



## Dividendos

Carteira Recomendada

Equity Research  
Banco BTG Pactual S.A.

Outubro 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)





# Carteira recomendada de Dividendos



BTG Pactual Equity Research

01 de outubro 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 outubro, retiramos Banco do Brasil, Allos, Cyrela, PetroReconcavo e Fleury, dando lugar a: JBS, Equatorial, Direcional, Telefônica e CPFL. Fizemos ajustes adicionais também em Itaú (-5%), Copel (-5%) e Gerdau (+5%).

Tabela 1: Carteira Recomendada de Dividendos de outubro

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%	490.790	3,1x	3,3x	5,4x	4,7x	14,9%	9,5%
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	10%	335.923	-	-	8,7x	8,0x	5,7%	7,5%
Vale	VALE3	Mineração & Siderurgia	5%	273.167	4,3x	4,6x	5,2x	6,0x	7,8%	6,1%
Telefônica	VIVT3	Telecom	5%	91.570	4,7x	4,4x	17,6x	14,8x	6,9%	8,2%
Eletrobras	ELET6	Serviços Básicos	10%	90.074	6,4x	5,4x	9,8x	7,4x	4,3%	7,9%
JBS	JBSS3	Alimentos & Bebidas	5%	69.006	5,2x	5,7x	9,5x	10,6x	2,9%	2,4%
BB Seguridade	BBSE3	Financeiro (ex-Bancos)	10%	68.660	-	-	8,8x	8,2x	5,5%	10,9%
CPFL	CPFE3	Serviços Básicos	5%	38.900	5,6x	5,8x	7,9x	7,6x	9,5%	9,9%
Gerdau	GGBR4	Mineração & Siderurgia	10%	38.398	3,5x	3,3x	7,6x	6,5x	7,2%	7,1%
Equatorial	EQTL3	Serviços Básicos	10%	37.992	7,7x	7,0x	15,0x	11,0x	2,6%	3,8%
Copel	CPL6	Serviços Básicos	5%	28.969	8,8x	7,8x	17,4x	15,0x	4,5%	3,3%
Porto Seguro	PSSA3	Financeiro (ex-Bancos)	10%	23.390	-	-	8,9x	7,9x	5,3%	6,4%
Direcional	DIRR3	Construção civil	5%	5.310	8,2x	7,0x	10,3x	8,6x	3,4%	7,0%

Fonte: BTG Pactual e Economática

Tabela 2: Alterações na Carteira para outubro

Setembro				Outubro			
Empresa	Código	Setor	Peso (%)	Empresa	Código	Setor	Peso (%)
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	5%	Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	10%
Banco do Brasil	BBAS3	Bancos	5%	JBS	JBSS3	Alimentos & Bebidas	5%
Allos	ALOS3	Shoppings	10%	Equatorial	EQTL3	Serviços Básicos	10%
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	5%	Direcional	DIRR3	Construção civil	5%
Petrobras	PETR4	Petróleo & Gás	10%	Petrobras	PETR4	Petróleo & Gás	10%
Copel	CPL6	Serviços Básicos	10%	Copel	CPL6	Serviços Básicos	5%
Porto Seguro	PSSA3	Financeiro (ex-Bancos)	10%	Porto Seguro	PSSA3	Financeiro (ex-Bancos)	10%
Gerdau	GGBR4	Mineração & Siderurgia	5%	Gerdau	GGBR4	Mineração & Siderurgia	10%
PetroReconcavo	RECV3	PetroReconcavo	5%	Telefônica	VIVT3	Telecom	5%
Fleury	FLRY3	Saúde	10%	CPFL	CPFE3	Serviços Básicos	5%

Fonte: BTG Pactual

## Um resumo das escolhas para outubro

### Itaú Unibanco (ITUB4):

---

O negócio bancário varejista 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. No segundo trimestre, o Itaú reportou outro conjunto de resultados trimestrais fortes/saudáveis, com seu lucro líquido ligeiramente acima do esperado pelo consenso. Após um início "fraco" em 2024, a carteira de empréstimos se reacelerou no segundo trimestre, o que, combinado com a recuperação da carteira de cartões de crédito no segundo semestre, deve continuar apoiando o NII. Em suma, vimos uma combinação muito boa de crescimento e (alta) lucratividade no banco incumbente do Brasil no último trimestre. A iniciativa One Itaú também é um tema muito discutido, embora ainda seja difícil "tangibilizar" sua importância para a tese de investimento. Com essa atualização de marca/abordagem e o super aplicativo One Itaú, o banco também passou 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. Negociando abaixo de 8x 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 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 dividend yield 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 exigirem um maior prêmio de risco para deter ações de Petrobras.

