



Carteira Recomendada de Ações – Small Caps

Equity Research

Banco BTG Pactual S.A.

Outubro 2020

Carlos Sequeira, CFA

New York – BTG Pactual US Capital LLC

Osni Carfi

São Paulo – Banco BTG Pactual S.A.

Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

fundamentalista@btgpactual.com

Carteira Recomendada de Ações – Small Caps

Objetivo da Carteira

A Carteira Recomendada de Ações – Small Caps (BTGD SMLL) tem como objetivo capturar as melhores oportunidades e performances do mercado de small caps brasileiro, sendo composta por 5 ativos selecionados pela equipe de análise e estratégia do BTG Pactual. Dentre o universo de ações analisadas, estão empresas que possuem um valor de mercado informal de até R\$ 15 bilhões, tendo como benchmark o índice de small caps brasileiro (SMLL).

Pontos Principais

Ações brasileiras: risco/retorno parece muito melhor agora

Embora os riscos associados à delicada situação fiscal do país tenham aumentado nos últimos meses, os valuations se ajustaram significativamente, com o índice agora sendo negociado a menos de um desvio padrão acima de sua média histórica (13,7x vs. 12,7x 2021E P/L). O Earnings Yield (rendimento dos lucros, ou prêmio para manter ações) está agora um desvio-padrão acima de sua média histórica usando os lucros de 2021, mesmo após o pico nas taxas de juros reais de longo prazo. Neste ponto, vemos um risco/retorno mais atraente para as ações brasileiras.

Movida e Lojas Quero Quero são as novas integrantes para o mês de Outubro

Para o mês de outubro inserimos a empresa de aluguel de carros Movida (MOVI3) e a empresa de varejo de construção Lojas Quero Quero (LJQQ3). Com isso, removemos a EcoRodovias (ECOR3) e a JSL (JSLG3, atual SIMH3). Por fim, mantivemos a empresa de revestimento cerâmico e madeira Duratex (DTEX3), a empresa de soluções para transporte Randon (RAPT4) e a empresa de telecomunicações Oi (OIBR3).

Empresa	Ticker	Peso	Volume Médio Diário (R\$ mn)	Market Cap. (R\$ mn)	Preço-Alvo (R\$)	P/L 2021E
Randon	RAPT4	20%	35,8	3.805	15,00	10,4x
Oi	OIBR3	20%	334,7	10.521	2,00	N/A
Duratex	DTEX3	20%	56,5	12.374	20,00	37,9x
Quero Quero	LJQQ3	20%	17,2	2.590	17,00	31,5x
Movida	MOVI3	20%	43,6	4.840	30,00	15,9x

Fonte: BTG Pactual

Ações brasileiras: risco/retorno parece melhor agora

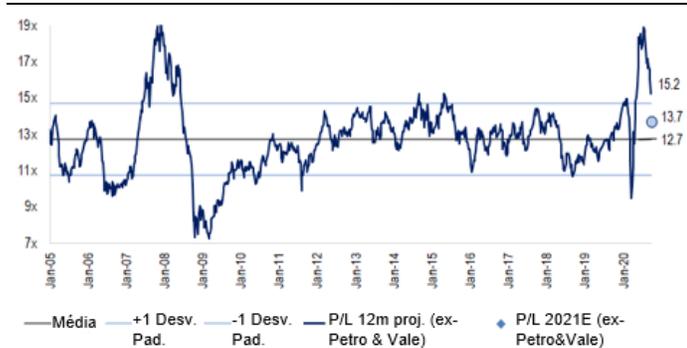
O Ibovespa completou o segundo mês consecutivo no vermelho, após recuar 4,8% em setembro e 3,4% em agosto. Em dólares, a queda em setembro foi de 7,5% e nos últimos dois meses foi de 15%.

Após as vendas recentes, o Ibovespa, ex-Petrobras e Vale, passou a ser negociado a 13,7x P/L 2021E, menos de um desvio-padrão acima de sua média histórica de 12,7x.

O Earnings Yield (rendimento dos lucros, ou o prêmio para manter ações) está agora acima de sua média histórica pela primeira vez desde abril (gráfico 2), indicando que o aumento nos lucros/queda nos preços das ações foram mais do que suficientes para compensar o aumento nas taxas de juros reais de longo nos últimos dois meses.

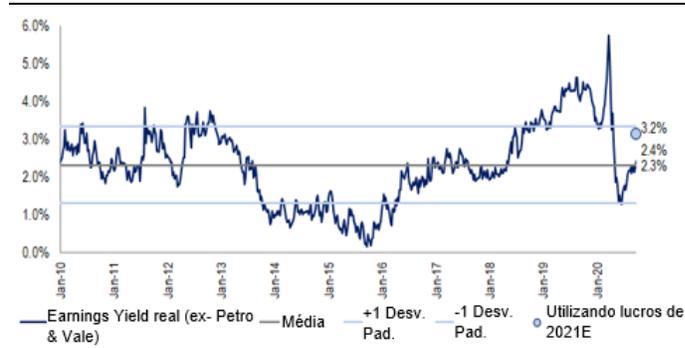
Quando fazemos o cálculo usando os lucros de 2021 (em vez de 12 meses projetados), o earnings yield está agora em 3,2%, um desvio padrão acima de sua média histórica. Claramente, do ponto de vista de valuation, as ações brasileiras parecem mais atraentes após a recente liquidação, enquanto os riscos também são maiores.

