



# Carteira Recomendada de Dividendos

## Equity Research

Banco BTG Pactual S.A.

Novembro 2022

**Carlos Sequeira, CFA**

New York – BTG Pactual US Capital LLC

**Bruno Lima**

São Paulo – Banco BTG Pactual

**Luiz Temporini**

São Paulo – Banco BTG Pactual

**Luis Mollo**

São Paulo – Banco BTG Pactual

**Marcel Zambello**

São Paulo – Banco BTG Pactual

**Vitor de Melo**

São Paulo – Banco BTG Pactual

[Analise.acoes@btgpactual.com](mailto: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 mensal da carteira.

### Pontos Principais

#### Lula eleito; partidos de direita emergiram mais fortes

O ex-presidente Lula foi eleito o próximo presidente do país, derrotando Bolsonaro pela menor margem (50,9% a 49,1%) desde a redemocratização do Brasil. Como afirmamos após o primeiro turno, a votação na Câmara e no Senado reforçou a moderação no Congresso e o moveu um pouco mais para a direita, dificultando muito a aprovação de medidas extremas. Naturalmente, os mercados aguardam com ansiedade a decisão sobre o novo Ministro da Economia.

#### 2 mudanças no mês: saem Sabesp e Banco do Brasil. Entram: Energisa e Vibra Energia

A Energisa é uma das operadoras mais premium do setor e é uma das ações com o valuation mais descontado no setor de distribuição de energia, com uma TIR real de 9,8%. As concessões da empresa mostraram muita resiliência durante esse período de atividade econômica mais fraca. A Energisa também foi uma das principais beneficiárias do descasamento IGPM/IPCA, uma vez que 6 de suas 11 concessões estão vinculadas ao IGPM, o que contribuiu para o aumento do EBITDA regulatório nos últimos trimestres. Em relação a VBBR, depois de entregar uma reestruturação bem executada, aumentado rentabilidade e iniciando o processo de transição de energia, a nova política de dividendos da empresa mostra que a tese de investimento apresenta uma combinação rara de valor + crescimento. Negociando a múltiplos muito baixos (10x P/L 2023) que acreditamos ignorar as melhorias no cenário operacional que os incumbentes desfrutaram recentemente no setor, achamos que quaisquer riscos estão mais do que precificados.

Tabela 1: Carteira Recomendada de Dividendos de Novembro

Empresa	Ticker	Setor	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mn)	EV/EBITDA		P/L		Dividend Yield (%)	
					2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
Bradesco	BBDC4	Bancos	10%	194.488	-	-	7,7x	7,1x	5,8%	6,4%
Alupar	ALUP11	Serviços Básicos	10%	8.177	8,1x	7,7x	16,3x	10,5x	6,3%	8,3%
Eletrobras	ELET3	Serviços Básicos	10%	115.627	11,8x	6,5x	23,1x	10,6x	7,6%	12,0%
Vale	VALE3	Metais & Mineração	10%	304.944	3,6x	4,0x	3,6x	5,8x	12,1%	10,8%
Energisa	ENGI11	Serviços Básicos	10%	22.400	4,0x	4,7x	8,3x	14,1x	5,0%	5,4%
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	10%	273.254	-	-	9,4x	8,3x	3,6%	4,8%
Cury	CURY3	Construção Civil	10%	3.612	7,3x	6,2x	9,8x	7,2x	8,2%	9,0%
B3	B3SA3	Financeiro (ex-Bancos)	10%	88.901	13,1x	12,7x	18,6x	18,3x	3,7%	4,9%
Minerva	BEEF3	Alimentos & Bebidas	10%	7.992	4,6x	4,2x	5,9x	8,0x	6,7%	5,9%
Vibra Energia	VBBR3	Petróleo & Gás	10%	20.347	6,4x	6,3x	12,0x	10,3x	0,6%	4,2%

Fonte: BTG Pactual e Econômica

## Lula eleito; partidos de direita emergiram mais fortes

O ex-presidente Lula foi eleito o próximo presidente do Brasil para o mandato de 2023-26, superando Bolsonaro pela menor margem desde a redemocratização do país (50,9% a 49,1%, ou ~2 milhões de votos). A campanha de segundo turno de Bolsonaro fechou fortemente a lacuna do primeiro turno de 6,2 milhões de votos, mas não foi o suficiente.

