



Dividendos

Carteira Recomendada

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Novembro 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 novembro de 2024

Objetivo da Carteira

A carteira tem como objetivo a seleção das 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 novembro, retiramos Porto Seguro e Telefônica, dando lugar a Caixa Seguridade e Vibra. Além disso, fizemos um ajuste adicional em Vale (+5%).

Tabela 1: Carteira Recomendada de Dividendos de novembro

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%	486.277	3,2x	3,2x	5,5x	4,4x	15,7%	11,6%
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	10%	318.983	-	-	8,4x	7,6x	5,9%	7,9%
Vale	VALE3	Mineração & Siderurgia	10%	264.937	4,0x	4,3x	4,8x	5,5x	8,5%	6,7%
Eletrobras	ELET6	Serviços Básicos	10%	86.613	6,4x	5,5x	20,9x	6,7x	4,6%	8,7%
JBS	JBSS3	Alimentos & Bebidas	5%	79.874	5,1x	5,8x	8,6x	11,2x	3,0%	2,3%
BB Seguridade	BBSE3	Financeiro (ex-Bancos)	10%	66.524	-	-	8,6x	8,0x	5,7%	11,2%
Caixa Seguridade	CXSE3	Financeiro (ex-Bancos)	5%	43.200	-	-	11,4x	10,6x	7,6%	8,5%
Equatorial	EQTL3	Serviços Básicos	10%	40.088	8,2x	8,0x	19,5x	13,7x	2,6%	3,7%
Gerdau	GGBR4	Mineração & Siderurgia	10%	38.180	3,4x	3,2x	7,3x	6,3x	7,5%	7,3%
CPFL	CPFE3	Serviços Básicos	5%	37.759	5,9x	6,3x	8,0x	8,8x	9,4%	8,5%
Copel	CPL6	Serviços Básicos	5%	27.835	8,5x	8,2x	11,2x	14,1x	4,4%	3,5%
Vibra	VBBR3	Distribuição de Combustível	5%	24.883	6,9x	6,5x	14,7x	8,7x	6,1%	9,1%
Direcional	DIRR3	Construção civil	5%	5.420	8,3x	7,1x	10,5x	8,8x	3,3%	6,9%

Fonte: BTG Pactual e Economática

Tabela 2: Alterações na Carteira para novembro

Outubro				Novembro			
Empresa	Código	Setor	Peso (%)	Empresa	Código	Setor	Peso (%)
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	10%	Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	10%
JBS	JBSS3	Alimentos & Bebidas	5%	JBS	JBSS3	Alimentos & Bebidas	5%
Equatorial	EQTL3	Serviços Básicos	10%	Equatorial	EQTL3	Serviços Básicos	10%
Vale	VALE3	Mineração & Siderurgia	5%	Vale	VALE3	Mineração & Siderurgia	10%
Eletrobras	ELET6	Serviços Básicos	10%	Eletrobras	ELET6	Serviços Básicos	10%
BB Seguridade	BBSE3	Financeiro (ex-Bancos)	10%	BB Seguridade	BBSE3	Financeiro (ex-Bancos)	10%
Direcional	DIRR3	Construção civil	5%	Direcional	DIRR3	Construção civil	5%
Petrobras	PETR4	Petróleo & Gás	10%	Petrobras	PETR4	Petróleo & Gás	10%
Copel	CPL6	Serviços Básicos	5%	Copel	CPL6	Serviços Básicos	5%
Porto Seguro	PSA3	Financeiro (ex-Bancos)	10%	Caixa Seguridade	CXSE3	Financeiro (ex-Bancos)	5%
Gerdau	GGBR4	Mineração & Siderurgia	10%	Gerdau	GGBR4	Mineração & Siderurgia	10%
Telefônica	VIVT3	Telecom	5%	Vibra	VBBR3	Distribuição de Combustível	5%
CPFL	CPFE3	Serviços Básicos	5%	CPFL	CPFE3	Serviços Básicos	5%