Gráfico 1: Brasil P/L 12-meses projetados



Fonte: Economática e Estimativas BTG Pactual

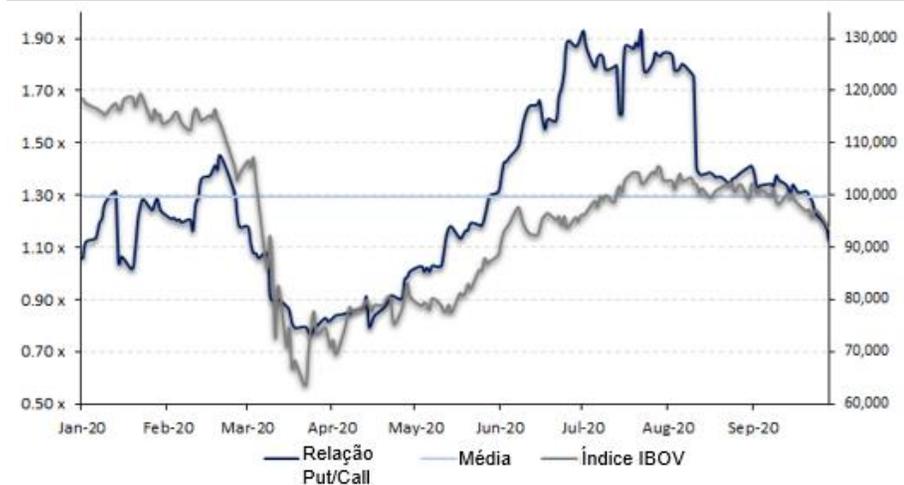
Gráfico 2: Earnings Yield (L/P menos taxas de juros de 10 anos)



Fonte: Economática e Estimativas BTG Pactual

Os investidores têm comprado menos proteção nos últimos tempos, uma vez que a relação Put/Call do Ibovespa vem caindo e agora abaixo da média do ano (gráfico 3).

Gráfico 3: Relação Put/Call do Ibovespa



Fonte: Bloomberg e estimativas do BTG Pactual

Com base nos fundamentos, o Ibovespa parece precificado adequadamente

Há algum tempo, contamos com um modelo simplificado para comparar o valuation atual do Ibovespa com um preço-alvo para o índice estimado a partir de uma série de premissas. Embora estejamos mantendo a maioria de nossas premissas inalteradas, ajustamos a taxa de juros real de longo prazo ao nível atual e a comparamos a um cenário de consolidação fiscal mais forte.

Nossa análise *top-down* assume taxas de juros reais de longo prazo de 4,1% (ou seja, nível atual), inflação de 2,5%, ROE de 15% e crescimento real do PIB de 2%. Com essas premissas, atingimos um P/L alvo de 13,7x, em linha com o múltiplo P/L 2021 do Ibovespa (tabela 1).

Em um cenário em que a consolidação fiscal é buscada de forma mais agressiva, as taxas de juros reais de longo prazo poderiam ser tão baixas quanto 3% (nível pré-crise). Nesse cenário, mantendo as outras variáveis inalteradas, chegamos a um P/L alvo de 17,6x e potencial de valorização de 29%.

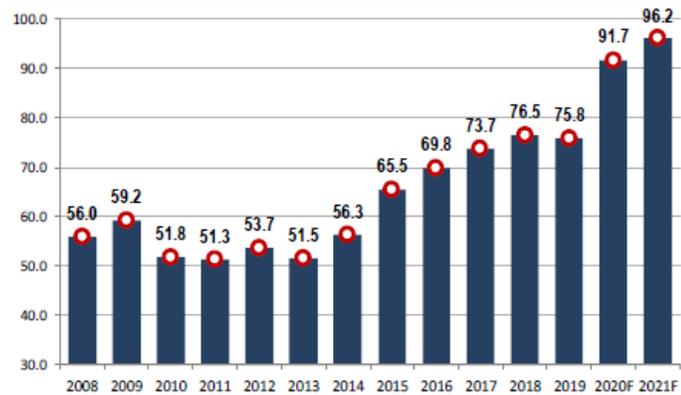
Tabela 2: P/L alvo do Ibovespa sob diferentes premissas

	Pós-crise	Pré-crise
ROE	15,0%	15,0%
Ke	9,6%	8,5%
Inflação	2,5%	2,5%
Juro real	4,1%	3,0%
Juros	6,6%	5,5%
Prêmio	3,0%	3,0%
Crescimento	4,5%	4,5%
Inflação	2,5%	2,5%
Crescimento real	2,0%	2,0%
P/L alvo	13,7x	17,6x
Atual P/L para 2021	13,7x	13,7x
IBOV	94.680	94.680
IBOV alvo	94.978	121.705
Upside	0,3%	28,5%