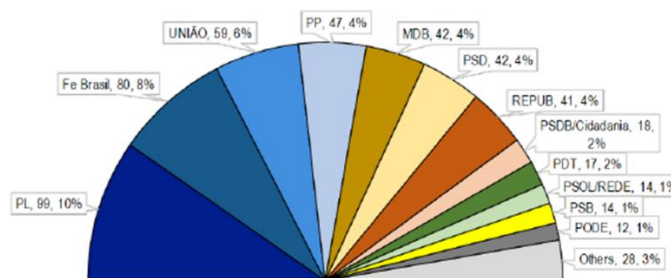
A estreita margem de vitória reacendeu os temores de que o resultado pudesse ser contestado, mas vemos pouco espaço para isso. Politicamente, Bolsonaro tem pouco apoio para seguir esse caminho depois que os presidentes da Câmara e do Senado e o presidente da Suprema Corte apoiaram o resultado da eleição. Também não vemos espaço para os militares se envolverem.

## Um congresso de centro-direita

Como dissemos após o primeiro turno, a votação para a Câmara e o Senado reforçou a moderação no Congresso e o moveu um pouco mais para a direita – o número de deputados da Câmara dos partidos que apoiam formalmente Lula caiu para 126 (25%), enquanto no Senado, o número de cadeiras de apoio a Lula permaneceu em 14 (17%).

O partido de Bolsonaro (PL) mostrou força, elegendo 8 novos senadores e se tornando o maior partido do Senado (com 13 deputados). Os partidos considerados de direita ou centro-direita (PL, União, PSD, PP, Republicanos e Podemos) têm agora 51 cadeiras no Senado (de 81), uma maioria decisiva de 63%. Esses mesmos partidos elegeram 300 deputados da Câmara, ou 58,5% das cadeiras.

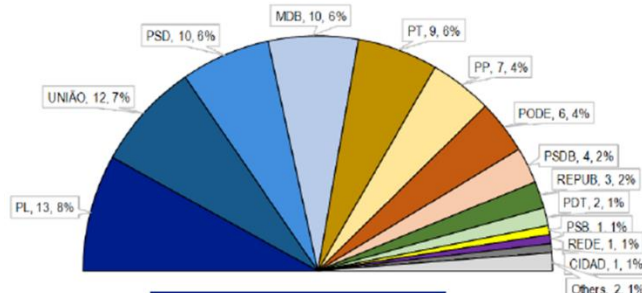
Gráfico 1: Resultados da Câmara dos Deputados



Câmara dos Deputados	Assentos	% do total
PL	99	19,3%
Fe Brasil	80	15,6%
UNIÃO	59	11,5%
PP	47	9,2%
MDB	42	8,2%
PSD	42	8,2%
REPUBLIC	41	8,0%
PSDB/Cidadania	18	3,5%
PDT	17	3,3%
PSOL/REDE	14	2,7%
PSB	14	2,7%
PODE	12	2,3%
Outros	28	5,5%
<b>Total</b>	<b>513</b>	<b>100,0%</b>

Fonte: TSE, BTG Pactual

Gráfico 2: Resultados do Senado



Senado	Assentos	% do total
PL	13	16,0%
UNIÃO	12	14,8%
PSD	10	12,3%
MDB	10	12,3%
PT	9	11,1%
PP	7	8,6%
PODE	6	7,4%
PSDB	4	4,9%
REPUBLIC	3	3,7%
PDT	2	2,5%
PSB	1	1,2%
REDE	1	1,2%
CIDAD	1	1,2%
Outros	2	2,5%
<b>Total</b>	<b>81</b>	<b>100,0%</b>

