



Dividendos

Carteira Recomendada

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Janeiro 2025

Bruno Henriques
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 janeiro de 2025

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 janeiro, retiramos BB Seguridade, Caixa Seguridade, Ambev e CPFL dando lugar ao Banco do Brasil, Tim, Direcional e Marcopolo. Alteramos também Itaú (+5%), Eletrobras (+5%), Klabin (+5%), Vale (-5%), Gerdau (-5%) e JBS (-5%).

Tabela 1: Carteira Recomendada de Dividendos de janeiro

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%	483.279	3,3x	3,4x	6,0x	4,8x	14,4%	10,6%
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	15%	282.429	-	-	8,2x	7,5x	7,0%	8,0%
Vale	VALE3	Mineração & Siderurgia	5%	233.687	3,7x	4,1x	4,4x	5,1x	9,2%	7,3%
Banco do Brasil	BBAS3	Bancos	10%	137.619	-	-	4,0x	3,9x	11,4%	11,5%
JBS	JBSS3	Alimentos & Bebidas	5%	80.318	5,0x	5,7x	8,2x	10,7x	3,1%	2,4%
Eletrobras	ELET6	Serviços Básicos	15%	79.988	6,2x	5,4x	19,9x	6,3x	4,8%	9,1%
Telefônica	VIVT3	Telecom	5%	76.901	4,4x	4,1x	16,4x	13,8x	7,4%	8,8%
Gerdau	GGBR4	Mineração & Siderurgia	5%	37.218	3,7x	3,5x	7,9x	6,9x	6,9%	6,8%
Tim	TIMS3	Telecom	5%	34.854	4,2x	3,9x	12,9x	11,1x	8,9%	10,4%
Klabin	KLBN11	Papel & Celulose	10%	28.601	7,6x	6,2x	14,2x	11,9x	5,3%	4,9%
Copel	CPLE6	Serviços Básicos	5%	26.172	8,7x	8,4x	11,6x	14,6x	4,3%	3,4%
Marcopolo	POMO4	Bens de Capital	5%	7.621	6,4x	5,8x	8,4x	7,2x	6,6%	7,9%
Direcional	DIRR3	Construção civil	5%	4.657	8,5x	7,3x	10,8x	9,0x	3,2%	6,7%

Fonte: BTG Pactual e Economática

Tabela 2: Alterações na Carteira para janeiro

Dezembro				Janeiro			
Empresa	Código	Setor	Peso (%)	Empresa	Código	Setor	Peso (%)
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	10%	Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	15%
Telefônica	VIVT3	Telecom	5%	Telefônica	VIVT3	Telecom	5%
Vale	VALE3	Mineração & Siderurgia	10%	Vale	VALE3	Mineração & Siderurgia	5%
Eletrobras	ELET6	Serviços Básicos	10%	Eletrobras	ELET6	Serviços Básicos	15%
BB Seguridade	BBSE3	Financeiro (ex-Bancos)	10%	Banco do Brasil	BBAS3	Bancos	10%
Klabin	KLBN11	Papel & Celulose	5%	Klabin	KLBN11	Papel & Celulose	10%
Petrobras	PETR4	Petróleo & Gás	10%	Petrobras	PETR4	Petróleo & Gás	10%
Copel	CPLE6	Serviços Básicos	5%	Copel	CPLE6	Serviços Básicos	5%
Caixa Seguridade	CXSE3	Financeiro (ex-Bancos)	5%	Tim	TIMS3	Telecom	5%
Gerdau	GGBR4	Mineração & Siderurgia	10%	Gerdau	GGBR4	Mineração & Siderurgia	5%
Ambev	ABEV3	Alimentos & Bebidas	5%	Direcional	DIRR3	Construção civil	5%
CPFL	CPFE3	Serviços Básicos	5%	Marcopolo	POMO4	Bens de Capital	5%
JBS	JBSS3	Alimentos & Bebidas	10%	JBS	JBSS3	Alimentos & Bebidas	5%

Fonte: BTG Pactual

Um resumo das escolhas para janeiro

Itaú Unibanco (ITUB4):