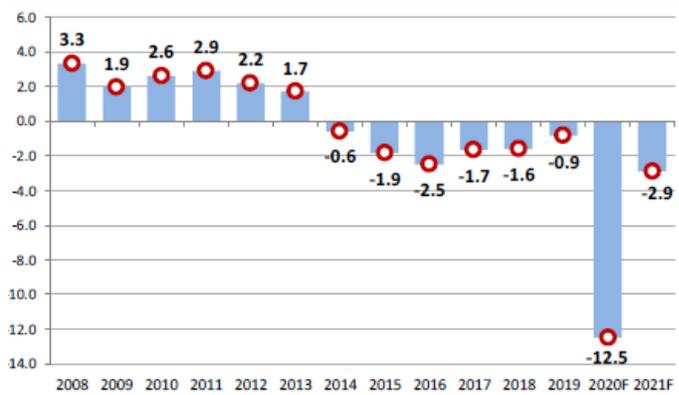
Fonte: Estimativas BTG Pactual

Crescentes preocupações com a situação fiscal do Brasil

As preocupações com a situação das contas fiscais do Brasil continuam a crescer. De acordo com nossa equipe macroeconômica, o déficit primário do Brasil pode chegar a 12,5% do PIB em 2020 (déficit de R\$ 898 bilhões) e 2,9% em 2021, aumentando a dívida bruta total do país para 92% do PIB este ano e 96% em 2021.

Gráfico 4: Dívida Bruta (% do PIB)


Fonte: Tesouro Nacional e BTG Pactual

Gráfico 5: Resultado Primário Consolidado (% do PIB)


Fonte: Tesouro Nacional e BTG Pactual

Embora esses números sejam alarmantes por si só, a principal preocupação do mercado é a incapacidade e/ou falta de vontade do governo e do Congresso em cortar despesas e aprovar reformas estruturais para ajudar a consolidar as contas fiscais do país.

O anúncio nesta semana da criação de um novo programa social (Renda Cidadã), a ser financiado de formas não convencionais, assustou o mercado - que vê falta de vontade política para implementar cortes reais de gastos. Talvez mais importante, parece claro que as demandas por maiores gastos públicos não vão diminuir, especialmente porque o pacote de ajuda de emergência está definido para terminar em dezembro, enquanto a fonte de financiamento para essas novas despesas potenciais não é clara.

Além disso, acatar o que provavelmente é a única âncora fiscal do governo, a legislação de teto de gastos, já se mostra bastante desafiador em 2021. O descompasso entre o índice de inflação que reajusta o teto (IPCA) e o que reajusta diversas despesas obrigatórias, como benefícios previdenciários e de assistencialismo social (INPC), ajudarão a produzir um déficit de cerca de R\$ 18 bilhões já em 2021.

Como cortar despesas para criar espaço no orçamento para novos programas sociais parece politicamente desafiador, os mercados estão preocupados que os políticos possam alterar a legislação do teto de gastos e/ou criar novos impostos para financiar o novo programa de transferência de renda.

O aumento da incerteza sobre o estado das contas fiscais do país nos próximos anos está pressionando as taxas de juros reais de longo prazo. Após atingir 3,4% ao final de julho, a taxa de juros real de longo prazo encerrou setembro em 4,1% (gráfico 6).

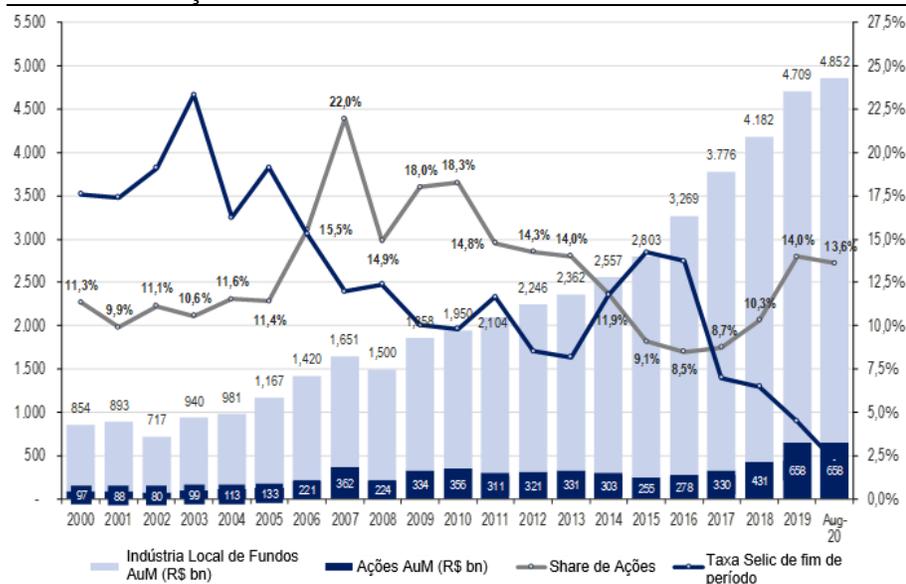
Para que as taxas caiam mais, o governo precisa seguir em frente com a agenda de reformas. Reduzir a dívida em relação ao PIB (embora gradualmente) o mais rápido possível é vital para mostrar aos investidores que o processo de consolidação fiscal continua sendo um pilar fundamental deste governo. Mas, com as eleições municipais se aproximando, vemos pouco espaço para reformas importantes serem aprovadas nos próximos meses.

