

Conclusão

Acreditamos que o CRI da Localiza, por se tratar de um papel fortemente high grade, se encaixa muito bem dentro do portfólio de investidores com perfil mais conservador, mas podendo ser perfeitamente aderido também por investidores com perfil mais moderado ou sofisticado. Esse ativo oferece uma oportunidade atrativa para investidores cujos investimentos atrelados ao CDI estão defasados em seus portfólios. A Localiza, líder no setor de aluguel de automóveis na América do Sul, possui uma vantagem competitiva significativa graças à sua escala, o que lhe permite negociar descontos na compra de veículos diretamente com as montadoras. Isso é possível devido à natureza intensiva em capital desse setor.

Características do Ativo:

Código	23C0247702
Vencimento (<i>Duration</i>)	11/03/2030 (4,5 anos)
Tipo de investidor	Qualificado
Volume Total	R\$ 490.000.000,00
Rating	AAA (S&P)
Juros	Semestral (março e setembro)
Amortização	No vencimento
Garantias	Fiança Corporativa Localiza Fleet (GTF).
Obs.	O Covenant é (i) DL/ EBITDA \leq 4,0x; e (ii) EBITDA/ Resultado Financeiro Líquido \geq 1,50x.

CRA CRA0220073P– MINERVA

Histórico

A Minerva é a maior exportadora de carne bovina da América Latina e o terceiro maior frigorífico de carne do Brasil, atrás apenas da JBS e da Marfrig. Em jun-23 sua capacidade de abate na América Latina era de 29.350 cabeças de gado por dia. Diferentemente de seus concorrentes, a maior parte da receita da Minerva vem de exportações (~70%) e a maior parte da produção é concentrada na América Latina. A companhia é controlada pela família Vilella de Queiroz e pela empresa de investimentos SALIC (Saudi Agricultural and Livestock Investment Company), que é um braço de investimentos do fundo de pensão do governo da Arábia Saudita. Em agosto de 2023, a Minerva anunciou a aquisição de 16 unidades de processamento de carne bovina e de cordeiro da Marfrig por R\$ 7,5 bilhões. A transação aumentará a capacidade de abate da Minerva em 44%, consolidando-a como a maior processadora de carne bovina na América Latina.

Tese de Investimentos

Optamos pelo CRA da Minerva pelos motivos a seguir: (i) A empresa destaca-se pela liderança nas exportações de carne bovina na América Latina; (ii) possui uma posição financeira sólida, caracterizada por uma liquidez confortável; (iii) apresenta níveis de alavancagem historicamente gerenciáveis, apesar da possibilidade de aumento com as aquisições das novas plantas; (iv)

a implementação bem-sucedida de estratégias de liability management que tem contribuído para a estabilidade e segurança financeira da organização; e (v) prêmio de crédito atrativo vs. outros pares high grade no mercado secundário.

Conclusão

O CRA da Minerva, classificado como high grade, é uma escolha versátil que atende a todos os tipos de perfis de investidores, mas com maior foco naqueles de perfis mais moderados e sofisticados. Ativos atrelados ao IPCA oferecem como principal benefício a blindagem e proteção da carteira contra a própria inflação, sendo, portanto, imprescindível a presença dessa classe de ativo em qualquer tipo de portfólio de investimentos. No contexto cíclico do setor de commodities, a Minerva está atualmente em um período favorável, beneficiada: (i) pela ampla oferta de animais no Brasil; (ii) pela significativa redução na produção de carne bovina nos EUA; e (iii) pelo aumento das importações e da demanda da China.

Características do Ativo:

Código	CRA0220073P
Vencimento (Duration)	16/07/2029 (4,7 anos)
Tipo de investidor	Qualificado
Volume Total	R\$ 1.500.000.000,00
Rating	AAA (S&P), AA+ (Fitch)
Juros	Semestral (janeiro e julho)
Amortização	No vencimento
Garantias	Não há

DEB ELET14 – ELETROBRAS

Histórico

A Eletrobras, criada em 1962, após anos de oposição e tramitação no Congresso, desempenhou um papel vital no desenvolvimento energético do Brasil. Ao longo de seis décadas, a empresa contribuiu significativamente para a expansão da oferta de energia elétrica, tornando-se uma das maiores produtoras de energia limpa e renovável do mundo. A companhia é líder na geração e transmissão de energia elétrica no Brasil, com 43GW de capacidade instalada e 74 mil km de linhas de transmissão, representando 22% e 38% do mercado nacional, respectivamente. Em 2022, a privatização marcou uma nova era

para a Eletrobras, resultando em pulverização do capital social e fortalecendo o mercado de capitais brasileiro.

Tese de Investimentos

Selecionamos a Debênture de Eletrobras pelos seguintes motivos: (i) desinvestimento em ativos não core (venda dos ativos a gás); (ii) posição de caixa confortável para pagamento das dívidas até 2027; (iii) baixa alavancagem; (iv) atuação em um setor regulado; (v) setor de geração de energia em momento favorável (devido ao ciclo hidrológico); e (v) prêmio de crédito atrativo vs. outros pares high grade no mercado secundário.