Estamos mantendo o Itaú por mais um mês. O segmento bancário de varejo no Brasil mudou drasticamente, particularmente no segmento de baixa renda, e acreditamos que o Itaú tem feito um ótimo trabalho (o melhor entre os incumbentes) aceitando e se adaptando ao cenário de mudanças, o que acreditamos que permitirá que seu ROE sustentável aumente a diferença em relação aos pares. No terceiro trimestre, o Itaú registrou outro trimestre forte, com ROE de 22,7%. O banco também está operando com excesso de capital, o que deve se traduzir em rendimentos de dividendos maiores à frente. A iniciativa do One Itaú também é um tema muito discutido, embora ainda seja difícil "tangibilizar" sua importância para a tese de investimento. Com essa atualização da marca/abordagem e o super aplicativo One Itaú, o banco também passou do modo de defesa para o modo de ataque. O banco não deseja seguir tendências, mas ser um "pioneiro", sempre orientado por uma visão que prioriza o cliente. As ações do Itaú superaram o desempenho de seus pares privados, Bradesco/Santander, pelo terceiro ano consecutivo, e não acreditamos que isso mude nos próximos 12 meses. Negociadas a 6,6x P/L para 2025 e 1,6x P/VP, o valuation do Itaú é atraente.

Petrobras (PETR4):

A Petrobras continua sendo nossa principal escolha no setor de Petróleo & Gás, oferecendo uma combinação atraente de dividendos elevados – que podem chegar a um yield de 12% dos pagamentos ordinários – juntamente com múltiplos descontados em comparação com seus pares, crescimento futuro da produção e uma possível valorização a partir de uma potencial melhora das condições macroeconômicas do Brasil. Em nossa opinião, ainda há espaço significativo para uma maior expansão de múltiplos. O compromisso reiterado da administração de evitar excesso de reservas de caixa, fortalece a tese de pagamentos especiais em 2025, o que poderia elevar o dividend yield para 14-15%. Mesmo sem esses pagamentos especiais, os dividendos ordinários projetados da Petrobras, por si só, apresentam uma razão convincente para manter as ações. Dito isso, os principais riscos à nossa tese incluem possíveis atividades inesperadas de M&A e imposição de controles sobre os preços dos combustíveis.

Vale (VALE3):

Observamos alguns desenvolvimentos positivos na história da Vale recentemente, como a melhora nos volumes de minério de ferro e os recentes avanços positivos em relação ao acordo da Samarco. No entanto, o cenário macro, especialmente o da China, permanece vulnerável (apesar das recentes discussões sobre estímulos), adicionando pressão em todo o setor de mineração/siderurgia e criando um desafio significativo para os preços do minério de ferro. Ainda temos dificuldade em ver um grande potencial de valorização para a tese, com

as ações sendo negociadas a ~4x EBITDA para 2025 e dividend yields na faixa de 7%. Mas sua forte exposição ao dólar beneficia a tese neste momento (com 100% da receita e 40% do custo em dólar).

Direcional (DIRR3):

Acreditamos que a Direcional navegou muito bem os últimos anos (evitando estouros de custos enfrentados por outros players), aumentando suas operações e mantendo uma sólida distribuição de dividendos e baixa alavancagem. A Direcional também lançou uma nova marca, Riva, (recentemente avaliada em R\$ 2,6 bilhões, 50% do valor de mercado da Direcional) para atuar no segmento de média renda, diversificando sua atuação. 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 banco de terrenos, execução impecável, alta lucratividade, etc.). Mantemos nossa recomendação de Compra para a ação em função de sua dinâmica positiva, tanto operacional quanto financeira.

Eletrobras (ELET6):

A Eletrobras é um dos nomes mais baratos em nosso universo de cobertura. A diferença de valuation em relação a seus pares é explicada por uma percepção de maior complexidade, maior risco de governança e dividendos mais baixos. Em nossa opinião, a empresa está lidando com todas as variáveis mencionadas acima. Uma política de dividendos trimestrais está sendo considerada, talvez estejamos a duas semanas de um acordo com o governo federal e a complexidade tem sido gradualmente reduzida pela administração da empresa. Em nossa opinião, a ELET tem catalisadores reais relevantes.