Fonte: BTG Pactual

content.btgpactual.com

Um resumo das escolhas para novembro

Itaú Unibanco (ITUB4):

Estamos mantendo o Itaú por mais um mês. 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 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 resumo, vimos uma combinação muito boa de crescimento e (alta) lucratividade no banco premium incumbente do Brasil no segundo trimestre, que deve continuar no terceiro trimestre. A iniciativa One Itaú também é um tema muito discutido, embora ainda seja difícil "tangibilizar" sua relevância 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. O banco 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. É provável que os resultados do terceiro trimestre sejam relativamente fracos devido aos preços mais baixos do Brent (-7% t/t), mas acreditamos que o próximo anúncio do novo Plano Estratégico de cinco anos da empresa, no final de novembro, apresenta uma relação de risco/retorno atraente. Espera-se que o capex (headline) aumente, mas esperamos uma curva de capex mais estável e vemos um bom potencial para investimentos de curto prazo mais baixos (2025 e 2026), apoiando as expectativas de dividendos sólidos em um futuro próximo. Além disso, acreditamos que dividendos extraordinários poderão ser anunciados em novembro e, dependendo das conclusões do novo plano estratégico de 5 anos, a probabilidade de dividendos especiais nos próximos anos também poderá aumentar. Com maior visibilidade operacional, forte geração de caixa (FCFE) e custos (breakeven) mais baixos, a Petrobras é a opção mais segura em nossa cobertura de Petróleo & Gás.

Vale (VALE3):

Temos sido cautelosos em relação à tese da Vale há vários meses, principalmente devido à deterioração do ambiente macro e a alguns fatores de risco (por exemplo, Samarco, sucessão do CEO, questões do Conselho...). No entanto, devemos admitir que as recentes medidas de estímulo anunciadas pelos formuladores de políticas chineses superaram nossas expectativas, desencadeando um short squeeze content.btgpactual.com

significante no mercado. Embora ainda tenhamos dúvidas sobre o impacto de longo prazo dessas medidas, e que 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). No lado micro, a conclusão da negociação da Samarco apontou para um resultado mais favorável do que o esperado pelo mercado, reduzindo a pressão sobre a tese. O desempenho operacional continua melhorando acentuadamente, com a Vale até mesmo atualizando seu guidance de produção de minério de ferro para o ano (a primeira vez em anos), e o desempenho de custos tem estado acima de nossas expectativas. De modo geral, vemos alguns sinais verdes no horizonte da empresa, o que, juntamente com o posicionamento leve dos investidores, deve ser um bom sinal para o desempenho das ações no curto prazo. Além disso, o esperado pacote fiscal chinês a ser anunciado de 4 a 8 de novembro poderá aumentar a confiança dos investidores no ambiente macroeconômico da China. Consideramos que o valuation é "apenas" razoável, com a Vale sendo negociada a 4x o EBITDA para 2025 e Dividend yields na faixa de 6-7% para o próximo ano.

Vibra (VBBR3):

Com suas ações sendo negociadas a múltiplos abaixo de sua média histórica, também vemos a VBBR oferecendo um forte momento de resultados. Além disso, enxergamos uma alta conversão de caixa de seus lucros e acreditamos que a empresa gerará um robusto fluxo de caixa de R\$ 2,3 bilhões em 2025, um yield de geração de caixa relevante. Com base em nossa tese de que a empresa está entrando em uma fase mais madura de seus novos negócios, acreditamos ser provável que uma parcela significativa desse caixa seja convertida em dividendos, JCP e/ou recompras, oferecendo um "carrego" mais atraente em comparação com seu par mais óbvio. A ação é negociada atualmente a 8,7x P/L para 2025 e, embora se possa argumentar que um P/L próximo de 14x para 2024 possa parecer alto, se a VBBR reduzir a diferença de múltiplo com seu par mais próximo (atualmente negociado a ~12 x P/L para 2025), o retorno potencial mais do que suporta a nossa recomendação de COMPRA.