Conclusão

Entendemos que a debênture da Eletrobras, que é considerada como high grade, é uma escolha sólida que atende a todos os perfis de investidores, desde os mais conservadores até os mais sofisticados. Este ativo se destaca, particularmente, para investidores que buscam balancear a proporção de IPCA em suas carteiras, proporcionando um prêmio interessante quando comparado a ativos com rating semelhante. No Brasil, cerca de 60% da energia é gerada por hidrelétricas, que são essenciais na matriz energética nacional. Nesse contexto, a Eletrobras desempenha um papel fundamental, com a maioria de sua geração proveniente de fontes hidroelétricas. O setor conta com a segurança proporcionada pelo Mecanismo de Realocação de Energia (MRE), o qual equilibra a produção de diferentes usinas, mitigando riscos e assegurando um fornecimento contínuo e confiável de energia. Adicionalmente, a Eletrobras está presente no setor de transmissão, conhecido pela boa resiliência e maior previsibilidade de fluxo de caixa.

Características do Ativo:

Código	ELET14
Vencimento (<i>Duration</i>)	15/09/2031 (5,7 anos)
Tipo de investidor	Qualificado
Volume Total	R\$ 4.000.000.000,00
Rating	AAA (S&P)
Juros	Semestral (março e setembro)
Amortização	Anual a partir de set-29
Garantias	Não há
Obs.	O Covenant é (i) DL/ EBITDA ≤ 3,75x

Ações

Ações



Empresa	Ticker
Weg	WEGE3
JBS	JBSS3
Cosan	CSAN3
Vale	VALE3
Sabesp	SBSP3
Alphabet	GOGL34

Fonte: BTG Pactual

WEG (WEGE3)

Histórico

A WEG iniciou suas atividades em 1961, na cidade de Jaraguá do Sul, Santa Catarina, fabricando motores elétricos. A internacionalização das suas operações ocorreu na década de 1990, com a inauguração da primeira filial nos Estados Unidos. O seu modelo de negócios teve uma expansão em 2011, com a entrada da companhia no segmento de energia eólica e a aquisição de três novos parques para a fabricação de tintas, diversificando as operações da companhia. Atualmente, a Weg tem 52 parques fabris e atua em 15 países, com presença nos seguintes segmentos: (i) equipamentos eletroeletrônicos industriais; (ii) geração, transmissão e distribuição de energia (GTD); (iii) motores comerciais e appliance; e (iv) tintas e vernizes.

Tese de Investimento

A demanda por produtos de ciclo longo está resiliente, auxiliada pela busca por maior eficiência energética na maioria dos países, enquanto a demanda por produtos de ciclo curto deve continuar se recuperando gradualmente. Vemos a WEGE3 como uma tese defensiva (exposição a dólar em termos de ROIC). No longo prazo, a Weg está exposta a várias tendências globais geradoras de valor: (i) mobilidade elétrica; (ii) eficiência energética; (iii) digitalização e automação; e (iv) expansão de projetos de energia renovável.

Conclusão

A busca do crescimento da receita líquida via M&As e o fortalecimento sua posição em mercados-chave com a verticalização das suas operações são fatores que devem aumentar a confiança dos investidores no médio e longo prazo sobre a tese de investimento da Weg. Temos uma recomendação de Compra.

JBS (JBSS3)

Histórico

Com seis décadas de história, a JBS é atualmente o maior produtor de proteínas do mundo e a segunda maior empresa de alimentos do mundo. A companhia opera no processamento de carne bovina, suína, ovina e de frango, e também atua na produção de alimentos de conveniência e valor agregado. Atualmente, a JBS possui mais de 400 unidades no mundo, sendo mais de 230 diretamente relacionadas à produção de carnes e produtos de maior valor agregado e conveniência. Além disso, a JBS possui um diversificado portfólio de produtos, com dezenas de marcas reconhecidas no Brasil e no exterior, como Swift, Friboi, Seara, Maturatta, Plumrose, Pilgrim's Pride, Just Bare, Gold'nPlump, Gold Kist Farms, Pierce, 1855, Primo e Beehive. Essa variedade de produtos e a presença em 15 países em cinco continentes atendem cerca de 275 mil clientes em mais de 190 nações ao redor do mundo.

Tese de Investimento

A JBS tem um sólido histórico de resultados, apresentando uma forte performance operacional, entregando aos acionistas, desde 2020, R\$ 27 bilhões (mais de 60% de seu valor de mercado) em dividendos e recompra de ações, um valor impressionante que refletiu o ciclo favorável da carne bovina nos EUA. Mais recentemente, com um ciclo de gado mais desafiador do que esperávamos, acreditamos que os múltiplos pressionados da companhia já precificam este cenário – e um mercado normalizado deve tornar a ação muito barata para ser ignorada.

Conclusão

Acreditamos que as margens deverão melhorar no futuro devido à menor oferta de frango e carne suína nos EUA e ao excesso de disponibilidade de gado na Austrália e no Brasil. Isso posto, entendemos que o ciclo de revisões negativas dos lucros acabou.

E sobre uma possível listagem da companhia nos EUA, existem alguns ganhos em potencial, como implicações fiscais, flexibilidade de crescimento, custo de capital e múltiplos de negociação mais próximos de seus pares globais. Apesar da expansão de múltiplos não ser trivial, uma expansão apenas parcial renderia uma valorização significativa do preço das ações. Temos uma recomendação de Compra.

COSAN (CSAN3)

Histórico

A Cosan é uma das maiores corporações do Brasil, com negócios em setores estratégicos, como distribuição de combustíveis e gás, produção de açúcar e etanol, logística e lubrificantes. A Raízen, uma joint venture entre a Cosan e a Shell, é a maior produtora de açúcar e etanol do mundo, bem como uma das maiores distribuidoras de combustíveis do Brasil. A Cosan também controla a Compass, maior distribuidora privada de gás natural do Brasil. A empresa também está atualmente envolvida em logística através da Rumo, a maior operadora logística independente baseada em trilhos da América Latina, e na produção de lubrificantes através da Moove. Como gestora de portfólio, a companhia investe em negócios com ativos irreplicáveis para impulsionar as áreas de maior vocação e potencial do Brasil.