Copel (CPLE6):

Vemos a Copel sendo negociada a uma TIR real atraente de 12,4%, ao mesmo tempo em que oferece proteção e mostra um bom progresso em seu processo de reestruturação. A empresa anunciou recentemente um programa de recompra de 18 meses no valor de quase R\$3 bilhões, ou 10% do total de ações, refletindo a confiança da administração na atratividade das ações. Além disso, declarou R\$600 milhões em dividendos extraordinários. Quando combinados com um payout de 50% (conforme definido pela política de dividendos) e a distribuição total dos ganhos dos desinvestimentos da UEGA e da Compagas (que deverão ser anunciados juntamente com os resultados do 4T), chegamos a um pagamento total de dividendos de R\$2,2 bilhões em 2024, representando um Dividend yield de 7,4%.

Banco do Brasil (BBAS3):

A recente correção do preço da ação sugere que as expectativas já eram baixas sobre os resultados do 3T24, com um impacto maior no provisionamento de crédito, mas ainda acreditamos que a deterioração foi pior do que temíamos. Embora não seja mais nossa principal escolha (é o Itaú), ainda achamos as ações do BB atraentes e

acreditamos que a maior taxa Selic oferece boa proteção de lucros para 2025. Nossa recomendação é de Compra, com suas ações sendo negociadas a 3,9x P/L e 0,7x P/VP para 2025.

Gerdau (GGBR4):

Acreditamos que a empresa superou claramente as expectativas em termos de rentabilidade no Brasil, com as margens EBITDA se recuperando de níveis muito baixos de 8-10% para 17% na divulgação do 3T. A realidade é que a Gerdau já está trabalhando em uma série de medidas de redução de custos (que já estão apresentando resultados significativos) para restaurar os níveis de rentabilidade. Nos EUA, os resultados permanecem em um nível elevado (embora em normalização), com spreads metálicos saudáveis e uma perspectiva resiliente para demanda. A América do Norte é agora responsável por uma parte significativa da geração de EBITDA, e a empresa continua sendo negociada como uma empresa “puramente brasileira” (os pares dos EUA negociam a 6-8x o EBITDA, enquanto a Gerdau negocia abaixo de 4x) – uma diferença de múltiplo injustificada. Vemos downside (risco de queda de preços/piora de resultados) muito limitado para as ações nos níveis atuais e esperamos uma continuidade do bom momento operacional. As ações estão sendo negociadas a 3,5x EBITDA 2025, com yields de fluxo de caixa próximos de 9-10%.

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 Vivo negocia a 13,8x P/L 2025E, um prêmio em relação às empresas de telecomunicações integradas globais (11x) e à TIM (11,1x). O yield de dividendos para 2025 é de 8,8%, acima das telecom dos EUA (5%) e abaixo da TIM (10%). Para investidores que buscam ações mais seguras, a Vivo é uma boa opção, especialmente se o mercado tiver um desempenho inferior. As empresas de telecomunicações possuem modelos de negócios estáveis, posicionamento competitivo sólido, forte geração de fluxo de caixa e proporcionam um bom retorno de caixa aos acionistas.

Klabin (KLBN11):

Após vários anos de elevados investimentos em capital direcionados a projetos de crescimento (média de ~R\$4,5 bilhões no ciclo 2020-24), observamos uma mudança na postura da gestão em relação à alavancagem e ao capex. A empresa está entrando em uma fase de “colheita”, que deverá ser o principal foco nos próximos dois anos, priorizando o fortalecimento da geração de fluxo de caixa livre (FCF) e a redução da alavancagem. Refletindo essa abordagem, a Klabin recentemente reduziu sua meta de alavancagem máxima de 4,5x para 3,9x, destacando seu compromisso com a desalavancagem. Além disso, a nova política de dividendos (10-20% do EBITDA) também contribui para a retenção de caixa destinada à redução da alavancagem. A entrada de caixa esperada do Projeto Plateau (R\$1,8

bilhão) reforça ainda mais esse esforço acelerado. Embora a gestão tenha indicado na teleconferência do 3T que não está considerando a venda de ativos, acreditamos que a geração de caixa operacional da Klabin reduzirá gradualmente a alavancagem. Gostamos dessa abordagem, que gera valor adicional para os acionistas. Agora projetamos que a dívida líquida/EBITDA da Klabin alcance 3,2x em 2025 e 2,7x em 2026.