Fonte: TSE, BTG Pactual

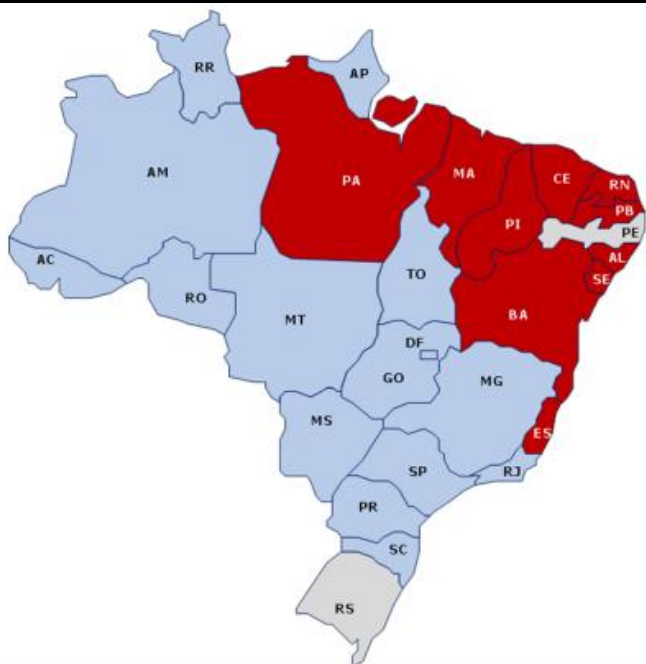
## Eleições estaduais confirmaram força dos partidos de direita

Em nível estadual, 15 dos 27 governadores eleitos apoiam Bolsonaro, 10 são ligados ao PT e Lula e dois são independentes.

Talvez mais importante, estados governados por aliados de Bolsonaro governarão +130 milhões de pessoas (62% da população). Os três maiores estados, São Paulo, Minas Gerais e Rio, serão todos governados por aliados de Bolsonaro.

Isso significa que a aprovação de medidas extremas no Congresso será muito difícil, e as decisões sobre o orçamento do governo (impostos, renúncia de gastos, nova âncora fiscal etc.) terão que ser intensamente negociadas.

**Figura 1: As eleições estaduais confirmaram a força dos partidos de direita**



Fonte: TSE e BTG Pactual

**Tabela 2: Estados governados por aliados de Bolsonaro governarão +130 milhões de pessoas (62% da população)**

Estado	Governador	Apoio	População
Acre (AC)	Gladson Camelli (PP)	Bolsonaro	906,876
Amapá (AP)	Clécio Luís (Solidariedade)	Bolsonaro	877,613
Amazonas (AM)	Wilson Lima (União)	Bolsonaro	4,269,995
Goiás (GO)	Ronaldo Caiado (União)	Bolsonaro	7,206,589
Mato Grosso (MT)	Mauro Mendes (União)	Bolsonaro	3,567,234
Mato Grosso do Sul (MS)	Eduardo Riedel (PSDB)	Bolsonaro	2,839,188
Minas Gerais (MG)	Romeu Zema (Novo)	Bolsonaro	21,411,923
Paraná (PR)	Ratinho Júnior (PSD)	Bolsonaro	11,597,484
Rio de Janeiro (RJ)	Cláudio Castro (PL)	Bolsonaro	17,463,349
Rondônia (RO)	Marcos Rocha (União)	Bolsonaro	1,815,278
Roraima (RR)	Antonio Denarium (PP)	Bolsonaro	652,713
Santa Catarina (SC)	Jorginho Mello (PL)	Bolsonaro	7,338,473
São Paulo (SP)	Tarcísio (Republicanos)	Bolsonaro	46,649,132
Tocantins (TO)	Wanderlei Barbosa (Republicanos)	Bolsonaro	1,607,363
Distrito Federal (DF)	Ibaneis Rocha (MDB)	Bolsonaro	3,094,325
<b>Total</b>		<b>15</b>	<b>131,297,535</b>
Alagoas (AL)	Paulo Dantas (MDB)	Lula	3,365,351
Bahia (BA)	Jerônimo Rodrigues (PT)	Lula	14,985,284
Ceará (CE)	Elmano de Freitas (PT)	Lula	9,240,580
Espírito Santo (ES)	R. Casagrande (PSB)	Lula	4,108,508
Maranhão (MA)	Carlos Brandão (PSB)	Lula	7,153,262
Pará (PA)	Helder Barbalho (MDB)	Lula	8,777,124
Paraíba (PB)	João Azevedo (PSB)	Lula	4,059,905
Piauí (PI)	Rafael Fonteles (PT)	Lula	3,289,290
Rio Grande do Norte (RN)	Fátima Bezerra (PT)	Lula	3,560,903
Sergipe (SE)	Fábio Mitidieri (PSD)	Lula	2,338,474
<b>Total</b>		<b>10</b>	<b>60,878,681</b>
Pernambuco (PE)	Raquel Lyra (PSDB)	-	9,674,793
Rio Grande do Sul (RS)	Eduardo Leite (PSDB)	-	11,466,630

Fonte: TSE, IBGE e BTG Pactual

## Mercados aguardam ansiosamente decisão sobre o próximo Ministro da Economia

Lula ainda não escolheu seu Ministro da Economia, mas deve fazê-lo nos próximos dias, deixando os mercados ansiosos pela decisão.