Gráfico 6: Taxa de juros real de longo prazo (NTN-B 2035)


Fonte: Banco Central do Brasil

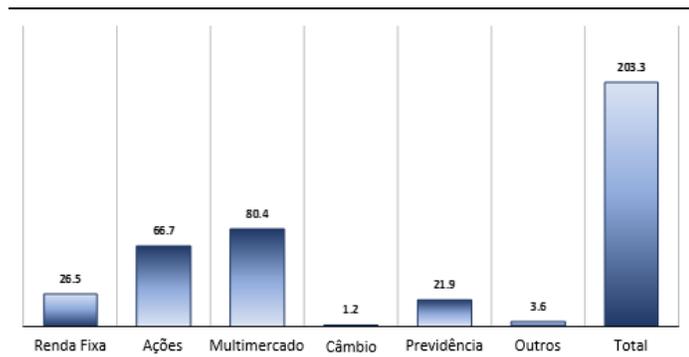
Continuam fortes os fluxos de ações

De 2016 até a Covid-19, vimos um aumento contínuo e consistente nas alocações em ações brasileiras por investidores locais. No início da pandemia, as alocações em ações caíram devido a uma queda acentuada no mercado de ações. Mas nos últimos meses vimos os níveis de alocação subirem novamente, com agosto próximo aos números do ano de 2019, atingindo 13,6%. Se a alocação retornar aos níveis do ano de 2007 (22%), e com base no AuM (ativos sob gestão) atual da indústria de fundos, isso significaria um aumento de ~R\$ 407 bilhões no AuM dos fundos de ações.

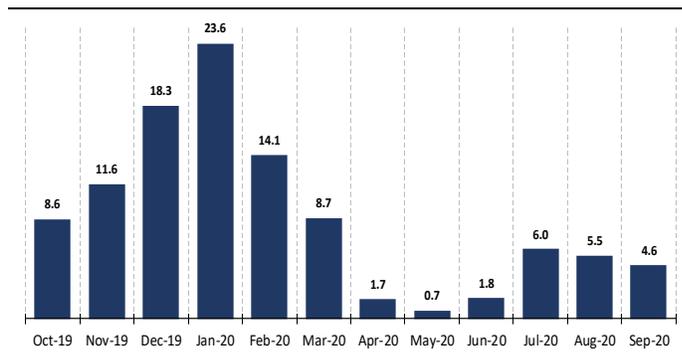
Gráfico 7: Alocações de fundos locais


Fonte: Anbima e estimativas do BTG Pactual

Após um 2T fraco para os fundos de ações em termos de captação líquida, os investidores começaram a reinvestir nesses fundos. No 3T, tivemos captações de aproximadamente R\$ 15 bilhões nesse tipo de fundo, totalizando R\$ 67 bilhões no acumulado do ano.

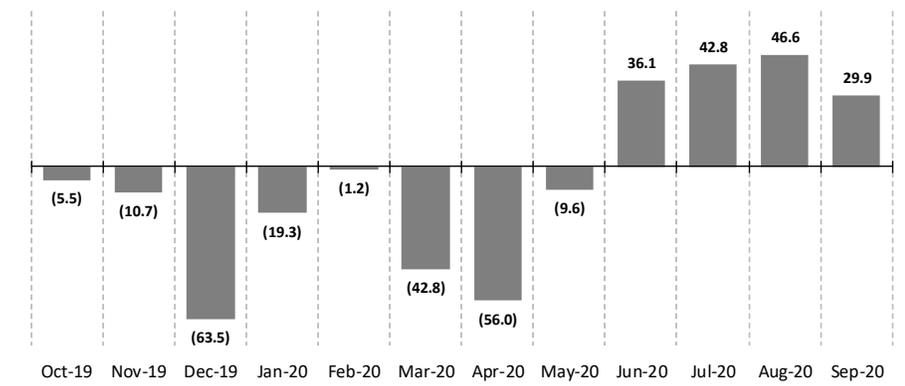
Gráfico 8: Fluxos por tipo de fundo, acumulado no ano (R\$ bi)


Fonte: Anbima e estimativas do BTG Pactual

Gráfico 9: Captação líquida mensal dos fundos de ações (R\$ bi)


Fonte: Anbima e estimativas do BTG Pactual

Embora os fundos multimercado estejam liderando as captações líquidas este ano, os fundos de renda fixa têm relatado resultados sólidos nos últimos meses. Após um resultado de agosto que foi um dos melhores da história (captação de R\$ 45 bilhões), esses fundos já registraram entradas de R\$ 30 bilhões até o momento em setembro. Nos últimos 4 meses, os fundos de renda fixa apresentaram captação de R\$ 154 bilhões, eliminando todas as resgates do início do ano e garantindo uma captação total de R\$ 26 bilhões no acumulado do ano. A grande maioria das captações no acumulado do ano foram em fundos de renda fixa de curto prazo. Em setembro, observamos a demanda por fundos de renda fixa indexados, responsáveis por R\$ 12,8 bilhões da arrecadação total, e por fundos de renda fixa de curto prazo (R\$ 15,4 bilhões).

Gráfico 10: Captação líquida mensal dos fundos de renda fixa (R\$ bi)


Fonte: Anbima e estimativas do BTG Pactual

Investidores Pessoa Física estão aumentando sua participação no mercado

Sinalizamos o aumento da presença de investidores Pessoa Física (134 mil contas abertas em agosto; + 78% no acumulado do ano). Com as taxas de juros em níveis historicamente baixos, essa tendência pode persistir.

Gráfico 11: Número de contas de PFs ('000)


Fonte: B3

O mercado de capitais está em alta

Após estagnar nos primeiros meses da pandemia, as empresas voltaram a buscar capital no mercado. No 3T, foram realizados 17 negócios (7 IPOs + 10 Follow-Ons) de acordo com os números da B3, tornando-o o segundo trimestre com maior número de ofertas desde 2007 (18 ofertas no 4T19). E o 3T20 deve assumir a liderança, já que os números de agosto e setembro divulgados pela B3 ainda estão incompletos.