### Vale (VALE3):

---

Há vários meses, estamos pessimistas em relação à tese de Vale, principalmente devido à deterioração do ambiente macro e a vários fatores de incerteza (por exemplo, incertezas em relação às provisões). Entretanto, devemos admitir que as recentes medidas de estímulo anunciadas na China superaram nossas expectativas, desencadeando um significativo short squeeze no mercado. Embora ainda tenhamos dúvidas sobre o impacto de longo prazo dessas medidas, e as forças especulativas estejam claramente contribuindo para a alta do preço do minério de ferro, acreditamos que a abordagem prudente agora é ajustar os portfólios (cobrir posições vendidas). Do lado micro, as [content.btgpactual.com](http://content.btgpactual.com)

negociações da Samarco estão em andamento e parecem estar progredindo bem (com um acordo previsto para ser concluído em outubro); projetamos um resultado mais favorável do que o esperado atualmente pelo mercado. O desempenho operacional continua sendo uma preocupação fundamental para os investidores, mas esperamos que a administração continue a reduzir os riscos da empresa, com a Vale até mesmo atualizando seu guidance de produção de minério de ferro para o ano (a primeira vez em anos). De modo geral, vemos alguns sinais de melhoria no horizonte da empresa, o que, juntamente com o posicionamento leve dos investidores, deve ser um bom presságio para o desempenho das ações no curto prazo. Consideramos que o valuation é razoável, com a Vale sendo negociada a 4x o EBITDA para 2025 e com Dividend yields abaixo de 10% projetados para o próximo ano.

### **Telefônica (VIVT3):**

---

A Telefônica Brasil é a maior operadora integrada de telecomunicações do Brasil, com clientes distribuídos entre serviços de voz fixa (local e longa distância), transmissão de dados (incluindo banda larga) e TV por assinatura. A Companhia é controlada pelo grupo espanhol Telefonica. A Vivo está performando. Depois de subir 50% em 2023, superando o desempenho do Ibovespa em 23%, a VIVT3 subiu ~4% no acumulado do ano, superando o índice geral em ~6%. Um ambiente competitivo mais favorável, principalmente na área de telefonia móvel, margens em expansão gradual e menor intensidade de investimento em capital impulsionaram a geração de fluxo de caixa livre operacional e explicam o forte desempenho. A Vivo está sendo negociada a 14,8x P/L para 2025E, um prêmio para a TIM (12,6x), AMX (8,3x) e seus outros pares da América Latina, bem como para as operadoras globais de telecomunicações integradas (11,3x).

### **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 nos EUA mais desafiador do que esperávamos, acreditamos que os múltiplos pressionados da companhia já precificam este cenário. A diversificação da JBS está, agora, gerando resultados. 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. Temos uma recomendação de Compra para JBS e vemos a JBS negociando com um yield de fluxo de caixa de 11% para 2024, o que ainda é atraente.

## **Eletrobras (ELET6):**

---

Vemos a Eletrobras sendo negociada a uma TIR real atraente de 13,8%, com gatilhos positivos esperados para o segundo semestre de 2024, relacionados ao seu processo de turnaround e a um possível acordo com o governo federal. A empresa apresentou resultados sólidos nos últimos trimestres, refletindo o corte de custos (por exemplo, despesas com PMSO), e esperamos que essa tendência continue. Além disso, a recente seca deve criar oportunidades para a venda de sua energia não contratada. Com relação ao debate sobre o teto de votação de 10%, em dez/23, o Ministro Marques do Supremo Tribunal Federal (STF) encaminhou o caso para arbitragem. Há duas semanas, a Eletrobras solicitou uma prorrogação adicional de 90 dias do prazo do acordo, a terceira até o momento. Os pontos em negociação foram mantidos: (i) assentos no Conselho de Administração e no Conselho Fiscal da Eletrobras, (ii) pagamentos antecipados da CDE e (iii) 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 removeria pressão sobre as ações e possivelmente transferiria os riscos associados 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 10,7%, 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. Naturalmente, dúvidas sobre o

momento da renovação do contrato com o BB (ou não) surgem sobre a tese de investimento, 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 de perpetuidade, o que não parece factível. Assim, continuamos gostando do perfil de risco/retorno da tese.

