



Dividendos

Carteira Recomendada

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Junho 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 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 junho, retiramos Copel e reduzimos realizamos ajustes nas participações de Petrobras e JBS. Adicionamos Ambev e Vivo (ambas com 5%) e Tim (com 10%).

Tabela 1: Carteira Recomendada de Dividendos de Junho

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%	283.929	-	-	7,6x	6,9x	6,5%	7,2%
Petrobras	PETR4	Petróleo & Gás	10%	514.966	3,0x	3,2x	4,0x	4,6x	15,7%	12,7%
Vale	VALE3	Mineração & Siderurgia	5%	270.517	3,8x	4,1x	5,1x	6,1x	10,9%	10,8%
Vivo	VIVT3	Telecom & Tecnologia	5%	71.557	3,8x	3,7x	13,2x	11,5x	9,2%	10,5%
Banco do Brasil	BBAS3	Bancos	5%	154.799	-	-	4,1x	4,0x	11,0%	11,3%
Eletronbras	ELET6	Serviços Básicos	10%	79.478	6,0x	4,9x	6,9x	7,8x	7,8%	12,8%
JBS	JBSS3	Alimentos & Bebidas	5%	63.970	6,1x	5,8x	10,1x	9,0x	2,5%	2,8%
BB Seguridade	BBSE3	Financeiro (ex-Bancos)	10%	63.569	-	-	8,0x	7,8x	11,2%	11,6%
Gerdau	GGBR4	Mineração & Siderurgia	10%	36.661	3,6x	3,5x	7,2x	7,1x	6,5%	8,9%
TIM	TIMS3	Telecom & Tecnologia	10%	38.385	4,3x	4,1x	11,7x	10,4x	8,1%	9,4%
Cyrela	CYRE3	Construção civil	10%	7.165	6,8x	5,9x	5,4x	4,7x	4,6%	12,1%
Ambev	ABEV3	Alimentos & Bebidas	5%	182.043	6,2x	5,7x	13,9x	12,6x	6,9%	8,1%

Fonte: BTG Pactual e Economática

Tabela 2: Alterações na Carteira para Junho

Maio				Junho			
Empresa	Código	Setor	Peso (%)	Empresa	Código	Setor	Peso (%)
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	15%	Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	15%
Banco do Brasil	BBAS3	Bancos	5%	Banco do Brasil	BBAS3	Bancos	5%
Copel	CPLE6	Serviços Básicos	5%	Ambev	ABEV3	Alimentos & Bebidas	5%
Vale	VALE3	Mineração & Siderurgia	5%	Vale	VALE3	Mineração & Siderurgia	5%
Eletronbras	ELET6	Serviços Básicos	10%	Eletronbras	ELET6	Serviços Básicos	10%
BB Seguridade	BBSE3	Financeiro (ex-Bancos)	10%	BB Seguridade	BBSE3	Financeiro (ex-Bancos)	10%
Cyrela	CYRE3	Construção civil	10%	Cyrela	CYRE3	Construção civil	10%
Petrobras	PETR4	Petróleo & Gás	15%	Petrobras	PETR4	Petróleo & Gás	15%
JBS	JBSS3	Alimentos & Bebidas	10%	JBS	JBSS3	Alimentos & Bebidas	5%
Porto Seguro	PSSA3	Financeiro (ex-Bancos)	5%	Vivo	VIVT3	Telecom & Tecnologia	5%
Gerdau	GGBR4	Mineração & Siderurgia	10%	Gerdau	GGBR4	Mineração & Siderurgia	10%
				Tim Part	TIMS3	Telecom & Tecnologia	5%

Fonte: BTG Pactual

Itaú Unibanco (ITUB4):

Sob a liderança de Milton Maluhy, o banco está passando pela transformação digital mais eficaz entre os bancos incumbentes, o que acreditamos que permitirá que o seu ROE sustentável aumente a diferença em relação aos seus pares. Esperamos que a administração envie mensagens positivas durante o seu Investor Day em 19 de junho. 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 EBT (lucro antes de impostos, que vemos como uma melhor proxy para os resultados) de 16%, que, se entregue, significa um carregamento favorável também para 2025. Negociado a 7,7x P/L para 2024, a ação é a nossa Top Pick no setor financeiro.

