



Carteira Recomendada de Dividendos

Equity Research

Banco BTG Pactual S.A.

Agosto 2021

Carlos Sequeira, CFA

New York – BTG Pactual US Capital LLC

Osni Carfi

São Paulo – Banco BTG Pactual S.A.

Bruno Lima

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

Luiz Temporini

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

Analise.acoes@btgpactual.com

Carteira Recomendada de Ações - Dividendos

Objetivo da Carteira

A carteira tem como objetivo encontrar as melhores empresas sob a ótica de distribuição de dividendos, ou seja, companhias que remuneram seus acionistas acima da média do mercado de forma recorrente. Dessa forma, realizamos uma análise focada em ativos de alta qualidade, com resiliência de entrega de resultado e geração de caixa. A seleção dos ativos é feita de forma complementar entre a equipe de análise de empresas e estratégia do BTG Pactual, com uma revisão trimestral da carteira.

Pontos Principais

A economia está se recuperando bem; Preocupações fiscais aumentaram na margem

As perspectivas econômicas gerais melhoraram devido a uma combinação de uma recuperação econômica mais rápida do que o projetado e uma situação fiscal melhor do que o esperado. Além disso, o ritmo de vacinação melhorou, aumentando as chances de o país superar a pandemia nos próximos meses. Embora as preocupações fiscais tenham aumentado na margem recentemente, continuamos esperando que a recuperação econômica seja o fator dominante a impulsionar os mercados nos próximos meses

Dois mudanças no portfólio: Incluímos Copel e Alupar e retiramos Engie e BB Seguridade

Em agosto optamos por retirar Engie e BB Seguridade e alocar em Copel e Alupar. A mudança se deve aos seguintes fatores: (i) redução de exposição a ativos estatais (BBSE) dado aumento dos ruídos políticos; (ii) aumento da exposição ao segmento de transmissão (via Alupar) e (iii) Copel divulgou, recentemente, forte prévia operacional (volumes em recuperação e perdas sob controle) além de oferecer um dividend yield superior a ENGIE mas em um segmento mais defensivo (distribuição de energia).

Tabela 1: Carteira Recomendada de Dividendos

Empresa	Ticker	Setor	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ m)	EV/EBITDA		P/L		Dividend Yield (%)	
					2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
Copel	CPL6	Serviços Básicos	20%	16.453	6,3x	5,0x	6,4x	5,0x	10,2%	9,5%
ISA CTEEP	TRPL4	Serviços Básicos	20%	17.568	8,3x	6,8x	10,1x	8,0x	7,4%	12,5%
Taesá	TAEE11	Serviços Básicos	20%	13.168	8,1x	12,4x	6,5x	11,4x	15,4%	8,8%
Alupar	ALUP11	Serviços Básicos	20%	7.215	9,4x	7,5x	17,9x	10,2x	5,6%	9,8%
Vale	VALE3	Mineração	20%	547.902	2,4x	2,6x	3,3x	4,1x	12,0%	14,4%

Fonte: BTG Pactual

A economia está se recuperando bem; Preocupações fiscais aumentaram na margem

Após alta de 15,2% de março a junho (alta de 29% em USD), o Ibovespa caiu 3,9% em julho (-6,8% em USD) devido ao aumento das incertezas locais e no exterior.

Após a recente correção, o Ibovespa (ex-Petrobras e Vale) está sendo negociado a 12,3x P/L (próximos 12 meses), abaixo de sua média histórica. Mais interessante notar que o prêmio para manter ações (equity risk premium - medido como o inverso de P/L menos as taxas reais de 10 anos) está mais do que um desvio padrão acima de sua média histórica (gráfico 2).

Gráfico 1: P/L projetado de 12 meses do Ibovespa (ex-Petrobras & Vale)



Fonte: BTG Pactual

Gráfico 2: Prêmio para manter ações (earnings yield - taxas reais de 10 anos)

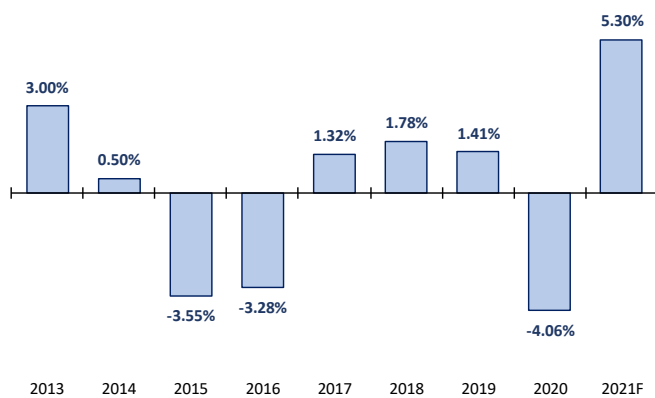


Fonte: BTG Pactual

A recuperação econômica segue vibrante, mas os riscos fiscais aumentaram

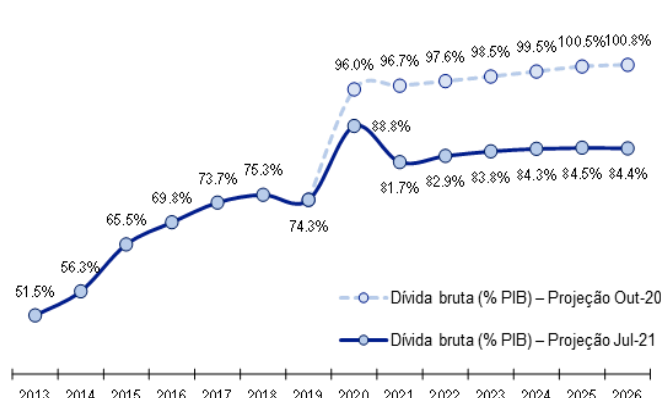
Estamos testemunhando uma recuperação mais rápida do que o esperado e agora modelamos para 2021 um crescimento do PIB de 5,3% contra 4,3% há dois meses e 3,5% no início de 2021. As expectativas para o cenário fiscal também melhoraram em relação ao início do ano, e nossa equipe macroeconômica espera que a dívida bruta em relação ao PIB termine 2021 em 81,6%, abaixo de 90%-95%, patamar de meses atrás.

Gráfico 3: Crescimento real do PIB (%)



Fonte: IBGE, estimativas do BTG Pactual

Gráfico 4: Dívida bruta do Governo (em % do PIB)



Fonte: Tesouro Nacional, estimativas do BTG Pactual

Embora a situação fiscal tenha melhorado claramente em relação às expectativas há alguns meses, uma combinação dos planos do governo para expandir os programas sociais e um espaço fiscal menor do que o esperado em 2022 tem preocupado os investidores.

O governo tem insistido na expansão do Bolsa Família de R\$ 190 para R\$ 300, enquanto aumenta o número de beneficiários de 14 milhões para 17 milhões de famílias, o que geraria um custo adicional de R\$ 26 bilhões.

No entanto, estimamos que o espaço do governo para aumentar as despesas em 2022 será limitado a cerca de R\$ 18 bilhões, ou seja, quaisquer despesas acima de R\$ 18 bilhões violariam a legislação do teto de gastos. Para tornar as coisas mais dramáticas, o espaço para aumento de despesas cairia com o aumento da inflação medida pelo INPC. Neste ponto, estamos trabalhando com estimativas de inflação de 7,2%, mas mais choques de inflação (por exemplo, ajustes de tarifas do setor de energia) podem aumentar o INPC ainda mais, reduzindo o espaço fiscal do próximo ano. Estimamos cada 1p.p. adicional da inflação do INPC reduz a margem fiscal de 2022 em R\$ 8 bilhões.

O aumento dos precatórios piora a situação. A cada ano, esses custos (relacionados a processos judiciais malsucedidos) aumentam. Estimamos esses custos em R\$ 59 bilhões em 2022, acima dos R\$ 55,5 bilhões no orçamento de 2021. Mas o número reportado pelo Judiciário para o ano que vem é bem maior.

Para poder expandir o programa Bolsa Família, alguns temem que o governo considere retirar o programa do teto de gastos por meio de uma emenda constitucional. Neste ponto, não há qualquer indicação clara de que o governo seguiria esse caminho, mas é claramente um ponto de atenção para os investidores.

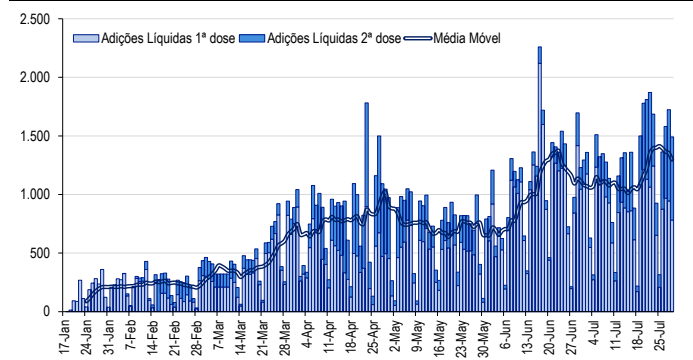
A campanha de vacinação acelerou em julho

A campanha de vacinação se acelerou em julho, aumentando as chances de o Brasil 'superar' a pandemia nos próximos meses, com a média de 7 dias de vacinas por dia aumentando para 1,3 milhão, em comparação com uma média de 1,1 milhão em junho e 686 mil em maio.

47% da população foi vacinada com pelo menos uma dose vs. 35% há um mês (gráfico 6). Estimamos que o Brasil pode atingir 70% de todos os indivíduos com 18 anos ou mais com pelo menos uma dose no início de agosto, e totalmente imunizados no início de novembro.

