



## Dividendos

Carteira Recomendada

Equity Research  
Banco BTG Pactual S.A.

Agosto 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](mailto:analise.acoes@btgpactual.com)





## Objetivo da Carteira

A carteira tem como objetivo encontrar as melhores empresas sob a ótica de geração total de valor ao acionista com foco na distribuição de proventos. Dessa forma, realizamos uma análise focada em ativos de alta qualidade, com resiliência de entrega de resultados e geração de caixa. A seleção dos ativos é feita de forma complementar entre a equipe de análise de empresas e a equipe de estratégia do BTG Pactual, com uma revisão mensal da carteira.

## Pontos Principais

Para nossa carteira de agosto, retiramos CPFL, Klabin e JBS, dando lugar a: Vibra Energia, Bradesco e Copel. Além disso, estamos reduzindo nossa exposição em Itaú (-5%), Petrobras (-5%) e Tim (-5%), aumentando Banco do Brasil (+5%) e Eletrobras (+5%).

**Tabela 1: Carteira Recomendada de Dividendos de agosto**

| Empresa         | Código | Setor                       | Peso (%) | Valor de Mercado (R\$ mn) | EV/EBITDA |       | P/L   |       | Dividend Yield (%) |       |
|-----------------|--------|-----------------------------|----------|---------------------------|-----------|-------|-------|-------|--------------------|-------|
|                 |        |                             |          |                           | 2024E     | 2025E | 2024E | 2025E | 2024E              | 2025E |
| Petrobras       | PET4   | Petróleo & Gás              | 10%      | 494.559                   | 2,8x      | 3,0x  | 3,7x  | 4,3x  | 17,0%              | 13,7% |
| Itaú Unibanco   | ITUB4  | Bancos                      | 10%      | 312.504                   | -         | -     | 8,3x  | 7,5x  | 6,0%               | 6,6%  |
| Vale            | VALE3  | Mineração & Siderurgia      | 5%       | 257.194                   | 3,4x      | 3,7x  | 4,4x  | 5,3x  | 12,6%              | 12,5% |
| Banco do Brasil | BBAS3  | Bancos                      | 10%      | 153.829                   | -         | -     | 4,0x  | 3,9x  | 11,2%              | 11,5% |
| Bradesco        | BBDC4  | Financeiro                  | 5%       | 125.514                   | -         | -     | 7,0x  | 5,5x  | 8,5%               | 8,7%  |
| Eletrobras      | ELET6  | Serviços Básicos            | 15%      | 86.702                    | 6,3x      | 5,2x  | 9,4x  | 7,1x  | 4,5%               | 8,2%  |
| BB Seguridade   | BBS3   | Financeiro (ex-Bancos)      | 10%      | 68.824                    | -         | -     | 8,6x  | 8,1x  | 10,4%              | 11,1% |
| Tim Part        | TIMS3  | Telecom & Tecnologia        | 5%       | 39.583                    | 4,2x      | 3,9x  | 13,0x | 11,0x | 9,1%               | 10,4% |
| Gerdau          | GGBR4  | Mineração & Siderurgia      | 5%       | 36.565                    | 3,5x      | 3,4x  | 7,0x  | 6,9x  | 6,6%               | 9,1%  |
| Copel           | CPLE6  | Serviços Básicos            | 10%      | 28.755                    | 8,9x      | 7,9x  | 16,7x | 15,1x | 3,0%               | 3,3%  |
| Vibra Energia   | VBBR3  | Distribuição de combustível | 5%       | 25.859                    | 7,5x      | 7,0x  | 15,7x | 13,3x | 2,3%               | 2,5%  |
| Fleury          | FLRY3  | Saúde                       | 5%       | 8.277                     | 5,0x      | 4,6x  | 12,0x | 10,5x | 7,0%               | 8,3%  |
| Cyrela          | CYRE3  | Construção civil            | 5%       | 7.202                     | 6,7x      | 5,8x  | 5,4x  | 4,6x  | 4,7%               | 12,2% |