Com a normalização do mercado após meses de quarentena, esperamos que essa tendência continue. Mas, ao contrário dos últimos anos, os estrangeiros não são mais os principais investidores, uma vez que os investidores institucionais e PFs estão constantemente aumentando sua participação.

Tabela 3: IPOs e follow on - volume total e participação dos investidores

Ano	Volume Total (R\$mn)			Participação por Investidor (%)			
	IPO	Follow-On	Total	PFs	Institucional	Estrangeiros	Outros
2004	4.487	4.318	8.805	8,7%	19,0%	69,2%	3,1%
2005	5.447	8.489	13.936	6,0%	19,1%	69,1%	5,8%
2006	15.374	15.063	30.436	7,9%	18,7%	65,7%	7,7%
2007	55.648	14.465	70.113	9,1%	16,5%	70,7%	3,6%
2008	7.495	26.761	34.255	6,5%	13,3%	45,2%	34,9%
2009	23.831	22.152	45.983	7,7%	16,1%	65,4%	10,8%
2010	11.193	138.048	149.241	4,4%	14,0%	27,1%	54,5%
2011	7.175	10.815	17.990	8,0%	22,9%	54,8%	14,3%
2012	3.933	9.308	13.240	6,9%	25,8%	36,4%	30,9%
2013	17.293	6.066	23.359	11,4%	26,0%	42,5%	20,0%
2014	418	13.960	14.378	0,8%	11,8%	38,4%	49,0%
2015	603	17.461	18.064	0,8%	10,5%	66,3%	22,3%
2016	674	9.967	10.641	3,8%	29,7%	45,7%	20,8%
2017	20.761	21.020	41.781	4,3%	27,1%	57,9%	10,7%
2018	6.823	4.430	11.253	5,8%	34,8%	51,7%	7,6%
2019	9.836	79.763	89.599	7,0%	45,9%	44,4%	2,7%
2020	12.156	54.616	66.773	7,8%	43,1%	30,2%	18,9%
Jan-20	0	2.335	2.335	6,2%	52,2%	36,5%	5,1%
Feb-20	3.683	24.936	28.618	14,5%	43,0%	39,5%	3,0%
Mar-20	0	0	0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Apr-20	0	0	0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
May-20	300	0	300	10,0%	43,8%	6,1%	40,1%
Jun-20	0	5.355	5.355	0,0%	45,4%	28,4%	26,1%
Jul-20	3.767	12.784	16.551	2,1%	49,9%	18,7%	29,3%
Aug-20	2.632	7.144	9.776	2,3%	27,8%	22,0%	47,8%
Sep-20	1.774	2.063	3.837	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

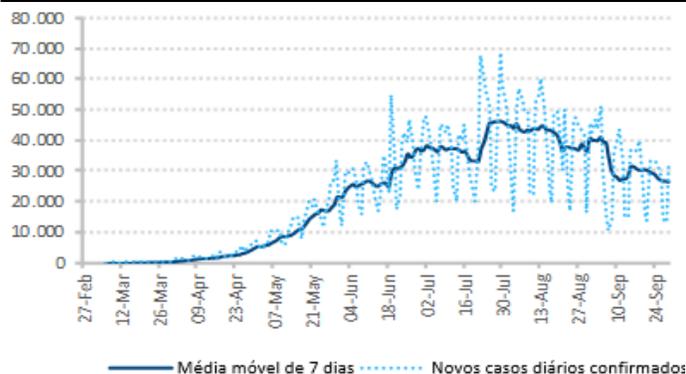
Fonte: B3

COVID-19: a situação está melhorando no Brasil

No Brasil, a maioria dos dados indica que a pandemia desacelerou. Tanto a média móvel de 7 dias de infecções diárias (em ~26,6 mil vs. 40,8 mil no mês passado) e o número médio de mortes diárias diminuiu (para 688 contra 867 no mês passado).

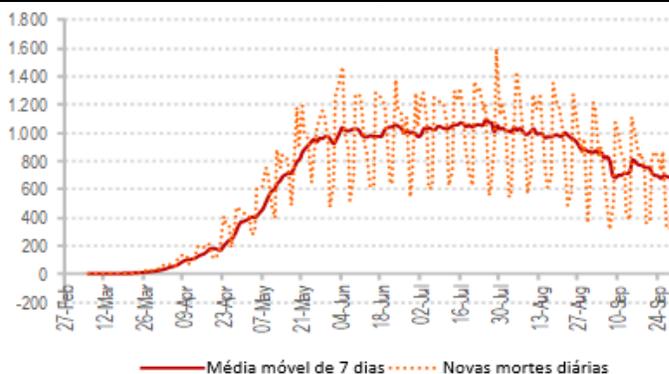
Com a quarentena para trás e a maioria das pessoas começando a retomar suas vidas, não podemos descartar a possibilidade de uma segunda onda.