Tese de Investimento

As ações da CSAN historicamente são negociadas com base em seus ciclos de investimento e, embora pensemos que seu processo de desalavancagem ocorrerá apenas gradualmente, acreditamos que a alavancagem está possivelmente perto do pico agora. Isso deve ser um bom presságio para nossa tese de que a empresa poderá começar a transferir valor da dívida para o acionista em breve. A CSAN tem exposição a setores onde o Brasil possui fortes vantagens competitivas, tornando-se uma boa referência de longo prazo.

Conclusão

Com um portfólio sob gestão de R\$ 30 bilhões em EBITDA (mais de 4 vezes maior do que há dez anos) e após uma transformação de uma grande produtora de açúcar e etanol em um dos conglomerados mais diversificados do Brasil (operando em empresas líderes em energia renovável, açúcar, combustíveis, logística, gás natural e terras agrícolas, entre outros), continuamos a acreditar que a proposta de valor da CSAN é geralmente subestimada pelos investidores. O grupo está exposto a algumas das tendências de longo prazo mais interessantes envolvendo recursos naturais e infraestrutura, e acreditamos que o foco da gestão agora será na execução e entrega de resultados. Além disso, a CSAN é uma ação sensível à taxa de juros, o que significa que o ambiente atual de taxas em queda deve permitir que a ação comece a reduzir o desconto de holding embutido no preço da ação em relação às suas subsidiárias.

VALE (VALE3)

Histórico

A Vale é uma das maiores empresas de mineração e metais do mundo, sendo uma das maiores produtoras mundiais de minério de ferro e níquel. A empresa também produz pelotas de minério de ferro e cobre. A Vale atua geograficamente em seis países e opera grandes sistemas logísticos no Brasil e em outras regiões do mundo, incluindo ferrovias, terminais marítimos e portos integrados às operações de mineração. A Vale também dispõe de centros de distribuição para dar suporte à entrega de minério de ferro ao redor do mundo.

Tese de Investimento

A ação continua sendo o nosso nome preferido para exposição à aceleração da economia chinesa. Esperamos que a atividade econômica chinesa se recupere gradualmente à medida que o governo diminui as restrições e o mercado imobiliário apresente melhoras. Após nossa revisão (altista) para preços de minério de ferro, aumentamos nossas estimativas de EBITDA para a Vale em 10-13% para 2023/24, e agora estamos ligeiramente acima do consenso. Estamos mais confiantes de que o momento operacional mais fraco da empresa passou e que a produção/vendas, assim como a performance dos custos, deve continuar melhorando nos próximos trimestres. Enxergamos positivamente a entrada de um acionista de referência (Cosan) no conselho da Vale e a monetização da unidade de metais básicos como um catalisador de geração de valor para investidores de longo prazo.

Conclusão

Com um valuation atraente, acreditamos que a empresa pode retornar cerca de 11-12% de yield aos acionistas na forma de dividendos/recompra de ações em 2024. Temos recomendação de Compra.

SABESP (SBSP3)

Histórico

A Sabesp é uma sociedade anônima de economia mista fundada em 1973, atualmente responsável pelo fornecimento de água, coleta e tratamento de esgotos de 375 municípios do Estado de São Paulo. É considerada uma das maiores empresas de saneamento do mundo em população atendida. São 28,4 milhões de pessoas abastecidas com água e 25,2 milhões de pessoas com coleta de esgotos. A Sabesp é responsável por cerca de 30% do investimento em saneamento básico feito no Brasil. Para o período 2023-2027, planeja investir aproximadamente R\$ 26,2 bilhões, com foco na ampliação da disponibilidade e segurança

hídrica, sem prejuízo dos avanços conquistados nos índices de coleta e tratamento de esgotos.

Tese de Investimento

O governo estadual de São Paulo não apenas está perseguindo publicamente a agenda de privatizações, mas suas ações parecem estar precificando muito pouco deste cenário. No entanto, não acreditamos que a expansão de múltiplos venha exclusivamente da privatização, pois a empresa anunciou 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.

Conclusão

A Sabesp é nossa Top Pick entre as estatais de Serviços Básicos. O processo de privatização está avançando, aumentando a nossa confiança no calendário proposto. Além disso, as mudanças regulatórias, o passo mais crítico em nossa opinião, estão progredindo. De acordo com o quadro regulatório existente, o valuation de uma Sabesp privatizada poderia ser limitado a algo próximo de ~1x EV/RAB, implicando um preço da ação de R\$ 80. Mudanças regulatórias que permitam a captura de ganhos de eficiência e proporcionem maior previsibilidade e proteção regulatória são essenciais para atrair potenciais acionistas de referência e maximizar o valor de venda do ativo para o Estado, potencialmente atingindo um valuation superior a 1x EV/RAB.

ALPHABET (GOGL34)

Histórico

A Alphabet é a empresa controladora do Google, atuando no maior sistema de search engine do mundo, no sistema operacional Android para smartphones e uma variedade de outros serviços baseados na internet, incluindo o YouTube. Outros ativos de destaque da Alphabet são: Chrome, Gmail, Google Drive, Google Maps, Google Fotos, Google Play, além da divisão de negócios Other Bets, que inclui novos negócios em várias fases de desenvolvimento, desde aqueles na fase de pesquisa e desenvolvimento até os que estão nos estágios iniciais de comercialização, como biotecnologia, venture capital, casas inteligentes e veículos autônomos.

