



Dividendos

Carteira Recomendada

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Julho 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 julho 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 julho, retiramos Vivo e Ambev, dando lugar a nomes como CPFL e Klabin. Além disso, estamos reduzindo nossa exposição em Gerdau (-5%), aumentando Petrobras (+5%) e adicionando uma posição em nossa carteira com Fleury (+5%).

Tabela 1: Carteira Recomendada de Dividendos de Julho

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%	503.033	2,9x	3,1x	3,8x	4,4x	16,5%	13,3%
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	15%	296.411	-	-	7,8x	7,1x	6,3%	7,0%
Vale	VALE3	Mineração & Siderurgia	5%	263.497	3,5x	3,8x	4,6x	5,5x	12,1%	12,0%
Banco do Brasil	BBAS3	Bancos	5%	152.402	-	-	4,0x	3,9x	11,3%	11,6%
Eletrobras	ELET6	Serviços Básicos	10%	81.459	6,0x	4,9x	6,9x	7,8x	7,9%	12,9%
JBS	JBSS3	Alimentos & Bebidas	5%	72.444	6,4x	6,1x	11,4x	10,2x	2,2%	2,5%
BB Seguridade	BBSE3	Financeiro (ex-Bancos)	10%	64.513	-	-	8,1x	7,9x	11,1%	11,4%
Tim Part	TIMS3	Telecom & Tecnologia	10%	38.676	4,3x	4,0x	11,4x	10,1x	8,4%	9,7%
CPFL	CPFE3	Serviços Básicos	5%	38.174	3,8x	3,7x	13,2x	11,5x	9,2%	10,5%
Gerdau	GGBR4	Mineração & Siderurgia	5%	36.883	3,6x	3,4x	7,1x	7,0x	6,6%	9,0%
Klabin	KLBN11	Papel & Celulose	5%	25.774	7,2x	7,0x	12,4x	14,0x	5,7%	6,3%
Fleury	FLRY3	Saúde	5%	8.140	4,9x	4,5x	11,8x	10,3x	7,1%	8,5%
Cyrela	CYRE3	Construção civil	5%	7.311	6,8x	5,9x	5,4x	4,7x	4,6%	12,1%

Fonte: BTG Pactual e Econômica

Tabela 2: Alterações na Carteira para Julho

Junho				Julho			
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%
Ambev	ABEV3	Alimentos & Bebidas	5%	CPFL	CPFE3	Serviços Básicos	5%
Vale	VALE3	Mineração & Siderurgia	5%	Vale	VALE3	Mineração & Siderurgia	5%
Eletrobras	ELET6	Serviços Básicos	10%	Eletrobras	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	5%
Petrobras	PETR4	Petróleo & Gás	10%	Petrobras	PETR4	Petróleo & Gás	15%
JBS	JBSS3	Alimentos & Bebidas	5%	JBS	JBSS3	Alimentos & Bebidas	5%
Vivo	VIVT3	Telecom & Tecnologia	5%	Klabin	KLBN11	Papel & Celulose	5%
Gerdau	GGBR4	Mineração & Siderurgia	10%	Gerdau	GGBR4	Mineração & Siderurgia	5%
Tim Part	TIMS3	Telecom & Tecnologia	10%	Tim Part	TIMS3	Telecom & Tecnologia	10%
				Fleury	FLRY3	Saúde	5%

Fonte: BTG Pactual

Itaú Unibanco (ITUB4):

O negócio de banco de varejo brasileiro mudou drasticamente, particularmente no segmento de baixa renda, e acreditamos que o Itaú tem feito um ótimo trabalho (o melhor entre os incumbentes) aceitando e se adaptando ao cenário de mudanças, o que acreditamos que permitirá que seu ROE sustentável aumente a diferença em relação aos pares. No mês passado, o Itaú realizou seu Investor Day, e ficou claro que o principal foco do CEO Milton Maluhy em 2024 é garantir que o Itaú tenha o custo para servir (CTS) correto e migrar todos os clientes "mono linhas" para o super app One do Itaú, oferecendo a eles serviços bancários completos (e oportunidades de vendas cruzadas). O novo mantra dos bancos é "nós não sabemos tudo" e "nós trabalhamos em equipe", desafiando a percepção de longa data de que os bancos "sabem tudo". Com essa marca/abordagem atualizada e o super app One, o banco também fez a transição do modo de defesa para o modo de ataque. Ele não quer ser um "seguidor rápido", mas sim um "pioneiro", sempre orientado por uma visão que prioriza o cliente. Negociado a 7,1x P/L para 2025, o Itaú continua sendo nossa Top Pick entre os bancos da América Latina.