### **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 abaixo de 4x o EBITDA, com yields de fluxo de caixa próximos de 10%.

### **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 9,5% para 2024 e 9,9% para 2025, considerando um payout de 75% para os próximos anos. Vemos a CPFL sendo negociada a uma TIR real atraente de 10,9%, alinhando-se com pares como a Equatorial.

### **Direcional (DIRR3):**

---

Acreditamos que a Direcional navegou muito bem os últimos anos (evitando todos os desafios de custos enfrentados por outros players), aumentando suas operações e mantendo uma sólida distribuição de dividendos e baixa alavancagem. A empresa conseguiu também crescer bastante as vendas, ao mesmo tempo em que aumentou as margens, reforçando que o programa MCMV nunca esteve tão forte, e a Direcional está bem-posicionada para capturar essa demanda (grande landbank, execução impecável, alta lucratividade, etc.). Recentemente uma nova rodada de vendas de imóveis do Programa Pode Entrar (na cidade de São Paulo), mostra o bom momento para as construtoras de imóveis de baixa renda. Mantemos nossa recomendação de Compra para a ação em função de sua dinâmica positiva, tanto operacional quanto financeira.

## Equatorial (EQTL3):

---

A Equatorial assegurou sua posição como acionista de referência da Sabesp ao adquirir uma participação de 15% a R\$67/ação. A transação não foi apenas altamente geradora de valor, mas também abre uma importante avenida de crescimento para a Equatorial no setor de saneamento. Vemos a ação sendo negociada a uma atraente TIR real de 11,0%, que salta para 11,6% quando se leva em conta a aquisição da Sabesp. Na semana passada, a empresa concluiu seu aumento de capital privado, levantando R\$2,4 bilhões (ou 96% do total ofertado), ao preço estabelecido de R\$32,5/ação, implicando em uma TIR real de 11,6%. Operacionalmente, a Equatorial tem apresentado números consistentemente sólidos, com redução de perdas de energia, controle rígido de custos e progresso nos turnarounds de suas concessões de distribuição recentemente adquiridas.