Tese de Investimento

A tese é baseada em principalmente em: (i) liderança no segmento de busca na internet com o Google Search; (ii) investimentos em ferramentas de Inteligência Artificial e machine learning em seus principais produtos e serviços; (iii) aquisições geradoras de

Ações

valor como a Mandiant, líder em segurança cibernética, reportando elevadas taxas de crescimento; e (v) evolução das operações no segmento Other Bets.

Conclusão

A Alphabet deve ser um dos principais beneficiários da temática de Inteligência Artificial (IA) com o crescimento das operações do chatbot Bard e a integração das suas operações aos demais segmentos de atuação da holding, reforçando a nossa visão otimista em relação à Alphabet sendo um dos líderes globais no segmento de IA.

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.

Fundos de Investimento

Fundos de Investimento



O ano de 2023 foi um ano duro para os investidores. Assim como em 2023, o ano de 2024 deverá ser desafiador para o investidor, que precisa estar preparado para oscilações nos preços dos ativos. Apesar disso, existem algumas oportunidades na mesa, principalmente, após os juros no mundo terem atingido os patamares mais altos desde a crise financeira de 2007.

O grande assunto global será a dinâmica de juros nos Estados Unidos. O Banco Central americano vem adotando um tom mais duro em seus comunicados e os juros longos subiram. Com isso, na parte internacional do mercado, que trabalha principalmente com taxas prefixadas em renda fixa, o investidor pode aproveitar o momento para comprar cotas de fundos a preços atrativos e com potencial de se valorizarem no futuro com a possibilidade da queda da taxa de juros.

Já no cenário local, a discussão será focada na questão fiscal do país e até quando o Banco Central poderá cortar a Selic. Uma das oportunidades são os papéis atrelados à inflação, que estão pagando um bom prêmio e possuem possibilidade de valorização.

No caso de fundos, o investidor ainda pode turbinar o seu retorno com uma classe específica: debêntures incentivadas. Estes fundos são isentos de Imposto de Renda para investidores pessoa física e conseguem capturar esta oportunidade.

Também, com este cenário, um produto não pode faltar na carteira do investidor: fundo multimercado. Com mandato amplo e flexível, ele permite ao gestor capturar as diversas oportunidades no mercado e, ao mesmo tempo, entrega diversificação para os seus cotistas.

Diante deste cenário, separamos três indicações para você buscar diversificar o seu portfólio tanto em classes de ativos como em geografias.

Fundos de Investimento

BTG DEBÊNTURES INCENTIVADAS INFRA INFLAÇÃO

O fundo

É uma estratégia de renda fixa que investe a maior parte de seus recursos em títulos de dívidas de empresas em projetos de infraestrutura (debêntures incentivadas). Soma-se a isso, a ampla cobertura e pesquisa da equipe de gestão de crédito do BTG Pactual, que busca as melhores oportunidades sob perspectiva de risco x retorno, evitando perdas de capital.

Os motivos

Com a alta das taxas de juros, sobretudo nas taxas com componente de inflação, que combinam IPCA+, juros reais e prêmio de risco de crédito (ou spread), o investimento torna-se muito atrativo, tanto sob a perspectiva de rendimentos, isto é, rentabilidade contratada, quanto sob a perspectiva de ganhos de capital, o que torna possível aproveitar os altos níveis de rendimento da renda fixa, com oportunidades de ganhos de capital a médio prazo com uma potencial queda das taxas de juros. Vale ressaltar que esses retornos são isentos de Imposto de Renda, aumentando os resultados do investidor.

Características do Fundo

CNPJ	34.096.235/0001-40
Taxa Adm.	0,80%
Taxa Performance	20% sobre IMA-B 5
Público Alvo	Investidores em Geral
Perfil Investidor	Moderado
Aplicação Inicial Mínima	R\$ 500
Movimentação Mínima	R\$ 100
Aplicação	D+0
Resgate (cotização + liquidação)	D+31
Classificação Anbima	Renda Fixa Duração Livre Crédito Livre

Fundos de Investimento

OAKTREE GLOBAL CREDIT ACCESS

O fundo

O Oaktree Global Credit é o fundo de renda fixa global que consolida as principais teses de investimento da Oaktree Capital, casa fundada pelo notório investidor Howard Marks, com mais de 40 anos de experiência, cuja equipe de investimentos é liderada por Bruce Karsh, sócio e cofundador. O fundo investe nos diversos subsegmentos do crédito global (títulos corporativos, crédito estruturado, crédito de mercados emergentes, hipotecário, entre outros), considerando o momento do ciclo econômico em que a economia global se encontra, posicionando-se de maneira contracíclica e contrária, por meio de intenso processo de pesquisa fundamentalista.

Os motivos

Com as altas das taxas de juros, que tendem a ficar mais altas por mais tempo globalmente, é importante adicionar ao portfólio opções de investimento na renda fixa global, que podem se aproveitar dos mercados de crédito, que já apresentam boas oportunidades e alto potencial de retorno nos níveis de preços atuais.