A maioria dos consultores políticos (e nós mesmos) acham que Lula vai escolher um político, como fez quando presidiu o país pela primeira vez. Os nomes mais elogiados são Alexandre Padilha (ex-ministro das Relações Institucionais e da Saúde em governos anteriores do PT), Wellington Dias (ex-governador do Piauí) e Rui Costa (ex-governador da Bahia).

Ontem, as especulações de que Fernando Haddad poderia ser escolhido ganharam força. Haddad perdeu a eleição para o governo de SP, foi ex-prefeito de SP, ex-ministro da Educação e candidato à presidência em 2018.

Os mercados esperam um nome de centro amigável ao mercado como Henrique Meirelles, ex-presidente do Banco Central na primeira presidência de Lula e ministro da Fazenda na presidência de Michel Temer. Sua nomeação seria muito bem-vinda pelos mercados, mas a vemos como improvável.

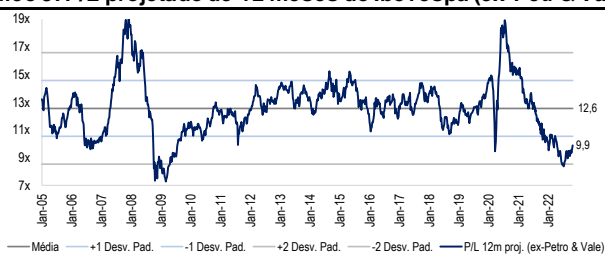
## Menos incerteza pode impulsionar as ações brasileiras

Como já dissemos há algum tempo, as taxas de juros de longo prazo do Brasil (5,74% no final de outubro, contra 5,73% no final de setembro e 5,8% no final de agosto) têm implicado um grande risco eleitoral/político há algum tempo.

Com as eleições finalizadas, e assumindo que Lula anuncie políticas econômicas responsáveis, vemos espaço para que o risco político diminua e as taxas de longo prazo caiam.

Com as ações locais sendo negociadas em valuations atraentes, a queda das taxas de longo prazo poderia ser um gatilho para o Ibovespa. Além disso, o Brasil está no fim de seu ciclo de aperto monetário, a inflação está desacelerando, o país não tem grandes problemas de energia e está geopoliticamente isolado dos conflitos na Europa.

O Ibovespa está negociando em 9,9x P/L projetado de 12 meses (ex-Petrobras & Vale), entre um e dois desvios padrão abaixo da média histórica, e o prêmio para deter ações é de 4,4%, quase dois desvios padrão acima da média, apesar das taxas de longo prazo ainda elevadas.

**Gráfico 3: P/L projetado de 12 meses do Ibovespa (ex-Petr & Vale)**


Fonte: Estimativas do BTG Pactual

**Gráfico 4: Earnings yield (L/P menos taxas de juros de 10 anos)**


Fonte: Banco Central do Brasil, estimativas do BTG Pactual

## Como o novo governo pode impactar diferentes setores

Empresas estatais como Petrobras e Banco do Brasil estarão sob pressão nos próximos meses, pois a incerteza sobre quem as administrará e quais são os planos para elas provavelmente fará com que essas ações tenham desempenho inferior ao mercado, mesmo que sejam reconhecidamente negociadas em valuations muito baratos.

### Serviços Básicos

As chances são muito baixas/zero de que a privatização da Eletrobras seja revertida, pois o dinheiro e o capital político necessários para isso são imensos, além do fato de um Congresso de centro-direita dificultar este processo.

Talvez a situação mais preocupante seja a renovação das concessões das distribuidoras, que no final das contas é uma decisão do governo federal. A maioria dos participantes do mercado espera uma decisão técnica e uma renovação não onerosa. A renovação das concessões de distribuição é tecnicamente complicada e regras mais duras podem torná-lo ainda mais desafiador. E a verdade é que tudo pode acontecer aqui.