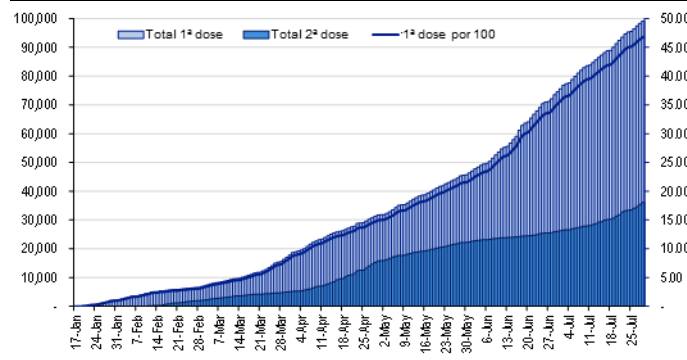
Os dados mais recentes corroboram a percepção de um cenário em que a pandemia é gradativamente controlada com a vacinação em massa, embora grande parte dos já vacinados até o momento tenha recebido apenas a primeira dose.

Gráfico 5: Doses diárias no Brasil ('000)



Fonte: banco de dados Coronavirusbra1, departamentos estaduais de saúde

Gráfico 6: % da população vacinada com pelo menos 1 dose



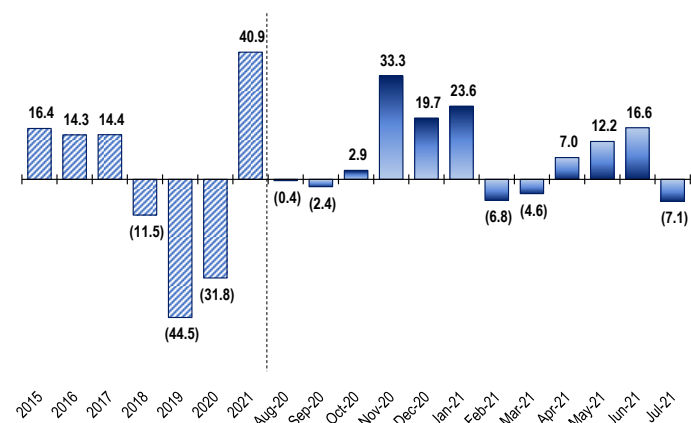
Fonte: banco de dados Coronavirusbra1, departamentos estaduais de saúde

Após meses de fluxos de entrada, os investidores estrangeiros tiveram mais saídas em julho

A entrada de fluxo de capital de estrangeiros no Brasil foi fraca em julho. Após 3 bons meses, com entrada de R\$ 36 bilhões entre abril e junho, julho teve saída de R\$ 7,1 bilhões, influenciada pelo aumento do ruído político.

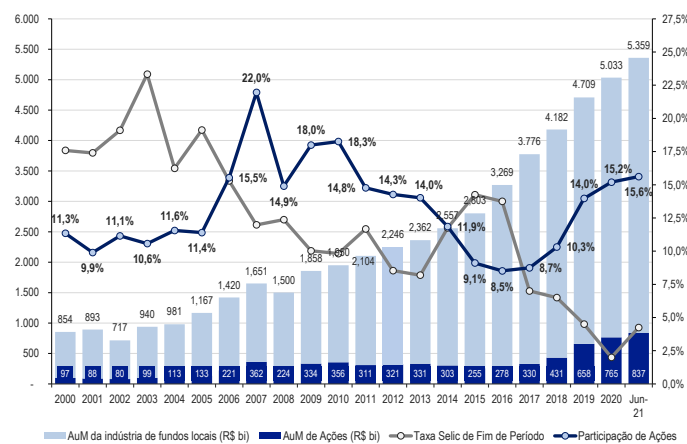
No Brasil, a alocação em ações manteve-se em expressivos 15,6% em junho, superando o nível verificado no final do ano passado e um dos maiores desde 2010.

Gráfico 7: Fluxos estrangeiros para ações brasileiras



Fonte: B3

Gráfico 8: Alocação de ações dos fundos locais



Fonte: Anbima, estimativas do BTG Pactual

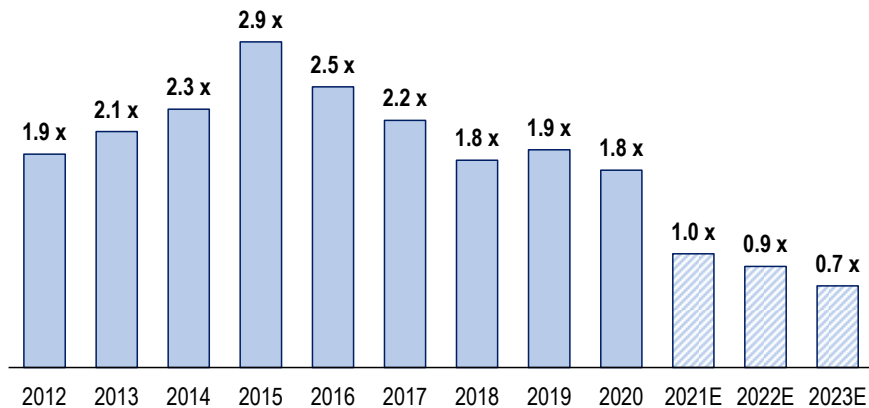
A alavancagem caiu durante a crise do COVID-19

Para entender os atuais níveis de endividamento e as perspectivas para os próximos anos, realizamos um exercício com +150 empresas cobertas. À primeira vista, fica claro que as empresas sairão da crise muito melhor do que na recessão de 2015-16.

Quando a pandemia se iniciou, publicamos um relatório mostrando que as empresas estavam em níveis de alavancagem muito mais saudáveis do que no início da última recessão, e que isso poderia tornar o caminho para saída da crise um pouco mais suave. Entretanto, o impacto que esperávamos no início da crise para as empresas brasileiras agora parece um pouco pessimista. Para o final de 2021, esperávamos uma relação de 1,3x mas agora vemos 1,0x dívida líquida/EBITDA.

Sim, os níveis de dívida subiram (+ 2,6% a/a e + 5,9% a/a ex-Petro & Vale), mas o EBITDA aumentou muito mais (+ 13,2% a/a e + 11,0% a/a ex-Petro & Vale), fazendo com que a alavancagem em nosso universo de cobertura caísse de 1,9x dívida líquida/EBITDA em 2019 para 1,8x em 2020.

Gráfico 9: Níveis de alavancagem das empresas sob nossa cobertura (dívida líquida / EBITDA)



Fonte: estimativas do BTG Pactual

As perspectivas para os próximos anos também são animadoras. Estimamos que o EBITDA em nossa amostra aumentará

50,7% neste ano (33,8% ex-Petro & Vale), com a dívida líquida caindo 13,9% (3,8% ex-Petro & Vale), fazendo com que a dívida líquida/EBITDA caia quase pela metade no final do ano, atingindo apenas 1,0x, e continuando a diminuir nos próximos anos.

Grande parte dessa redução na alavancagem vem de empresas de commodities. Enquanto a dívida líquida/EBITDA das empresas domésticas provavelmente cairá de 1,8x em 2020 para 1,6x em 2021, as companhias de commodities reduzir seu indicador de 1,7x para 0,7x.

Tabela 2: Níveis de alavancagem das empresas sob nossa cobertura (dívida líquida / EBITDA)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Cobertura BTG	1,8x	1,9x	1,7x	1,0x	0,9x	0,7x
<i>crescimento a/a</i>		4,8%	-10,0%	-42,9%	-11,3%	-19,9%
Cobertura BTG (ex-Petr & Vale)	1,8x	2,1x	2,0x	1,4x	1,3x	1,0x
<i>crescimento a/a</i>		13,7%	-5,5%	-28,1%	-9,4%	-19,1%
Doméstico	1,7x	1,8x	1,8x	1,6x	1,3x	1,0x
<i>crescimento a/a</i>		7,6%	-2,6%	-11,1%	-15,2%	-23,9%
Commodities	2,0x	2,0x	1,7x	0,7x	0,6x	0,5x
<i>crescimento a/a</i>		2,4%	-15,7%	-58,8%	-13,7%	-17,8%

Fonte: estimativas do BTG Pactual

Os setores mais sensíveis às restrições sentiram o impacto

Os setores mais afetados pelas restrições de mobilidade sofreram os maiores impactos de alavancagem, principalmente devido ao menor EBITDA, como as companhias aéreas, cujo EBITDA caiu 94% e a dívida aumentou 29%, elevando a dívida líquida/EBITDA do setor de 3,3x para 75,6x. Esperamos que esses números voltem a níveis mais confortáveis com relativa rapidez, chegando a 3,8x em 2022.

Alguns setores mais expostos à desvalorização do real também sofreram. Com o dólar se valorizando 31% em 2020, as empresas com mais dívida em moeda estrangeira sofreram. Um exemplo foi a Embraer. Além de ser abalada pela crise em função da queda da aviação executiva, também sofreu com a variação cambial, com a dívida líquida (em reais) mais do que triplicando em 2020-21.

Uma exceção foi segmento de mineração/siderurgia. Apesar da desvalorização do real, as empresas registraram grandes aumentos na geração de caixa devido aos preços mais altos do minério de ferro. Com o EBITDA mais que dobrando de 2019 a 2020, a dívida líquida/EBITDA do setor caiu de 0,8x para 0,3x.

Dos 19 setores que cobrimos, apenas 6 aumentaram sua alavancagem de 2019 para 2020, o que não é tão ruim, considerando como 2020 foi um ano difícil devido à crise econômica e as restrições.

