



## Dividendos

Carteira Recomendada

Equity Research  
Banco BTG Pactual S.A.

Janeiro 2024

Bruno Lima  
São Paulo – Banco BTG Pactual

Luis Mollo  
São Paulo – Banco BTG Pactual

Marcel Zambello  
São Paulo – Banco BTG Pactual

[analise.acoes@btgpactual.com](mailto:analise.acoes@btgpactual.com)





## Objetivo da Carteira

A carteira tem como objetivo encontrar as melhores empresas sob a ótica de geração total de valor ao acionista com foco na distribuição de proventos. Dessa forma, realizamos uma análise focada em ativos de alta qualidade, com resiliência de entrega de resultados e geração de caixa. A seleção dos ativos é feita de forma complementar entre a equipe de análise de empresas e estratégia do BTG Pactual, com uma revisão mensal da carteira.

## Pontos Principais

Para nossa carteira de Janeiro, iremos retirar SLC Agrícola e Auren, realocando essas percentuais em Petrobras (agora com 15%) e CPFL (com 10%) de participação.

**Tabela 1: Carteira Recomendada de Dividendos de janeiro**

Empresa	Ticker	Setor	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mn)	EV/EBITDA		P/L		Dividend Yield (%)	
					2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Petrobras	PETR4	Petróleo & Gás	15%	499.505	3,0x	3,4x	4,3x	4,9x	15,1%	13,5%
Vale	VALE3	Mineração & Siderurgia	15%	333.041	4,1x	4,5x	5,4x	6,5x	12,3%	10,0%
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	5%	306.933	-	-	8,4x	7,6x	5,9%	6,6%
Banco do Brasil	BBAS3	Bancos	10%	156.561	-	-	4,2x	4,2x	9,5%	9,6%
Eletrobras	ELET3	Serviços Básicos	10%	96.514	7,2x	5,5x	7,7x	9,4x	6,2%	10,6%
BB Seguridade	BBSE3	Financeiro (ex-Bancos)	5%	66.457	-	-	8,3x	8,1x	10,8%	11,1%
JBS	JBSS3	Alimentos & Bebidas	5%	55.431	5,8x	5,5x	8,7x	7,8x	2,9%	3,2%
CPFL	CPFE3	Serviços Básicos	10%	44.177	6,5x	6,3x	11,0x	10,3x	5,9%	6,3%
Copel	CPLE6	Serviços Básicos	10%	29.817	8,3x	7,3x	23,1x	13,2x	2,2%	3,8%
Vibra Energia	VBBR3	Distribuição de Combustível	10%	25.375	7,4x	7,0x	15,4x	13,1x	2,3%	2,6%
Cielo	CIEL3	Financeiro (ex-Bancos)	5%	12.866	3,4x	3,7x	6,2x	6,2x	7,4%	11,1%

Fonte: BTG Pactual e Economática

**Tabela 2: Alterações na Carteira para janeiro**

Dezembro				Janeiro			
Empresa	Ticker	Setor	Peso (%)	Empresa	Ticker	Setor	Peso (%)
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	5%	Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	5%
Vibra Energia	VBBR3	Distribuição de Combustível	10%	Vibra Energia	VBBR3	Distribuição de Combustível	10%
Copel	CPLE6	Serviços Básicos	10%	Copel	CPLE6	Serviços Básicos	10%
Vale	VALE3	Mineração & Siderurgia	15%	Vale	VALE3	Mineração & Siderurgia	15%
Eletrobras	ELET3	Serviços Básicos	10%	Eletrobras	ELET3	Serviços Básicos	10%
BB Seguridade	BBSE3	Financeiro (ex-Bancos)	5%	BB Seguridade	BBSE3	Financeiro (ex-Bancos)	5%
Cielo	CIEL3	Financeiro (ex-Bancos)	5%	Cielo	CIEL3	Financeiro (ex-Bancos)	5%
Petrobras	PETR4	Petróleo & Gás	10%	Petrobras	PETR4	Petróleo & Gás	15%
Auren	AURE3	Serviços Básicos	5%	JBS	JBSS3	Alimentos & Bebidas	5%
JBS	JBSS3	Alimentos & Bebidas	5%	CPFL	CPFE3	Serviços Básicos	10%
CPFL	CPFE3	Serviços Básicos	5%	Banco do Brasil	BBAS3	Bancos	10%
Banco do Brasil	BBAS3	Bancos	10%				
SLC Agrícola	SLCE3	Agronegócio	5%				