Características do Fundo

CNPJ	30.338.686/0001-96
Taxa Adm.	1,86%
Taxa Performance	Não há
Público Alvo	Investidores Qualificados
Perfil Investidor	Sofisticado
Aplicação Inicial Mínima	R\$ 500
Movimentação Mínima	R\$ 500
Aplicação	D+1 (dia útil)
Resgate (cotização + liquidação)	D+12
Classificação Anbima	Multimercado Investimento Exterior

Fundos de Investimento

ABSOLUTE VERTEX PREVIDÊNCIA

O fundo

O Absolute Vertex Prev é o fundo de previdência que segue a estratégia macro principal da Absolute, que por sua vez apresenta retornos consistentes, com geração de performance diversificada e excelente retorno ajustado a risco. O fundo investe nos mercados de juros, ações e moedas, tanto locais quanto globais. No processo de investimento, a Absolute combina suas visões macroeconômicas aprofundadas com leituras técnicas de mercado para explorar da melhor maneira possível as assimetrias de preço e gerar retornos em diferentes classes de ativos.

Os motivos

Com as grandes incertezas que o cenário econômico à frente reserva, é importante manter uma carteira diversificada, com fundos capazes de navegar ambientes turbulentos, podendo se aproveitar das assimetrias de preços e das oportunidades que se apresentam com os eventos globais. A Absolute possui diferenciais de equipe, expertise, estratégia de negócios e consistência para continuar a gerar retornos ajustados a risco diferenciados a longo prazo.

Características do Fundo

CNPJ	43.509.130/0001-67
Taxa Adm.	2,00%
Taxa Performance	20% sobre CDI
Público Alvo	Investidores Qualificados
Perfil Investidor	Moderado
Aplicação Inicial Mínima	R\$ 1.000
Movimentação Mínima	R\$ 200
Aplicação	D+0
Resgate (cotização + liquidação)	D+32
Classificação Anbima	Previdência Multimercado Livre

Fundos de Investimento Imobiliário

Fundos de Investimento Imobiliário



BTG PACTUAL LOGÍSTICA FII (BTLG11)

Exposição a um segmento em franca expansão

O BTG Logística FII é um dos maiores fundos de galpões logísticos do mercado, com um patrimônio líquido equivalente a R\$ 2,8 bilhões. Atualmente, o BTLG11 possui mais de 20 ativos distribuídos entre as regiões Sudeste, Sul e Nordeste. A parte majoritária dos ativos do fundo está localizada em São Paulo, em especial entre as regiões que compõem o raio de até 60km da capital, principal eixo logístico do país, enquanto os demais estão localizados no Rio de Janeiro, Santa Catarina, Ceará, Minas Gerais e Bahia. Entre seus principais inquilinos estão grandes empresas com perfil de crédito equilibrado, como BRF, Femsa e Natura.

Nossa recomendação está pautada pelos seguintes pilares: (i) portfólio formado por ativos de alto padrão; (ii) carteira de locatários com excelente qualidade de crédito; (iii) imóveis localizados próximo a centros urbanos (leia-se last miles); (iv) exposição a contratos atípicos e típicos que oferecem estabilidade e potencial de elevação dos aluguéis no longo prazo; (v) ótima liquidez no mercado secundário; e (vi) prazo médio ponderado dos contratos (WAULT) acima de 5 anos.

O fundo conta com a gestão do BTG Pactual, instituição com mais de R\$ 163 bilhões de ativos sob gestão e que conta com mais de 18 profissionais dedicados à área imobiliária no Brasil, que ainda são respaldados por toda estrutura do BTG Pactual (e.g., jurídico, crédito, back office e ESG). Em virtude do trabalho realizado, em 2021 a gestão e o fundo ganharam o Prêmio Master Imobiliário como melhor case de geração de valor do ano, após o processo de turnaround realizado.

Por fim, a liquidez do fundo está entre as melhores do mercado, com um volume diário de negociação de, em média, R\$ 6,8 milhões. As cotas são negociadas no mercado secundário praticamente em linha com o valor patrimonial (P/VPA de 1,01x) e a projeção é o fundo siga pagando um dividend yield líquido de aproximadamente 9% para os próximos 12 meses.

Fundos de Investimento Imobiliário

KINEA SECURITIES FII (KNSC11)

Diferentes estratégias em um único veículo

O KNSC11 é um fundo de recebíveis que tem o objetivo de investir em Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) e cotas de outros FIIs. Listado em agosto de 2020, o Kinea Securities possui um patrimônio líquido de aproximadamente R\$ 1,2 bilhão e tem como principal estratégia a alocação em ativos de crédito com perfis de risco distintos (high grade e mid grade), buscando obter uma performance superior ao mercado sem necessariamente incorrer em riscos maiores.

Nossa recomendação está pautada pelos seguintes fatores: (i) excelente gestão; (ii) carteira pulverizada em operações com perfil de risco confortável; (iii) portfólio balanceado entre indexadores (IPCA e CDI); e (iv) alta liquidez no mercado secundário.

O fundo conta com a gestão da Kinea, uma das maiores gestoras de recursos do Brasil, com profissionais extremamente dedicados e alinhados com o cotista.

A liquidez do fundo é excelente, sendo negociado, em média, R\$ 2,6 milhões diariamente. Atualmente o fundo conta com desconto em relação ao valor patrimonial (P/VPA de 0,98x) e a projeção é o fundo pagar um dividend yield líquido de aproximadamente 10,8% para os próximos 12 meses.

Criptoativos



BITCOIN (BTC)

Histórico

Idealizado em 2008 pelo pseudônimo Satoshi Nakamoto, o bitcoin (BTC) foi a primeira criptomoeda descentralizada a ser adotada em escala mundial e introduziu a tecnologia blockchain, permitindo transações digitais sem a necessidade de intermediários. Desde sua criação, é a criptomoeda líder em valor de mercado e chegou a ultrapassar a marca do 1 trilhão de dólares de capitalização.