Petrobras (PETR4):

Estamos novamente mantendo a Petrobras em nossa carteira de Dividendos. Apesar de reconhecermos que há maiores riscos relacionados à alocação de capital da empresa, não podemos dizer que isso seja particularmente novo. A companhia tem sinalizado maiores investimentos desde a aprovação do último plano estratégico, mas a verdadeira questão para nós é se este potencial aumento poderá sacrificar a capacidade da empresa para distribuir bons dividendos, o que não nos parece que seja o caso. Em nosso cenário base, onde a Petrobras tem um capex 20% abaixo que seu guidance e só aumenta sua participação para 50% na Mataripe e Braskem, o dividend yield sobe para 11% (ou 16% incluindo dividendos extraordinários), um desconto significativo em relação aos seus pares mais óbvios, o que indica que os riscos já estão precificados no valuation atual. A assimetria dos dividendos continua sendo favorável e acreditamos que existe uma grande probabilidade de revermos positivamente as nossas projeções de payout no curto prazo. Continuamos com recomendação de Compra!

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. Ainda preferimos esperar um pouco mais para obter visibilidade sobre alguns dos riscos. No entanto, acreditamos que a dinâmica dos resultados melhorou e que a tese para investidores orientados para o curto prazo parece melhor. Esta parece ser uma boa história de aceleração dos resultados no 2T e esperamos que a administração continue reduzindo o risco operacional da empresa (estimativa de volumes de minério de ferro para 2024 de 310-320 milhões de toneladas serão entregues). Analisando o valuation, ainda lutamos para ver grandes upsides, mas acreditamos que as ações permanecem descontadas negociadas ~4x EBITDA para 2024E e yields de dividendos mais próximos de 9%. Acreditamos que ainda

há alguma redução de risco a ser precificada nas ações após os desenvolvimentos recentes (principalmente macro).

Vivo (VIVT3):

A Vivo é negociada a 13,2x P/L 2024E, um prêmio em relação às empresas de telecomunicações integradas globais (11x). O dividend yield que esperamos para 2024 está em 9,2%, acima das empresas de telecomunicações dos EUA (6,6%). Para os investidores que buscam ações mais seguras, a Vivo é uma boa opção, principalmente se o mercado apresentar desempenho mais fraco. As empresas de telecomunicações têm modelos de negócios estáveis, posicionamento competitivo sólido, forte geração de caixa e proporcionam um grande retorno de caixa aos acionistas.

Banco do Brasil (BBAS3):

No geral, tendemos a considerar os resultados do 1º trimestre como neutros para as ações. Houve, sem dúvida, aspectos positivos, como o índice de inadimplência “estável” e o nível de provisionamento ainda elevado, que poderá diminuir nos próximos trimestres. O lucro antes dos impostos também aumentou 6% em relação a um quarto trimestre sazonalmente mais forte, mostrando um bom controle dos custos. Por outro lado, a margem financeira com o mercado e a relevância do Patagônia permanecem anormalmente elevados, e este é um aspecto dos resultados em que nós (e os investidores) temos pouca capacidade para estimar o comportamento nos próximos trimestres. A nossa sensação, no entanto, é de que irá diminuir, o que, para manter o atual nível de rentabilidade, exigirá uma aceleração das receitas de prestação de serviços, um menor custo do risco e manutenção do controle dos custos. Dada o valuation ainda relativamente atraente, o forte histórico do BB na entrega do guidance e a mensagem da administração de que não estamos no pico de lucros, preferimos continuar a dar-lhes o benefício da dúvida e reiterar a nossa recomendação de Compra.

Eletrobras (ELET6):

Vemos a Eletrobras negociando a uma TIR real muito atraente de 17,3%, ao mesmo tempo em que oferece catalisadores esperados para 2024 ligados ao seu processo de reestruturação. A empresa apresentou resultados sólidos nos últimos trimestres, refletindo o corte de custos (especialmente despesas com PMSO) e esperamos que essa tendência continue. Em relação ao debate sobre o teto de 10% dos votos, em dezembro de 2023, 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 um processo de arbitragem, como uma 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 contínua pressão gerada pela ação judicial movida pelo governo em maio de 2023, deixando a Eletrobras livre para se concentrar em sua recuperação.

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 diversificação da JBS está, agora, gerando seus frutos. Acreditamos que PPC, suínos EUA e Austrália devam se beneficiar diretamente da desaceleração no ciclo de gado nos EUA, enquanto as operações brasileiras também estão se beneficiando de fundamentos cíclicos mais fortes e, potencialmente, superando os desafios que prejudicaram as margens nos últimos trimestres. Com espaço para revisões positivas nos lucros esperados pelo mercado, a JBS oferece a melhor relação risco-retorno do setor de proteínas. Recomendamos COMPRA.

