



Dividendos

Carteira Recomendada

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Setembro 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 setembro de 2024

Objetivo da Carteira

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

Pontos Principais

Para nossa carteira de setembro, retiramos Vibra, Bradesco e Tim, dando lugar a: Allos, Porto Seguro e PetroReconcavo. Além disso, estamos reduzindo nossa exposição em Itaú (-5%), Banco do Brasil (-5%) e Eletrobras (-5%).

Tabela 1: Carteira Recomendada de Dividendos de setembro

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	10%	533.998	3,2x	3,4x	5,7x	4,9x	14,3%	9,0%
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	5%	335.137	-	-	8,8x	8,0x	5,6%	7,5%
Vale	VALE3	Mineração & Siderurgia	5%	254.460	3,9x	4,4x	4,7x	5,5x	8,7%	6,6%
Banco do Brasil	BBAS3	Bancos	5%	160.507	-	-	4,3x	4,3x	2,9%	3,0%
Eletrobras	ELET6	Serviços Básicos	10%	95.169	6,6x	5,5x	10,3x	7,7x	4,1%	7,5%
BB Seguridade	BBSE3	Financeiro (ex-Bancos)	10%	71.300	-	-	9,1x	8,5x	5,3%	10,6%
Gerdau	GGBR4	Mineração & Siderurgia	5%	36.991	3,7x	3,6x	8,0x	6,9x	4,8%	6,9%
Copel	CPL6	Serviços Básicos	10%	29.753	9,0x	7,9x	17,8x	15,4x	33,5%	3,2%
Porto Seguro	PSSA3	Financeiro (ex-Bancos)	10%	21.857	-	-	8,4x	8,1x	5,7%	6,2%
Allos	ALOS3	Shoppings	10%	12.172	7,8x	7,0x	14,2x	12,1x	5,3%	5,9%
Fleury	FLRY3	Saúde	10%	8.702	5,2x	4,8x	12,6x	11,0x	6,7%	7,9%
Cyrela	CYRE3	Construção civil	5%	8.181	7,6x	6,6x	6,2x	5,3x	4,1%	10,6%
PetroReconcavo	RECV3	PetroReconcavo	5%	5.982	3,6x	2,5x	7,3x	4,9x	9,0%	4,5%

Fonte: BTG Pactual e Economática

Tabela 2: Alterações na Carteira para setembro

Agosto				Setembro			
Empresa	Código	Setor	Peso (%)	Empresa	Código	Setor	Peso (%)
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	10%	Allos	ALOS3	Shoppings	10%
Banco do Brasil	BBAS3	Bancos	10%	Banco do Brasil	BBAS3	Bancos	5%
Vibra Energia	VBBR3	Distribuição de combustível	5%	BB Seguridade	BBSE3	Financeiro (ex-Bancos)	10%
Vale	VALE3	Mineração & Siderurgia	5%	Copel	CPL6	Serviços Básicos	10%
Eletrobras	ELET6	Serviços Básicos	15%	Cyrela	CYRE3	Construção civil	5%
BB Seguridade	BBSE3	Financeiro (ex-Bancos)	10%	Eletrobras	ELET6	Serviços Básicos	10%
Cyrela	CYRE3	Construção civil	5%	Fleury	FLRY3	Saúde	10%
Petrobras	PETR4	Petróleo & Gás	10%	Gerdau	GGBR4	Mineração & Siderurgia	5%
Copel	CPL6	Serviços Básicos	10%	Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	5%
Bradesco	BBDC4	Financeiro	5%	Petrobras	PETR4	Petróleo & Gás	10%
Gerdau	GGBR4	Mineração & Siderurgia	5%	Porto Seguro	PSSA3	Financeiro (ex-Bancos)	10%
Tim Part	TIMS3	Telecom & Tecnologia	5%	PetroReconcavo	RECV3	PetroReconcavo	5%
Fleury	FLRY3	Saúde	5%	Vale	VALE3	Mineração & Siderurgia	5%

Fonte: BTG Pactual

Um resumo das escolhas para setembro

Itaú Unibanco (ITUB4):