Fonte: BTG Pactual e Economática

**Tabela 2: Alterações na Carteira para agosto**

| Julho           |        |                        |          | Agosto          |        |                             |          |
|-----------------|--------|------------------------|----------|-----------------|--------|-----------------------------|----------|
| Empresa         | Código | Setor                  | Peso (%) | Empresa         | Código | Setor                       | Peso (%) |
| Itaú Unibanco   | ITUB4  | Bancos                 | 15%      | Itaú Unibanco   | ITUB4  | Bancos                      | 10%      |
| Banco do Brasil | BBAS3  | Bancos                 | 5%       | Banco do Brasil | BBAS3  | Bancos                      | 10%      |
| CPFL            | CPFE3  | Serviços Básicos       | 5%       | Vibra Energia   | VBBR3  | Distribuição de combustível | 5%       |
| Vale            | VALE3  | Mineração & Siderurgia | 5%       | Vale            | VALE3  | Mineração & Siderurgia      | 5%       |
| Eletrobras      | ELET6  | Serviços Básicos       | 10%      | Eletrobras      | ELET6  | Serviços Básicos            | 15%      |
| BB Seguridade   | BBSE3  | Financeiro (ex-Bancos) | 10%      | BB Seguridade   | BBSE3  | Financeiro (ex-Bancos)      | 10%      |
| Cyrela          | CYRE3  | Construção civil       | 5%       | Cyrela          | CYRE3  | Construção civil            | 5%       |
| Petrobras       | PET4   | Petróleo & Gás         | 15%      | Petrobras       | PET4   | Petróleo & Gás              | 10%      |
| JBS             | JBS3   | Alimentos & Bebidas    | 5%       | Copel           | CPLE6  | Serviços Básicos            | 10%      |
| Klabin          | KLBN11 | Papel & Celulose       | 5%       | Bradesco        | BBDC4  | Financeiro                  | 5%       |
| Gerdau          | GGBR4  | Mineração & Siderurgia | 5%       | Gerdau          | GGBR4  | Mineração & Siderurgia      | 5%       |
| Tim Part        | TIMS3  | Telecom & Tecnologia   | 10%      | Tim Part        | TIMS3  | Telecom & Tecnologia        | 5%       |
| Fleury          | FLRY3  | Saúde                  | 5%       | Fleury          | FLRY3  | Saúde                       | 5%       |

Fonte: BTG Pactual

## Um resumo das escolhas para agosto

### Itaú Unibanco (ITUB4):

---

Após um desempenho positivo em julho (alta de >5%), estamos mantendo o Itaú por mais um mês. O negócio de banco de varejo brasileiro mudou drasticamente, particularmente no segmento de baixa renda, e acreditamos que o Itaú fez 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. O discurso do Itaú em nossa Conferência do Rio, no mês passado, de que sua carteira de empréstimos deve acelerar no segundo trimestre foi bem recebido. A iniciativa One Itaú também foi debatida em praticamente todas as reuniões, embora ainda seja difícil "tangibilizar" sua importância para a tese de investimento. Com essa marca/abordagem atualizada e o super app One Itaú, o banco também passou do modo de defesa para o modo de ataque. O banco não quer ser um "seguidor rápido", mas sim um "pioneiro", sempre orientado por uma visão que prioriza o cliente. Negociando a 7,5x P/L para 2025, o valuation do Itaú é decente, com espaço para dividendos adicionais.

### 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. Continuamos vendo a Petrobras sendo negociado em um dividend yield (DY) que mais do que compensa os riscos da tese (15% para os próximos 12 meses). Com potenciais riscos de revisões positivas para as nossas estimativas de produção, acreditamos que o DY poderá continuar crescendo. Dito isto, reconhecemos que os riscos de fusões e aquisições significativas no curto prazo poderiam aumentar a percepção de risco e levar os investidores a exigir um maior prêmio de risco para deter ações de Petrobras.

### Vale (VALE3):

---

Observamos recentemente algumas melhorias na história micro da Vale, mas preferimos esperar por mais visibilidade em algumas questões (riscos) pendentes antes de adotar um viés mais positivo. As negociações da Samarco parecem estar progredindo bem e antecipamos um resultado melhor do que o esperado pelo mercado, enquanto o conselho parece estar abrindo caminho para uma sucessão tranquila de CEO. O desempenho operacional continua a ser uma questão fundamental para os investidores, mas esperamos que a administração continue reduzindo os riscos da empresa no futuro (estimativa de produção de minério de ferro para 2024 de 310-320 Mt está bem encaminhada). Sobre o valuation, ainda lutamos para ver um grande potencial de retorno, mas acreditamos que as ações

permanecem descontadas em ~3,5x EV / EBITDA para 2024 e os yields de dividendos próximos de ~12%. A situação macro da China deteriorou-se ultimamente e tornou-se um risco adicional.

### **Vibra Energia (VBBR3):**

---

Acreditamos que a oferta relativamente maior de combustíveis nos primeiros meses do ano tenha pressionado sequencialmente as margens da VBBR, mas a margem esperada de R\$ 148/m<sup>3</sup> permanece saudável. Embora abaixo dos pares, acreditamos que a disponibilidade reduzida de diesel importado a partir de março deverá em breve ajudar a aumentar a rentabilidade. Por outro lado, queremos ver a evolução do processo de otimização dos postos de gasolina recentemente iniciado, uma vez que a decisão da empresa de aumentar a eficiência dos seus postos é fundamental para apoiar uma recuperação sustentável da participação de mercado a médio prazo. Negociando a 15x P/L para 2024E, acreditamos que o espaço para uma desvalorização do ativo é limitado, mas esperamos uma estabilização da participação de mercado como um fator-chave para uma lucratividade saudável no futuro.