Tabela 3: Divisão por setor da alavancagem (dívida líquida / EBITDA)

Setores	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Varejo	0,9x	1,7x	1,6x	1,2x	0,8x	0,5x
Shoppings	2,6x	2,2x	2,6x	2,3x	1,6x	1,4x
Imobiliário	3,4x	0,9x	0,0x	0,7x	1,0x	0,9x
Propriedades	7,6x	4,0x	5,9x	5,0x	3,9x	3,4x
Serviços Básicos	2,5x	2,5x	2,2x	2,2x	1,8x	1,4x
Metais & Mineração	1,3x	0,8x	0,3x	0,1x	n.a.	n.a.
Papel & Celulose	2,2x	4,6x	4,0x	2,1x	2,1x	2,2x
Saúde	0,9x	1,8x	2,1x	1,6x	1,2x	0,9x
Educação	1,2x	3,3x	3,8x	3,8x	2,8x	2,2x
Petróleo & Gás	2,3x	2,5x	2,7x	1,2x	0,9x	0,8x
Agronegócio	2,5x	2,3x	2,4x	2,7x	2,4x	2,2x
Alimentos & Bebidas	1,7x	1,5x	1,2x	1,2x	1,2x	1,2x
Aluguel de Veículos & Logíst.	3,0x	2,0x	3,1x	2,5x	2,6x	2,5x
Aéreas & Aeroportos	2,5x	3,3x	75,6x	6,4x	3,8x	n.a.
Bens de Capital	1,2x	1,2x	2,4x	1,4x	1,3x	1,2x
Software	0,4x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Telecom	0,2x	0,7x	0,5x	0,5x	0,3x	0,0x
Infraestrutura	2,7x	2,6x	3,0x	2,5x	2,3x	2,0x

Fonte: estimativas do BTG Pactual

Empresas mais alavancadas: Burger King (11.0x EBITDA 2021E), Gol (8.8x), BR Properties (6.9x), Cognia (5.0x), HBR (5.0x), Embraer (4.3x), BRF (3.9x), e algumas do setor de Serviços Básicos (CESP e Light em 3.7x) – lista completa abaixo:

Tabela 4: Níveis de alavancagem das empresas sob nossa cobertura (dívida líquida / EBITDA)

		Net debt/EBITDA						Net debt/EBITDA			
Ticker	Sector	2019	2020	2021E	2022E	Ticker	Sector	2019	2020	2021E	2022E
BKBR3	Retail	1.3 x	n.a.	11.0 x	3.6 x	SEQL3	Car Rental & Logistics	3.9 x	1.7 x	2.0 x	1.5 x
CVCB3	Retail	3.4 x	n.a.	10.7 x	0.3 x	SUZB3	Pulp & Paper	5.0 x	4.3 x	2.0 x	2.0 x
GOLL4	Airlines & Airports	3.1 x	102.7 x	8.8 x	4.0 x	JSLG3	Car Rental & Logistics	2.5 x	3.8 x	2.0 x	2.0 x
BRPR3	Properties	2.1 x	5.0 x	6.9 x	4.1 x	HYPE3	Retail	n.a.	0.6 x	2.0 x	1.5 x
ANIM3	Education	4.1 x	0.7 x	6.1 x	3.6 x	CPFE3	Utilities	2.9 x	2.4 x	1.9 x	2.0 x
COGN3	Education	5.0 x	9.4 x	5.0 x	4.5 x	ENEV3	Utilities	2.6 x	3.2 x	1.9 x	1.1 x
HBRE3	Properties	12.5 x	22.7 x	5.0 x	5.2 x	NTCO3	Retail	1.9 x	2.3 x	1.9 x	1.1 x
AZUL4	Airlines & Airports	3.5 x	59.9 x	4.9 x	3.7 x	CSMG3	Utilities	1.6 x	1.6 x	1.9 x	2.1 x
AESB3	Utilities	2.8 x	1.6 x	4.9 x	2.7 x	VVAR3	Retail	2.7 x	2.2 x	1.9 x	1.4 x
HBOR3	Real Estate	10.0 x	12.3 x	4.4 x	3.2 x	TRPL4	Utilities	0.3 x	0.5 x	1.8 x	0.9 x
EMBR3	Capital Goods	6.5 x	n.a.	4.3 x	3.7 x	RAPT4	Capital Goods	1.5 x	1.3 x	1.8 x	1.7 x
SCAR3	Properties	6.2 x	5.1 x	4.2 x	3.1 x	FLRY3	Healthcare	1.8 x	2.1 x	1.8 x	1.6 x
CCPR3	Properties	3.4 x	6.1 x	4.0 x	2.0 x	SBSP3	Utilities	1.4 x	1.9 x	1.7 x	1.6 x
PCAR3	Retail	2.3 x	2.8 x	4.0 x	3.5 x	MRVE3	Real Estate	1.0 x	2.0 x	1.7 x	1.4 x
BRFS3	Food & Beverage	3.7 x	3.4 x	3.9 x	3.4 x	JBSS3	Food & Beverage	2.5 x	1.8 x	1.7 x	1.8 x
CESP6	Utilities	2.3 x	2.5 x	3.7 x	2.2 x	BRDT3	Oil & Gas	1.4 x	1.7 x	1.6 x	1.5 x
LIGT3	Utilities	3.3 x	2.6 x	3.7 x	2.6 x	ENH11	Utilities	1.4 x	1.7 x	1.6 x	n.a.
LOGG3	Properties	1.0 x	2.3 x	3.6 x	5.5 x	RRRP3	Oil & Gas	n.a.	n.a.	1.6 x	0.7 x
AMAR3	Retail	2.0 x	21.3 x	3.6 x	2.5 x	TUPY3	Capital Goods	0.9 x	1.3 x	1.5 x	1.5 x
DASA3	Healthcare	3.1 x	6.1 x	3.5 x	1.9 x	AERI3	Capital Goods	1.8 x	1.8 x	1.5 x	1.1 x
ALUP11	Utilities	2.0 x	4.4 x	3.4 x	3.2 x	JHSF3	Real Estate	4.3 x	1.0 x	1.5 x	1.9 x
HBSA3	Infrastructure	4.4 x	4.3 x	3.3 x	3.0 x	BRKM5	Oil & Gas	4.7 x	3.7 x	1.4 x	1.6 x
MGLU3	Retail	0.0 x	3.9 x	3.3 x	2.3 x	RADL3	Retail	1.8 x	1.8 x	1.1 x	0.7 x
BRML3	Malls	2.5 x	5.3 x	3.2 x	2.3 x	SMT03	Agribusiness	2.1 x	1.8 x	1.1 x	1.0 x
AALR3	Healthcare	2.7 x	6.1 x	3.1 x	2.7 x	PETR4	Oil & Gas	2.4 x	2.6 x	1.1 x	0.9 x
OMGE3	Utilities	5.1 x	5.9 x	3.1 x	3.2 x	DIRR3	Real Estate	0.5 x	0.5 x	1.1 x	1.4 x
SIMH3	Car Rental & Logistics	3.9 x	3.7 x	3.1 x	2.9 x	CEAB3	Retail	n.a.	n.a.	1.0 x	0.8 x
MEAL3	Retail	3.0 x	n.a.	3.1 x	1.8 x	ALSO3	Malls	1.4 x	1.2 x	1.0 x	0.5 x
KLBN11	Pulp & Paper	3.9 x	4.0 x	3.0 x	3.0 x	CYRE3	Real Estate	1.5 x	0.6 x	0.9 x	1.4 x
GNDI3	Healthcare	n.a.	0.6 x	2.9 x	1.2 x	CRFB3	Retail	1.5 x	1.5 x	0.9 x	1.5 x
UGPA3	Oil & Gas	3.0 x	3.2 x	2.9 x	2.7 x	TRIS3	Real Estate	n.a.	0.4 x	0.9 x	1.2 x
SEER3	Education	1.6 x	1.2 x	2.9 x	2.5 x	POMO4	Capital Goods	0.5 x	3.4 x	0.9 x	0.6 x
AMBP3	Utilities	1.8 x	n.a.	2.8 x	1.9 x	ENBR3	Utilities	1.0 x	0.5 x	0.9 x	1.1 x
IGTA3	Malls	2.4 x	3.6 x	2.8 x	1.9 x	CIEL3	Financials (ex-Banks)	1.4 x	3.4 x	0.8 x	0.3 x
CMIG4	Utilities	4.7 x	3.2 x	2.7 x	2.1 x	JALL3	Agribusiness	2.0 x	0.8 x	0.7 x	0.7 x
TAAE11	Utilities	2.6 x	2.3 x	2.7 x	4.3 x	GGPS3	Car Rental & Logistics	1.1 x	2.0 x	0.7 x	0.7 x
MOVI3	Car Rental & Logistics	2.6 x	2.8 x	2.7 x	2.7 x	ARZZ3	Retail	0.5 x	2.3 x	0.7 x	0.2 x
MRFG3	Food & Beverage	3.1 x	1.7 x	2.7 x	4.2 x	RANI3	Pulp & Paper	4.1 x	1.1 x	0.7 x	1.0 x
VLID3	Software	2.1 x	3.8 x	2.6 x	2.0 x	TIMS3	Telecom	0.8 x	0.7 x	0.6 x	0.4 x
RAIL3	Infrastructure	2.1 x	2.8 x	2.6 x	2.3 x	DTEX3	Pulp & Paper	1.9 x	1.1 x	0.6 x	0.4 x
RENT3	Car Rental & Logistics	3.2 x	2.9 x	2.6 x	2.8 x	MDIA3	Food & Beverage	1.1 x	0.8 x	0.6 x	0.4 x
VAMO3	Car Rental & Logistics	3.0 x	3.3 x	2.5 x	3.7 x	SLCE3	Agribusiness	2.0 x	1.8 x	0.6 x	0.8 x
CCRO3	Infrastructure	2.4 x	2.7 x	2.4 x	2.3 x	QUAL3	Healthcare	1.0 x	0.6 x	0.6 x	0.4 x
LCAM3	Car Rental & Logistics	2.6 x	3.1 x	2.4 x	2.5 x	VIVT3	Telecom	0.6 x	0.4 x	0.4 x	0.2 x
MYPK3	Capital Goods	2.5 x	9.4 x	2.4 x	2.1 x	GGBR4	Metals & Mining	1.7 x	1.3 x	0.3 x	0.0 x
RDOR3	Healthcare	3.7 x	3.8 x	2.3 x	2.1 x	CSNA3	Metals & Mining	3.8 x	2.2 x	0.3 x	0.2 x
EGIE3	Utilities	2.2 x	2.0 x	2.3 x	2.1 x	ORVR3	Utilities	4.4 x	2.1 x	0.3 x	0.9 x
MULT3	Malls	2.4 x	1.6 x	2.3 x	1.5 x	TGMA3	Car Rental & Logistics	0.4 x	0.4 x	0.2 x	0.1 x
PLPL3	Real Estate	0.8 x	0.6 x	2.3 x	2.4 x	SBFG3	Retail	0.3 x	0.1 x	0.2 x	n.a.
ELET3	Utilities	4.2 x	3.8 x	2.3 x	1.3 x	TEND3	Real Estate	n.a.	n.a.	0.1 x	0.7 x
ASAI3	Retail	4.4 x	2.7 x	2.3 x	1.8 x	VULC3	Retail	n.a.	0.6 x	0.1 x	n.a.
YDUQ3	Education	0.8 x	2.2 x	2.2 x	1.5 x	PNV3	Retail	1.9 x	0.5 x	0.1 x	n.a.
EQTL3	Utilities	2.2 x	1.9 x	2.2 x	1.8 x	ALLD3	Retail	0.9 x	0.2 x	0.1 x	n.a.
SAPR11	Utilities	2.0 x	2.0 x	2.1 x	2.4 x	WIZS3	Financials (ex-Banks)	n.a.	n.a.	0.1 x	0.2 x
BEEF3	Food & Beverage	3.5 x	2.4 x	2.1 x	2.1 x	PETZ3	Retail	1.2 x	0.0 x	0.1 x	n.a.
CSED3	Education	3.2 x	4.9 x	2.1 x	1.6 x	VALE3	Metals & Mining	0.5 x	0.1 x	0.0 x	n.a.