Tese de Investimento

O crescente interesse institucional pelo BTC fica evidente quando observando grandes instituições financeiras, como BlackRock e Fidelity, aplicando para emitir ETFs de bitcoin à vista em resposta à demanda do mercado. A tese da criptomoeda como reserva de valor vem ganhando força após a quebra de grandes bancos, como o Silicon Valley Bank, e a intensificação de conflitos geopolíticos; acontecimentos que tendem a aumentar a busca por ativos com a tese de reserva de valor. Além disso, o cenário macroeconômico atual dos Estados Unidos, a inflação e a taxa de juros alta, impulsionadas pelo aumento agressivo na oferta monetária pós-Covid-19, têm criado uma atmosfera de insegurança monetária. Essa instabilidade ressalta a relevância do bitcoin, que, com sua oferta previsível e limitada, emerge como um ativo potencialmente resiliente diante da desvalorização monetária. Portanto, o ano de 2024 parece promissor ao BTC por conta do cenário favorável: (i) adoção institucional crescente; (ii) regulamentação favorável fruto da não caracterização como valor mobiliário; e (iii) tese de reserva de valor digital.

Conclusão

Acreditamos que o bitcoin deva continuar a refletir sua posição dominante no mundo das criptomoedas, especialmente à medida que mais instituições financeiras e investidores o adotam. Observando a trajetória até o momento, a criptomoeda tem consistentemente superado períodos de volatilidade e incerteza, sugerindo uma resiliência notável e fortalecimento de sua tese. Continuamos vendo o BTC como uma adição valiosa a um portfólio diversificado, especialmente em um ambiente de incertezas geopolíticas, macroeconômicas e com crescente dominância da digitalização.



ETHEREUM (ETH)

Histórico

Tendo sua primeira versão lançada em 2015, a rede Ethereum surgiu com a proposta de trazer ferramentas mais sofisticadas para o mundo das blockchains, ampliando as possíveis aplicações da tecnologia. Foi a primeira rede a permitir a implementação de contratos inteligentes: programas autoexecutáveis que automatizam tarefas sem a necessidade de intermediários, de forma completamente descentralizada. No decorrer dos anos, e após diversas atualizações que melhoraram drasticamente sua arquitetura, a Ethereum tornou-se a plataforma de contratos inteligentes mais popular do mundo, posicionando o token ETH como segundo maior criptoativo do mundo em valor de mercado.

Tese de Investimento

Por boa parte da última década, a Ethereum tem sido a rede mais utilizada para a construção de aplicativos descentralizados (dApps), sendo a “camada-base” para o ecossistema cripto. Isso se dá por conta da infraestrutura ferramental que a plataforma oferece aos seus desenvolvedores e à sua segurança robusta, sendo uma blockchain virtualmente impenetrável e com histórico que comprova sua segurança. Além disso, a escalabilidade da rede, uma de suas maiores limitações estruturais, vem sendo resolvida através de atualizações na rede principal para melhor integração com soluções de escalabilidade. O interesse institucional pelo ether também tem aumentado, com grandes gestoras como a BlackRock, ARK Invest e VanEck solicitando pedidos para ofertarem ETFs de ETH à vista. Também devemos considerar que, após a grande atualização “The Merge”, mais tokens têm sido queimados do que criados, tornando o ether um criptoativo deflacionário. No longo prazo, a Ethereum deve ter uma oferta monetária menor do que a atual, impulsionando a valorização do ativo.

Conclusão

A rede Ethereum tem sido, por anos, um alicerce do mundo dos criptoativos, e o consenso do mercado é que esse efeito de rede se exponencialize cada vez mais. À medida que sua curva de adoção cresce, tanto pelo varejo quanto por grandes instituições financeiras, a balança entre a oferta e a demanda inclinará gradualmente a favor do ether, agregando valor ao token holder.



SOLANA (SOL)

Histórico

Lançada oficialmente em 2020, Solana é uma blockchain utilizada para a criação de contratos inteligentes. Criada como uma solução para a demanda de uma rede de primeira camada escalável no mundo das blockchains, a rede possui uma abordagem eficiente na validação de transações, tornando seu uso rápido, barato e seguro. Ao longo do tempo, a Solana aprimorou sua arquitetura e atraiu uma comunidade global de desenvolvedores, consolidando sua posição como uma das principais escolhas para a criação de aplicativos descentralizados (dApps), e sua criptomoeda nativa SOL ganhou destaque como um dos principais ativos digitais do mercado.

Tese de Investimento

Nos últimos anos, a Solana tem se destacado como a principal alternativa à Ethereum. Sua arquitetura tecnológica oferece alta capacidade de processamento, alcançando em torno de 65 mil transações por segundo, com taxas que custam frações de centavos. Mesmo após desafios como a quebra da FTX, instituição que mais apoiava a rede, o desempenho do criptoativo tem se mostrado resiliente, ganhando novamente a confiança do mercado. Quanto à adoção, Solana atingiu em média 18 milhões de transações diárias em 2023, e nos últimos três anos apresentou um aumento de 415% no número de desenvolvedores ativos, impulsionando a criação de centenas de dApps voltados aos mais diversos setores. Além disso, recentes parcerias com gigantes como a Visa e Shopify mostram que a adoção também se estende ao meio institucional. Contudo, a Solana ainda está em fase beta, com desenvolvimentos cruciais em andamento. Entre estes está o Firedancer, novo software que promete aprimorar a eficiência da rede. Ao ser introduzido, deve elevar a segurança e o desempenho da rede significativamente, fortalecendo seus fundamentos. Sendo assim, acreditamos na força dos principais pontos da tese de alocação em Solana: (i) alta capacidade de processamento e taxas baixas; (ii) resiliência demonstrada em face de desafios; (iii) adoção crescente e desenvolvimento ativo; e (iv) diversificação de alocação em redes blockchain de primeira camada.