### **Banco do Brasil (BBAS3):**

---

Após o último resultado, a nossa sensação é de que tanto a margem financeira quanto as despesas com provisão para crédito irão 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. Mediante o RoE ~20%, acreditamos que o ativo possui um bom suporte de valuation.

### **Eletrobras (ELET6):**

---

Vemos a Eletrobras sendo negociada a uma TIR real atraente de 13,7%, com gatilhos positivos esperados para o segundo semestre de 2024, ligados ao seu processo de turnaround e a um possível acordo com o governo federal. A empresa apresentou resultados sólidos nos últimos trimestres, refletindo a redução de custos (por exemplo, despesas com PMSO), e esperamos que essa tendência continue. Além disso, a volatilidade do preço da energia durante a estação seca poderia criar oportunidades para a venda de sua energia não contratada. Com relação ao debate sobre o teto de votação de 10%, em 23 de dezembro, o Ministro Marques do Supremo Tribunal Federal (STF) encaminhou o caso para arbitragem. No final de julho, a Eletrobras solicitou uma prorrogação adicional de 45 dias do prazo do acordo, até meados de setembro. Os pontos em negociação são: (i) assentos no Conselho de Administração e no Conselho Fiscal da Eletrobras, (ii) pagamentos antecipados da CDE, e (iii) o desinvestimento da participação da Eletrobras na Eletronuclear, incluindo o projeto de Angra 3. Consideramos um acordo positivo, especialmente se incluir a alienação da Eletronuclear, o que eliminaria

a pressão sobre as ações e possivelmente transferiria os riscos relacionados à Eletronuclear e ao projeto de Angra 3 para o governo.

### **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).

### **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.

### **Gerdau (GGBR4):**

---

Acreditamos que a margem atingiu a mínima em termos de rentabilidade no Brasil, com margens EBITDA historicamente baixas de 8-9% (vs. níveis de meio de ciclo de 18-20%). A realidade é que a Gerdau já trabalha em uma série de medidas de redução de custos para recuperar os níveis de rentabilidade. Nos EUA, os resultados permanecem ainda em um nível elevado, com spreads de metais saudáveis e uma perspectiva sólida para demanda. A América do Norte é agora responsável por quase 2/3 da sua geração de EBITDA, e a empresa continua sendo negociada como uma tese “puramente brasileira” (os pares nos EUA negociam a 6-8x o EBITDA, enquanto a Gerdau negocia perto de 4x) – uma diferença de múltiplo injustificada. Em suma, vemos um downside muito limitado para as ações nos níveis atuais e esperamos uma evolução contínua e saudável de lucros no futuro. Vemos as ações sendo negociadas a 4x o EBITDA, com yields de fluxo de caixa próximos de 8-10%.

## Tim (TIMS3):

---

A TIM apresentou bons resultados no segundo trimestre. As receitas de serviços cresceram 7,2% a/a (pouco acima de nossas estimativas e do mercado), com a receita de serviços móveis (MSR) chegando a R\$ 5,8 bilhões (+7,3% a/a). A TIM está sendo negociada a 13,0x P/L para 2024E, com um prêmio em relação às empresas de telecomunicações integradas globais (11,4x). O yield para 2024E é de 9%, acima das empresas de telecomunicação dos EUA (6%) e da Vivo (8,4%). O guidance da TIM aponta para uma remuneração total aos acionistas de R\$ 12 bilhões entre 2024-2026, resultando em um yield de 30% no período. Os dividendos aumentando consistentemente a cada ano, oferecem um bom suporte para a ação, e acreditamos que a TIM é uma ótima opção para investidores que buscam uma posição defensiva, oferecendo um excelente retorno.

## 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 imóveis de média/alta renda. A Cyrela apresenta uma forte dinâmica de lucros, enquanto as ações estão sendo negociadas a um valuation atraente (~0,95x 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 hipotecárias para os compradores de imóveis (melhoria na acessibilidade) e a Cyrela poderá se beneficiar de um bom momento em suas operações e lucratividade (maior velocidade de vendas, crescimento de lançamentos, etc.), enquanto a ação é alavancada por taxas de juros de longo prazo mais baixas (nome de beta alto). Portanto, manteremos a Cyrela em nosso portfólio.

## Bradesco (BBDC4):

---

Dado o fraco desempenho do Bradesco em relação ao Itaú no acumulado do ano (BBDC4 está ~30% abaixo do ITUB4), e com o BBDC4 sendo agora negociado a um múltiplo de P/VP “barato” de 0,8x estamos menos pessimistas em relação às ações. A mensagem da companhia em nossa conferência foi positiva, com a margem financeira de clientes mais elevada t/t e inadimplência menor, além de um impacto limitado das taxas de juro mais elevadas no patrimônio líquido. Isso posto, em conversas recentes com clientes, ainda sentimos pouco ou nenhum interesse dos investidores em se posicionar no ativo antes dos resultados do segundo trimestre, gerando um posicionamento técnico (elevado nível de short) muito baixo do mercado.