Fonte: estimativas do BTG Pactual | Net Debt/EBITDA = Dívida Líquida/EBITDA

COVID-19: Gradualmente sob controle graças à vacinação

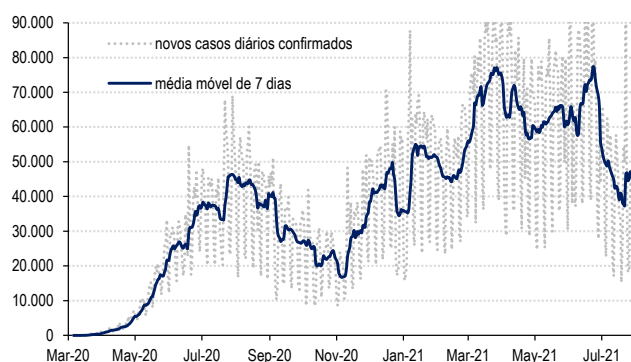
Depois que a segunda onda mostrou números muito piores do que a primeira, com uma média alarmante de 3,1 mil mortes por dia, o Brasil está se recuperando. A média móvel de mortes caiu para seu ponto mais baixo desde março, embora ainda seja extremamente alta, com ~ 1,1 mil pessoas perdendo suas vidas por dia (vs. 1,6 mil no final de maio).

Embora o número de mortes permaneça alto, estamos vendo uma tendência de baixa e os temores de uma terceira onda parecem estar diminuindo. O ritmo de vacinação acelerou, com + 1,2 milhão de doses administradas por dia, em média, em julho. Os dados mais recentes corroboram a percepção de um cenário em que a pandemia está gradativamente sendo controlada, embora grande parte das pessoas já vacinadas tenha recebido, por enquanto, apenas a primeira dose.

O número de casos também está caindo consistentemente. O alto número de casos na semana passada foi influenciado por uma recontagem dos dados do Rio Grande do Sul na sexta-feira, e com isso não diminui a tendência de queda no número de casos.

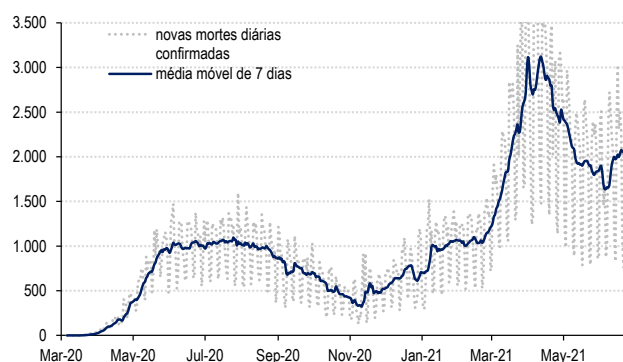
Estamos no meio do inverno aqui, o que aumenta o risco de doenças respiratórias. A variante Delta, mais transmissível, expõe a população a um potencial aumento no número de casos, e as vacinas disponíveis têm limitações em termos de bloqueio quanto a transmissão do vírus, que continua circulando fortemente. Portanto, algum distanciamento social ainda parece necessário, e o risco de uma nova onda não pode ser descartado.

Gráfico 10: Casos diários de COVID-19 no Brasil



Fonte: Ministério da Saúde do Brasil, BTG Pactual

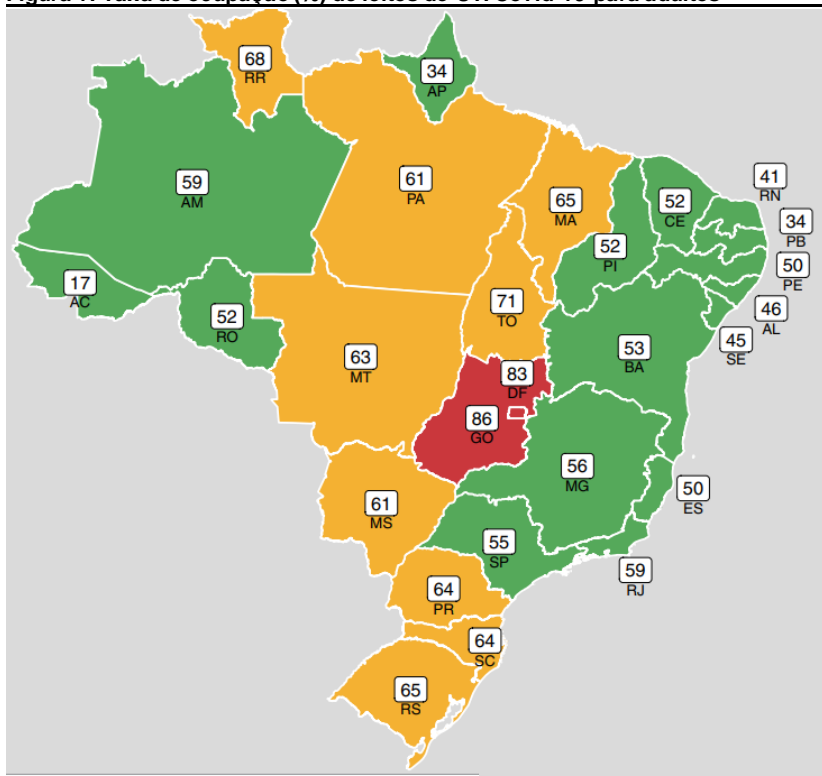
Gráfico 11: Novas mortes diárias por COVID-19 no Brasil



Fonte: Ministério da Saúde do Brasil, BTG Pactual

As taxas de utilização da UTI estão caindo

De acordo com a Fiocruz, as taxas de utilização de leitos de UTI na maioria dos estados caíram em relação ao final de junho. Apenas Goiás e Distrito Federal ainda estão na zona crítica de alerta - neste último caso, os dados refletem a estratégia de retirada de leitos (possivelmente deslocados para outras finalidades) exclusivamente para pacientes com COVID-19 devido à queda na demanda imposta pela doença.

Figura 1: Taxa de ocupação (%) de leitos de UTI Covid-19 para adultos

Fonte: Fiocruz

100 milhões já vacinados; Julho foi o melhor mês até agora

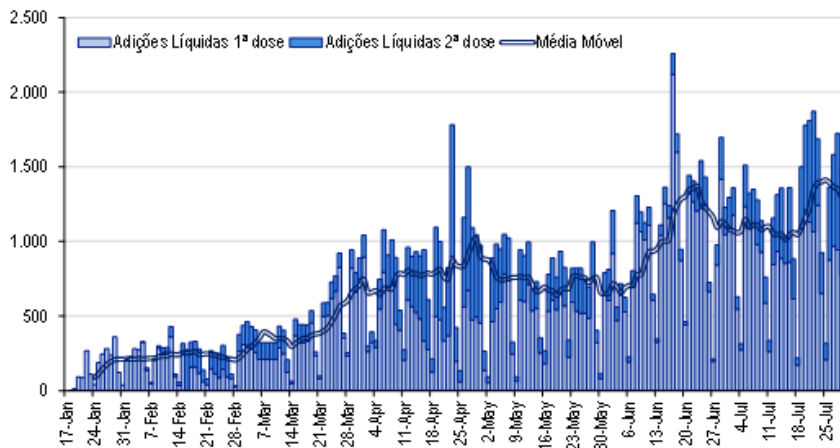
A vacinação está progredindo mais rápido do que nunca, com o Brasil tendo vacinado (com pelo menos a primeira dose) + 100 milhões de pessoas, ou 47% de sua população (o total de vacinas administradas entre a 1ª e a 2ª dose é de ~ 140 milhões). Agora também está administrando ~ 1,3 milhão de doses por dia, com 1,2 milhão por dia em média em julho.

65% da população adulta já recebeu pelo menos uma dose, com ~ 25% totalmente imunizada. O Brasil pode atingir 70% de sua população adulta vacinada com pelo menos uma dose no início de agosto e totalmente vacinada no início de novembro.

