



## Dividendos

Carteira Recomendada

Equity Research  
Banco BTG Pactual S.A.

Fevereiro 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 fevereiro, iremos retirar Vibra, Cielo e CPFL. Para essas posições iremos adicionar em nossa carteira Banrisul, Cury e Equatorial. E ainda, realizamos a troca de ELET3 por ELET6 para esse mês.

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

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%	538.552	3,3x	3,4x	5,0x	5,4x	15,2%	11,9%
Vale	VALE3	Mineração & Siderurgia	15%	295.950	3,7x	4,1x	4,7x	5,7x	14,1%	11,4%
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	10%	294.554	-	-	8,1x	7,3x	6,1%	6,8%
Banco do Brasil	BBAS3	Bancos	5%	160.471	-	-	4,3x	4,3x	9,2%	9,3%
Eletrobras	ELET6	Serviços Básicos	5%	92.012	6,6x	5,4x	7,9x	8,9x	6,9%	11,2%
BB Seguridade	BBSE3	Financeiro (ex-Bancos)	10%	67.353	-	-	8,5x	8,3x	10,6%	10,9%
JBS	JBSS3	Alimentos & Bebidas	5%	52.192	5,7x	5,4x	8,3x	7,4x	3,0%	3,4%
Equatorial	EQTL3	Serviços Básicos	10%	38.676	8,1x	7,6x	12,1x	10,1x	3,4%	4,2%
Copel	CPLE6	Serviços Básicos	10%	28.307	8,4x	7,4x	12,2x	13,0x	-0,1%	4,1%
Banrisul	BRSR6	Bancos	10%	5.861	-	-	5,1x	4,0x	7,8%	10,1%
Cury	CURY3	Construção civil	5%	5.343	7,5x	6,7x	8,7x	7,9x	8,1%	10,1%

Fonte: BTG Pactual e Economática

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

Janeiro				Fevereiro			
Empresa	Ticker	Setor	Peso (%)	Empresa	Ticker	Setor	Peso (%)
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	5%	Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	10%
Vibra Energia	VBBR3	Distribuição de Combustível	10%	Banrisul	BRSR6	Bancos	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	ELET6	Serviços Básicos	5%
BB Seguridade	BBSE3	Financeiro (ex-Bancos)	5%	BB Seguridade	BBSE3	Financeiro (ex-Bancos)	10%
Cielo	CIEL3	Financeiro (ex-Bancos)	5%	Cury	CURY3	Construção civil	5%
Petrobras	PETR4	Petróleo & Gás	15%	Petrobras	PETR4	Petróleo & Gás	15%
JBS	JBSS3	Alimentos & Bebidas	5%	JBS	JBSS3	Alimentos & Bebidas	5%
CPFL	CPFE3	Serviços Básicos	10%	Equatorial	EQTL3	Serviços Básicos	10%
Banco do Brasil	BBAS3	Bancos	10%	Banco do Brasil	BBAS3	Bancos	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):

---

Antecipamos um ambiente operacional melhor para a Vale em 2024, com os mercados de minério de ferro caminhando para mais um ano de déficits e contínuas revisões positivas de lucros. Agora estamos mais confiantes de que a performance operacional mais fraca da empresa ficou para trás e que a produção/vendas e o desempenho de custos devem continuar a melhorar. Acreditamos que há muito pouco precificado nas ações neste momento. Espera-se que a produção chinesa de aço bruto permaneça acima de 1 bilhão de toneladas, já que a demanda por infraestrutura/manufatura + exportações devem compensar um mercado imobiliário ainda fraco. Estimamos outro déficit no mercado este ano, provavelmente 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, que ainda está acima do mercado, e esperamos ver mais revisões positivas nos próximos meses. Nesses níveis, vemos a Vale negociando abaixo de 4x EV/EBITDA 24, e esperamos yields de ~13%, incluindo recompras de ações, o que consideramos atrativo. Além disso, a Vale tem o melhor momento de resultados dentro da nossa cobertura de Metais & Mineração (resultados do 4T devem acelerar ~50% t/t), o que deve apoiar o desempenho das ações no curto prazo.