Petrobras (PETR4):

Mantemos uma visão construtiva sobre o nome e decidimos manter a Petrobras em nosso portfólio. Embora a companhia esteja sinalizando maiores investimentos, a verdadeira questão para nós é se esse aumento em potencial poderia sacrificar a capacidade da empresa de distribuir dividendos substanciais, e acreditamos que não. Conforme argumentado em nossa última atualização, em um cenário plausível (cenário base), em que a Petrobras investe 20% menos do que seu guidance e assumindo US\$ 2 bilhões em fusões e aquisições, a ação ainda oferece um dividend yield atraente de 12% (ou 17% incluindo dividendos extraordinários), um desconto significativo em relação a seus pares. Além disso, um grande obstáculo foi removido após o acordo da Petrobras com o CARF para liquidar passivos fiscais fora do balanço, com um impacto caixa estimado em torno de ~US\$ 0,6 bilhão (contra um valor total de litígio de US\$ 8,3 bilhões). 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 no 1T24 (EBITDA 3% acima de nossa projeção), em linha com às estimativas do consenso e mostrando (algum) progresso em sua unidade de minério de ferro. Ainda preferimos esperar um pouco mais para obter visibilidade sobre alguns dos riscos. No entanto, acreditamos que a dinâmica dos resultados melhorou no curto prazo. Esta parece ser uma boa história de crescimento 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, acreditamos que as ações permanecem

descontadas negociadas ~3,5x EBITDA para 2024E e yields de dividendos mais próximos de 10%. Acreditamos que ainda há alguma redução de risco a ser precificada nas ações após os desenvolvimentos recentes (principalmente macro).

CPFL (CPFE3):

A CPFL opera concessões de distribuição premium e tem entregado consistentemente sólidos resultados operacionais, com menores perdas de energia e um controle melhor de custos. A companhia revisou seu payout esperado para 2023 de 100% para 70%-80% (ex-VNR), finalizando o ano em 65%. Temos uma projeção de dividend yield para CPFL em 10,3% para 2024 e 10,1% para 2025, considerando um payout de 75% para os próximos anos. Também, recentemente vimos a publicação do decreto de renovação das concessões das distribuidoras, sendo a CPFL uma das companhias mais exposta a essa questão (uma grande redução do risco sobre a tese), trazendo pontos de exigência sobre um melhor atendimento aos consumidores e uma prestação de serviços de alta qualidade, sendo a CPFL também um dos destaques positivos nesse quesito. Vemos a CPFL sendo negociada a uma TIR real de 11,1%, alinhando-se com pares como a Equatorial.

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 de capital e um maior 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 sendo negociada a uma TIR real muito atraente de 16,7%, ao mesmo tempo em que oferece gatilhos positivos esperados para 2024, vinculados ao seu processo de recuperação. A empresa apresentou resultados sólidos nos últimos trimestres, refletindo o corte de custos (ou seja, despesas com PMSO) e esperamos que essa tendência continue. Com o início da estação seca, os preços spot de energia parecem estar finalmente saindo das mínimas, indicando um possível progresso na venda de sua energia não contratada. Com content.btgpactual.com

relação ao debate sobre o teto de voto de 10%, em Dez/23, o Ministro Marques do Supremo Tribunal Federal (STF) encaminhou o caso para a Câmara de Conciliação e Arbitragem da Administração Federal (CCAF), com o objetivo de chegar a uma solução amigável entre a empresa e o Governo Federal. Um acordo, que pode envolver pagamentos antecipados à CDE e aos fundos regionais, bem como assentos adicionais no Conselho de Administração da empresa para o governo, pode ser alcançado, eliminando a pressão sobre a tese e permitindo que a Eletrobras se concentre em sua recuperação.

JBS (JBSS3):

A JBS é nossa principal escolha no setor de alimentos. Sua plataforma exclusiva de produção de proteínas oferece um fluxo de receita diversificado para suavizar os padrões cíclicos da commodity. Esperamos que esse seja o caso em 2024. À medida que o ciclo do gado nos Estados Unidos entra em um período de fornecimento limitado de matéria-prima para os frigoríficos, acreditamos que a Pilgrims (PPC), a carne suína nos EUA e o seu segmento na Austrália não apenas devem se beneficiar da desaceleração do ciclo do gado nos Estados Unidos, mas também proteger as margens consolidadas da JBS. No Brasil, o ciclo pecuário é bastante favorável, e a JBS também está se beneficiando do forte ciclo avícola deste ano por meio da Seara. Com espaço para revisões positivas de lucros pelo consenso e um sólido yield de geração de caixa de 10%, a JBS oferece o melhor risco-retorno do setor na América Latina.