O uso de critérios de comorbidade para selecionar indivíduos elegíveis restringiu a demanda por vacina em maio. Muitos estados reportaram baixa demanda neste período devido à superestimativa do tamanho do grupo ou dificuldades em obter a documentação que comprove a comorbidade, com o número de vacinas entregues, mas não administradas, aumentando de ~16 milhões em abril para +30 milhões no final de maio. Contudo, com a adoção dos critérios de idade (18-59) em todo o país no início de junho, houve uma demanda reprimida e o ritmo médio de vacinação acelerou, chegando a 1,4 milhão de doses por dia contra uma média de 686 mil/dia em maio.

Com a capacidade de produção da Fiocruz e do Instituto Butantan, e o auxílio da ampla rede de distribuição do SUS, o número de doses administradas pode aumentar.

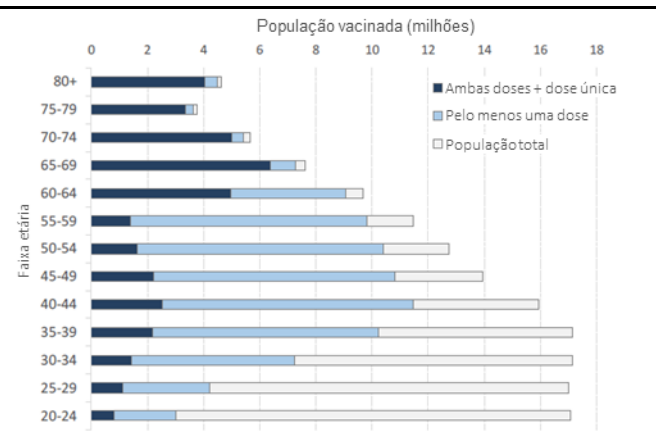
Gráfico 12: Doses diárias no Brasil ('000)



Fonte: banco de dados Coronavirusbra1, departamentos estaduais de saúde

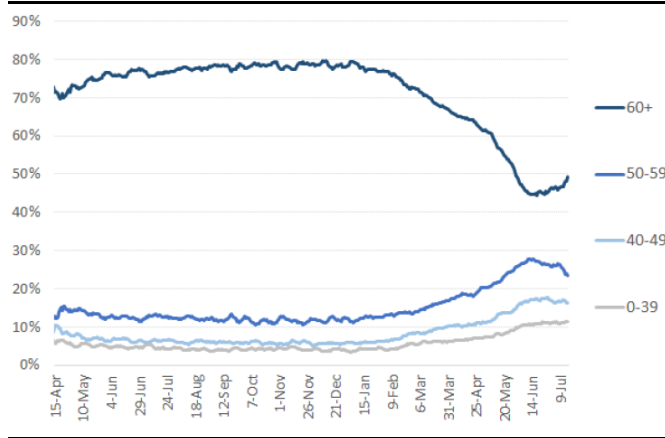
Grande parte da população idosa já está vacinada. +90% das pessoas com mais de 60 anos de idade receberam pelo menos uma dose e ~ 70% estão totalmente imunizadas de acordo com dados do Ministério da Saúde, levando a % de novas mortes diárias relacionadas a essas faixas etárias, que era virtualmente estável desde a pandemia (70-80%), a cair para 45-50%.

Gráfico 13: População vacinada por faixa etária no Brasil (milhões)



Fonte: Ministério da Saúde do Brasil, BTG Pactual

Gráfico 14: Participação das novas mortes diárias por faixa etária no Brasil



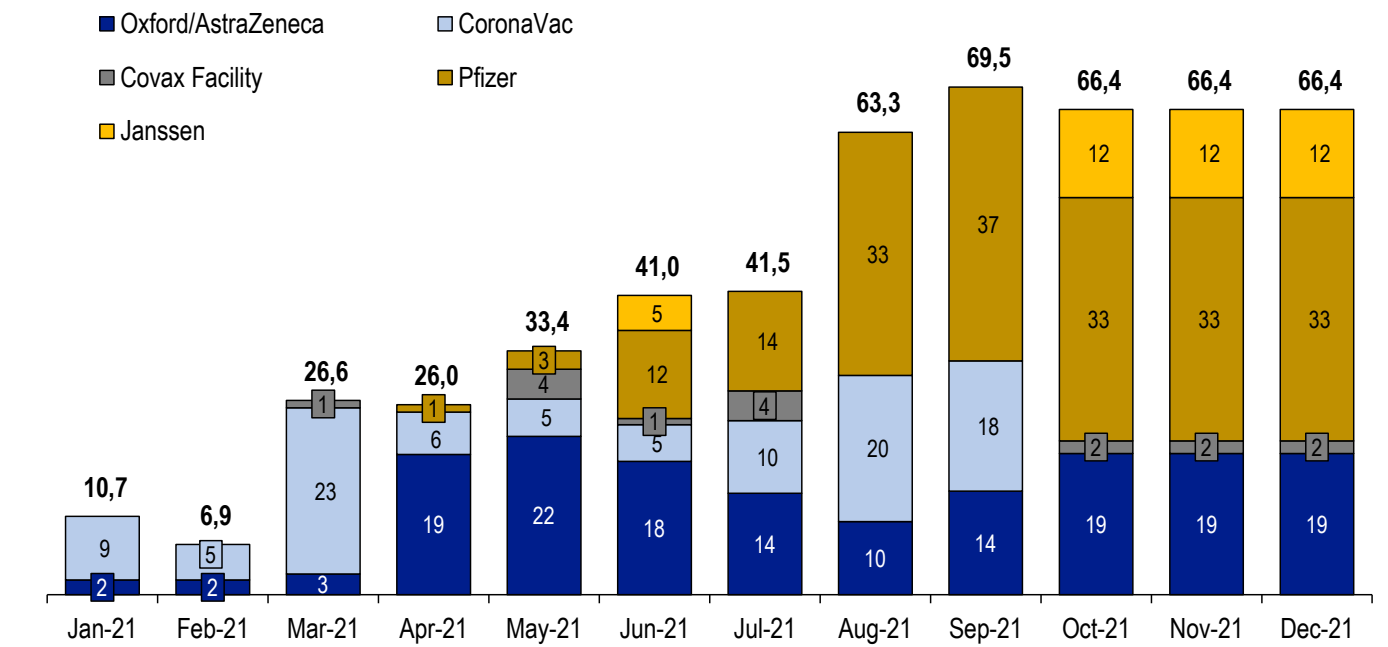
Fonte: Ministério da Saúde do Brasil, BTG Pactual

As vacinas agora estão amplamente disponíveis

Até agora, 4 vacinas foram utilizadas: Coronavac (37%), AstraZeneca (49%), Pfizer (11%), Jansen (3%).

Abaixo, incluímos as últimas previsões de quando as vacinas serão entregues no Brasil. Se todas as doses forem recebidas conforme o planejado, o Brasil receberá 332 milhões de doses entre julho e dezembro, o suficiente para vacinar toda a população.

60 milhões de AstraZeneca e 30 milhões de CoronaVac (ainda não compradas oficialmente) são esperadas para o 4T21 (não estão no gráfico), enquanto 10 milhões vacinas de Sputnik V, 20 milhões de Covaxin e 27 milhões de Covax Facility estão aguardando confirmação (não estão no gráfico).

Gráfico 15: Entrega mensal das doses das vacinas no Brasil - cronograma estimado

Fonte: Ministério da Saúde e BTG Pactual

Após atrasos na importação de insumos essenciais (IFAs) da China e problemas nas linhas de domésticas de envasamento, o fornecimento de vacinas se normalizou. Butantan e Fiocruz superaram os problemas iniciais e ampliaram a produção. A importação de parte das 200 milhões de vacinas da Pfizer adquiridas pelo Brasil e a chegada/doação antecipada das doses da Janssen também aumentaram a oferta de vacinas.

De acordo com o cronograma mais recente do Ministério da Saúde, um maior nível de entregas em agosto/setembro deve impulsionar a vacinação nos estados, e o risco de atrasar as importações e entregas de vacinas é mínimo em relação ao 1S21, quando o Brasil era excessivamente dependente de importações da Índia e da China.

A luz no fim do túnel está se aproximando a cada dia

O ritmo de vacinação aumentou em julho e mais vacinas chegam diariamente. Se o cronograma estiver correto, teremos vacinas suficientes nos próximos meses para acelerar o processo. O SUS é uma grande ferramenta do sistema de saúde brasileiro e pode aplicar muitas vacinas.

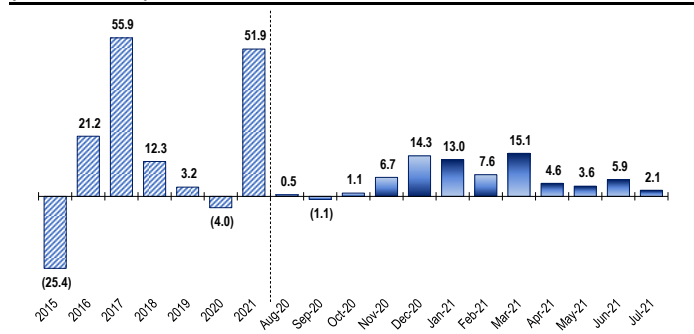
Muitos estados e municípios estão procurando vacinar toda a sua população adulta com pelo menos uma dose até meados de agosto. O Brasil pode ter 70% de todas as pessoas com 18 anos ou mais vacinadas com pelo menos uma dose no início de agosto e totalmente imunizadas no início de novembro. Entretanto, o inverno no Brasil e a variante Delta significam que o risco de uma terceira onda ainda existe (embora baixo).