Conclusão

A evolução de Solana desde sua criação demonstra sua alta capacidade de criação de efeito de rede através de soluções inovadoras. A resiliência do ativo SOL diante de desafios e as contínuas inovações introduzidas pelo corpo de desenvolvedores indicam um compromisso com a segurança e performance da rede. A capacidade de processamento elevada e as baixas taxas de transação, junto à crescente adoção e desenvolvimento de dApps, sinalizam um futuro promissor para a Solana e um potencial de valorização para investidores.



POLYGON (MATIC)

Histórico

Lançada por quatro engenheiros de software em 2017, a Polygon surgiu com o objetivo de solucionar problemas de escalabilidade da rede Ethereum. No decorrer dos anos, o grupo expandiu sua visão para desenvolver maneiras de conectar diferentes blockchains, focando no uso da tecnologia de zk-rollups para escalabilidade e interconexão, enquanto utiliza a infraestrutura da rede Ethereum como pilar de segurança.

Tese de Investimento

Após o ciclo de alta dos criptoativos em 2021, tornou-se imperativo abordar as questões de escalabilidade da rede Ethereum, posicionando-se como uma prioridade estratégica no panorama de desenvolvimento. Beneficiando-se de sua vantagem competitiva, fruto da posição pioneira no mercado e de uma robusta capitalização, a Polygon anunciou em 2023 o roadmap de próximos passos. A ênfase na inovação e implementação da tecnologia “zero knowledge” tem o potencial, se concretizada com êxito, de representar uma das mais significativas evoluções na tecnologia blockchain, abrindo portas para uma vasta gama de aplicações inovadoras no âmbito da privacidade e integridade de dados. Tratando-se de adoção, o time da Polygon tem uma notável competência em estabelecer alianças estratégicas, consolidando parcerias com corporações renomadas como Disney, Starbucks e Nike, bem como estreitando relações com países, incluindo a Itália e a Índia. A migração do token MATIC para POL na atualização Polygon 2.0, em conjunto com a implementação de uma camada de staking, indica uma evolução estratégica, incentivando a participação na rede e aprimorando a sua governança descentralizada. Esses avanços posicionam a Polygon como uma plataforma blockchain promissora, com um ecossistema em crescimento e bom posicionamento no ambiente competitivo de escalabilidade.

Conclusão

Os produtos desenvolvidos pela Polygon têm se mostrado soluções eficazes para os desafios de escalabilidade da rede Ethereum, expandindo ainda mais sua atuação ao promover a interconexão entre diferentes blockchains. Seu crescimento e as recentes iniciativas, como a transição para o token POL, evidenciam um compromisso com o crescimento das soluções, e a transmissão desse crescimento em valorização ao criptoativo. À medida que a Polygon continua a evoluir e a atrair colaborações de peso, a demanda por suas soluções e pelo token pode crescer, beneficiando tanto a plataforma quanto seus investidores, consolidando ainda mais sua posição no cenário cripto.

Nossos Especialistas

Nossos Especialistas



“O relatório Onde Investir 2024 foi feito pela equipe de Research mais premiada do país.

Profissionais dedicados a capturar as melhores oportunidades do mercado, com seriedade, experiência e reconhecimento.”

MACROECONOMIA E ESTRATÉGIA

Álvaro Frasson

Arthur Mota

CRÉDITO PRIVADO

Frederico Khouri

Luis Gonçalves

AÇÕES

Bruno Henriques Lima

Luis Mollo

Marcel Zambello

FUNDOS DE INVESTIMENTO

Gabriel Barca

Juliana Bessa

FUNDOS IMOBILIÁRIOS

Daniel Marinelli

Matheus Oliveira

CRIPTOATIVOS

Lucas Osorio

Sobre o BTG Pactual

Somos o Maior Banco de Investimentos da América Latina. Com a nossa plataforma, você pode acessar milhares de oportunidades na renda fixa e na renda variável do Brasil.

Também oferecemos atendimento qualificado 24 horas, para você investir quando quiser e desejar. Com a nossa atuação digital, você pode começar ou continuar a investir com eficiência e facilidade.

Abra sua conta conosco do BTG Pactual e aproveite toda a nossa experiência de mercado.

[Quero abrir minha conta →](#)

Disclaimer



Required Disclosure

Este relatório foi elaborado pelo Banco BTG Pactual S.A. Os números contidos nos gráficos de desempenho referem-se ao passado; desempenho passado não é um indicador confiável de resultados futuros.

Certificado do Analista

Cada analista de pesquisa responsável pelo conteúdo deste relatório de pesquisa de investimento, no todo ou em parte, certifica que:

(i) Nos termos do Artigo 21º, da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, todas as opiniões expressas refletem com precisão suas opiniões pessoais sobre esses valores mobiliários ou emissores, e tais recomendações foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação ao Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas, conforme o caso;

(ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas contidas aqui ou vinculados ao preço de qualquer um dos valores mobiliários aqui discutidos. Parte da remuneração do analista provém dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas decorrentes de transações detidas pelo Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas. Quando aplicável, o analista responsável por este relatório, certificado de acordo com a regulamentação brasileira, será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

Disclaimer Global

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual S.A.") para distribuição apenas sob as circunstâncias permitidas pela lei aplicável. Este relatório não é direcionado a você se o BTG Pactual estiver proibido ou restrito por qualquer legislação ou regulamentação em qualquer jurisdição de disponibilizá-lo a você. Antes de lê-lo, você deve se certificar de que o BTG Pactual tem permissão para fornecer material de pesquisa sobre investimentos a você de acordo com a legislação e os regulamentos relevantes. Nada neste relatório constitui uma representação de que qualquer estratégia de investimento ou recomendação aqui contida é adequada ou apropriada às circunstâncias individuais de um destinatário ou, de outra forma, constitui uma recomendação pessoal. É publicado apenas para fins informativos, não constitui um anúncio e não deve ser interpretado como uma solicitação, oferta, convite ou incentivo para comprar ou vender quaisquer valores mobiliários ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição.

