



Dividendos

Carteira Recomendada

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Março 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



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 março, retiramos Equatorial, Banco do Brasil e Banrisul. Adicionamos B3, Porto Seguro e Tim e ajustamos as alocações de outras posições: +5% em Copel, +5% em JBS e -5% em Vale.

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%	530.478	3,2x	3,3x	4,9x	5,2x	15,6%	12,2%
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	10%	309.781	-	-	8,5x	7,6x	9,1%	6,5%
Vale	VALE3	Mineração & Siderurgia	10%	288.047	3,5x	3,9x	4,5x	5,4x	14,7%	11,9%
Eletrobras	ELET6	Serviços Básicos	5%	99.255	6,9x	5,7x	8,5x	9,6x	6,4%	10,4%
B3	B3SA3	Financeiro (ex-Bancos)	10%	72.007	9,9x	8,9x	15,1x	14,5x	4,1%	4,8%
BB Seguridade	BBSE3	Financeiro (ex-Bancos)	10%	65.909	-	-	8,3x	8,1x	10,9%	11,2%
JBS	JBSS3	Alimentos & Bebidas	10%	51.150	5,6x	5,3x	7,8x	7,0x	3,2%	3,6%
Tim	TIMS3	Telecom	5%	43.982	4,8x	4,6x	13,4x	12,0x	7,1%	8,2%
Copel	CPL6	Serviços Básicos	15%	29.169	8,6x	7,5x	12,5x	13,3x	4,1%	3,8%
Porto Seguro	PSSA3	Financeiro (ex-Bancos)	5%	18.310	-	-	7,9x	7,6x	6,4%	7,9%
Cury	CURY3	Construção civil	5%	5.589	7,5x	6,7x	8,7x	7,9x	8,0%	10,1%

Fonte: BTG Pactual e Economática

Tabela 2: Alterações na Carteira para março

Fevereiro				Março			
Empresa	Ticker	Setor	Peso (%)	Empresa	Ticker	Setor	Peso (%)
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	10%	Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	10%
Banrisul	BRSR6	Bancos	10%	Tim	TIMS3	Telecom	5%
Copel	CPL6	Serviços Básicos	10%	Copel	CPL6	Serviços Básicos	15%
Vale	VALE3	Mineração & Siderurgia	15%	Vale	VALE3	Mineração & Siderurgia	10%
Eletrobras	ELET6	Serviços Básicos	5%	Eletrobras	ELET6	Serviços Básicos	5%
BB Seguridade	BBSE3	Financeiro (ex-Bancos)	10%	BB Seguridade	BBSE3	Financeiro (ex-Bancos)	10%
Cury	CURY3	Construção civil	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	10%
Equatorial	EQTL3	Serviços Básicos	10%	Porto Seguro	PSSA3	Financeiro (ex-Bancos)	5%
Banco do Brasil	BBAS3	Bancos	5%	B3	B3SA3	Financeiro (ex-Bancos)	10%

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):

Em meio a todas as manchetes que cercam a empresa ultimamente, a Vale conseguiu entregar um trimestre sólido, superando as expectativas. O EBITDA atingiu US\$ 6,7 bilhões, 4% acima de nossa projeção e 6% acima do consenso, impulsionado principalmente pelos melhores resultados de suas divisões de pelotas e metais básicos. Acreditamos que muito do pessimismo acerca da tese já está precificado, e esperamos 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. Estamos modelando os preços do minério de ferro em uma média de US\$120/t para o ano, que ainda está acima do consenso, e esperamos ver mais revisões positivas nos próximos meses. Os preços do minério de ferro continuam se mantendo em níveis bastante saudáveis (~US\$ 120/t), o que contribui com a tese. Enxergamos a Vale negociando abaixo de 4x EV/EBITDA 24, e esperamos yields de ~12%, incluindo recompras de ações. Continuamos acreditando que dividendos extraordinários são prováveis no 2S24 e mantemos nossa opinião de dividendos totais rendendo 11- 12% para o ano. Temo recomendação de Compra.

