



Dividendos

Carteira Recomendada

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Maio 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

02 de Maio 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 Ocaixa. 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 maio, retiramos B3 e Copasa. Adicionamos novamente Eletrobras e alteramos os pesos de nomes como: Itaú +5%, Copel -5% e Cyrela +5%.

Tabela 1: Carteira Recomendada de Dividendos de Maio

Empresa	Código	Setor	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mn)	EV/EBITDA		P/L		Dividend Yield (%)	
					2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	15%	292.700	-	-	7,8x	7,0x	9,9%	7,1%
Banco do Brasil	BBAS3	Bancos	5%	157.243	-	-	4,1x	4,0x	11,0%	11,2%
Copel	CPL6	Serviços Básicos	5%	26.336	8,6x	7,7x	12,0x	14,1x	4,2%	3,5%
Vale	VALE3	Mineração & Siderurgia	5%	273.513	3,9x	4,2x	5,1x	6,2x	10,8%	10,7%
Eletrobras	ELET6	Serviços Básicos	10%	85.673	6,2x	5,1x	7,3x	8,2x	7,4%	12,2%
BB Seguridade	BBSE3	Financeiro (ex-Bancos)	10%	63.833	-	-	8,0x	7,8x	11,3%	11,6%
Cyrela	CYRE3	Construção civil	10%	7.900	7,3x	6,3x	5,9x	5,1x	4,3%	11,2%
Petrobras	PETR4	Petróleo & Gás	15%	563.214	3,3x	3,4x	5,0x	5,5x	13,9%	10,5%
JBS	JBSS3	Alimentos & Bebidas	10%	51.904	5,7x	5,4x	8,1x	7,3x	3,1%	3,4%
Porto Seguro	PSSA3	Financeiro (ex-Bancos)	5%	19.271	-	-	7,9x	7,7x	6,4%	7,1%
Gerdau	GGBR4	Mineração & Siderurgia	10%	37.486	3,2x	3,1x	6,6x	6,7x	7,6%	7,5%

Fonte: BTG Pactual e Economática

Tabela 2: Alterações na Carteira para Maio

Abril				Maio			
Empresa	Código	Setor	Peso (%)	Empresa	Código	Setor	Peso (%)
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	10%	Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	15%
Banco do Brasil	BBAS3	Bancos	5%	Banco do Brasil	BBAS3	Bancos	5%
Copel	CPL6	Serviços Básicos	10%	Copel	CPL6	Serviços Básicos	5%
Vale	VALE3	Mineração & Siderurgia	5%	Vale	VALE3	Mineração & Siderurgia	5%
Copasa	CSMG3	Serviços Básicos	5%	Eletrobras	ELET6	Serviços Básicos	10%
BB Seguridade	BBSE3	Financeiro (ex-Bancos)	10%	BB Seguridade	BBSE3	Financeiro (ex-Bancos)	10%
Cyrela	CYRE3	Construção civil	5%	Cyrela	CYRE3	Construção civil	10%
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%
Gerdau	GGBR4	Mineração & Siderurgia	10%	Gerdau	GGBR4	Mineração & Siderurgia	10%
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 11%, 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. 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 reportou um conjunto de resultados em linha com o esperado (EBITDA 3% acima de nossa projeção), correspondendo amplamente às estimativas de consenso e mostrando (algum) progresso em sua unidade de minério de ferro. Prevemos um ambiente desafiador do lado macro nos próximos meses, com os preços do minério de ferro abaixo das nossas expectativas, deterioração dos mercados imobiliários na China, e potenciais surpresas negativas para as estimativas de consenso. Reconhecemos que a gestão está entregando resultados operacionais e a controlando o que é possível; no entanto, continuamos a ver os diversos desafios. Dito isso, mesmo após a correção nas ações (atingindo a mínima de vários anos), ainda lutamos para considerar as métricas de *valuation* da Vale atraentes – 4,2x EBITDA 24 e *yield* de fluxo de caixa para o acionista abaixo de 10%. Nossa posição de Vale na carteira atualmente está muito alinhada com sua participação no índice IDIV.

Petrobras (PETR4):

Mantemos nossa visão positiva sobre a Petrobras após a decisão da empresa de pagar uma parcela relevante do potencial extraordinário há alguns dias. Nossa tese de investimento é baseada em quatro pilares principais, que acreditamos ainda estarem em vigor: (i) nossa convicção de que as projeções do mercado para produção, preços do petróleo e capex são conservadoras, potencialmente levando a novos ajustes positivos de lucros nos próximos trimestres; (ii) uma abordagem ainda pragmática do acionista controlador, já que as distribuições da companhia poderiam reforçar as receitas do governo; (iii) a ausência de grandes fusões e aquisições que possam prejudicar as distribuições de caixa; e (iv) mecanismos robustos de governança corporativa. Continuamos confiantes em pagamentos robustos e esperamos que a

empresa continue superando os seus pares em 2024. Vemos as ações a serem negociadas em múltiplos atrativos em relação aos pares, mesmo excluindo pagamentos extraordinários. Se incorporarmos os preços spot do petróleo, a Petrobras estaria sendo negociado a um dividend yield de aproximadamente +14% este ano. Continuamos com nossa 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 (mais de 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. Há 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 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. Temos uma recomendação de Compra.