## Petrobras (PETR4):

---

A Petrobras deve continuar superando seus pares em 2024. Vemos a Petrobras oferecendo uma combinação atraente de múltiplos atraentes e potencial de expansão de múltiplos, à medida que os principais riscos continuam a diminuir. Um forte nível de produção, capex reduzido e uma sólida governança corporativa sustentarão uma geração sólida de fluxo de caixa para o acionista em 2024, permitindo que a Petrobras pague dividendos atraentes, beneficiando tanto acionistas minoritários quanto majoritários. Estimamos que a Petrobras poderia distribuir US\$3,6 bilhões em dividendos ordinários no 4T23 (yield de 3,4%) e US\$12,2 bilhões em 2024 (yield de 11,4%). Além disso, os pagamentos extraordinários poderiam alcançar US\$7,1 bilhões (yield de 6,8%) e US\$4,3 bilhões no 4T23 e 2024 (yield de 4%), respectivamente. Combinando dividendos ordinários e extraordinários, a Petrobras poderia potencialmente distribuir US\$19,4 bilhões em 2024 (ano calendário), ou um yield de 18%. Reconhecemos que não é óbvio que a companhia distribuirá todo o potencial extraordinário, mas permanecemos confiantes de que há espaço para remuneração em caixa que exceda sua política de distribuição (45% do fluxo de caixa menos capex).

## 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 esteja passando por um ponto de inflexão, onde, apesar de nossa visão cautelosa em relação ao ciclo de carne bovina dos EUA, há evoluções cíclicas em todas as outras unidades de negócio suportando os resultados futuros. Vemos possibilidade para as estimativas de consenso 2024 serem revisadas positivamente, com a JBS oferecendo um yield de fluxo de caixa de 12% em 2024, acima de todos os seus pares. JBS é nossa principal escolha no setor de proteínas.

## Eletrbras (ELET6):

---

Mesmo após o bom desempenho dos últimos dois meses, ainda vemos a Eletrbras negociando a uma atraente TIR real de 14%. 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 Eletrbras) iniciou negociações de conciliação entre o Governo Federal e a Eletrbras (a qual já aderiu ao processo arbitral) 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 Eletrbras livre para se concentrar em sua reestruturação. A troca que fizemos entre ELET3 e ELET6 para esse mês é em busca de capturar um potencial dividend yield maior para a PN em relação a ON.

## Itaú Unibanco (ITUB4):

---

O Itaú divulgou outro trimestre sólido no 3T23, 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.

## Cury (CURY3):

---

A Cury está bem-posicionada para se beneficiar das recentes mudanças no programa MCMV, já que a empresa está entregando margens altas e tem um forte pipeline de projetos a serem lançados. A ação também é umas de nossas principais escolhas no segmento imobiliário, devido a: (i) sua execução impecável; (ii) recentes revisões positivas do programa MCMV são favoráveis para as suas operações; (iii) forte crescimento operacional, com o melhor ROE do setor; e (iv) valuation atrativo. Em 2023 a companhia foi um dos destaques em termos operacionais, elevando o nível de lançamentos e vendas, registrando a maior velocidade de vendas e com o menor estoque em relação a suas vendas (apenas 4 meses). Portanto, sendo uma das companhias mais bem preparadas para apresentar um forte desempenho operacional em 2024, temos uma recomendação de Compra.

## Equatorial (EQTL3):

---

Apesar de seu bom desempenho em 2023, a Equatorial ainda oferece um TIR real de 10,5%, um prêmio de 486bps em relação aos títulos do tesouro brasileiro de 10 anos (versus a média histórica de prêmio de 403bps), uma das razões pelas quais gostamos da empresa, pois oferece um bom carregamento com oportunidades de crescimento pela frente. Além disso, tem entregado consistentemente fortes números operacionais, com redução de perdas de energia e controle rigoroso sobre os custos, bem como progresso nas reestruturações das concessões de distribuição recentemente adquiridas. Antecipamos resultados fortes no 4T, especialmente da divisão de distribuição, já que sua prévia operacional mostra crescimento de volume de dois dígitos (+12,3% a/a), combinado com melhorias nas perdas de energia. A EQTL recentemente se beneficiou de revisões tarifárias muito positivas (levando a um forte aumento no EBITDA), e, portanto, deve acelerar a desalavancagem em 2024. Por fim, considerando seu excelente histórico em alocação de capital, a EQTL poderia potencialmente entregar crescimento adicional com bons retornos tanto no segmento de distribuição quanto no de saneamento. Recentemente revisamos nosso preço-alvo para R\$42 (versus R\$37).