### Serviços Financeiros

As empresas de serviços financeiros tendem a se sair bem independente de quem esteja no cargo. Entre os grandes bancos, continuamos gostando do Itaú, mas evitaríamos o Banco do Brasil (exposto politicamente, embora os resultados devam ser muito fortes), Santander e Bradesco (resultados fracos). Entre os bancos menores, Banco ABC é nosso nome preferido.

Entre os nomes mais expostos ao *financial deepening*, gostamos da B3. Mas a ação está altamente correlacionada com o mercado de ações em constante alta, o que só acontecerá se os anúncios econômicos do governo forem positivos.

### Saúde e Educação

Na Saúde, a única preocupação é a regulamentação dos planos de saúde. Neste ponto, não há sinais de que a regulamentação mudará muito, principalmente porque novas regras têm de ser propostas pelo regulador, que é independente. Mas há sempre o risco de que o novo governo tente tornar a regulamentação mais favorável ao consumidor de baixo renda.

O setor de Educação é um setor que a maioria das pessoas espera se beneficiar de um governo Lula, baseado no antigo programa FIES, que financiava o acesso ao ensino superior em condições muito atrativas. O problema é que o programa não funcionou, deixando uma conta gigantesca para os contribuintes. Estamos céticos de que o novo governo venha com algo minimamente semelhante ao FIES, especialmente considerando a falta de espaço no orçamento.

### Infraestrutura, Indústria, Aluguel de carros

A concessão de projetos de infraestrutura para investidores privados foi um dos principais destaques do governo Bolsonaro. Discussões sobre o novo marco regulatório e questões ideológicas podem desacelerar o *pipeline* de projetos de

infraestrutura. Esperamos que setores como estradas pedagiadas negociem de lado, aguardando uma visão mais clara das políticas do novo governo.

Os players de indústria e energia renovável devem ganhar alguma tração, na esperança de que os incentivos para o segmento industrial (intensivo em mão de obra) sejam restaurados. Quanto ao setor de energia renovável, os investidores esperam um foco adicional nas energias limpas, dado o perfil ambientalmente amigável do novo governo. A WEG pode se sair bem.

Vemos aluguel de carros como um setor protegido de grandes intervenções governamentais e com uma curva de crescimento de demanda estável. Gostamos da Localiza.

## **Imobiliário**

As construtoras de baixa renda devem ter um bom desempenho, independentemente das eleições. Mudanças recentes no programa de habitação popular (CVA) foram muito positivas para melhorar as margens das empresas e a acessibilidade dos compradores de casas. Sob o governo Lula, esperamos que o programa deva ser melhorado ainda mais, pois durante sua campanha ele afirmou que o programa precisa ser ajustado para fornecer benefícios adicionais para famílias de baixa renda. Nós gostamos de Cury.

## **Varejo**

No varejo, todas as discussões são macro. A prorrogação do Auxílio Brasil de R\$ 600/mês, que parece certa, é positiva para os varejistas em geral, especialmente aqueles mais expostos a regiões de baixa renda do país. Também gostamos de varejistas expostas a alta renda como Arezzo, que são menos impactadas pela alta inflação/taxas de juros altas.

## **Distribuição de Combustível e Etanol**

Na distribuição de combustível, existem algumas possibilidades. Primeiro, se a Petrobras for pressionada a controlar os preços da gasolina/diesel, o que consideramos improvável, isso pode ser positivo para as distribuidoras de combustíveis incumbentes (Vibra, Raízen, Ultra), pois tornaria as importações menos.

Mas o governo Lula tem menos chances de estender as isenções de impostos sobre combustíveis até o próximo ano, ajudando o etanol a recuperar parte de sua competitividade, o que seria positivo para Raízen e São Martinho. Um governo com foco em meio-ambiente deve dar uma rotação positiva ao etanol. Naturalmente, o risco seria o controle dos preços dos combustíveis.

## **Alimentos e Bebidas**

Operacionalmente falando, não esperamos que o governo recém-eleito traga grandes mudanças. Para o setor de proteína, houve comentários durante a campanha de Lula sobre repensar as políticas de exportação, embora desde então ele tenha se afastado dessa ideia e reiterado que não haverá intervenções no segmento do agronegócio. O Brasil não tem histórico de interferência nas exportações de commodities agrícolas, e o setor deve permanecer na defensiva.