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 sem surpresas, 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 com investidores, 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):

Após 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 uma 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 content.btgpactual.com

está trabalhando em uma série de medidas de redução de custos e buscando ajustar preços para recuperar os níveis de rentabilidade. Nos EUA, os resultados permanecem sólidos, com spreads de metais saudáveis e uma perspectiva de demanda favorável. 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), uma 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 (TIMS3):

Estamos mantendo a TIM em nosso portfólio. Ao preço atual, vemos a TIM como uma oportunidade de investimento promissora, negociada a um atraente dividend yield de 9,4% para 2024 (e 10,7% para 2025), acima das empresas de telecomunicações dos EUA (6%) e em linha com a Vivo. A TIM tem um modelo de negócios estável, um sólido posicionamento competitivo, uma forte geração de caixa e oferece um grande retorno aos acionistas, o que também ajuda a aumentar a defensividade de nosso portfólio.

Cyrela (CYRE3):

Ela apresentou resultados operacionais sólidos de forma consistente durante 2023 (crescimento de lançamentos e vendas, margens resilientes, etc.), embora o cenário macroeconômico não tenha sido favorável ao segmento de média/alta renda. A Cyrela apresenta uma forte dinâmica de lucros, enquanto as ações estão sendo negociadas em um valuation atraente (~1x P/VP ou ~5,5x P/L para 2024E). Além disso, as taxas de juros Selic e de longo prazo poderão cair em 2024, de modo que os bancos poderão flexibilizar as condições das taxas hipotecárias para os compradores de imóveis (melhoria na acessibilidade) e a Cyrela poderá se beneficiar de um impulso 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 (nome de beta alto). Portanto, manteremos a Cyrela em nosso portfólio.

Klabin (KLBN11):

Estamos adicionando a Klabin ao nosso portfólio devido a seus atributos defensivos, exposição cambial, sólida dinâmica de lucros e valuation barato. Embora ainda mantenhamos uma recomendação neutra em relação à Klabin, acreditamos que a empresa deverá se beneficiar de perspectivas melhores em todas as suas unidades de negócios no curto prazo, levando a um sólido (e melhorado) momento de lucros nos próximos trimestres – prevemos um crescimento de aproximadamente 20% no EBITDA no segundo trimestre. Embora os preços da celulose possam sofrer uma queda nos próximos meses, eles permanecem em níveis elevados, enquanto observamos tendências positivas de demanda e preços para kraftliner e caixas de content.btgpactual.com

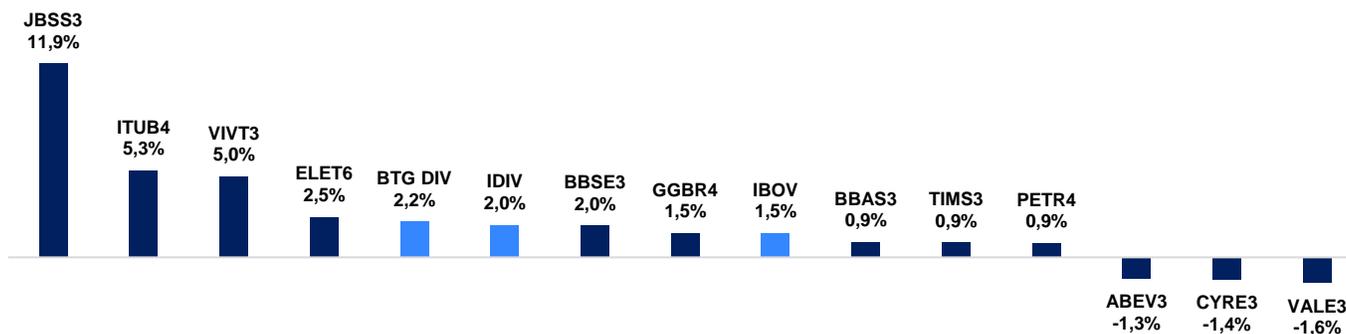
papelão ondulado. Como os projetos Puma II e Figueira continuam a se desenvolver, prevemos que a empresa apresentará um crescimento de volume de aproximadamente 10% em 2024, o que acreditamos que o mercado dá muito pouco crédito. Além disso, também vemos a Klabin como um bom veículo para exposição ao dólar: cada 10% de depreciação do real = +14% de impacto no EBITDA. A Klabin está sendo negociada a um múltiplo descontado de ~6,5x EV/EBITDA para 2024 (bem abaixo de 8-8,5x justo/histórico), e esperamos ver uma expansão de múltiplos à medida que o consenso aumente gradualmente suas estimativas de lucros nos próximos meses.