Petrobras (PETR4):

Apesar do recente fluxo de notícias negativas, mantemos nossa visão positiva sobre a Petrobras e esperamos que a empresa continue superando seus pares em 2024. Nossa tese de investimento é baseada em quatro pilares principais, que acreditamos ainda estarem em vigor: (i) nossa convicção de que as estimativas do mercado para produção, preços do petróleo e capex são conservadoras, potencialmente provocando revisões positivos dos lucros nos próximos trimestres; (ii) uma estratégia pragmática do acionista controlador, já que as distribuições de dividendos poderiam reforçar as receitas do governo; (iii) a ausência de grandes fusões e aquisições que poderiam prejudicar as distribuições de caixa; e (iv) mecanismos de governança corporativa. Permanecemos confiantes em robustos pagamentos, já que um cenário de não distribuição de proventos resultaria em uma posição maior de caixa nos próximos anos (o que contradiz as premissas de pragmatismo do governo e processos graduais de fusões e aquisições). Com a ação negociando a um atrativo yield de fluxo de caixa para o acionista de 16% em 2024 (vs. ~12% dos pares globais), temos uma recomendação de Compra!

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):

Esperamos catalisadores positivos para os próximos meses 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/23, deixando a Eletrbras livre para se concentrar em sua reestruturação. Além disso, devido ao período de chuvas recente ter apresentado um desempenho abaixo do esperado, o nível de preço de energia deverá se manter em patamares mais elevados por mais tempo, beneficiando também a tese de Eletrbras. Vemos suas ações sendo negociadas a uma TIR real de 12%, um patamar bastante atraente. Temos uma recomendação de Compra.

Itaú Unibanco (ITUB4):

O Itaú divulgou mais um forte conjunto de resultados no 4T23, especialmente em comparação com seus pares privados. Gostamos do aumento no ROE do segmento de varejo nos últimos dois trimestres, o que deve aliviar as preocupações sobre o impacto da esperada normalização na divisão de atacado (que divulgou um ROE historicamente alto nos últimos dois anos) nos resultados consolidados. O Itaú registrou um lucro de R\$ 9,4 bilhões (ROE de 21,2%), um aumento de 4% t/t e de 23% a/a. Apesar de “apenas” superar tanto a nossa estimativa quanto a do consenso em 3% e 1%, acreditamos que a qualidade dos números foi realmente boa, com a margem financeira e as receitas de prestação de serviço superando nossas estimativas. E com os indicadores de inadimplência reduzindo 30bps t/t no Brasil, a qualidade dos ativos fica ainda mais evidente. Embora o retorno potencial das ações não seja tão alto como no passado (as ações subiram +40% nos últimos 12 meses), o *payout* mais elevado e os resultados de alta qualidade mentem o Itaú como uma de nossas preferências no setor. Assim, com o status de banco premium, valuation atraente e exposição a uma carteira mais defensiva, reiteramos nossa recomendação de Compra para ITUB4.

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). A companhia espera a implementação do RET 1 (redução de impostos de 4% para 1% para o MCMV Faixa 1) e do FGTS Futuro (depósitos do FGTS que impulsionam os LTVs) em breve, juntamente com mudanças mais positivas no programa MCMV (aumento dos valores máximos de renda para todas as faixas do programa MCMV devido à maior renda familiar média mensal). Portanto, sendo uma das companhias mais bem preparadas para apresentar um forte desempenho operacional em 2024, temos uma recomendação de Compra.

Porto Seguro (PSSA3):

A Porto divulgou sólidos resultados do 4º trimestre, com lucro líquido de R\$649 milhões (+12% t/t; +17% a/a), ou R\$689 milhões incluindo o IFRS17 (ROE de 24%), 8% acima da estimativa de consenso. No geral, observamos melhorias nas performances dos segmentos de saúde, bancário e de serviços. Diante da perspectiva mais pessimista que os mercados parecem estar precificando, acreditamos que os números do quarto trimestre foram melhores do que o esperado pelo mercado. Com a nomeação de Kakinoff como CEO e Domingos Falavigna como novo head de RI, a narrativa da "nova Porto" poderia se tornar mais "tangível" e levar a uma expansão de múltiplos. Durante a content.btgpactual.com

