



Dividendos

Carteira Recomendada

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Abril 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



Carteira recomendada de Dividendos



BTG Pactual Equity Research

01 de Abril de 2024

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 abril, retiramos Cury, Eletrobras e Tim. Adicionamos Cyrela, Copasa, Banco do Brasil e Gerdau e ainda ajustamos as alocações de outras posições: -5% em Copel e -5% em Vale.

Tabela 1: Carteira Recomendada de Dividendos de Abril

Empresa	Código	Setor	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mn)	EV/EBITDA		P/L		Dividend Yield (%)	
					2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Petrobras	PETR4	Petróleo & Gás	15%	490.290	3,0x	3,2x	4,4x	4,8x	15,9%	11,9%
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	10%	316.296	-	-	8,4x	7,6x	9,2%	6,6%
Copel	CPLE6	Serviços Básicos	10%	27.467	9,0x	8,0x	12,9x	15,0x	3,9%	3,3%
BB Seguridade	BBSE3	Financeiro (ex-Bancos)	10%	64.288	-	-	8,0x	7,8x	11,2%	11,5%
JBS	JBSS3	Alimentos & Bebidas	10%	47.690	5,5x	5,2x	7,5x	6,7x	3,3%	3,7%
B3	B3SA3	Financeiro (ex-Bancos)	10%	67.292	9,4x	8,4x	14,4x	13,8x	4,3%	5,1%
Gerdau	GGBR4	Mineração & Siderurgia	10%	37.530	3,9x	3,8x	7,9x	8,0x	6,4%	6,3%
Banco do Brasil	BBAS3	Bancos	5%	161.581	-	-	4,2x	4,1x	10,7%	10,9%
Vale	VALE3	Mineração & Siderurgia	5%	261.560	3,8x	4,1x	5,0x	6,0x	11,0%	11,0%
Copasa	CSMG3	Serviços Básicos	5%	8.259	4,2x	4,6x	5,9x	7,2x	8,5%	6,9%
Cyrela	CYRE3	Construção civil	5%	9.351	8,4x	7,3x	7,0x	6,0x	3,6%	9,4%
Porto Seguro	PSSA3	Financeiro (ex-Bancos)	5%	20.053	-	-	8,3x	8,0x	6,2%	6,9%

Fonte: BTG Pactual e Econômica

Tabela 2: Alterações na Carteira para Abril

Março				Abril			
Empresa	Código	Setor	Peso (%)	Empresa	Código	Setor	Peso (%)
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	10%	Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	10%
Tim	TIMS3	Telecom	5%	Banco do Brasil	BBAS3	Bancos	5%
Copel	CPLE6	Serviços Básicos	15%	Copel	CPLE6	Serviços Básicos	10%
Vale	VALE3	Mineração & Siderurgia	10%	Vale	VALE3	Mineração & Siderurgia	5%
Eletrobras	ELET6	Serviços Básicos	5%	Copasa	CSMG3	Serviços Básicos	5%
BB Seguridade	BBSE3	Financeiro (ex-Bancos)	10%	BB Seguridade	BBSE3	Financeiro (ex-Bancos)	10%
Cury	CURY3	Construção civil	5%	Cyrela	CYRE3	Construção civil	5%
Petrobras	PETR4	Petróleo & Gás	15%	Petrobras	PETR4	Petróleo & Gás	15%
JBS	JBSS3	Alimentos & Bebidas	10%	JBS	JBSS3	Alimentos & Bebidas	10%
Porto Seguro	PSSA3	Financeiro (ex-Bancos)	5%	Porto Seguro	PSSA3	Financeiro (ex-Bancos)	5%
B3	B3SA3	Financeiro (ex-Bancos)	10%	B3	B3SA3	Financeiro (ex-Bancos)	10%
				Gerdau	GGBR4	Mineração & Siderurgia	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 no 4T23, 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. Estamos modelando preços do minério de ferro marginalmente menores para 2024 em US\$ 115/t (de US\$ 120/t; M-t-M) e preços menores de níquel de US\$ 7,9/lb (a partir de US\$ 8,5/lb). Após revermos nossas premissas, vemos agora a ação em 4,3x EV/EBITDA 24 e gerando um rendimento de fluxo de caixa de 9%. Ainda vemos um rendimento de dividendos de 10% possível, mas a visibilidade em relação à tese é menor.