Eletrobras (ELET6):

Vemos a Eletrobras negociando a uma TIR real atraente de 16,1%, ao mesmo tempo em que oferece gatilhos positivos esperados para 2024 vinculados ao seu processo de turnaround. A empresa apresentou sólidos resultados no 4T23 e esperamos que essa tendência continue no 1T24, refletindo a redução de custos, principalmente despesas com PMSO. Adicionalmente, como o 4T23 marcou uma virada nas expectativas de preços de energia, esperamos ver uma evolução no balanço energético neste trimestre, com maiores volumes contratados. No debate sobre o limite de votação de 10%, em dez/23 o ministro Marques do Supremo Tribunal Federal (STF) determinou que o caso fosse encaminhado à Câmara de Conciliação e Arbitragem da Administração Federal (CCAF) para processo arbitral na tentativa de chegar a uma solução amigável entre a empresa e o governo federal. Em nossa opinião, a negociação de pagamentos antecipados da CDE (ajudando a reduzir as tarifas de energia) poderia acabar com a pressão contínua gerada pela ação do governo movida em maio-23, deixando a Eletrobras livre para se concentrar na sua recuperação.

Itaú Unibanco (ITUB4):

O Itaú foi a ação com pior desempenho no setor bancário de grande capitalização em abril, o que não acreditamos que faça sentido. Sim, a ação é um consenso para os investidores e em um cenário de saques dos fundos de ações, ela pode sofrer, mas não vemos nenhuma razão fundamental para tirá-la. Na verdade, e sob a liderança de Milton Maluhy, o banco tem passado pela transformação digital mais eficaz entre os bancos, o que acreditamos que permitirá ao seu ROE aumentar a diferença em comparação com os seus pares. Esperamos que números sólidos do 1T24 sejam divulgados na próxima semana. As premissas fornecidas pelo guidance do Itaú sugerem um lucro líquido de R\$ 40 bilhões (+12% a/a) em 2024 e, talvez mais importante, um crescimento do lucro antes dos impostos (que vemos como uma melhor proxy para o poder de lucro) de 16%, o que, se concretizado, significa um efeito de carregamento favorável também para 2025.

Cyrela (CYRE3):

A empresa apresentou consistentemente resultados operacionais sólidos durante 2023 (crescimento das vendas de lançamentos, margens resilientes etc.), embora o cenário macro não tenha apoiado o segmento habitacional de média/alta renda (taxas de juros altas, acessibilidade mais fraca, etc.). A Cyrela apresenta forte momento de lucros, enquanto as ações estão sendo negociadas com um valuation atraente (~1x P/VP ou ~6x P/L para 2024E). Além disso, com um cenário mais positivo pela frente (as taxas Selic e de longo prazo podem cair em 2024), os bancos poderiam aliviar as condições das taxas de hipotecas para compradores de imóveis (melhoria da acessibilidade) e a Cyrela poderia se beneficiar tanto de um bom momento em suas operações + lucratividade (vendas mais fortes velocidade, crescimento de lançamento, etc.) enquanto a ação é positivamente exposta à tese de menores taxas de juros de longo prazo (beta alto). Então, manteremos a Cyrela no nosso portfólio.

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 do 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 8,0x o P/L de 2024 (bem abaixo da média histórica de ~10x). 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 a empresa distribui 90-95% de seus lucros, minimizando assim o risco de reinvestimento. Assim, continuamos gostando da relação 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 11,3%), reiteramos nossa recomendação de Compra.

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 registadas durante a recessão de 2014/15 no Brasil, com perspectivas limitadas de uma recuperação no 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 precificação. Apesar de não termos atualmente uma recomendação oficial de Compra em nosso universo de siderurgia, acreditamos que o momento de revisitar o setor está se aproximando. Esperamos uma melhoria sequencial nos resultados no 1T24, juntamente com revisões positivas 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 3x EBITDA, o que praticamente ignora sua presença significativa nos EUA (>60% da exposição ao EBITDA). Vemos baixa probabilidade de novas quedas das ações a partir dos níveis atuais 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 para o Banco do Brasil, o que agora parece improvável. Negociando a 0,8x o último valor patrimonial, a ação definitivamente não é mais a recomendação de COMPRA óbvia que acreditávamos que era no início de 2023. Mas com um dividend yield de ~11% e 4,1x 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 do aumento do payout para 2024 (de 40% para 45%).

Rentabilidade Histórica (*)

Em abril, nossa Carteira Recomendada de Dividendos apresentou uma performance de -0,7%, contra -0,6% do IDIV e -1,7% do IBOV. Desde o dia 8 de novembro de 2019, a nossa Carteira Recomendada de Dividendos acumula uma rentabilidade de 49,1%, contra 41,8% do IDIV e 17,0% do IBOV.