Para a Ambev, M. Dias Branco e, em menor escala, a BRF, as políticas pró-renda disponível e pró-consumo doméstico podem ser positivas, enquanto o câmbio é outro ponto a ser observado, já que um real mais fraco deve beneficiar exportadores e empresas com operações no exterior (nomes de proteínas), traduzindo-se em pressões de custos para empresas expostas ao mercado doméstico (principalmente Ambev e M. Dias Branco).

## **Agronegócio**

Sem intervenções setoriais esperadas, vemos impactos limitados para a SLC Agrícola e BrasilAgro. Ambas as empresas também devem se mostrar defensivas contra qualquer deterioração macro que enfraqueça o real, embora altas taxas de juros tendam a ser negativas para a monetização do negócio de transformação de terras da BrasilAgro.

## **Telecom e Tech**

A exposição regulatória de telecomunicações é limitada e uma mudança no governo não deve alterar a dinâmica do setor. Com o leilão de licenças 5G já superado, o próximo grande evento regulatório é a renovação das concessões de telefonia fixa. Mas com o valor do negócio de telefonia fixa caindo rapidamente, a renovação da concessão está perdendo

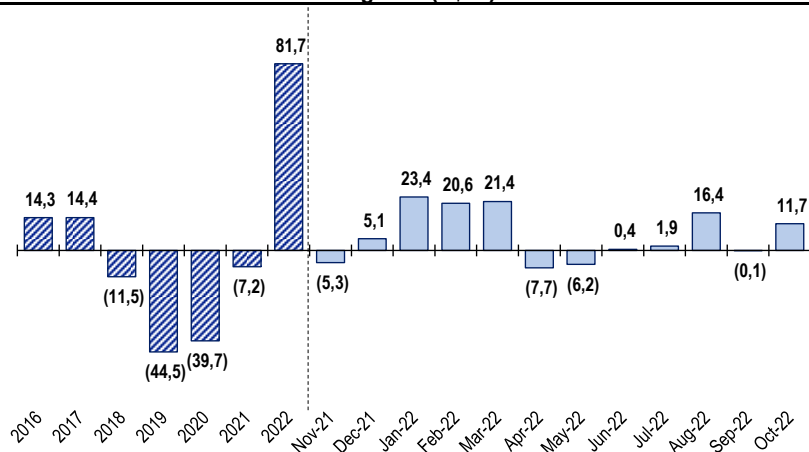
importância. Dito isto, é um setor defensivo que pode ter um bom desempenho se os anúncios econômicos forem recebidos negativamente pelo mercado.

Na frente de tecnologia, o impacto é ainda menor, pois essas ações tendem a ter um desempenho mais alinhado com a Nasdaq.

## O fluxo estrangeiro está entrando

Após fortes entradas em agosto (R\$ 16,4 bilhões) e o fluxo líquido de recursos novos quase zerado em setembro (o que consideramos muito positivo dada a aguda volatilidade global de setembro), os estrangeiros alocaram mais R\$ 11,7 bilhões em ações brasileiras em outubro.

**Gráfico 5: Fluxos de entradas de estrangeiros (R\$ bi)**



Fonte: B3

De fato, as alocações em ações brasileiras por fundos globais, G.E.M e latino-americanos vêm aumentando de forma consistente, mostrando claramente uma tendência positiva. Nossas recentes conversas com investidores globais indicam maior interesse no mercado brasileiro, especialmente daqueles que desejam reduzir sua exposição à China.

Com o Ibovespa sendo negociado com um valuation atraente e investidores globais buscando outros mercados emergentes para alocar seu capital, esperamos que as alocações para o Brasil cresçam nos próximos meses, especialmente agora que a eleição está para trás.