Após um desempenho positivo em agosto (alta de 6%), estamos mantendo o Itaú em nossa carteira. O segmento de varejo bancário no Brasil mudou drasticamente, particularmente no segmento de baixa renda, e acreditamos que o Itaú fez um excelente trabalho (o melhor entre os incumbentes) ao aceitar e se adaptar ao novo cenário, o que acreditamos que permitirá que seu ROE sustentável amplie a vantagem em relação aos concorrentes. No segundo trimestre, o Itaú apresentou mais um conjunto de resultados trimestrais fortes e saudáveis, com seu lucro líquido ligeiramente acima das expectativas do mercado. Após um início "fraco" em 2024, a carteira de empréstimos reacelerou no segundo trimestre, o que, combinado com a recuperação da carteira de cartões de crédito no segundo semestre, deve continuar a suportar a margem financeira. Em resumo, vimos uma combinação muito boa de crescimento e alta rentabilidade no banco premium incumbente do Brasil no último trimestre. A iniciativa One Itaú também é um tópico muito relevante, embora ainda seja difícil "tangibilizar" sua importância para a tese de investimento. Com essa estratégia e o super app One Itaú, o banco passou de uma postura defensiva para uma ofensiva. Ele não quer ser um "seguidor rápido", mas sim um líder, sempre impulsionado por uma visão focada no cliente. Negociando a 8x P/L 2025, o valuation do Itaú é decente, com espaço para dividendos adicionais.

Petrobras (PETR4):

Mantemos uma visão construtiva sobre a companhia e decidimos manter a Petrobras em nosso portfólio. Embora reconheçamos que os desenvolvimentos políticos e as novas fusões e aquisições podem ocasionalmente impactar o desempenho das ações, a empresa ainda oferece uma combinação atraente de valor e crescimento (muito lucrativo). Esperamos que o aumento da produção nos campos do pré-sal nos próximos anos continue elevando os níveis de ROIC e impulse revisões positivas nas estimativas de fluxo de caixa pelo mercado. Mantemos nossa recomendação de Compra para as ações da Petrobras, pois vemos riscos de surpresas positivas para a nossa estimativa de dividend yield de 15% para os próximos 12 meses, após sinais recentes da equipe de gestão de que a empresa buscará uma estrutura de capital ideal e que alguns ajustes nas projeções de investimentos ainda são factíveis. A falta de investimentos futuros significativas (incluindo o crescimento inorgânico) suporta pagamentos de dividendos extraordinários antes do final do ano.

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 conseguiu realizar uma sucessão tranquila do 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 milhões de toneladas está bem encaminhada). Sobre o valuation, ainda temos dificuldades 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.

Allos (ALOS3):

A administração fez um ótimo trabalho em termos de alocação de capital desde 2023 (~R\$2 bilhões em reciclagem de ativos, grandes dividendos, recompras etc.), e há mais por vir desde que a Allos anunciou (i) que poderia vender mais R\$1 bilhão em ativos, (ii) tem um novo programa de recompra de ações de ~4% de seu valor de mercado, e (iii) sua política de dividendos implica em um yield de ~6% para 2024. Com um valuation atraente, e abaixo dos pares de shoppings, temos uma recomendação de Compra para Allos, sendo ela nossa principal escolha no setor.

Banco do Brasil (BBAS3):

Embora a ação não seja mais uma recomendação de compra óbvia como foi em 2023, ainda consideramos seu valuation muito atrativo. Com a divulgação dos números do segundo trimestre no início de agosto, o Banco do Brasil aproveitou para atualizar seu guidance para 2024. Como esperado, tanto a margem financeira quanto as provisões para perdas de crédito foram revisadas para cima, com impacto neutro no lucro líquido. Assim, a estimativa de lucro líquido ajustado foi mantida em R\$37-40 bilhões (+8% a/a assumindo o ponto médio do guidance). Negociando a menos de 0,9x o valor patrimonial mais recente, com um ROE ainda acima de 20% e um dividend yield de aproximadamente 11%, e dado o atual cenário de capital saudável do banco, ainda vemos razões para manter nossa recomendação de compra.

Eletrobras (ELET6):

Vemos a Eletrobras negociando a uma atrativa TIR real de 12,8%, com catalisadores esperados para o segundo semestre de 2024, vinculados ao seu processo de reestruturação e a um potencial acordo com o governo federal. A empresa tem apresentado resultados sólidos nos últimos trimestres, refletindo cortes de custos (por exemplo, despesas com PMSO), e esperamos que essa tendência continue. Além disso, a volatilidade dos preços da energia durante a estação seca pode criar

oportunidades para a venda de sua energia não contratada. Em relação ao debate sobre o limite de 10% dos direitos de voto, em dezembro de 2023, o ministro do STF, Marques, encaminhou o caso para arbitragem. No final de julho, a Eletrobras solicitou uma extensão 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 a CDE, e (iii) desinvestimento da participação da Eletrobras na Eletronuclear, incluindo o projeto Angra 3. Consideramos um acordo como positivo, especialmente se incluir o desinvestimento da Eletronuclear, o que reduziria os riscos relacionados à ação e possivelmente transferiria os riscos relacionados à Eletronuclear e ao projeto 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 dos resultados.