BB Seguridade (BBSE3):

Vemos 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. O 1T24 foi um trimestre razoável, o que nos leva a reiterar nossa visão positiva sobre a tese de BBSE. Naturalmente, dúvidas sobre o momento da renovação do contrato com o BB (ou não) surgem em todas as reuniões que temos, mas sentimos que é provável que estas discussões ocorram em 2027-28. Pelos nossos cálculos, o mercado atualmente precifica um cenário em que a BB Seguridade não tem valor na perpetuidade. Assim, continuamos gostando do perfil de risco-retorno. Temos recomendação de Compra.

Gerdau (GGBR4):

Com os resultados do 1T24, atualizamos nossa recomendação de Gerdau para Compra novamente e definimos um novo preço-alvo de R\$ 25/ação (acima dos R\$ 22,5 anteriores). Acreditamos que atingimos níveis mínimos em termos de rentabilidade no Brasil, com reduzida margem EBITDA (próximo das mínimas históricas) de 8-9% (vs. níveis de meio de ciclo de 18-20%). A realidade é que a Gerdau já está trabalhando em uma série de medidas de redução de custos e buscando ajustar preços para restaurar os níveis de rentabilidade. Nos EUA, os resultados permanecem suportados em um nível elevado, com spreads de metais saudáveis e uma perspectiva de demanda sólida. A América do Norte é agora responsável por quase dois terços da sua geração de EBITDA, e a empresa continua sendo negociada como uma tese puramente brasileira (os pares norte-americanos negociam a 7-9x

o EBITDA, enquanto a Gerdau negocia perto de 4x) – diferença de múltiplo injustificada. Em suma, vemos um risco de desvalorização muito limitado nas ações nos níveis atuais e esperamos uma dinâmica de resultados melhores no futuro. Vemos as ações sendo negociadas a 3,6x EBITDA, com yield de fluxo de caixa próximos de 10-11%.

Tim Part (TIMS3):

Estamos adicionando a TIM à nossa carteira após a queda acentuada do preço das ações em maio (-10%). Ao preço atual, vemos a TIM como uma tese promissora, negociando com um dividend yield atrativo de 8,7% (e 10,2% para 2025E), acima das empresas de telecomunicações dos EUA (6,4%) e em linha com a Vivo. A TIM tem um modelo de negócio estável, um posicionamento competitivo sólido, uma forte geração de caixa e proporciona um elevado dividend yield, o que também ajuda a aumentar sua característica de defensividade para a nossa carteira.

Cyrela (CYRE3):

A empresa apresentou consistentemente resultados operacionais sólidos em 2023 (lançamento e crescimento de vendas, margens resilientes, etc.), embora o cenário macro não tenha sido favorável para o segmento de habitação de média/alta renda. A Cyrela apresenta uma forte dinâmica de resultados, enquanto a ação está sendo negociada a um valuation atrativo (~1x P/VP ou ~5,5x P/L para 2024E). Além disso, as taxas de juros Selic e de longo prazo podem cair em 2024, de modo que os bancos podem facilitar as condições das taxas hipotecárias para os compradores de imóveis (melhoria na acessibilidade) e a Cyrela pode se beneficiar de um aumento em suas operações + lucratividade (maior velocidade de vendas, crescimento de lançamentos, etc.), enquanto a ação é beneficiada por taxas de juros de longo prazo mais baixas (investimento de beta alto). Assim, manteremos a Cyrela na nossa carteira de Dividendos.

Ambev (ABEV3):