Petrobras (PETR4):

Desde a decisão da Petrobras de preservar quase US\$ 9 bilhões em sua reserva de capital, argumentamos que nossa convicção sobre o nome foi testada e reconhecemos que o prêmio de risco para possuir ações da empresa aumentou indiscutivelmente. Entretanto, a nossa decisão de não reduzir nossa recomendação de Compra para Neutro baseou-se não apenas em nossa crença de que não existem ativos suficientemente grandes a serem adquiridos que possam comprometer a geração de caixa no curto prazo, mas também na visão de que o longo tempo necessário para potenciais investimentos em fusões e aquisições permitiria que o pragmatismo do governo prevalecesse, já que pagamentos substanciais poderiam ajudar a equilibrar as contas fiscais do Brasil. Com tudo isso em mente, e vendo grandes chances de que nossas estimativas de distribuição orgânica de dividendos sejam revisadas em breve, acreditamos que os riscos estão precificados. Sendo negociada com um múltiplo de EV/EBITDA de 3,0x para 2024, temos uma recomendação de Compra.

JBS (JBSS3):

A JBS tem um sólido histórico de resultados, apresentando uma forte performance operacional, entregando desde 2020 aos acionistas R\$ 27 bilhões (quase 60% de seu valor de mercado) em dividendos e recompra de ações, um valor impressionante que refletiu o ciclo favorável da carne bovina nos EUA. Mais recentemente, com um ciclo de gado mais desafiador do que esperávamos, acreditamos que os múltiplos pressionados da companhia já precificam este cenário – e um mercado normalizado deve tornar a ação muito barata para ser ignorada. A JBS continua sendo nossa principal escolha no setor de proteínas. Os resultados do 4T23 evidenciaram desafios e existem alguns esclarecimentos necessários em relação às margens da carne bovina nos EUA, enquanto estamos menos preocupados com a capacidade da Seara de se recuperar em meio à redução dos custos de insumos, ao aumento dos spreads de aves e ao aumento dos volumes. Juntamente com as expectativas de margens acima do normalizado na Austrália, carne suína dos EUA e PPC, acreditamos que a JBS ainda está no caminho certo para cumprir nossa estimativa de EBITDA de >R\$ 25 bilhões para 2024, o que geraria facilmente um yield de fluxo de caixa de dois dígitos.

Copasa (CSMG3):

A federalização, de fato, parece menos provável, não só porque exigiria o envolvimento dos municípios na discussão, mas também pelo fato de a Copasa estar listada no segmento Novo Mercado, garantindo aos acionistas 100% de direito de tag along. Sobre seus resultados, a companhia reportou fortes números neste 4T23. A receita líquida (excluindo custos de construção) foi de R\$ 1,76 bilhão, 6% acima de nossa estimativa e +27% a/a, graças (i) ao reajuste tarifário de 15,7% em vigor desde jan/23; (ii) aumento de 8,5% a/a nos volumes consolidados; e (iii) tarifas implícitas acima do esperado (2% acima do esperado) graças a um melhor mix de consumo. Os dividendos declarados relativos aos resultados do 4T23 atingiram R\$ 159 milhões, que somados aos R\$ 479 milhões anunciados anteriormente, totalizam R\$ 638 milhões em dividendos para 2023, traduzindo-se em um payout de 50% (sobre o lucro líquido ajustado) ou dividend yield de 8,1%. Mais recentemente, a Copasa anunciou o pagamento adicional de R\$ 300 milhões em dividendos extraordinários (data ex em 29/04 e um yield de 3,7%), totalizando um dividend yield de 11,6% para 2023. Vemos a Copasa sendo negociada a 0,8x EV/RAB para 2024 e com um dividend yield projetado para 2024 de 8,7%.

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.