Fonte: BTG Pactual

## Copel (CPLE6):

---

A Copel é um dos nomes integrados (operando nos segmentos de Distribuição, Transmissão, Geração e Comercialização de energia) mais baratos em nosso universo de cobertura e uma das nossas principais teses no setor de serviços básicos. Vemos suas ações sendo negociadas a uma TIR real de 10%, o que não se baseia em premissas excessivamente agressivas. Agora privatizada, temos em nosso modelo os seguintes potenciais de geração de valor: (i) redução de custos para o segmento de Geração & Transmissão (G&T) e Distribuição; (ii) elevado VPL somado mediante a renovação de suas 3 usinas hidrelétricas; e (iii) menores custos de manutenção. Mesmo com uma performance muito forte de suas ações nos últimos 4 anos, ainda vemos espaço para uma valorização adicional sendo agora uma empresa privada (Corporation). A concessão da Copel está localizada em uma região com alta densidade demográfica e de renda elevada (estado do Paraná), e possui a equipe e a estratégia certa para levá-la a níveis de eficiência semelhantes aos de seus pares privados, ao mesmo tempo que oferece uma sólida geração de caixa (que devem se transformar em maiores dividendos).

## Vale (VALE3):

---

Esperamos que a Vale continue se beneficiando das tendências de demanda por minério de ferro proveniente da China em 2024. A produção chinesa de aço bruto deverá permanecer acima de 1 bilhão de toneladas, uma vez que a demanda por infraestrutura/manufatura + exportações deverá continuar a compensar um mercado imobiliário ainda difícil. Estimamos outro déficit no mercado internacional este ano, que deverá continuar sustentando os preços em níveis elevados – atualmente na faixa de US\$ 130-140/t. Estamos modelando os preços do minério de ferro em uma média de US\$ 120/t para o ano, o que ainda está acima do valor esperado, e esperamos ver mais revisões para cima nos próximos meses. Nesses níveis, vemos a Vale sendo negociada a ~4x EV/EBITDA 24, e esperamos yields de ~13%, incluindo recompras, o que consideramos atrativo. Além disso, a Vale deverá ser o destaque de resultados no 4T dentro da nossa cobertura de Mineração & Siderurgia (os resultados do 4T podem acelerar mais de 50% t/t), o que esperamos fornecer suporte às ações no curto prazo.

## Petrobras (PETR4):

---

A Petrobras é um dos nossos nomes preferidos para o próximo ano e, apesar de toda a recente turbulência política e do Plano Estratégico um tanto decepcionante (embora esperado), continuamos vendo-a como uma boa tese de geração de caixa. Acreditamos que os aspectos mais importantes da tese de investimento permanecem em vigor e a empresa deve continuar apresentando surpresas positivas em 2024, como tem feito nos últimos anos. Níveis de produção superiores aos projetados, um capex menor vs. projetado e mecanismos sólidos de governança corporativa suportarão maiores pagamentos de dividendos e geração de caixa mais elevada por mais tempo. Projetamos, com base na política de remuneração atual (45% do fluxo de caixa menos capex), um dividend yield de ~13% em 2024, ou ~18% considerando pagamentos extraordinários.

## JBS (JBSS3):

---

A JBS tem um histórico sólido de resultados, apresentando uma forte performance operacional, entregando desde 2020 aos acionistas R\$ 27 bilhões 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. Acreditamos que a JBS está próxima de atingir um ponto de inflexão. Isto não se deve à carne bovina dos EUA, onde a nossa visão cautelosa permanece inalterada. É porque enxergamos melhorias operacionais em todas as outras divisões. O mercado (oferta & demanda) global de aves está se tornando mais equilibrado, enquanto os ciclos de gado na Austrália e no Brasil deverão melhorar, e os custos mais baixos podem continuar a reduzir a pressão sobre o capital de giro. Enxergamos possibilidade de revisões positivas pelo consenso de mercado para o EBITDA em 2024 e vemos as ações oferecendo um yield de fluxo de caixa de 14% em 2024, o que deve oferecer uma margem de segurança aos investidores. JBS é nossa principal escolha no setor de proteínas.