Gráfico 1: Performance por ação em abril de 2024 (*)

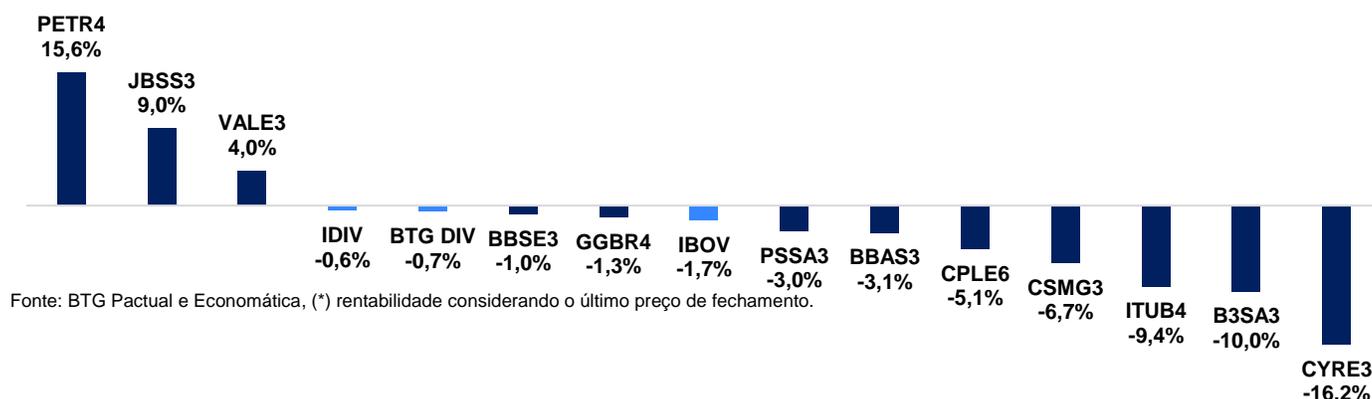
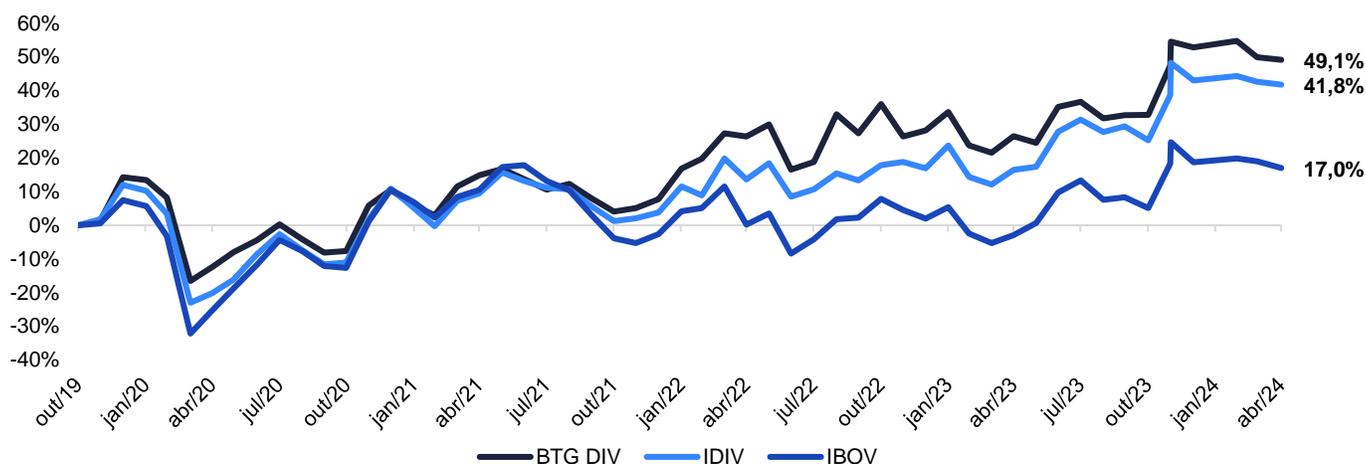


Gráfico 2: Rentabilidade acumulada desde o início (8/11/2019) (*)



Rentabilidade mensal (*)

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%	-0,7%	-	-	-	-	-	-	-	-	-3,7%	-4,3%	49,1%	41,8%
2023	4,3%	-7,5%	-1,8%	4,0%	-1,6%	8,6%	1,1%	-3,6%	0,7%	0,3%	11,0%	4,8%	20,8%	26,8%	54,8%	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 Economática, (*) rentabilidade considerando o último preço de fechamento.

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	5,01	2,44	-	-	-	-	-	-	-	-	9,72
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%	0,8%	1,2%	1,3%	-	-	-	-	-	-	-	-	2,0%
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%	2,0%	1,6%	0,5%	0,1%	0,0%	6,8%
2021	1,6%	0,3%	2,4%	0,1%	2,5%	1,2%	1,5%	0,0%	6,1%	0,5%	2,0%	1,6%	21,5%
2020	0,0%	0,0%	0,4%	0,0%	0,9%	0,0%	0,0%	2,0%	0,0%	0,0%	1,4%	1,0%	5,9%
2019	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,7%	1,0%	1,7%

Fonte: BTG Pactual e companhias.

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 vinculados 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 não 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