Gerdau (GGBR4):

Acreditamos que a margem atingiu níveis mínimos 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 uma margem de segurança relevante 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%.

PetroReconcavo (RECV3):

Em nossa visão, a empresa está beneficiando-se de ventos favoráveis do ponto de vista macroeconômico quanto operacional. Do ponto de vista macro, vemos uma assimetria positiva nos preços do petróleo e consideramos a ação uma boa proteção contra um real mais fraco. Do ponto de vista específico da empresa, a RECV deve gradualmente melhorar seus resultados até o final do ano por meio do crescimento da produção. Isso, combinado com um capex normalizado e a ausência de alvos óbvios para novas fusões e aquisições, deve suportar maiores retornos aos acionistas via dividendos. Após a recente correção das ações, vemos a RECV negociando a um yield de fluxo de caixa ao acionista atrativo de 12% em 2024 e 20% em 2025 (incluindo M&As).

Cyrela (CYRE3):

A Cyrela tem consistentemente apresentado sólidos resultados operacionais (crescimento de lançamentos e vendas, margens resilientes, etc.), embora o cenário macroeconômico não tenha sido favorável para o segmento de habitação de média/alta renda. A empresa tem um forte pipeline de projetos para os próximos trimestres, e a gestão está otimista quanto ao desempenho de vendas. A Cyrela apresenta um forte momento de resultados, e a ação beneficia-se da queda das taxas de juros de longo prazo (ação de beta alto). Além disso, com a ação negociando a um valuation atrativo (~1x P/VP ou ~5x P/L 2025E), ela continua sendo nossa escolha preferida entre as construtoras de média/alta renda.

Porto Seguro (PSSA3):

No geral, consideramos que os resultados do segundo trimestre foram melhores do que o esperado, o qual acreditamos que foi o mais desafiador do ano. Olhando para o futuro, com a taxa média Selic maior, o provável aumento dos preços dos seguros de automóveis devido aos eventos do Rio Grande do Sul e a concorrência ainda racional no curto prazo e o crescimento contínuo em outros negócios, acreditamos que o segundo semestre de 2024 será mais forte que o primeiro semestre. Na verdade, considerando a nossa estimativa de lucro líquido de R\$ 2,5 bilhões para 2024, as ações da Porto ainda são

negociadas a um P/L para 2024E modesto, um patamar atraente considerando sua natureza “defensiva” e seu melhor momento operacional. Embora tenhamos afirmado que a Porto Seguro não seja nossa tese principal dentro do setor de seguros, após os resultados do 2T (e com todos os impactos negativos do RS já contabilizados), vemos uma perspectiva positiva para a companhia à frente. Reiteramos nossa recomendação de Compra.

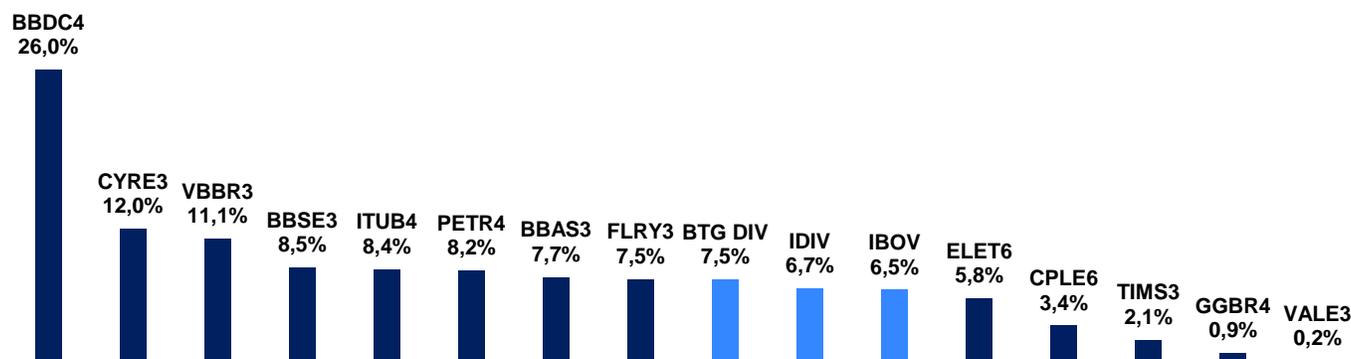
Fleury (FLRY3):