## 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 8,5x (dividend yield de 11%), reiteramos nossa recomendação de Compra.

## Banco do Brasil (BBAS3):

---

Embora não vejamos mais a ação como a compra sólida que era há um ano, ainda consideramos seu valuation muito atrativo. O mercado, incluindo a comunidade de investidores, parece excessivamente preocupado com os resultados de 2024/25. Nosso entendimento é que o buy side antecipa lucros estáveis ou em queda em 2024 em comparação a 2023 devido à desvalorização do ARS da Patagônia e aos riscos agrícolas. Em contraste, temos uma visão mais construtiva e acreditamos que o guidance deve indicar um crescimento do LPA em um dígito alto. Dada a atual situação de expectativas elevadas e o ROE em um maior patamar, também vislumbramos potencial para um aumento no payout, seja na forma de mais dividendos e/ou recompras de ações.

## Banrisul (BRSR6):

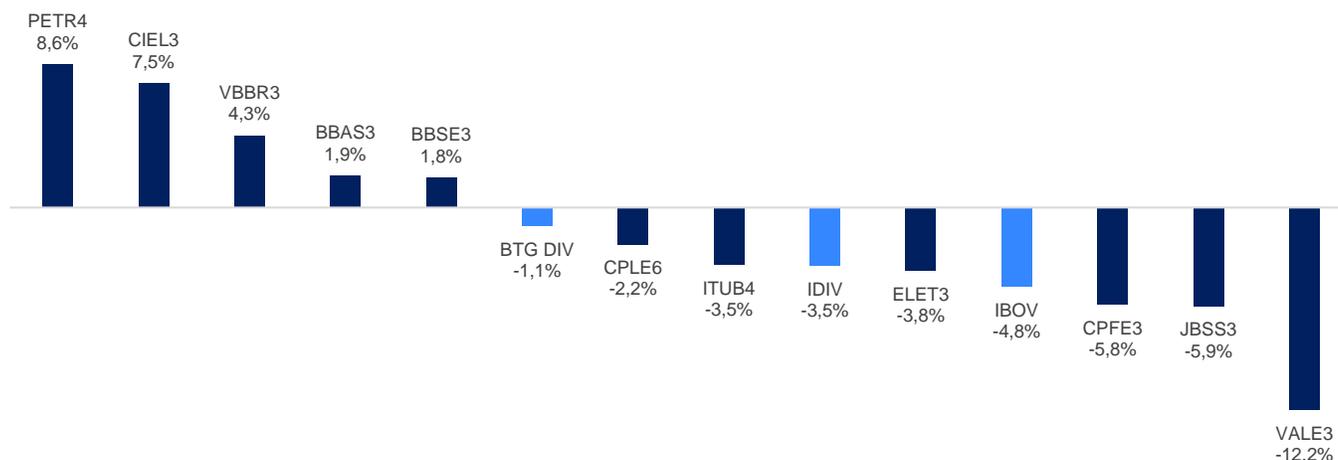
---

O banco estatal do Rio Grande do Sul é o banco que mais impactado pelo efeito de taxas de juros no passivo (portanto, se beneficia enormemente de menores taxas) que cobrimos e é negociado a um valuation barato (0,6x P/VPA mais recente). Embora nos últimos anos isso tenha representado um grande desafio, pressionando o ROE do banco, agora esperamos uma reversão durante este ciclo de afrouxamento monetário. Como as expectativas para os resultados do banco são baixas e estamos mais confiantes de que a Selic cairá abaixo de 10%, decidimos alterar a recomendação da ação para COMPRA em 18 de dezembro. A queda na Selic, uma revisão dos custos de funding e o reajuste do portfólio de consignado devem ser importantes fatores