Fluxos globais continuam elevados... embora não para o Brasil em julho

Mediante a ampla liquidez global e taxas de juros baixas em patamares recordes, os fundos de ações GEM (fundos de mercados emergentes globais) já receberam investimentos da ordem de US\$ 52 bilhões no primeiro semestre, enquanto os fundos globais receberam US\$ 234 bilhões. Para colocar as coisas em perspectiva, 2017 foi o ano em que os fundos de ações GEM registraram sua maior entrada desde 2000, de US\$ 56 bilhões. Os fundos de ações globais reportaram seu melhor resultado em 2020, com US\$ 169 bilhões de novas aplicações (abaixo o valor acumulado no ano de 2021).

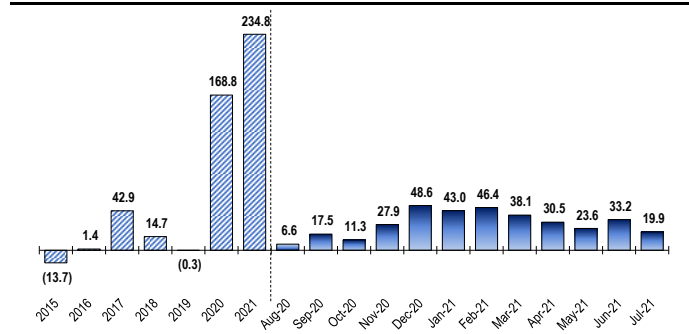
Com as taxas de juros globais em mínimos históricos, é improvável que esse cenário mude no curto prazo.

Gráfico 16: Fluxos para fundos GEM – Global Emerging Markets (USD bilhões)



Fonte: EPFR

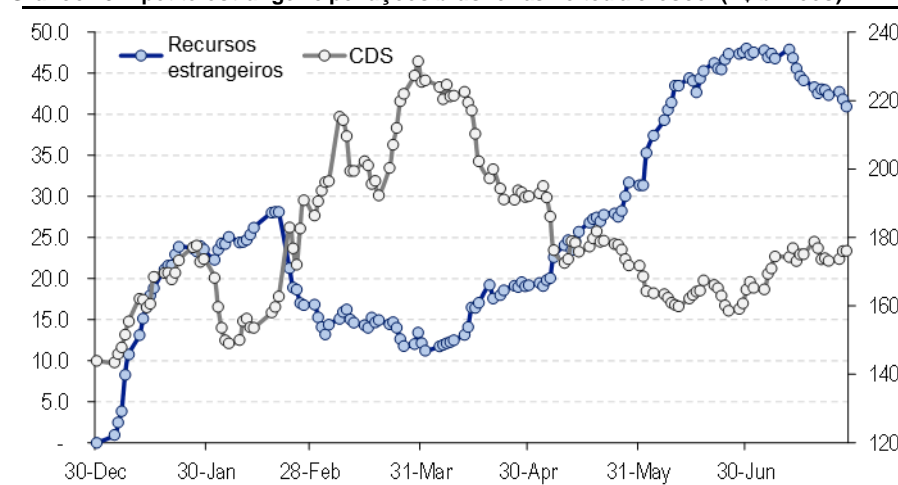
Gráfico 17: Fluxos para fundos de ações globais (USD bilhões)



Fonte: EPFR

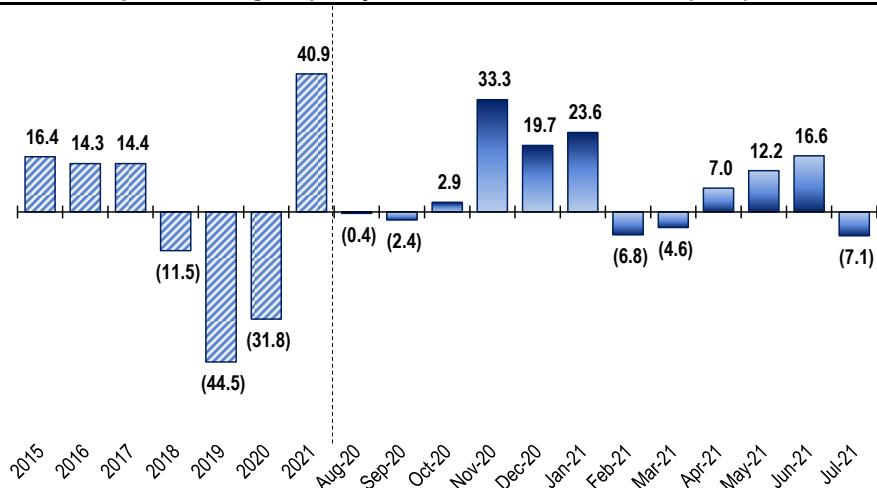
Embora os fundos globais e GEM estejam recebendo aplicações mais do que nunca, os fluxos estrangeiros foram fracos em julho. Após 3 bons meses (entrada de R\$ 36 bilhões em abril-junho), julho teve saída de R\$ 7,1 bilhões.

Gráfico 18: Apetite estrangeiro por ações brasileiras voltou a crescer (R\$ bilhões)



Fonte: B3

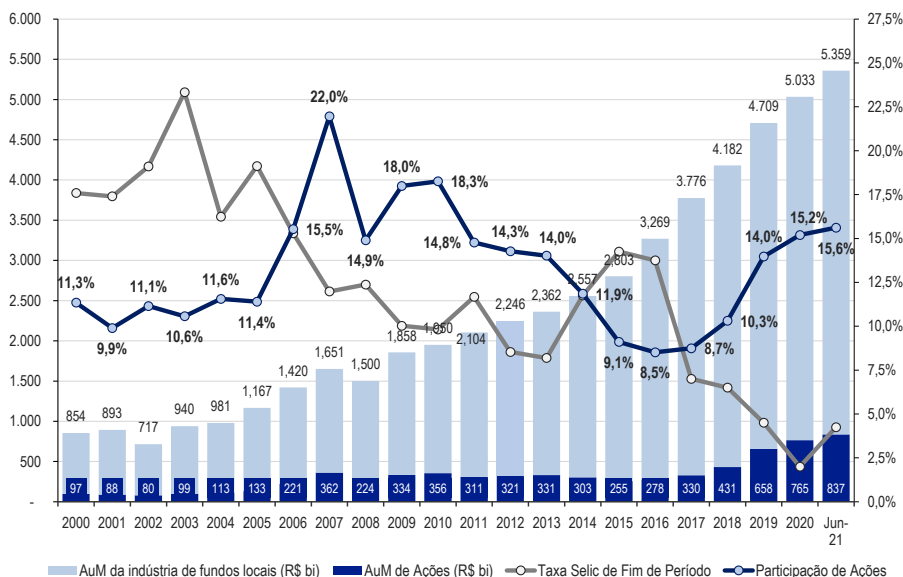
Apesar de um resultado pior em julho, a arrecadação acumulada no ano é facilmente um recorde. No primeiro semestre, a entrada externa foi de R\$ 41 bilhões, o dobro do recorde anterior em 2009 (R\$ 20,6 bilhões) e quase o triplo do nível dos últimos 5 anos.

Gráfico 19: Apetite estrangeiro por ações brasileiras volta a crescer (R\$ bi)


Fonte: B3

Alocações domésticas em ações crescendo

Depois de cair no início de 2021, a alocação de ações subiu para 15,6% em junho, acima do final de 2020 e um dos maiores níveis pós-2010. Se a alocação retornar aos níveis do final de 2017 (22%), e com base no AuM (*asset under management* – recursos sob gestão) da indústria de fundos, isso representaria um aumento de ~ R\$ 340 bilhões em AuM de fundos de ações.

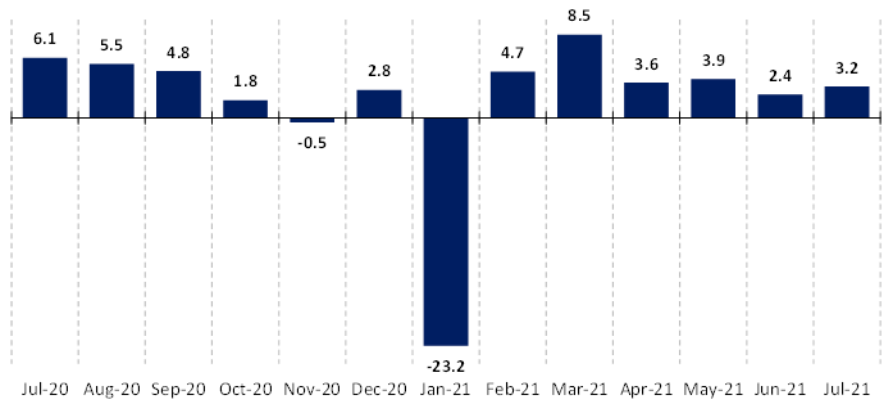
Gráfico 20: Alocações de fundos locais em ações


Fonte: Anbima, estimativas do BTG Pactual

Conforme afirmado acima, estamos vendo um forte fluxo de entrada em ações. Desde o início do ano, temos visto ingressos a cada mês (exceto fevereiro, afetado por um evento não recorrente).

Embora o Banco Central tenha iniciado um ciclo de alta da taxa Selic (a Selic poderia encerrar o ano em 7,5% ante 2,0% no início de 2021), a alocação em ações deve continuar crescendo, ainda que em ritmo mais moderado.

Gráfico 21: Fluxos para fundos de ações



Fonte: Anbima, estimativas do BTG Pactual

Carteira Recomendada de Ações – Dividendos:

Duas mudanças no portfólio: Incluímos Copel e Alupar e retiramos Engie e BB Seguridade

Em agosto optamos por retirar Engie e BB Seguridade e alocar em Copel e Alupar. A mudança se deve aos seguintes fatores: (i) redução de exposição a ativos estatais (BBSE) dado aumento dos ruídos políticos; (ii) aumento da exposição ao segmento de transmissão (via Alupar) e (iii) Copel divulgou, recentemente, forte prévia operacional (volumes em recuperação e perdas sob controle) além de oferecer um dividend yield superior a ENGIE mas em um segmento mais defensivo (distribuição de energia).