Gráfico 12: Novos casos diários de COVID-19 no Brasil



Fonte: Ministério da Saúde do Brasil e estimativas BTG Pactual

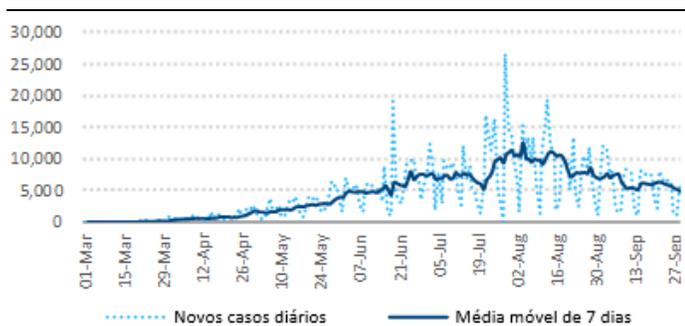
Gráfico 13: Novas mortes diárias por COVID-19 no Brasil



Fonte: Ministério da Saúde do Brasil e estimativas BTG Pactual

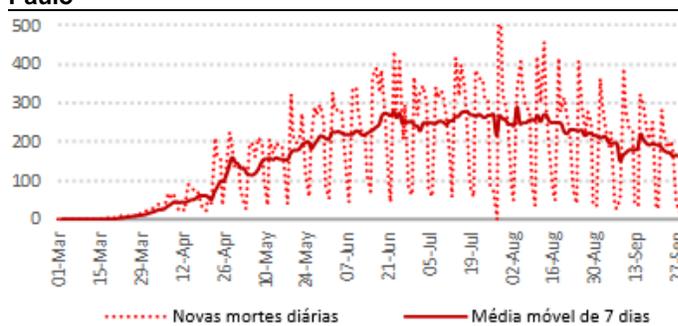
Os dados de São Paulo também mostraram uma boa melhora. Tanto a média móvel de 7 dias de infecções diárias (em ~26,6 mil vs. 40,8 mil no mês passado) e o número médio de mortes diárias diminuiu (para 688 contra 867 no mês passado).

Gráfico 14: Novos casos diários de COVID-19 em São Paulo



Fonte: Ministério da Saúde do Brasil e estimativas BTG Pactual

Gráfico 15: Novas mortes diárias por COVID-19 em São Paulo



Fonte: Ministério da Saúde do Brasil e estimativas BTG Pactual

Carteira Recomendada de Ações – Small Caps:

Para o mês de outubro inserimos a empresa de aluguel de carros Movida (MOVI3) e a empresa de varejo de construção Lojas Quero Quero (LJQQ3). Com isso, removemos a EcoRodovias (ECOR3) e a JSL (JSLG3, atual SIMH3). Por fim, mantivemos a empresa de revestimento cerâmico e madeira Duratex (DTEX3), a empresa de soluções para transporte Randon (RAPT4) e a empresa de telecomunicações Oi (OIBR3).

Setembro				Outubro			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
Randon	Transporte	RAPT4	20%	Randon	Transporte	RAPT4	20%
Oi	Telecomunicações	OIBR3	20%	Oi	Telecomunicações	OIBR3	20%
Duratex	Revest. Cerâmico e Madeira	DTEX3	20%	Duratex	Revest. Cerâmico e Madeira	DTEX3	20%
Ecorodovias	Infraestrutura	ECOR3	20%	Quero Quero	Varejo	LJQQ3	20%
JSL	Logística	JSLG3	20%	Movida	Aluguel de Carro	MOVI3	20%

Fonte: BTG Pactual

Carteira Recomendada de Ações – Small Caps:

Empresa	Ticker	Peso	Volume Médio Diário (R\$ mn)	Market Cap. (R\$ mn)	Preço-Alvo (R\$)	P/L 2021E
Randon	RAPT4	20%	35,8	3.805	15,00	10,4x
Oi	OIBR3	20%	334,7	10.521	2,00	N/A
Duratex	DTEX3	20%	56,5	12.374	20,00	37,9x
Quero Quero	LJQQ3	20%	17,2	2.590	17,00	31,5x
Movida	MOVI3	20%	43,6	4.840	30,00	15,9x

Fonte: BTG Pactual

Duratex (DTEX3)

Estamos mantendo a Duratex ao nosso portfólio por acreditarmos que a empresa deve se beneficiar dos fortes mercados de construção (pequenas obras + reformas + novos lançamentos) tanto nos próximos trimestres quanto no longo prazo. Depois de ser severamente impactada pela crise no 2T20, a DTEX está operando perto da capacidade total em algumas de suas linhas de produção (recuperação em forma de V) e agora esperamos uma expansão do EBITDA (a/a) para 2020 (maiores volumes e margens no 2S20). Ainda assim, esta não é uma história barata com base em múltiplos de curto prazo (~10x EBITDA 21), mas acreditamos que a recuperação em curso na empresa justifica nosso otimismo para as ações - caminhando para uma história menos comoditizada e mais centrada no consumidor. À medida que a empresa aumenta a exposição a negócios de maior margem/menor capital investido (diluição da exposição em painel de madeira), acreditamos que o potencial de ROE de longo prazo foi substancialmente refeito e vemos que este é um aspecto crítico do caso de investimento.