Em meio à volatilidade do mercado, uma curva de juros de longo prazo elevada, grandes resgates de fundos locais e a alta saída de investidores estrangeiros dos mercados de capitais do Brasil, o Fleury é uma tese promissora e fora do consenso. Nossa visão positiva sobre o Fleury pode ser resumida da seguinte forma: (i) uma estratégia defensiva com um modelo de negócios de diagnósticos resiliente, razoavelmente previsível e amplamente estável; (ii) um bom retorno, considerando seu forte yield de fluxo de caixa e yield de dividendos; (iii) sólido momento de resultados; (iv) uma ação com baixa alocação entre os investidores, o que é uma característica favorável em tempos de liquidez reduzida no mercado; (v) sólidos fundamentos estruturais (com ganhos de participação de mercado e maior diversificação de receitas); e (vi) um valuation atrativo (10x P/L 2025). Em resumo, o Fleury parece ser uma excelente estratégia defensiva para incluir em portfólios durante mercados mais desafiadores.

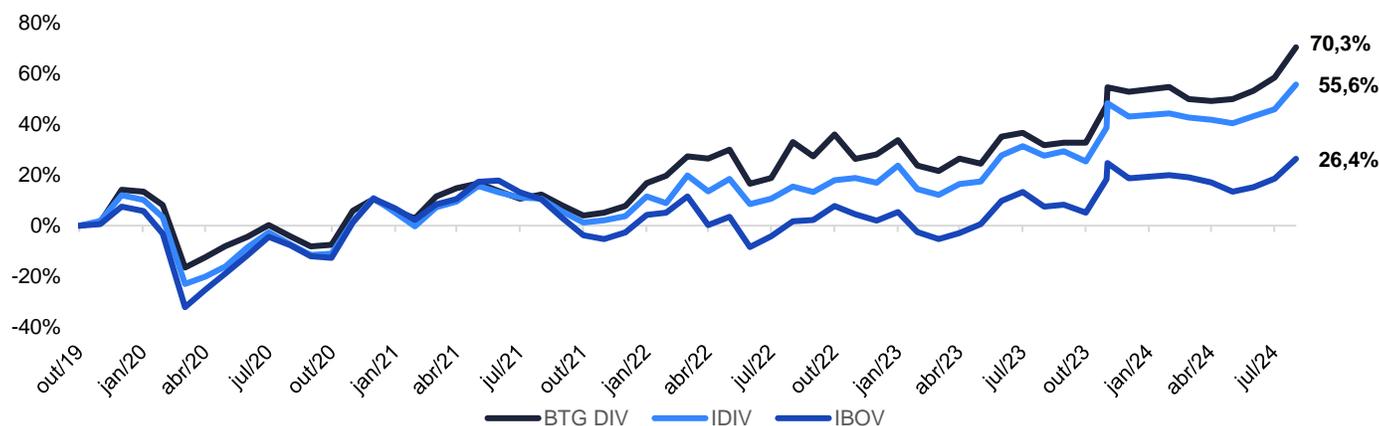
Rentabilidade Histórica (*)

Em agosto, nossa Carteira Recomendada de Dividendos apresentou uma performance de 7,5%, contra 6,7% do IDIV e 6,5% do IBOV. Desde o dia 8 de novembro de 2019, a nossa Carteira Recomendada de Dividendos acumula uma rentabilidade de 70,3%, contra 55,6% do IDIV e 26,4% do IBOV.

Gráfico 1: Performance por ação em agosto 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%	7,5%	-	-	-	-	10,0%	5,0%	70,3%	55,6%
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	5,75	-	-	-	-	20,80
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%	1,4%	1,1%	0,8%	0,1%	1,2%	-	-	-	-	6,8%
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%	2,5%	0,1%	2,6%	1,2%	1,5%	0,0%	6,3%	0,6%	2,0%	1,6%	22,3%
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%	6,1%
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