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 positivo 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 a Pilgrim's, 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 melhores 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 13,2%, apesar de um cenário que poderia ter permitido que a empresa vendesse contratos de energia de 3 a 5 anos. A administração está trabalhando na reestruturação (reduzindo custos e vendendo ativos) e esperamos que a tendência continue. Os investidores, naturalmente, estão ansiosos para ver a empresa fechar um acordo com o governo federal, mas essa é uma variável mais difícil de estimar. Em nossa opinião, quanto mais a empresa vende energia e ajusta sua estrutura, mais nos aproximamos do momento em que ela se tornará uma grande pagadora de dividendos.

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 melhorar os níveis de eficiência e ficar mais próximo 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 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 na perpetuidade, o que não parece factível. Assim, continuamos gostando do perfil de risco/retorno da tese.

Gerdau (GGBR4):

Acreditamos que a rentabilidade atingiu o menor nível 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 razoável para as ações nos níveis atuais e esperamos melhorias dos resultados 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 9,4% para 2024 e 8,5% para 2025, considerando um payout de 75% para os próximos anos. Vemos a CPFL sendo negociada a uma TIR real atraente de 10,9%, próximo dos pares como a Equatorial.

Direcional (DIRR3):

Acreditamos que a Direcional navegou muito bem os últimos anos (evitando todos os desafios de custos enfrentados por outras empresas), com crescimento das 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 gera 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%. Na semana passada, a empresa concluiu seu aumento de capital privado, levantando R\$2,4 bilhões (ou 96% do total ofertado), content.btgpactual.com

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 na reestruturação de suas concessões de distribuição recentemente adquiridas.

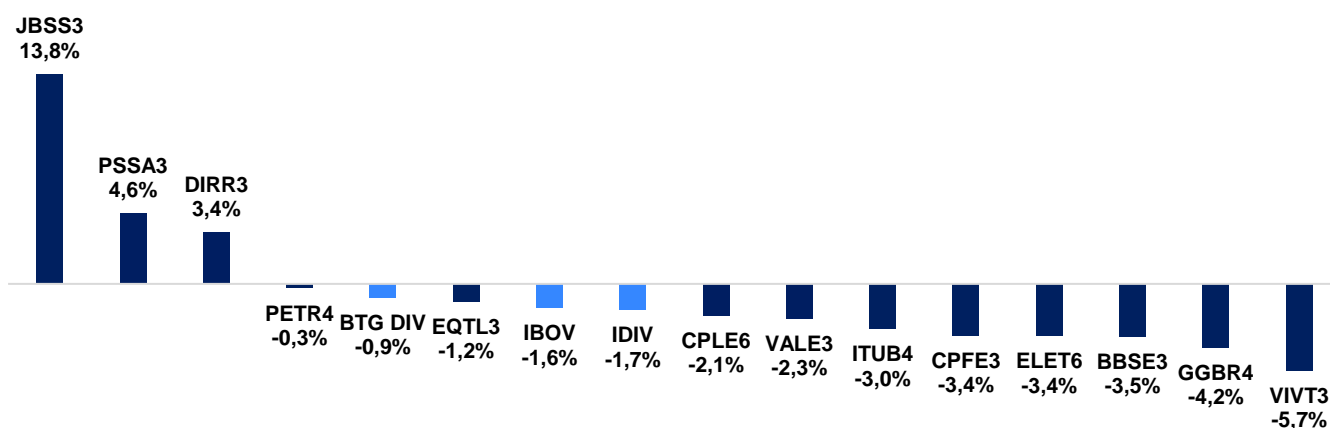
Caixa Seguridade (CXSE3):