## Eletrobras (ELET3):

---

Mesmo após o bom desempenho dos últimos dois meses, ainda vemos a Eletrobras negociando a uma atraente TIR real de 12,3%. Esperamos catalisadores positivos derivados do processo de reestruturação que já está gerando resultados. A empresa apresentou bons resultados no 2T e 3T e está avançando em seu programa de desinvestimentos e otimizações de estrutura operacional/administrativa. Esperamos que a tendência de redução de despesas continue, com menores custos de pessoal devido ao programa de demissão voluntária e reversões adicionais de empréstimos compulsórios. No debate sobre o limite de votação de 10%, o ministro Nunes Marques (relator do processo da Eletrobras) iniciou negociações de conciliação entre o Governo Federal e a Eletrobras e determinou que o caso fosse encaminhado à Câmara de Conciliação e Arbitragem da Administração Federal (CCAF) para processo arbitral de 90 dias, na tentativa de chegar a uma resolução amigável entre ambas as partes. Em nossa opinião, negociar pagamentos antecipados da CDE (ajudando a reduzir as tarifas de energia) poderia acabar com a contínua pressão gerada pela ação judicial do governo protocolado em maio, deixando a Eletrobras livre para se concentrar em sua reestruturação.

## Itaú Unibanco (ITUB4):

---

O Itaú divulgou outro trimestre sólido no início de novembro, consolidando seu desempenho acima dos pares privados (incumbentes) no Brasil (particularmente no último ciclo de crédito). Embora a sua maior exposição a indivíduos com renda mais elevada e empresas de grande porte, naturalmente, o Itaú conseguiu navegar em um ciclo aumentos relevantes de inadimplência de cartões de crédito/empréstimos sem garantia, ao mesmo tempo em que continuou expandindo a sua carteira de empréstimos e receitas de prestação de serviço – sem afetar significativamente os seus resultados. Na verdade, se assumíssemos um índice de capital mais normalizado, o Itaú teria entregado um ROE acima de 24%, o que é definitivamente uma grande conquista, dado o tamanho e a forte diversificação do banco. Assim, com o status de banco *premium*, *valuation* atraente e exposição a uma carteira mais defensiva, reiteramos nossa recomendação de Compra para ITUB4 e como uma de nossas principais teses no setor financeiro.

## Cielo (CIEL3):

---

A dinâmica melhorou, sem dúvida, no setor dos pagamentos. Globalmente, observamos uma recuperação, com a empresa holandesa de pagamentos internacional Adyen subindo quase 40% num único dia, depois de divulgar melhores projeções no seu Investor Day. A Stone e PAGS se valorizaram impressionantes 55% e 41% só em novembro, impulsionados por resultados melhores que o esperado no 3T e o recente Investor Day da Stone. A Cielo apresentou uma performance de ~35% nos últimos dois meses, mas ainda com queda de ~10% em 2023. A Cielo é negociada com um P/L de 6x para 2024, um desconto substancial em comparação aos pares listados nos EUA. Embora os números do terceiro trimestre da Cielo não tenham sido inspiradores, a dinâmica parece mais favorável no quarto trimestre para o líder em participação de mercado. O Volume Total de Pagamentos (TPV) está se recuperando e a Cielo não está mais perdendo participação de mercado como vimos nos últimos trimestres. Além disso, não há pressão significativa sobre os preços, apesar de que o início do ciclo de afrouxamento de política monetária deve contribuir para um lucro mais elevado. Caso haja indícios de aumento de dividendos ou de aprovação de recompra, acreditamos que as ações têm espaço para uma expansão de múltiplos.

## CPFL (CPFE3):

---

Vemos a CPFL sendo negociada a uma TIR real de 8,5%, ao mesmo tempo em que vem entregando fortes resultados operacionais, que resultaram em grandes dividendos nos últimos anos. Apesar dos bons resultados da CPFL em 2022 e de sua baixa alavancagem (1,7x dívida líquida/EBITDA), a empresa anunciou R\$ 2,42 bilhões em dividendos (payout de 50% sobre o lucro líquido ajustado). Essa redução na distribuição (dado que seu payout foi de 100% nos 2 anos anteriores) era esperada devido às intenções da companhia em buscar M&As adicionais no mercado. Mas na divulgação dos resultados do 2T23, a CPFL anunciou R\$ 1,4 bilhão em dividendos extraordinários atingindo 100% do payout sobre o lucro líquido ajustado de 2022. Com um *valuation* atraente, combinado com um balanço patrimonial

robusto, alocação de capital disciplinada e uma payout de 100% nos últimos 3 anos, temos uma recomendação de Compra para CPFL e uma projeção de dividend yield de ~6% para 2024 e 2025.