teleconferência, a administração transmitiu uma mensagem de que a Porto manterá seu foco na lucratividade acima de tudo. Vemos PSSA3 sendo negociada a 1,4x o valor patrimonial e 7,5x o P/L de 2024 (bem abaixo da média histórica de ~10x). A empresa mexicana concorrente, Qualitas, está sendo negociada a uma valuation de 3,5x o valor patrimonial e 14x o P/L de 2024, o que parece ser um desconto "desproporcional" em comparação com Banorte e Itaú, por exemplo, ambos negociando a 8-9x o P/L de 2024. Reiteramos nossa recomendação de COMPRA para PSSA3.

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. Pelos nossos cálculos, o mercado atualmente precifica um cenário em que a BB Seguridade não tem valor de perpetuidade. Assim, continuamos gostando do perfil de risco-retorno. Acreditamos que a BB Seguridade pagará mais do que seu valor de mercado em dividendos até 2033 (quando o acordo com o BB terminar), tornando-se uma das teses "mais seguras" para este ano. Dito isso, é importante sinalizar que as ações tiveram desempenho forte nos últimos dois meses, o que significa que os números do quarto trimestre e a estimativa oficial para 2024 não foram uma surpresa total. Negociando a um P/L 2024E de 8,5x (dividend yield de 11%), reiteramos nossa recomendação de Compra.

B3 (B3SA3):

No início desta semana, em um relatório recentemente publicado, sinalizamos que, apesar do início de ano mais fracos para os volumes, o valuation da B3 está começando a parecer atrativo após a recente queda das ações. É naturalmente muito difícil prever o momento exato, mas a combinação de expectativas pessimistas e um posicionamento reduzido (uma pesquisa recente que fizemos com clientes mostrou a B3 como um dos nomes mais "vendidos") poderia significar espaço para as ações valorizarem, pois geralmente a companhia é vista como uma maneira muito direta e altamente líquida de se expor ao beta do Brasil em caso de melhorias no apetite ao risco do mercado.

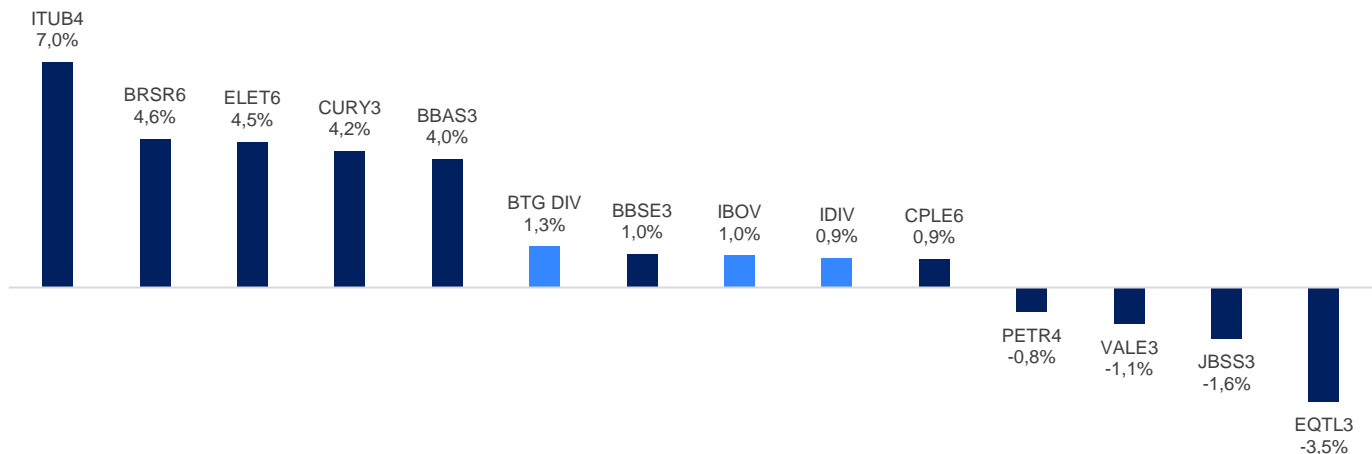
Tim (TIMS3):