Tabela 5: Alterações na Carteira para Agosto

Maio				Agosto			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
BB Seguridade	Seguro e Previdência	BBSE3	20%	Copel	Serviços Básicos	CPLE6	20%
ISA CTEEP	Serviços Básicos	TRPL4	20%	ISA CTEEP	Serviços Básicos	TRPL4	20%
Taesa	Serviços Básicos	TAAE11	20%	Taesa	Serviços Básicos	TAAE11	20%
Engie Brasil	Serviços Básicos	EGIE3	20%	Alupar	Serviços Básicos	ALUP11	20%
Vale	Mineração	VALE3	20%	Vale	Mineração	VALE3	20%

Fonte: BTG Pactual

Tabela 6: Carteira Recomendada de Dividendos

Empresa	Ticker	Setor	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mn)	EV/EBITDA		P/L		Dividend Yield (%)	
					2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
Copel	CPLE6	Serviços Básicos	20%	16.453	6,3x	5,0x	6,4x	5,0x	10,2%	9,5%
ISA CTEEP	TRPL4	Serviços Básicos	20%	17.568	8,3x	6,8x	10,1x	8,0x	7,4%	12,5%
Taesa	TAAE11	Serviços Básicos	20%	13.168	8,1x	12,4x	6,5x	11,4x	15,4%	8,8%
Alupar	ALUP11	Serviços Básicos	20%	7.215	9,4x	7,5x	17,9x	10,2x	5,6%	9,8%
Vale	VALE3	Mineração	20%	547.902	2,4x	2,6x	3,3x	4,1x	12,0%	14,4%

Fonte: BTG Pactual

Taesa (TAAE11):

A TAESA é um dos maiores grupos privados de transmissão de energia elétrica do Brasil em termos de Receita Anual Permitida (RAP), dedicando-se exclusivamente à construção, operação e manutenção de ativos de transmissão. Atualmente, a companhia possui presença em todas as 5 regiões do país com 36 concessões e 12.725 km de linhas de transmissão.

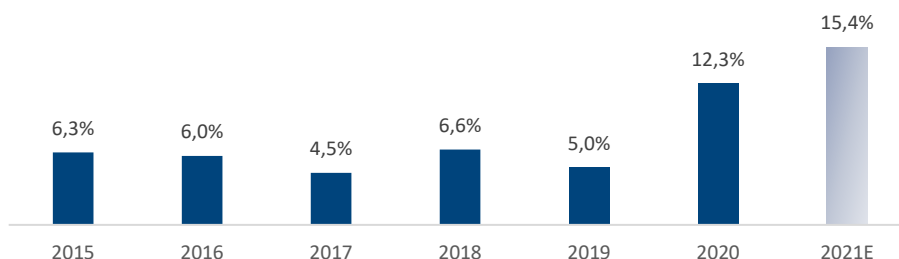
Olhando um pouco para o histórico de execução da TAESA, vemos que ao longo dos últimos anos ela conseguiu manter uma estabilidade positiva em sua receita líquida – o que demonstra a resiliência de seu modelo operacional e do setor de transmissão de energia, mesmo em momentos mais difíceis da economia – ao passo que conseguiu elevar sua margem líquida de 48% para 81%, com uma margem EBITDA estável próxima a 80% (maior EBITDA do setor de transmissão). A companhia possui uma disciplina financeira muito forte, com um rígido controle de custos, a mais alta nota de crédito nas três agências de classificação de risco (Fitch, Standard & Poor's e Moody's) e uma alta diligência no processo de alocação de capital, buscando sempre bons projetos com alta rentabilidade.

Assim, vemos que TAESA possui uma eficiência operacional muito forte, o que garantiu à companhia uma sólida geração de caixa ao longo dos anos, permitindo que a empresa conseguisse distribuir uma boa parcela de seus lucros para os acionistas. A companhia possui um payout (percentual do lucro líquido distribuído em forma de provento) de cerca de 90%,

o que sustenta o forte rendimento dos dividendos (e outros proventos) distribuídos aos acionistas, como pode ser visto no gráfico abaixo.

Dito isso, acreditamos que a TAESA continuará com um nível forte de eficiência operacional, entregando bons resultados nos trimestres à frente e, conseqüentemente, remunerando muito bem seus acionistas através da distribuição de proventos, o que abre espaço para uma forte expectativa do rendimento dos dividendos (dividend yield) de 15,4% para 2021.

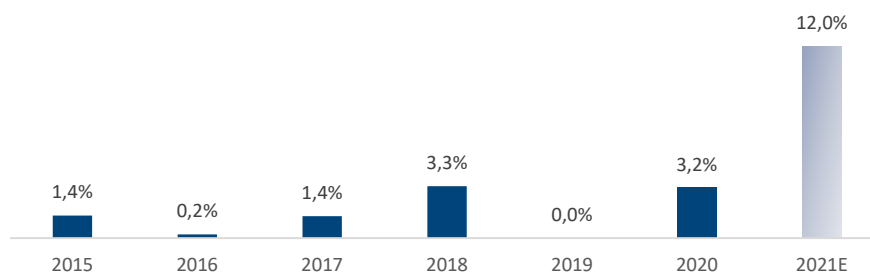
Gráfico 22: Dividend Yield – TAEE11 (%)



Vale (VALE3):

A história de transformação nos últimos anos tem sido notável, marcando o renascimento de um gigante da mineração. A tragédia de Brumadinho serviu como um choque na gestão para mudar os rumos da empresa. Conseqüentemente, segurança e uma agenda ESG mais ampla tornaram-se metas primordiais de longo prazo, à medida que a Vale busca restaurar sua credibilidade perante a sociedade. Ainda assim, estamos convencidos de que a Vale permanecerá altamente “amigável aos acionistas” no futuro (esperamos retorno de caixa de ~15% este ano). Os fundamentos da oferta/demanda de minério de ferro continuam fortes, já que a demanda da China continua nos surpreendendo), o que levou os preços a patamares próximos US\$ 200/ton. Embora as ações da Vale estejam inegavelmente baratas sob qualquer métrica, acreditamos que a redução do risco da história das ações será um processo gradual baseado em três pilares: (i) retomo de caixa; (ii) uma forte recuperação dos volumes e redução dos custos futuros; e (iii) uma percepção ESG que melhora marginalmente (longo prazo). Vemos as ações sendo negociadas a 3,0x EV/EBITDA 2021 (desconto entre 35% -40% vs. pares), e a mantemos em nosso portfólio, pois ainda vemos potencial de valorização. Vale ressaltar que acreditamos na aceleração do pagamento de dividendos ao longo do segundo semestre.

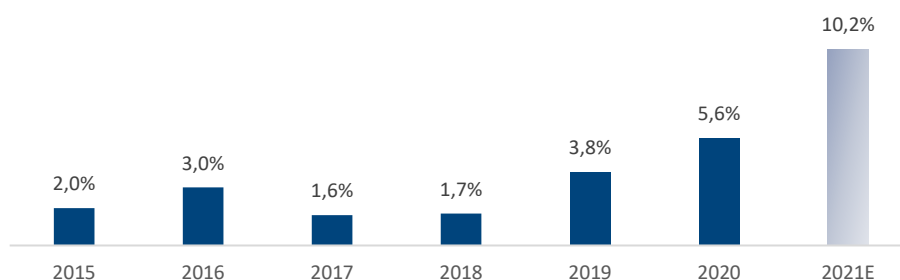
Gráfico 23: Dividend Yield – VALE3 (%)



Copel (CPLE6):

A Copel é uma concessionária estatal verticalmente integrada que atende ao estado do Paraná. A área de concessão da Copel cobre 98% do estado, com uma população de 8,4 milhões. Os principais clientes da empresa são industriais (40%) e residenciais (25%). Os 4.756 MW de capacidade da Copel geram energia mais do que suficiente para atender à demanda do varejo, de modo que a empresa atualmente vende o excedente ao sistema interligado brasileiro. Atualmente, a política de dividendos é de payout de 65% caso a alavancagem fique abaixo de 1.5x dívida líquida /EBITDA e tudo indica que ficará abaixo. Do ponto de vista operacional, acreditamos que o 2T21 virá forte com recuperação de volumes de 12.2% a/a. Copel está sendo negociada a uma TIR implícita de 9% e dividend yield estimado para 2021 é de 10%.

Gráfico 24: Dividend Yield – CPLE6 (%)



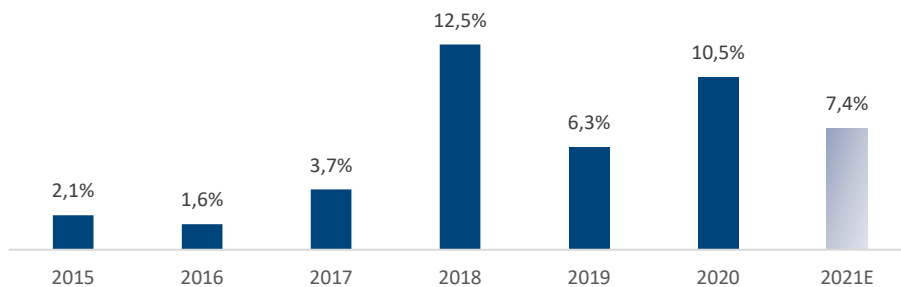
ISA CTEEP (TRPL4):

A ISA CTEEP (TRPL) é a maior empresa privada de transmissão do setor elétrico brasileiro. Por meio de suas atividades e de suas controladas e coligadas, a Companhia atua em 17 estados do país, e é responsável por aproximadamente 33% de toda a energia elétrica transmitida pelo Sistema Interligado Nacional (SIN). Em 31 de dezembro de 2019, a capacidade instalada da Companhia (controladora, controladas e coligadas em operação) totalizou 65,9 mil MVA de transformação, 18,6 mil quilômetros de linhas de transmissão, 25,8 mil quilômetros de circuitos e 126 subestações próprias.