Cyrela (CYRE3):

A Cyrela é uma das maiores e mais tradicionais incorporadoras do Brasil, operando com maior foco no segmento de média/alta renda (mas também operando na baixa renda). A ação também oferece algumas opcionalidades interessantes, como a CashMe (sua fintech, que atua em crédito imobiliário e home equity) e a participação da Cyrela via JV em outras empresas listadas (Cury, Lavvi e Plano&Plano). Apesar de um cenário desafiador para o setor (aumento das taxas de financiamento imobiliário, altos níveis de estoque etc.), a Cyrela tem se destacado operacionalmente (projetos estão vendendo rapidamente e com margens decentes). A Cyrela está mais otimista em relação ao segmento de baixa renda depois que recentes mudanças positivas no MCMV aumentaram a acessibilidade para compradores de casas e o retorno dos projetos. Assim, a administração espera que sua subsidiária Vivaz e as JVs com Cury e Plano&Plano continuem apresentando resultados sólidos. Temos uma recomendação de Compra para a ação. Vemos as ações sendo negociadas a apenas 7x P/L para 2024E, o que parece bastante atraente à luz da (i) baixa alavancagem da Cyrela; (ii) liquidez das ações acima da média; e (iii) sólido histórico. Mais importante ainda, está sendo negociada a 1,2x P/VP, enquanto o ROE deve ultrapassar 16% este ano (e continuar expandindo em 2025), com a taxa Selic atingindo um dígito até o final de 2024, então esperamos que a Cyrela negocie bem acima do valor contábil neste cenário (talvez atingindo 1,5x).

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 teleconferência, a administração transmitiu uma mensagem de que a Porto manterá seu foco na lucratividade acima de tudo. Vemos PSSA3 sendo negociada a 1,5x o valor patrimonial e 8,2x 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. Negociando a um P/L 2024E de 8,0x (dividend yield de 11%), reiteramos nossa recomendação de Compra.

B3 (B3SA3):

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.

Gerdau (GGBR4):

Embora continuemos considerando a Gerdau uma operação relativamente bem gerida e um ativo de primeira classe, acreditamos que o ambiente operacional deverá continuar pressionado no futuro. A sua unidade brasileira está operando com margens EBITDA semelhantes às registradas durante a recessão de 2014/15 no Brasil, com perspectivas limitadas de uma recuperação a curto prazo. Além disso, a unidade continua pressionada pelas condições desafiadoras do mercado, uma vez que as importações permanecem elevadas, pressionando as vendas e limitando o poder de colocação de preços. Apesar de não termos atualmente uma recomendação oficial de Compra em nosso universo de siderurgia, acreditamos que o momento de visitar o setor está se aproximando. Esperamos uma melhoria sequencial nos resultados no 1T24, juntamente com revisões de lucros para as companhias. Acreditamos também que os ativos da Gerdau nos EUA continuam profundamente subvalorizados. Para contextualizar este argumento final, as siderúrgicas dos EUA negociam entre 7-9x o EBITDA, enquanto a Gerdau está negociando como uma empresa siderúrgica brasileira pura, em torno de 4x EBITDA, o que praticamente ignora sua presença significativa nos EUA (> 60% da exposição ao EBITDA). Vemos baixa probabilidade de novas quedas a partir dos níveis atuais das ações e esperamos uma recuperação gradual na rentabilidade.

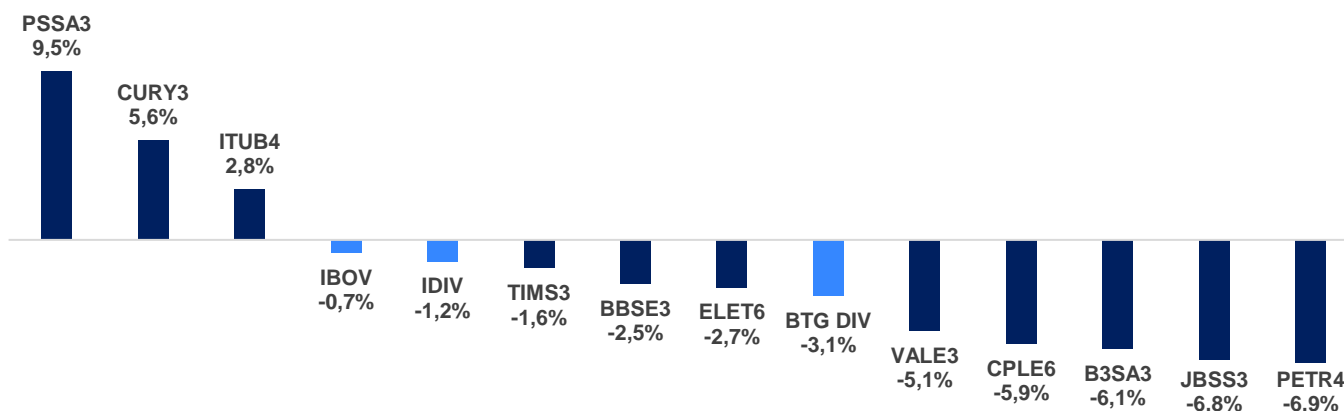
Banco do Brasil (BBAS3):