favoráveis para a margem financeira. Enquanto isso, sinais de melhoria na cobrança e recuperações de crédito também são notícias positivas para a qualidade dos ativos em 2024. O Banrisul divulgará seus resultados em 9 de fevereiro (antes da abertura do mercado), e esperamos um desempenho sólido, com o lucro líquido potencialmente alcançando cerca de R\$280-290 milhões (+124% t/t; +14% a/a; ~12% ROE), situando-se cerca de 10% acima das expectativas do mercado e marcando os melhores resultados que o banco teve em mais de 10 trimestres.

## Performance Histórica:

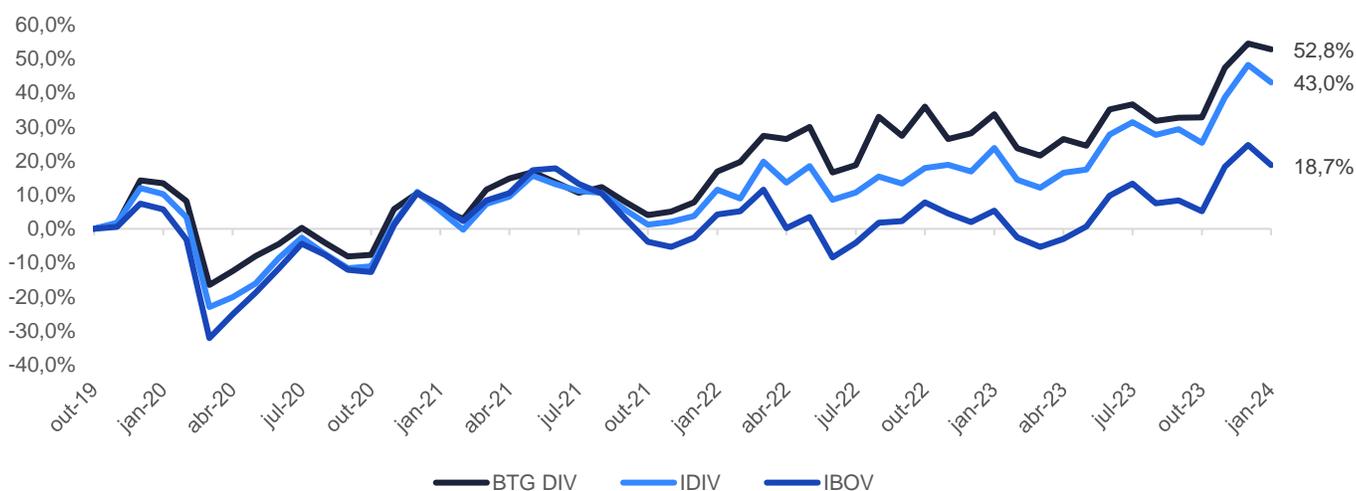
Em janeiro, nossa Carteira Recomendada de Dividendos teve uma performance de -1,1%, contra -3,5% do IDIV e -4,8% do IBOV. Desde o dia 8 de novembro de 2019, a nossa Carteira Recomendada de Dividendos acumula uma rentabilidade de 52,8%, contra 43,0% do IDIV e 18,7% do IBOV.

**Gráfico 1: Performance por ação em janeiro de 2024**



Fonte: BTG Pactual e Econômica

**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.
2024	-1,1%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-1,1%	-3,5%	52,8%	43,0%
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
2024	0,02	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,02
2023	0,09	0,55	4,26	0,56	2,19	0,98	0,43	1,52	2,59	0,14	1,68	6,93	21,92
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
2024	0,0%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,0%
2023	0,0%	0,2%	1,6%	0,2%	0,9%	0,3%	0,1%	0,5%	0,8%	0,0%	0,5%	1,6%	7,1%
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%	1,6%	20,9%
2020	0,0%	0,0%	0,4%	0,0%	0,8%	0,0%	0,0%	2,0%	0,0%	0,0%	1,4%	1,0%	5,8%
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)