## BB Seguridade (BBSE3):

Percebemos o setor de seguros como aquele que os investidores consideram defensivo e, dentro deste setor, a BBSE destaca-se como excepcionalmente defensiva. Está livre do risco de juros sobre o capital próprio, o risco de inadimplência está ausente, a margem é impressionantemente alta, o cenário competitivo é favoravelmente benigno, o histórico de boa governança corporativa está bem estabelecido e distribui 90-95% de seus lucros, minimizando assim o risco de reinvestimento. Do nosso ponto de vista, atualmente a precificação implícita é considerada como se a perpetuidade não existisse – um cenário que consideramos altamente improvável. A BB Seguridade (BBSE) divulgou resultados sólidos para o 3T23, com o lucro líquido aumentando 12% t/t e 25% a/a para R\$ 2,06 bilhões (ROE de 91,5%). Negociando a um P/L 2024E de 8x (dividend yield de 11%), reiteramos nossa recomendação de Compra.

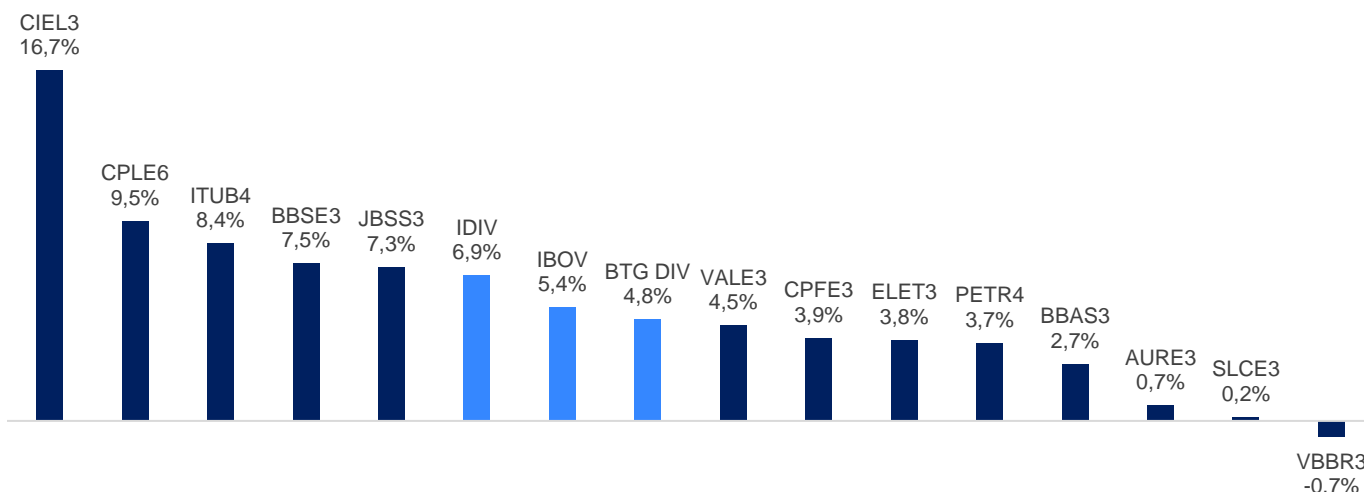
## Banco do Brasil (BBAS3):

O recente fraco desempenho das ações do BB em comparação aos pares nos últimos meses criou uma oportunidade atraente. Vamos mantê-lo por mais um mês devido ao seu valuation ainda muito barato, base de capital robusta e baixas expectativas relacionadas às preocupações com a sua carteira de crédito agro e ao banco Patagônia. Esperamos surpresas positivas na receita e consideramos a possibilidade de um payout mais elevado como um potencial catalisador positivo para ações nos próximos meses.