**Tabela 3: Alocações de fundos em Brasil**

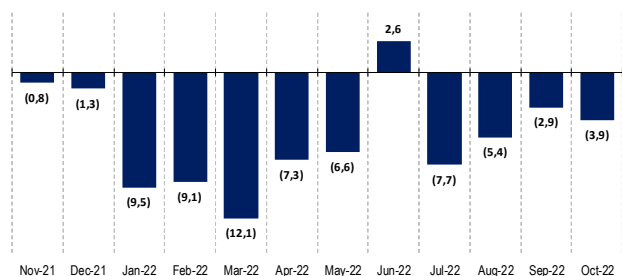
Alocações de fundos em Brasil				
Data	G.E.M.	Global	Global (ex-EUA)	LatAm
Dec-15	5,59%	0,58%	0,50%	43,09%
Dec-16	8,15%	0,68%	1,18%	56,03%
Dec-17	6,73%	0,52%	0,69%	56,42%
Dec-18	7,69%	0,54%	0,70%	59,85%
Dec-19	8,18%	0,45%	0,55%	65,86%
Dec-20	5,29%	0,25%	0,36%	62,71%
Dec-21	4,34%	0,26%	0,42%	55,09%
Nov-21	4,34%	0,25%	0,40%	56,37%
Dec-21	4,34%	0,26%	0,42%	55,09%
Jan-22	4,98%	0,32%	0,46%	58,88%
Feb-22	5,51%	0,33%	0,51%	58,30%
Mar-22	6,74%	0,40%	0,69%	58,61%
Apr-22	6,33%	0,34%	0,65%	58,56%
May-22	6,55%	0,48%	0,66%	58,91%
Jun-22	5,67%	0,44%	0,61%	57,41%
Jul-22	6,05%	0,44%	0,70%	60,14%
Aug-22	6,47%	0,53%	0,80%	60,16%
Sep-22	6,99%	0,46%	0,85%	61,31%

Fonte: EPFR

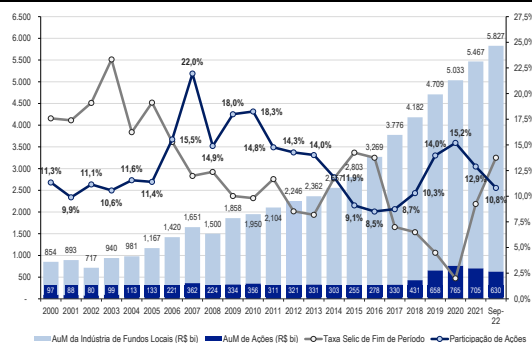
## Mais um mês com fluxo de saída de fundos de ações locais

Recursos têm saído de fundos de ações locais em 13 dos últimos 14 meses, refletindo diretamente o aumento das taxas de juros, com resgates superiores a R\$ 60 bilhões no acumulado do ano.

Em outubro, R\$ 3,9 bilhões saíram de fundos de ações locais. No entanto, os fluxos de saída estão desacelerando (R\$ 3,4 bilhões por mês em média set/out vs. R\$ 6,5 bilhões em jul/ago). Com o fim do ciclo de aperto monetário, os resgates devem desacelerar ainda mais nos próximos meses.

**Gráfico 6: Fundos de ações - fluxo líquido mensal**


Fonte: Anbima, estimativas do BTG Pactual

**Gráfico 7: Fundos locais - Alocações**


Fonte: Anbima, estimativas do BTG Pactual



## Carteira Recomendada de Ações – Dividendos:

A Energisa é uma das operadoras mais premium do setor e é uma das ações com o valuation mais descontado no setor de distribuição de energia, com uma TIR real de 9,8%. As concessões da empresa mostraram muita resiliência durante esse período de atividade econômica mais fraca. A Energisa também foi uma das principais beneficiárias do descasamento IGPM/IPCA, uma vez que 6 de suas 11 concessões estão vinculadas ao IGPM, o que contribuiu para o aumento do EBITDA regulatório nos últimos trimestres. Em relação a VBBR, depois de entregar uma reestruturação bem executada, aumentado rentabilidade e iniciando o processo de transição de energia, a nova política de dividendos da empresa mostra que a tese de investimento apresenta uma combinação rara de valor + crescimento. Negociando a múltiplos muito baixos (10x P/L 2023) que acreditamos ignorar as melhorias no cenário operacional que os incumbentes desfrutaram recentemente no setor, achamos que quaisquer riscos estão mais do que precificados.