As ações da TIM tiveram um desempenho excepcionalmente bom em 2023, superando o mercado geral – subindo 54%, contra 22% para o Ibovespa e enxergamos espaço para mais. O desempenho superior da companhia foi impulsionado por um impressionante momento de resultados e um guidance sólido para 2024, beneficiado pela consolidação dos ativos móveis da Oi. Em nossa visão, um modelo de negócios estável, uma sólida posição competitiva e a forte geração de fluxo de caixa devem proporcionar aos investidores um retorno substancial. Por fim, a TIM deve divulgar em 7 de março o novo guidance de dividendos, sendo um catalisador importante para a performance das ações.

Performance Histórica:

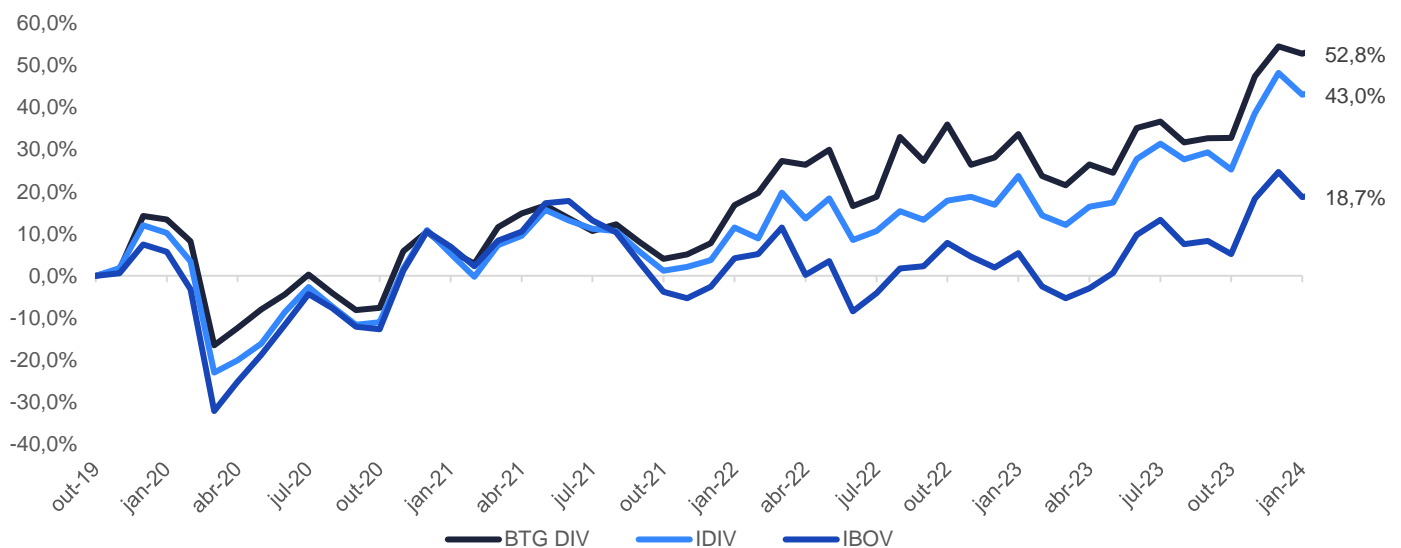
Em fevereiro, nossa Carteira Recomendada de Dividendos teve uma performance de 1,3%, contra 0,9% do IDIV e 1,0% do IBOV. Desde o dia 8 de novembro de 2019, a nossa Carteira Recomendada de Dividendos acumula uma rentabilidade de 54,7%, contra 44,3% do IDIV e 19,9% do IBOV.

Gráfico 1: Performance por ação em fevereiro 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%	1,3%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,1%	-2,6%	54,7%	44,3%
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	0,98	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,00
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%	0,3%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,3%
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%	1,5%	0,4%	0,1%	0,0%	6,3%
2021	1,6%	0,3%	2,4%	0,1%	2,4%	1,2%	1,4%	0,0%	5,9%	0,5%	1,9%	1,6%	21,0%
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 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 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