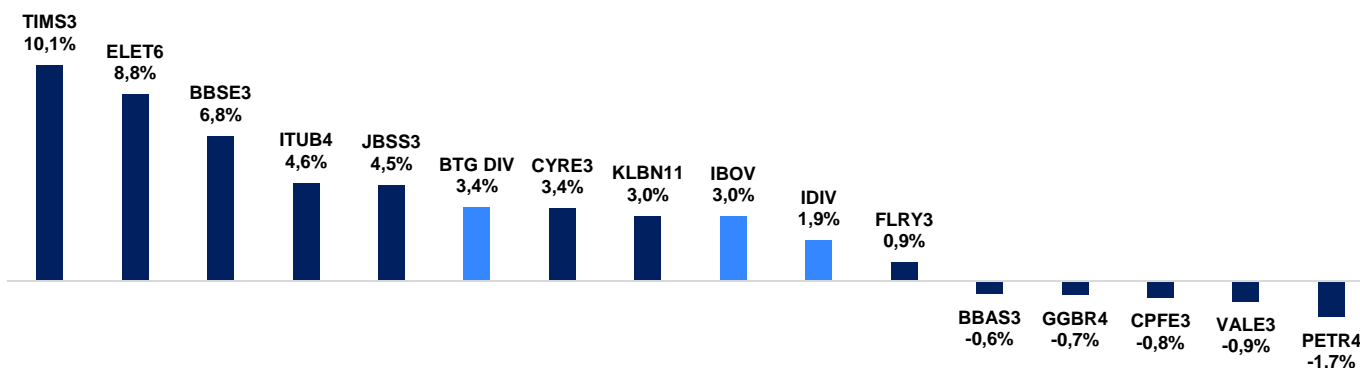
## Fleury (FLRY3):

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; 8,3% 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).

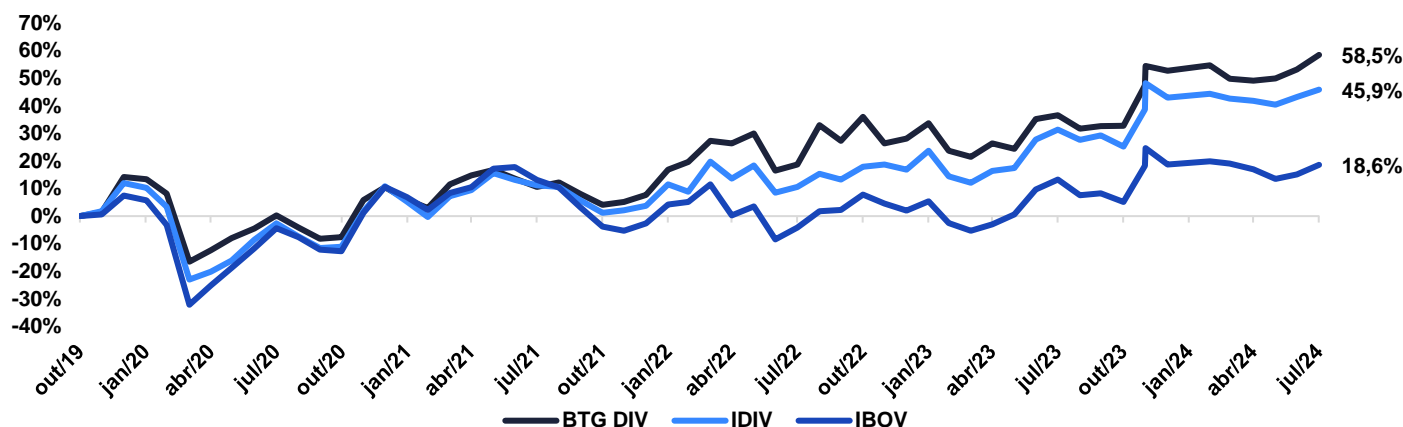
### Rentabilidade Histórica (\*)

Em julho, nossa Carteira Recomendada de Dividendos apresentou uma performance de 3,4%, contra 1,9% 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 58,5%, contra 45,9% do IDIV e 18,6% do IBOV.

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



Fonte: BTG Pactual e Economática, (\*) 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%  | 3,4%  | -     | -     | -     | -     | -     | 2,4%           | -1,6%       | 58,5%         | 45,9%      |
| 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 | 0,12 | -    | -    | -    | -    | -    | 15,05         |
| 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% | 0,1% | -    | -    | -    | -    | -    | 5,4%          |
| 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 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 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](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)