Os números do terceiro trimestre devem ser sólidos, provavelmente um pouco acima do consenso e, potencialmente, um risco de revisões positivas em nossas estimativas para 2024 e 2025. Além disso, dadas as condições desafiadoras para o mercado de ações no Brasil recentemente, alguns investidores temiam que um aumento de capital maior (elevando o free float para 25% em vez da meta declarada de 20%) pudesse pressionar as ações. Dito isso, uma oferta pequena de 2,75% deve significar uma “pressão” menor (se houver). A CXSE3 subiu 11% no acumulado do ano, o que a torna uma das ações de melhor desempenho em nosso universo de cobertura do setor financeiro este ano. Dado o ambiente de taxas de juros mais altas, também observamos um aumento na demanda de investidores que estão migrando para o setor de seguros, cujas ações têm tido um desempenho nitidamente forte no Brasil nos últimos 10 anos. Nosso viés em relação à CXSE3 melhorou, mas permanecemos com uma recomendação Neutra por enquanto.

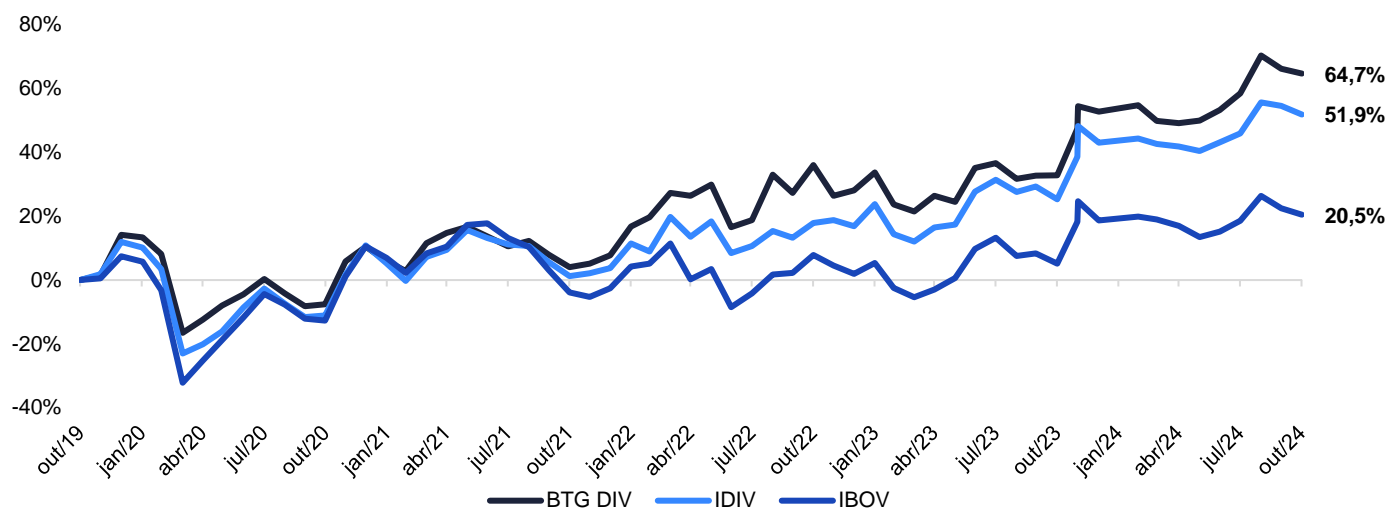
Rentabilidade Histórica*

Em outubro, nossa Carteira Recomendada de Dividendos apresentou uma performance de -0,9%, contra -1,7% do IDIV e -1,6% do IBOV. Desde o dia 8 de novembro de 2019, a nossa Carteira Recomendada de Dividendos acumula uma rentabilidade de 64,7%, contra 51,9% do IDIV e 20,5% do IBOV.

Gráfico 1: Performance por ação em outubro 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%	-0,9%	-	-	6,4%	2,5%	64,7%	51,9%
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	2,69	2,46	0,30	-	-	20,51
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%	0,2%	-	-	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 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