Com base em conversas com investidores, a maioria considerava o lucro por ação estável ou mesmo queda a/a em 2024, o que agora parece improvável (as estimativas oficiais sugerem +8%). Negociando a 0,8x o último valor patrimonial, a ação definitivamente não é mais a COMPRA óbvia que acreditávamos que era no início de 2023. Mas com um dividend yield de ~11% e 4,2x P/L para 2024E, ainda acreditamos que há algum retorno para ser capturado. Na divulgação do resultado do 4T23 a companhia informou ao mercado a aprovação pelo Conselho de administração sobre o aumento do payout para 2024 (de 40% para 45%).

Rentabilidade (*) Histórica:

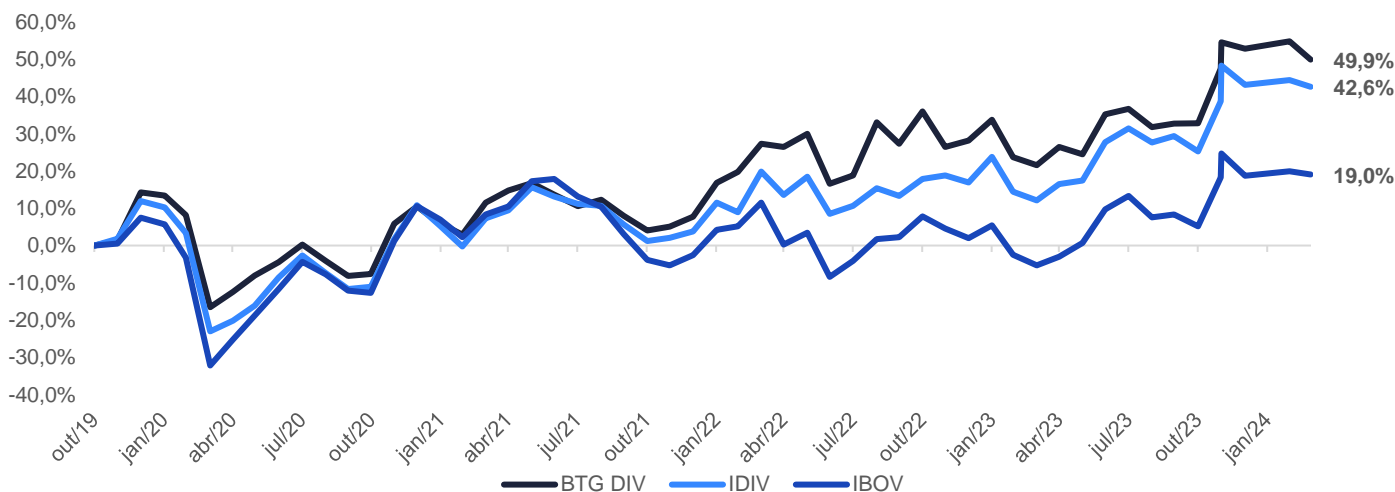
Em março, nossa Carteira Recomendada de Dividendos teve uma performance de -3,1%, contra -1,2% do IDIV e -0,7% do IBOV. Desde o dia 8 de novembro de 2019, a nossa Carteira Recomendada de Dividendos acumula uma rentabilidade de 49,9%, contra 42,6% do IDIV e 19,0% do IBOV.

Gráfico 1: Performance por ação em março de 2024



Fonte: BTG Pactual e Econômica, (*) rentabilidade teórica

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



Fonte: BTG Pactual e Econômica, (*) rentabilidade teórica

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%	-3,1%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-3,0%	-3,8%	49,9%	42,6%
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, (*) rentabilidade teórica

Mapa de Proventos:

Pagamento por ação (R\$)	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Acumulado ano
2024	0,02	2,26	4,99	-	-	-	-	-	-	-	-	-	7,26
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%	0,6%	1,3%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,9%
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%	2,5%	1,2%	1,5%	0,0%	6,0%	0,5%	1,9%	1,6%	21,3%
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