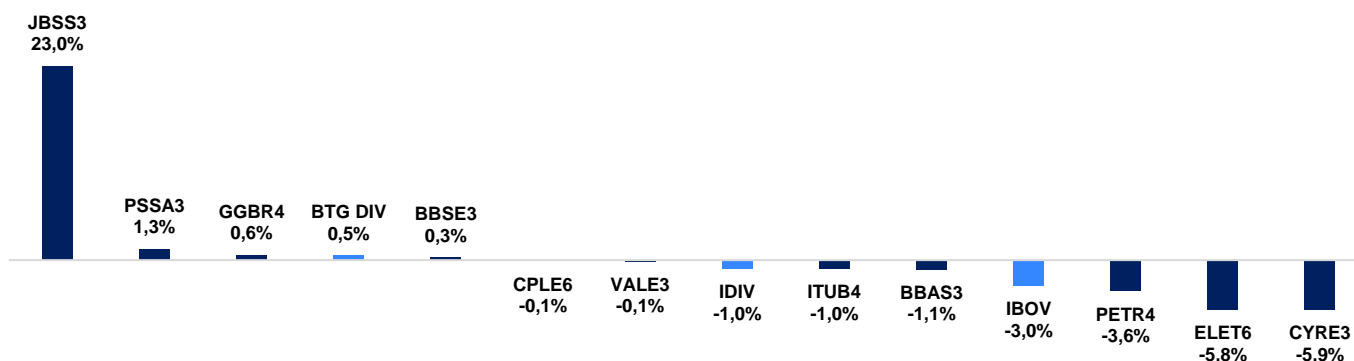
A Ambev está transitando de uma história de crescimento para uma história de valor, o que nunca é um processo fácil. As ações têm se desvalorizado ao longo dos últimos anos e acreditamos que as preocupações relacionadas com o cenário competitivo num setor cada vez mais maduro continuam. Grande parte da queda está alinhada com a visão que temos mantido nas ações há anos. Mas com um dividend yield próximo de 8% e um desconto superior a 20% em relação aos pares globais, também parece seguro dizer que a maior parte deste processo de compressão de múltiplos está concluída. Ainda não vemos catalisadores claros para uma expansão de múltiplos, mas nesses níveis, a Ambev pelo menos parece uma decisão defensiva, com quedas limitadas para se enfrentar o atual cenário de mercado.

Rentabilidade Histórica (*)

Em maio, nossa Carteira Recomendada de Dividendos apresentou uma performance de 0,5%, contra -1,0% do IDIV e -3,0% do IBOV.

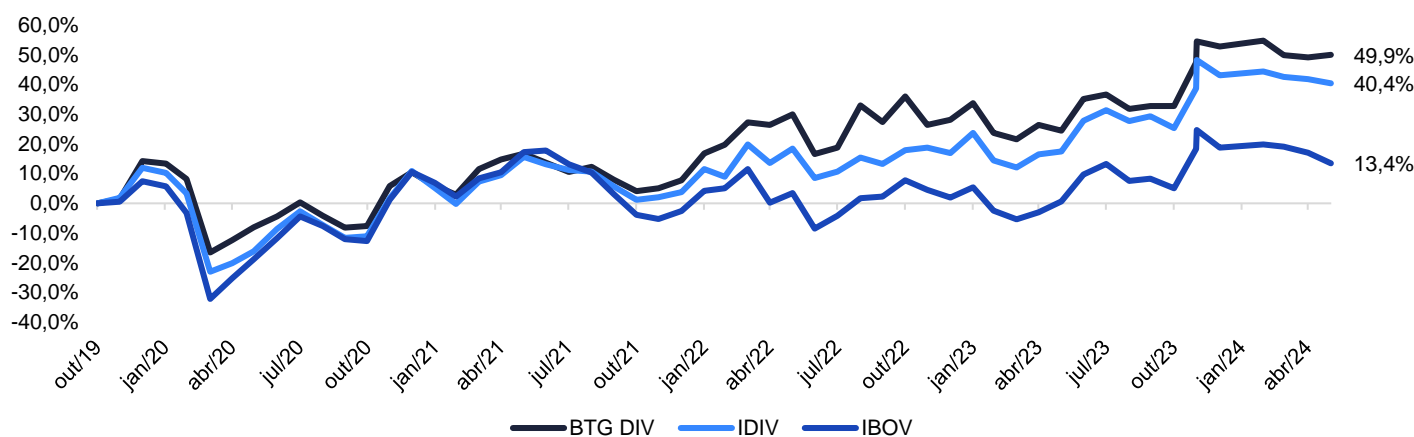
Desde o dia 8 de novembro de 2019, a nossa Carteira Recomendada de Dividendos acumula uma rentabilidade de 49,9%, contra 40,4% do IDIV e 13,4% do IBOV.

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



Fonte: BTG Pactual e Econômica, (*) rentabilidade considerando o último preço de fechamento.

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



Fonte: BTG Pactual e Econômica, (*) rentabilidade considerando o último preço de fechamento.

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%	0,5%	-	-	-	-	-	-	-	-3,2%	-5,3%	49,9%	40,4%
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 Econômica, (*) 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	2,89	-	-	-	-	-	-	-	12,60
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%	1,1%	-	-	-	-	-	-	-	4,5%
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%	2,1%	1,6%	0,5%	0,1%	0,0%	6,8%
2021	1,7%	0,3%	2,4%	0,1%	2,5%	1,2%	1,5%	0,0%	6,2%	0,6%	2,0%	1,6%	21,8%
2020	0,0%	0,0%	0,4%	0,0%	0,9%	0,0%	0,0%	2,0%	0,0%	0,0%	1,4%	1,1%	6,0%
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