Marcopolo (POMO4):

Continuamos otimistas em relação aos resultados da Marcopolo, apoiados por um melhor momento de curto prazo, impulsionado por (i) uma recuperação no setor de ônibus (ajudado por tarifas aéreas mais altas, com os clientes trocando para viagens de ônibus), (ii) a capacidade de produção da POMO recentemente ajustada, (iii) um cenário melhor para o fornecimento de componentes, (iv) melhores resultados das operações internacionais e (v) maiores volumes do Programa Caminho da Escola. Além disso, a POMO está cada vez mais bem posicionada para novas oportunidades, como melhorar o posicionamento B2B da empresa, acelerar a transformação tecnológica, melhorar a eficiência da produção e se beneficiar do crescente mercado de ônibus elétricos. Finalmente, vemos a POMO sendo negociada em um valuation atraente de 6x P/L para 2025.

JBS (JBSS3):

A empresa é nossa principal escolha no setor de alimentos, com sua diversificação proporcionando resistência contra a natureza cíclica das commodities. Embora as ações tenham apresentado um bom desempenho nos últimos meses, acreditamos que ainda há espaço para mais, suportado por um valuation atraente de 9x P/L para 2025, um yield de 12% de geração de fluxo de caixa livre e uma forte dinâmica de lucros. Além disso, com operações no exterior e uma presença significativa de exportações, a empresa oferece uma exposição valiosa a um nível de câmbio mais elevado no Brasil.

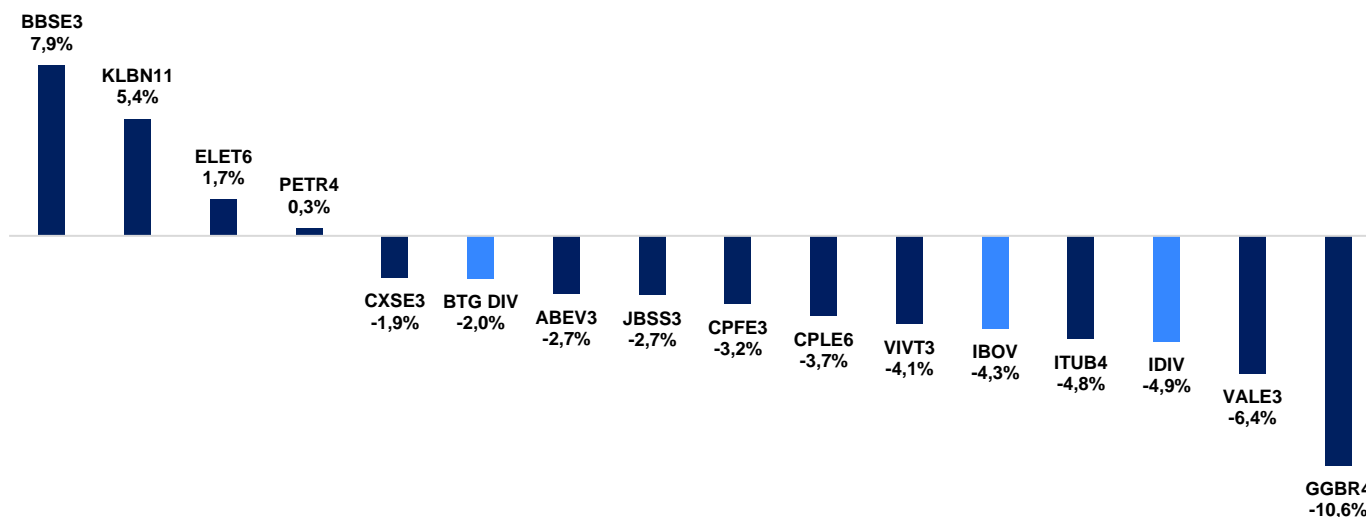
Tim (TIMS3):