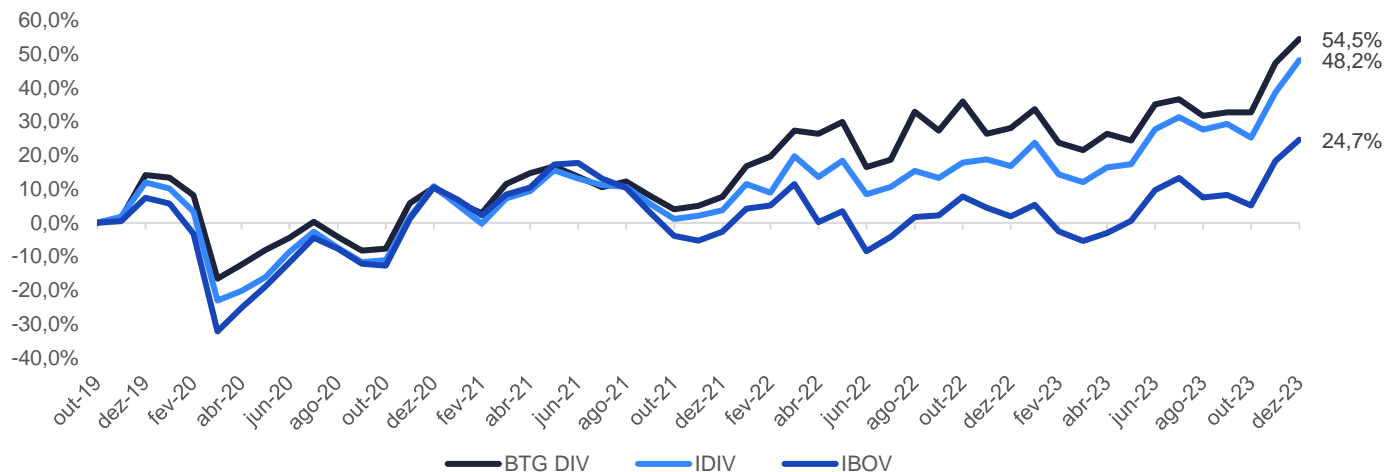
## Performance Histórica:

Em dezembro, nossa Carteira Recomendada de Dividendos teve uma performance de 4,8%, contra 6,9% do IDIV e 5,4% do IBOV. Desde o dia 8 de novembro de 2019, a nossa Carteira Recomendada de Dividendos acumula uma rentabilidade de 54,5%, contra 48,2% do IDIV e 24,7% do IBOV.

**Gráfico 1: Performance por ação em dezembro de 2023**



Fonte: BTG Pactual e Economática

**Gráfico 2: Rentabilidade Acumulada desde o início (8/11/2019)**


Fonte: BTG Pactual e Econômica

**Rentabilidade por mês:**

BTG DIV	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ	BTG DIV no ano	IDIV no ano	BTG DIV Acum.	IDIV Acum.
2023	4,3%	-7,5%	-1,8%	4,0%	-1,6%	8,6%	1,1%	-3,6%	0,7%	0,0%	11,0%	4,8%	20,6%	26,8%	54,5%	48,2%
2022	8,4%	2,5%	6,3%	-0,7%	2,8%	-9,4%	2,7%	10,1%	-4,3%	6,8%	-7,1%	1,4%	18,9%	12,6%	28,1%	16,9%
2021	-4,1%	-2,9%	8,4%	2,9%	1,7%	-2,6%	-2,7%	1,5%	-3,8%	-3,6%	1,0%	2,5%	-2,5%	-6,4%	7,8%	3,7%
2020	-0,7%	-4,6%	-22,8%	4,9%	5,0%	3,9%	4,9%	-4,4%	-4,2%	0,6%	14,6%	4,4%	-3,2%	-1,0%	10,5%	10,8%
2019	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,4%	12,6%	14,2%	12,0%	14,2%	12,0%

Fonte: BTG Pactual e Econômica

**Mapa de Proventos:**

Pagamento por ação (R\$)	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Acumulado ano
2023	0,09	0,55	4,26	0,56	2,19	0,98	0,43	1,52	2,59	0,14	1,68	5,99	20,97
2022	0,16	0,93	0,83	2,05	1,06	0,41	0,70	4,95	3,63	1,33	0,35	0,03	16,43
2021	2,25	0,48	4,14	0,18	4,56	2,19	2,60	0,00	8,20	0,71	1,72	1,43	28,46
2020	0,02	0,00	0,41	0,03	1,08	0,00	0,00	2,74	0,00	0,00	1,86	1,48	7,60
2019	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,78	1,19	1,97

Dividend Yield (%)	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Acumulado ano
2023	0,0%	0,2%	1,6%	0,2%	0,9%	0,3%	0,1%	0,5%	0,8%	0,0%	0,5%	1,4%	6,9%
2022	0,2%	0,4%	0,3%	0,8%	0,3%	0,1%	0,2%	1,9%	1,4%	0,4%	0,1%	0,0%	6,3%
2021	1,6%	0,3%	2,3%	0,1%	2,4%	1,2%	1,4%	0,0%	5,9%	0,5%	1,9%	1,5%	20,8%
2020	0,0%	0,0%	0,4%	0,0%	0,8%	0,0%	0,0%	2,0%	0,0%	0,0%	1,3%	1,0%	5,7%
2019	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,7%	1,0%	1,7%

Fonte: BTG Pactual e empresas

## Informações Importantes

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 vinculadas 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 baseadas 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 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](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)