## Porto Seguro (PSSA3):

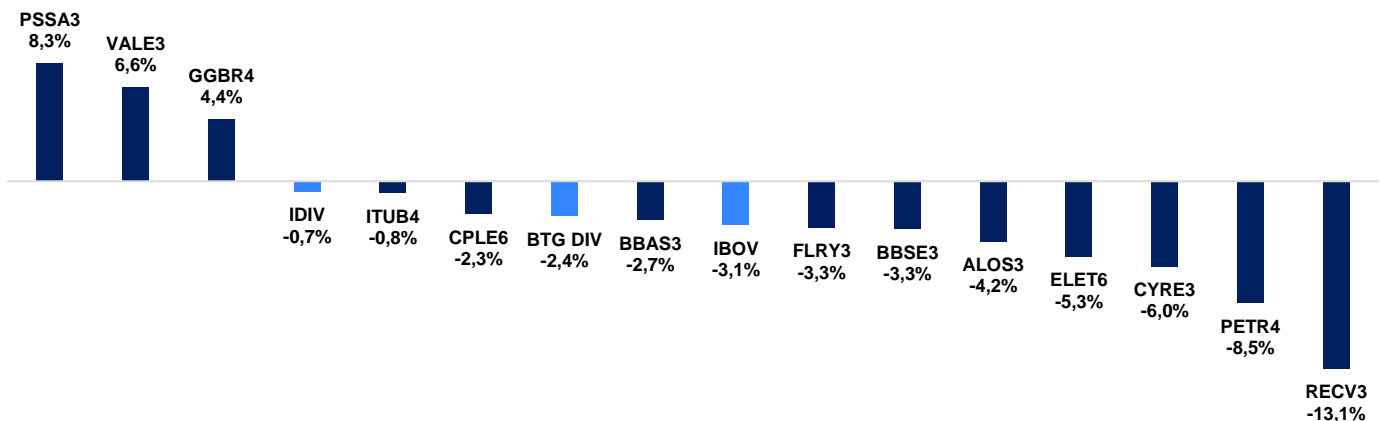
---

Estamos adicionando a Porto ao nosso portfólio este mês. Quando elevamos nossa recomendação para COMPRA em jun/23, nossa tese era de que a "nova" Porto, composta por quatro verticais independentes, impulsionaria o ROE (apesar da complexidade de sua projeção). Com a chegada do novo CEO, Paulo Kakinoff, e a nomeação de Domingos Falavina (como diretor de RI, Estratégia e M&A), acreditamos que essa tese está se tornando cada vez mais clara. A holding passou a ser a dona do capital, da marca e dos clientes, com uma visão mais voltada para estratégia/alocação de capital após a chegada dos dois executivos. A Porto está entrando em um novo ciclo de crescimento e rentabilidade (ROE >20%), mesmo com a intensa concorrência em seus principais segmentos. No curto prazo, esperamos uma expansão do ROE devido a melhorias no mix de seguros, crescimento na área de saúde e maior lucratividade nos segmentos bancário e de serviços. Depois de entregar R\$ 1,24 bilhão no 1S24, ou ~R\$ 1,3 bilhão excluindo o impacto pontual (negativo) das enchentes no Rio Grande do Sul, esperamos que o lucro líquido em 2024-25 seja de R\$ 2,675 bilhões (+18% a/a) e R\$ 3 bilhões (+11%). Negociando a 7,9x P/L para 2025 (1,8x P/VP), reiteramos nossa recomendação de Compra.

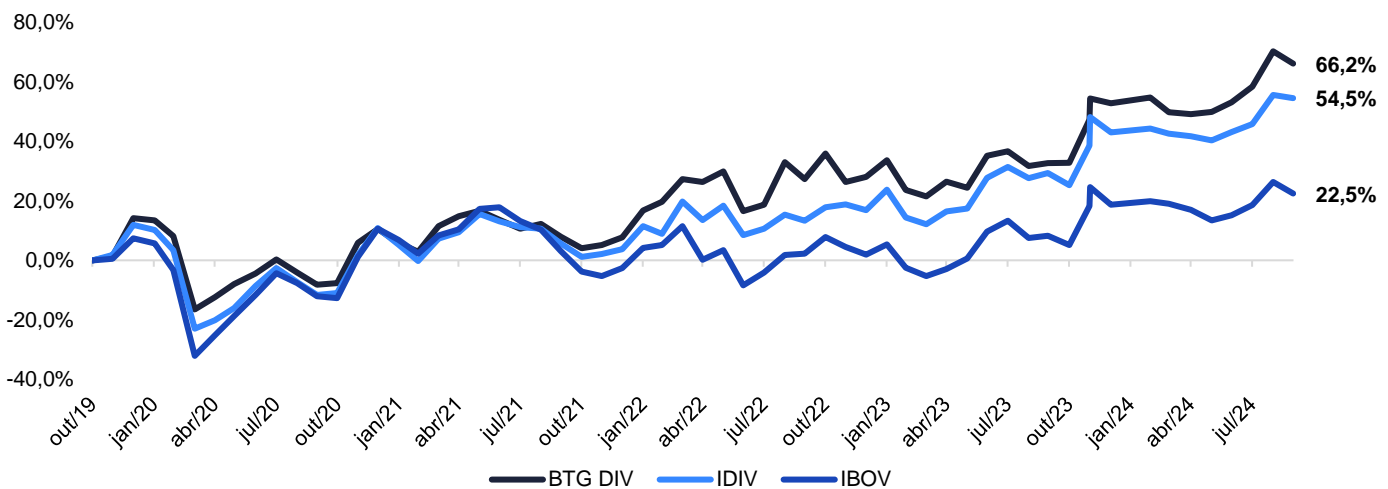
## Rentabilidade Histórica\*

---

Em setembro, nossa Carteira Recomendada de Dividendos apresentou uma performance de -2,4%, contra -0,7% do IDIV e -3,1% do IBOV. Desde o dia 8 de novembro de 2019, a nossa Carteira Recomendada de Dividendos acumula uma rentabilidade de 66,2%, contra 54,5% do IDIV e 22,5% do IBOV.

**Gráfico 1: Performance por ação em setembro 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%	3,4%	7,5%	-2,4%	-	-	-	7,3%	4,2%	66,2%	54,5%
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	2,69	2,46	-	-	-	20,21
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%	0,7%	0,3%	-	-	-	6,6%
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](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)