Juntamente com os resultados do 3T, a empresa anunciou planos para pagar R\$3,5 bilhões em dividendos/JCP em 2024. Ainda há R\$ 2,15 bilhões a serem distribuídos nos próximos meses. Para 2025, estimamos R\$ 4 bilhões em dividendos/JCP, alinhados com o guidance da empresa para 2024-2026. No total, espera-se que a TIM retorne R\$ 6,15 bilhões aos acionistas nos próximos 16 meses, o equivalente a 17% de seu valor de mercado. Para o ciclo 2024-2026, a empresa apresentou um guidance de dividendos totais de R\$ 11,8-12,2 bilhões, ou ~34% de seu valor de mercado atual. Essa enorme devolução de caixa aos acionistas deve apoiar as ações, posicionando a TIM como uma opção atraente para enfrentar tempos incertos.

Rentabilidade Histórica*

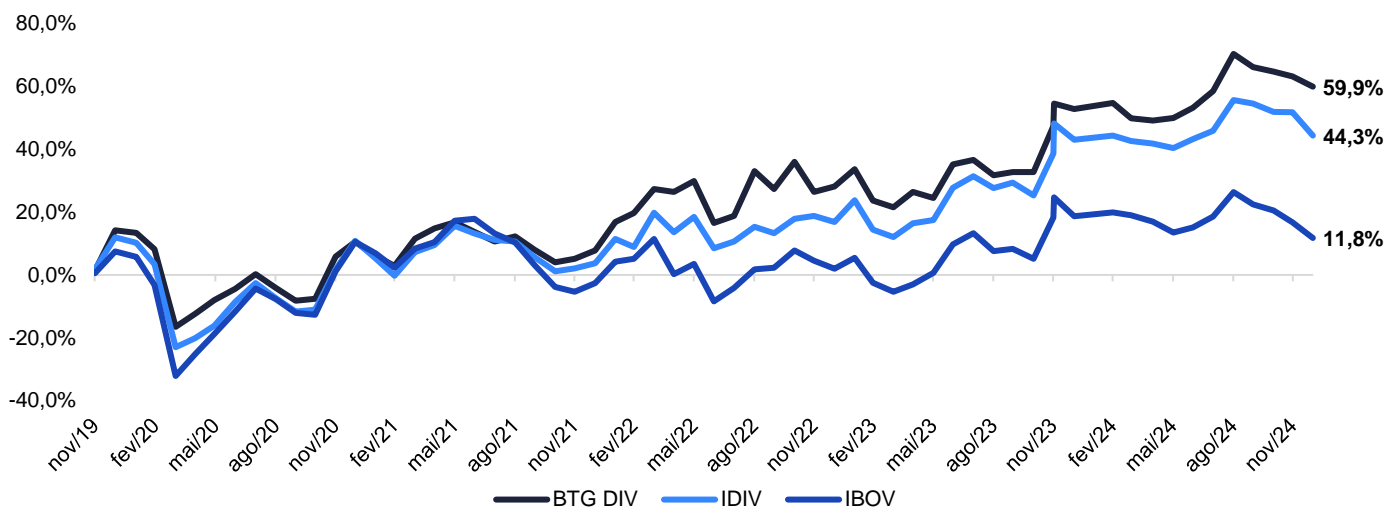
Em dezembro, nossa Carteira Recomendada de Dividendos apresentou uma performance de -2,0%, contra -4,9% do IDIV e -4,3% do IBOV. Desde o dia 8 de novembro de 2019, a nossa Carteira Recomendada de Dividendos acumula uma rentabilidade de 59,9%, contra 44,3% do IDIV e 11,8% do IBOV.

Gráfico 1: Performance por ação em dezembro 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%	-0,9%	-2,0%	3,3%	-2,6%	59,9%	44,3%
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 Economática, (*) 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	1,56	2,93	25,00
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%	1,3%	1,4%	1,2%	0,8%	0,1%	0,8%	0,3%	0,2%	0,6%	1,0%	8,6%
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%	0,3%	2,1%	1,6%	0,5%	0,1%	0,0%	7,0%
2021	1,7%	0,3%	2,5%	0,1%	2,6%	1,3%	1,5%	0,0%	6,4%	0,6%	2,0%	1,6%	22,5%
2020	0,0%	0,0%	0,4%	0,0%	0,9%	0,0%	0,0%	2,1%	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