Em junho, a ANEEL aprovou um aumento de 9,75% nas receitas (RAP) de 2018 do contrato 059/2001 (incluindo RBSE), de R\$ 2.452 bilhões para R\$ 2.692 bilhões. O aumento foi impulsionado por um WACC regulatório mais alto e pela inclusão do componente de custo de capital próprio (Ke) no RBSE a receber. Esse aumento gerou uma parcela de ajuste de R\$ 892 milhões, que será recebido por um período de três anos até 2023.

Com o substancial fluxo de caixa extra do RBSE a receber recentemente impulsionado pelo componente do custo de capital próprio, acreditamos que a empresa continuará pagando dividendos consideráveis nos próximos anos. Vemos a empresa com um dividend yield para 2021 de 6,0%.

Gráfico 25: Dividend Yield – TRPL4 (%)

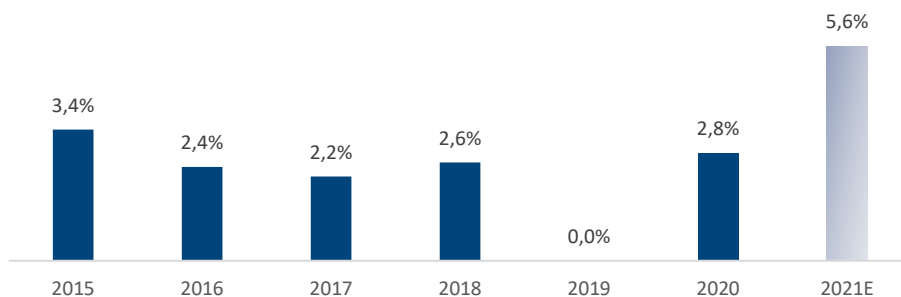


Alupar (ALUP11):

A Alupar é uma concessionária de transmissão e geração no Brasil. Em 2017, incluindo os ativos em construção, a empresa tinha R \$ 2,15 bilhões em RAP de transmissão (divididos em 28 concessões diferentes) e 687 MW médios de capacidade de geração. Nenhuma das concessões da empresa expira antes de 2030, tornando este gerador de fluxo de caixa estável um potencial pagador de dividendos relevante por muitos anos consecutivos.

A Alupar negocia a uma TIR implícita de 8.6% pois tem ativos ainda em construção. Porém, a maior parte dos projetos entra em operação esse ano e ano que vem, e esperamos um aumento nos dividendos. Empresa é muito bem gerida e uma ótima alocadora de capital. Nossa top pick no segmento de transmissão.

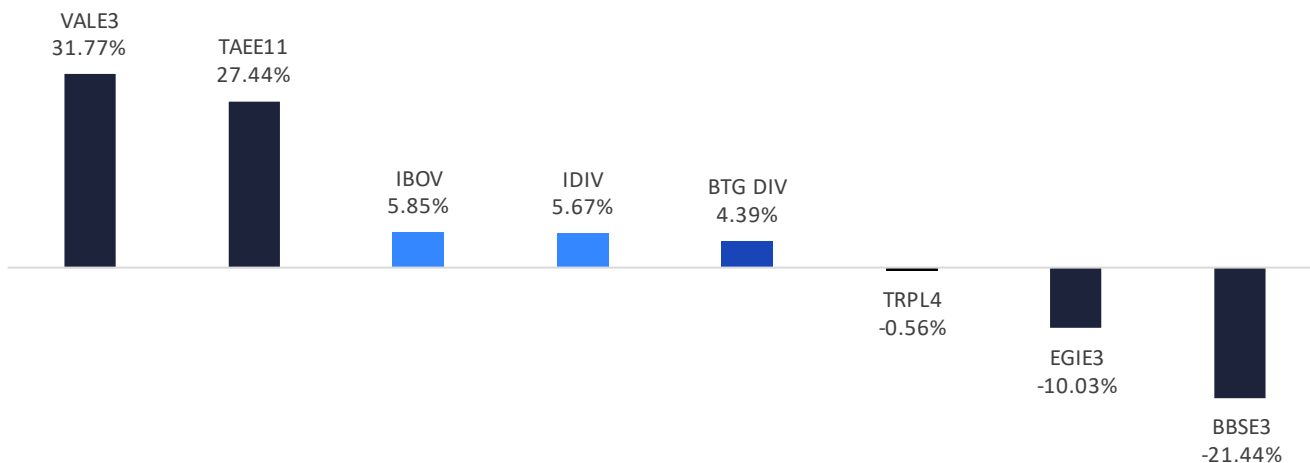
Gráfico 26: Dividend Yield – ALUP11 (%)



Performance Histórica:

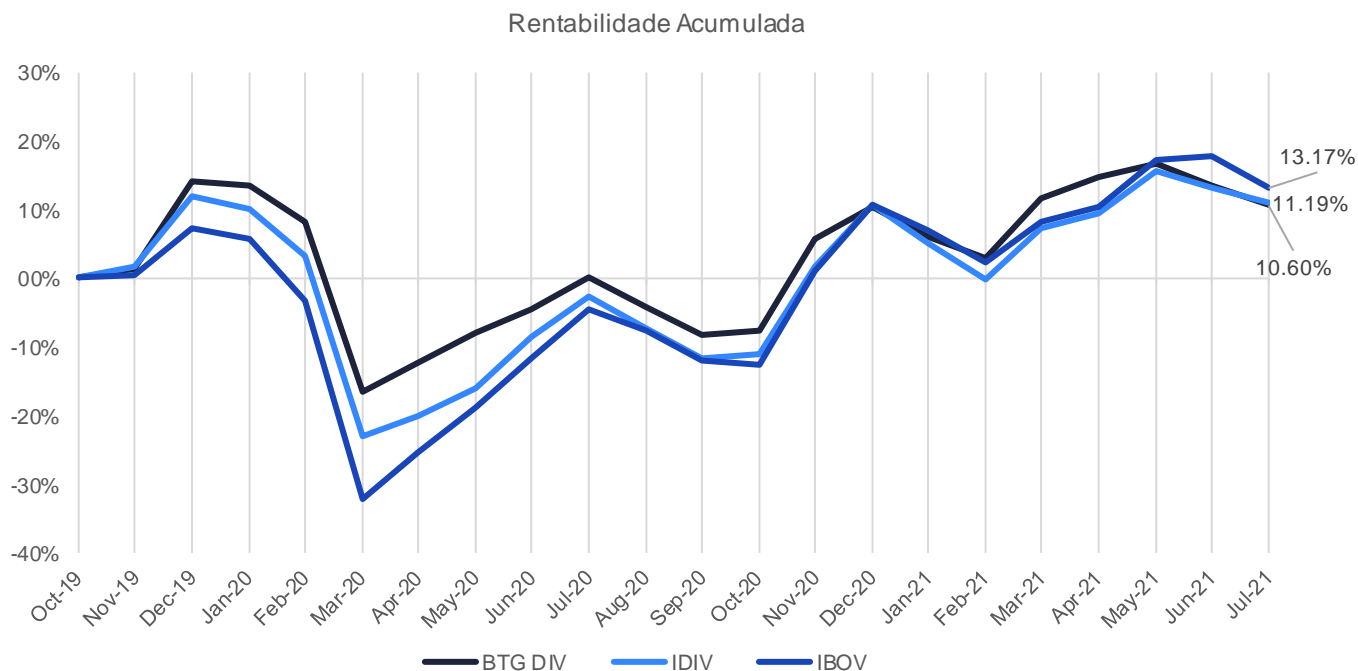
Em julho, nossa Carteira Recomendada de Dividendos teve uma performance negativa de -2,70%, contra -1,72% do IDIV e -3,94% do IBOV. Desde o dia 8 de novembro de 2019, a nossa Carteira Recomendada de Dividendos acumula uma rentabilidade de +10,6%, contra +11,1% do IDIV e +13,1% do IBOV.

Gráfico 27: Rentabilidade Acumulada – Trimestre de Maio a Agosto (%)



Fonte: BTG Pactual e Econômica

Gráfico 28: Rentabilidade Acumulada (%)



Fonte: BTG Pactual e Econômica

Mapa de Proventos (R\$/Ação):

Empresa	2019	2020	Jan-21	Feb-21	Mar-21	Apr-21	May-21	Jun-21	Jul-21	Aug-21	Sep-21	Oct-21	Nov-21	Dec-21
ITSA4	-	R\$ 0,46	-	-										
TAE11	R\$ 0,67	R\$ 3,11	-	-			R\$ 2,99							
CYRE3	R\$ 1,04	-	-	-										
TIET11	R\$ 0,27	R\$ 0,51	-	-										
TRPL4	-	R\$ 0,52	R\$ 0,74	-			R\$ 1,60		R\$ 0,50					
BBSE3	-	R\$ 0,88	-	R\$ 0,48										
VIVT3	-	R\$ 2,13	-	-					R\$ 1,36			R\$ 0,71		
EGIE3	-	-	R\$ 1,51	-		R\$ 0,18			R\$ 0,75					
VALE3	-	-			R\$ 4,26			R\$ 2,19						
Total	R\$ 1,97	R\$ 7,60	R\$ 2,25	R\$ 0,48	R\$ 4,26	R\$ 0,18	R\$ 4,59	R\$ 2,19	R\$ 2,60	-	-	R\$ 0,71	-	-

Fonte: RI das Companhias, BTG Pactual e Bloomberg

Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTG Pactual Digital.

- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

Disclaimer Global

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual digital não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual digital não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual digital e os seus clientes. O BTG Pactual digital ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

Certificação dos analistas: *Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo de esse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao 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 aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.*

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, consequentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

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.asp