Performance:

Outubro (%) 14,6%
2020 (%) 9,1%



Fonte: Economica

Movida (MOVI3)

Após o recente anúncio de uma potencial combinação de negócios entre as duas maiores empresas do setor de aluguel de veículos, Localiza e Unidas, vemos a Movida bem posicionada para se beneficiar de uma melhor dinâmica oferta/demanda no setor, pois a consolidação do segmento deve trazer uma interessante racionalidade de fornecimento ao negócio. Nossas expectativas são baseadas nas seguintes leituras: (i) no lado do sourcing, a relevância da compra da NewCo pode aumentar drasticamente a exposição das montadoras (OEMs) a um único players (esperamos que o desconto de compra da LCAM convirja para a RENT), o que significa que eles poderiam criar melhores condições para o player nº 2, como uma abordagem defensiva estratégica; (ii) como a participação de mercado combinada de RAC da NewCo é de 66%, a combinação poderia implicar na racionalização da capacidade e melhor dinâmica de oferta/demanda, especialmente em aeroportos, (iii) os clientes corporativos também podem querer ter um fornecedor nº 2 para controlar o poder de precificação do novo líder; e (iv) como esperamos que a NewCo migre para os múltiplos da RENT, o gap de valuation da MOVI se amplia em relação à LCAM, o que torna mais atraente em uma visão relativa (a MOVI está atualmente negociando a 15,9x P/L 21 versus 41,5x P/L 21 da RENT). Vemos a empresa a negociar com níveis de valuation atrativos e com riscos positivos relevantes, o que justifica a nossa escolha.

Performance:

Outubro (%)  0,7%
 2020 (%)  -13,7%



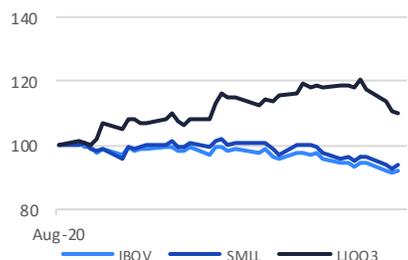
Fonte: Economatica

Lojas Quero Quero (LJQQ3)

Vemos a Quero Quero aliar um sabor local, com um modelo de negócio que se enquadra na sólida expansão nos próximos anos no campo, uma comprovada execução no seu negócio de financiamento ao consumidor e uma forte cultura que apóia o crescimento acelerado (mais de 450 lojas abertas nos próximos 5 anos), enquanto desfruta de um momentum de curto prazo resiliente. Embora não seja uma pechincha, negociando a 32x P/L 2021, considerando um CAGR de LPA de 40% de 2020 a 2025, o valuation atual ainda oferece um potencial de valorização atraente.

Performance:

Outubro (%)  2,2%
 2020 (%)  10,3%



Fonte: Economatica

Oi S.A. (OIBR3)

Depois que o plano de reestruturação revisado da Oi foi aprovado em uma assembleia geral de credores em 8 de setembro, decidimos reavaliar nossa tese de investimento e revisar nosso preço-alvo de soma das partes para a empresa. Nosso novo preço-alvo é de R\$ 2,80 por ação, ante R\$ 2,0 anteriormente, indicando um potencial de valorização de 63%. A consequência imediata da revisão do plano aprovado é que o caso de investimento da Oi está muito menos arriscado, pois agora está autorizada a vender ativos que podem levantar R\$ 24 bilhões em caixa novo, que seria usado para pagar algumas dívidas e fornecer o capital necessário para investir em sua estratégia focada em fibra (vários desses ativos já receberam propostas firmes). O plano revisado também esclarece o verdadeiro valor da dívida reestruturada da empresa.

Performance:

Outubro (%) -1,8%
 2020 (%) 94,2%



Fonte: Economática

Randon (RAPT4)

Vemos a Randon apresentando uma recuperação de vendas mais clara no período pós-crise, impulsionada por (i) vendas de veículos pesados resilientes devido à forte demanda do agronegócio e (ii) vendas de aftermarket estáveis, com peças de revenda e serviços mostrando força. Além disso, temos expectativas positivas quanto à incorporação da Nakata pela subsidiária Fras-le, uma vez que a Randon anunciou recentemente a aprovação do negócio pelo CADE, com fechamento em setembro. A inclusão da Nakata em nossos modelos acrescenta R\$ 1/ação ao nosso preço-alvo, como distribuidor de componentes (com atraente margem EBITDA resiliente de 12-13%) deve representar 9% das receitas consolidadas. No médio/longo prazo, vemos a Randon também se beneficiando de seus esforços inovadores, com seu portfólio atual de 29 soluções inovadoras a serem desenvolvidas. Por último, vemos a empresa sendo negociada a um nível de valuation atraente de 10,4x P/L 21E.

Performance:

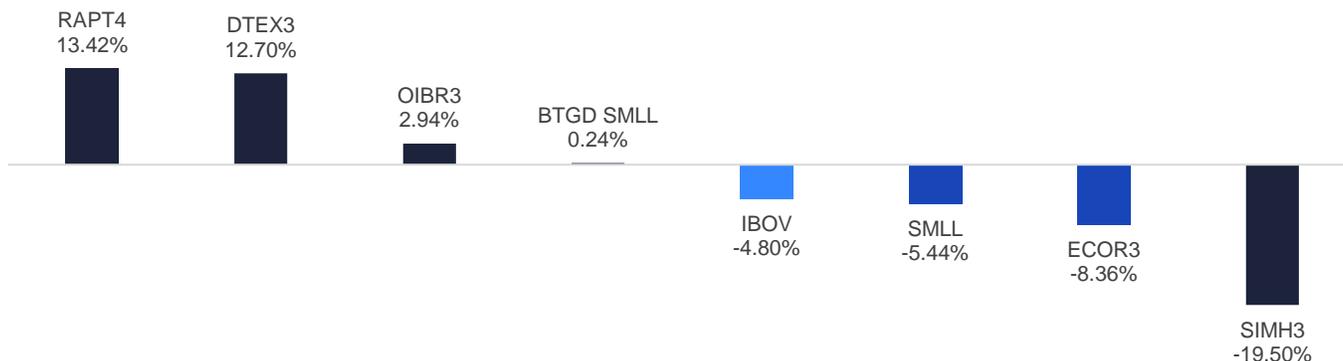
Outubro (%) 9,5%
 2020 (%) -11,6%



Fonte: Economática

Rentabilidade Histórica:

Gráfico 16: Performance por ação em setembro de 2020:

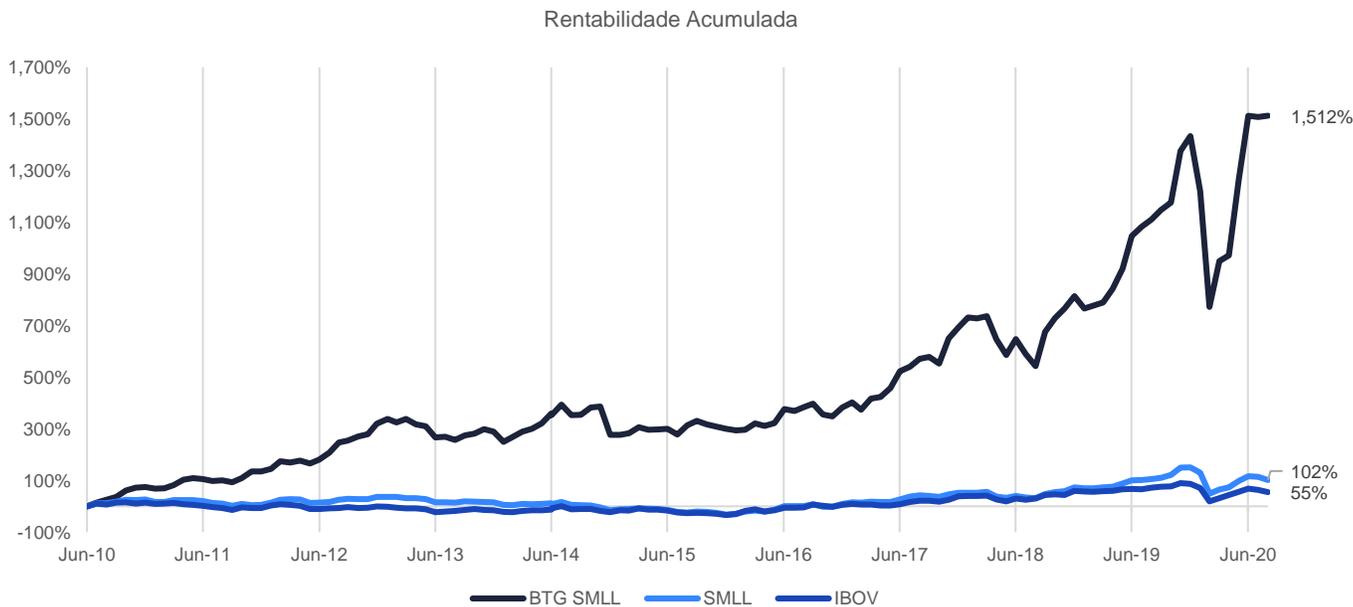


Fonte: BTG Pactual e Economática

Performance Histórica:

No mês de setembro a carteira BTG SMLL apresentou uma alta de +0,2%, contra uma queda de -5,4% do índice SMLL e -4,8% do IBOV. Desde julho de 2010, a carteira acumula uma rentabilidade de 1.511,8%, contra 102,2% do SMLL e 55,2% do IBOV.

Gráfico 17: Performance Histórica (desde outubro de 2009)



Fonte: BTG Pactual e Economática

Tabela de Performance Histórica:

Performance	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
BTGD SMLL	74,3%	34,7%	79,0%	-7,4%	24,9%	-15,9%	9,8%	67,1%	15,5%	70,5%	9,3%
SMLL	26,7%	-16,6%	28,7%	-15,2%	-17,0%	-22,4%	31,8%	49,6%	7,5%	57,8%	-18,9%
IBOV	13,7%	-18,1%	7,4%	-15,5%	-2,9%	-13,3%	38,9%	26,9%	15,0%	31,5%	-18,2%

Performance	Jan-20	Feb-20	Mar-20	Apr-20	May-20	Jun-20	Jul-20	Aug-20	Sep-20	Oct-20	Nov-20	Dec-20
BTGD SMLL	4,0%	-14,0%	-33,9%	20,3%	2,1%	27,4%	18,1%	-0,3%	0,2%			
SMLL	0,5%	-8,3%	-35,1%	10,2%	5,1%	14,4%	9,5%	-1,2%	-5,4%			
IBOV	-1,6%	-8,4%	-29,9%	10,3%	8,6%	8,8%	8,3%	-3,4%	-4,8%			

* Rentabilidade em 2010 a partir do mês de julho.

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

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

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

Certificação dos analistas: *Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas, conforme o caso. ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.*

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

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

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

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