Os preços neste relatório são considerados confiáveis na data em que este relatório foi emitido e são derivados de um ou mais dos seguintes:

(i) fontes conforme expressamente especificadas ao lado dos dados relevantes;

(ii) o preço cotado no principal mercado regulamentado para o valor mobiliário em questão;

(iii) outras fontes públicas consideradas confiáveis;

(iv) dados proprietários do BTG Pactual ou dados disponíveis ao BTG Pactual.

Todas as outras informações aqui contidas são consideradas confiáveis na data em que este relatório foi emitido e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. Nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é fornecida em relação à precisão, integridade ou confiabilidade das informações aqui contidas, exceto com relação às informações relativas ao Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas, nem pretende ser uma declaração completa ou resumo dos valores mobiliários, mercados ou desenvolvimentos referidos no relatório.

Em todos os casos, os investidores devem conduzir sua própria investigação e análise de tais informações antes de tomar ou deixar de tomar qualquer ação em relação aos valores mobiliários ou mercados analisados neste relatório. O BTG Pactual não assume que os investidores obterão lucros, nem compartilhará com os investidores quaisquer lucros de investimentos nem aceitará qualquer responsabilidade por quaisquer perdas de investimentos. Os investimentos envolvem riscos e os investidores devem exercer prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual não aceita obrigações fiduciárias para com os destinatários deste relatório e, ao comunicá-lo, não está agindo na qualidade de fiduciário. O relatório não deve ser considerado pelos

destinatários como um substituto para o exercício de seu próprio julgamento. As opiniões, estimativas e projeções aqui expressas constituem o julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data em que o relatório foi emitido e, portanto, estão sujeitas a alterações sem aviso prévio e podem divergir ou ser contrárias às opiniões expressas por outras áreas de negócios ou grupos do BTG Pactual em decorrência da utilização de diferentes premissas e critérios. Como as opiniões pessoais dos analistas podem diferir umas das outras, o Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas podem ter emitido ou emitir relatórios inconsistentes e/ou chegar a conclusões diferentes das informações aqui apresentadas. Quaisquer opiniões, estimativas e projeções não devem ser interpretadas como uma representação de que os assuntos ali referidos ocorrerão.

Os preços e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a alterações sem aviso prévio. A pesquisa iniciará, atualizará e encerrará a cobertura exclusivamente a critério da Gerência de Pesquisa do Banco de Investimentos do BTG Pactual. A análise contida neste documento é baseada em numerosas suposições. Suposições diferentes podem resultar em resultados substancialmente diferentes. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração deste relatório pode(m) interagir com o pessoal da mesa de operações, pessoal de vendas e outros públicos com a finalidade de coletar, sintetizar e interpretar informações de mercado. O BTG Pactual não tem obrigação de atualizar ou manter atualizadas as informações aqui contidas, exceto quando encerrar a cobertura das empresas abordadas no relatório. O BTG Pactual conta com barreiras de informação para controlar o fluxo de informações contidas em uma ou mais áreas dentro do BTG Pactual, para outras áreas, unidades, grupos ou afiliadas do BTG Pactual.

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

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

Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer investidor em particular. Os investidores devem obter aconselhamento financeiro independente com base em suas próprias circunstâncias particulares antes de tomar uma decisão de investimento com base nas informações aqui contidas. Para aconselhamento sobre investimentos, execução de negócios ou outras questões, os clientes devem entrar em contato com seu representante de vendas local. Nem o BTG Pactual nem qualquer de suas afiliadas, nem qualquer um de seus respectivos diretores, funcionários ou agentes aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda ou dano decorrente do uso de todo ou parte deste relatório. Quaisquer preços declarados neste relatório são apenas para fins informativos e não representam avaliações de títulos individuais ou outros instrumentos. Não há representação de que qualquer transação possa ou possa ter sido afetada a esses preços e quaisquer preços não refletem necessariamente os livros e registros internos do BTG Pactual ou avaliações baseadas em modelos teóricos e podem ser baseados em certas suposições. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído a qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o consentimento prévio por escrito do

Disclaimer



BTG Pactual e o BTG Pactual não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito. Informações adicionais relacionadas aos instrumentos financeiros discutidos neste relatório estão disponíveis mediante solicitação.

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

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse: www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx

Fale conosco

Nosso atendimento

4007-2511 Regiões metropolitanas

0800-001-251 Demais localidades

Das 8h às 18h de segunda

a sexta-feira, exceto feriados

Atendimento via chat no aplicativo,

24 horas por dia, 7 dias por semana.

Nosso SAC

Capitais e regiões metropolitanas

0 0800-772-2827

Deficiência Auditiva ou de Fala

0 800-047-4335

24 horas por dia, 7 dias

por semana

sac@btgpactual.com

Nossa ouvidoria

0800-722-0048

Das 9h às 18h de segunda

a sexta-feira, exceto feriados