Fleury (FLRY3):

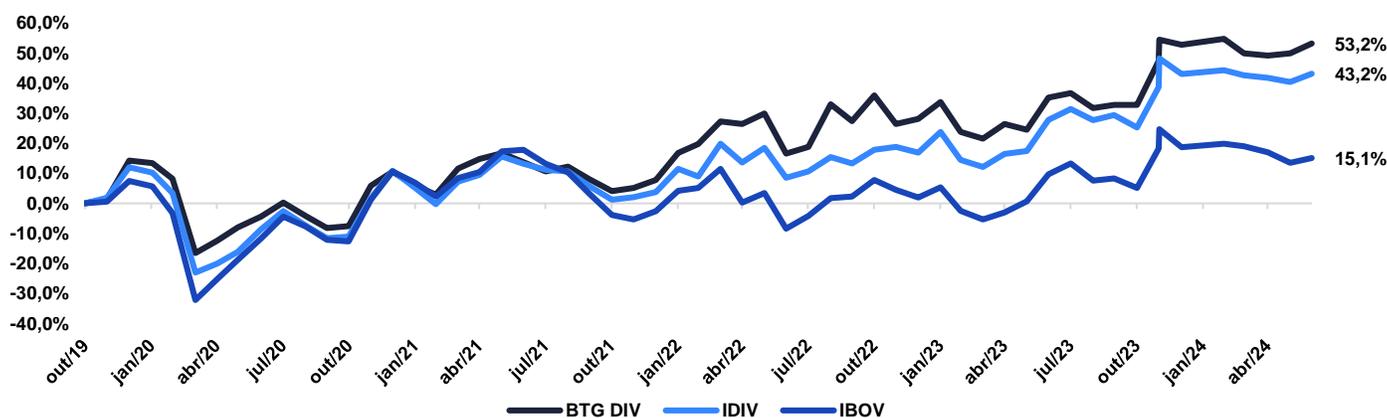
Recentemente, atualizamos o Fleury para Compra. Em meio à volatilidade do mercado, uma curva de juros de longo prazo maior, grandes resgates de fundos locais e a alta saída de investidores estrangeiros dos mercados de capitais do Brasil, o FLRY é uma tese de investimento fora do consenso. Nossa visão positiva sobre o Fleury pode ser resumida da seguinte forma: (i) uma tese de investimento defensiva com um modelo de negócios de diagnósticos resiliente, previsível e amplamente estável; (ii) sólida geração de fluxo de caixa (8% em 2024; 10% em 2025) e dividend yield elevados (7% em 2024; 8,5% em 2025); (iii) sólido momento de resultados, com LPA previsto para saltar 53% a/a no segundo trimestre; (iv) uma ação com reduzido posicionamento entre os investidores, o que é uma boa característica em tempos menor liquidez no mercado; (v) fundamentos estruturais sólidos (com ganhos de participação de mercado e maior diversificação de receitas); e um (vi) valuation atraente (12x P/L 2024; 10,5x P/L 2025). Em resumo, o FLRY parece ser uma excelente tese de investimento defensiva para incluir em portfólios durante mercados mais desafiadores.

Rentabilidade Histórica (*)

Em junho, nossa Carteira Recomendada de Dividendos apresentou uma performance de 2,2%, contra 2,0% do IDIV e 1,5% do IBOV. Desde o dia 8 de novembro de 2019, a nossa Carteira Recomendada de Dividendos acumula uma rentabilidade de 53,2%, contra 43,2% do IDIV e 15,1% do IBOV.

Gráfico 1: Performance por ação em junho 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%	2,2%	-	-	-	-	-	-	-1,0%	-3,4%	53,2%	43,2%
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	2,33	-	-	-	-	-	-	14,93
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%	0,7%	-	-	-	-	-	-	5,3%
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%	2,1%	1,6%	0,5%	0,1%	0,0%	6,9%
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