Tabela 4: Alterações na Carteira para Novembro

Outubro				Novembro			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
Bradesco	Bancos	BBDC4	10%	Bradesco	Bancos	BBDC4	10%
Alupar	Serviços Básicos	ALUP11	10%	Alupar	Serviços Básicos	ALUP11	10%
Eletrobras	Serviços Básicos	ELET3	10%	Eletrobras	Serviços Básicos	ELET3	10%
Vale	Metais & Mineração	VALE3	10%	Vale	Metais & Mineração	VALE3	10%
Sabesp	Serviços Básicos	SBSP3	10%	Energisa	Serviços Básicos	ENGI11	10%
Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%	Itaú Unibanco	Bancos	ITUB4	10%
Cury	Construção Civil	CURY3	10%	Cury	Construção Civil	CURY3	10%
B3	Financeiro (ex-Bancos)	B3SA3	10%	B3	Financeiro (ex-Bancos)	B3SA3	10%
Minerva	Alimentos & Bebidas	BEEF3	10%	Minerva	Alimentos & Bebidas	BEEF3	10%
Banco do Brasil	Bancos	BBAS3	10%	Vibra Energia	Petróleo & Gás	VBBR3	10%

Fonte: BTG Pactual

Tabela 5: Carteira Recomendada de Dividendos

Empresa	Ticker	Setor	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mn)	EV/EBITDA		P/L		Dividend Yield (%)	
					2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
Bradesco	BBDC4	Bancos	10%	194.488	-	-	7,7x	7,1x	5,8%	6,4%
Alupar	ALUP11	Serviços Básicos	10%	8.177	8,1x	7,7x	16,3x	10,5x	6,3%	8,3%
Eletrobras	ELET3	Serviços Básicos	10%	115.627	11,8x	6,5x	23,1x	10,6x	7,6%	12,0%
Vale	VALE3	Metais & Mineração	10%	304.944	3,6x	4,0x	3,6x	5,8x	12,1%	10,8%
Energisa	ENGI11	Serviços Básicos	10%	22.400	4,0x	4,7x	8,3x	14,1x	5,0%	5,4%
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	10%	273.254	-	-	9,4x	8,3x	3,6%	4,8%
Cury	CURY3	Construção Civil	10%	3.612	7,3x	6,2x	9,8x	7,2x	8,2%	9,0%
B3	B3SA3	Financeiro (ex-Bancos)	10%	88.901	13,1x	12,7x	18,6x	18,3x	3,7%	4,9%
Minerva	BEEF3	Alimentos & Bebidas	10%	7.992	4,6x	4,2x	5,9x	8,0x	6,7%	5,9%
Vibra Energia	VBBR3	Petróleo & Gás	10%	20.347	6,4x	6,3x	12,0x	10,3x	0,6%	4,2%

Fonte: BTG Pactual e Econômica

### Bradesco (BBDC4):

No geral, é possível visualizar um cenário construtivo para o setor financeiro, e o Bradesco passou a ser negociado com desconto em relação a sua média histórica, tanto em relação ao P/L quanto P/V. O fechamento da curva de juros também deve favorecer o BBDC em relação aos seus pares, e o crescimento das receitas de seguros deve ser mais forte do que o segmento de banking, favorecendo o crescimento do LPA do BBDC vs. pares. Entendemos que o desconto atual do BBDC

vs. pares não é merecido, e tende a fechar uma vez que o cenário se mostre mais favorável para o BBDC. Entendemos que motivos técnicos podem continuar aumentando esse desconto no curto prazo (entrada de capital estrangeiro), mas não vemos razões estruturais para manutenção do desconto entre o Bradesco e seus pares neste novo patamar. O Principal risco para a tese é que as qualidade dos ativos do BBDC prejudique fortemente a divulgação do 3T22 em comparação aos seus pares mais próximos.

### Alupar (ALUP11):

---

A Alupar vem desenvolvendo cada vez mais o seu operacional nos últimos resultados trimestrais e já possui um portfólio de transmissão com uma RAP de R\$ 3,12 bilhões no ciclo 2022-2023 e extensão de quase 8 mil km. Apesar da alavancagem da Alupar (3,5x Dívida líquida/Ebitda no 2T22), o aumento do endividamento é resultado do histórico da empresa de boa alocação de capital em projetos de transmissão geradores de valor. Para 2022 esperamos também investimentos em projetos de geração de energia eólica e solar, os quais devem entrar em operação ainda esse ano. Portanto, com a maioria desses projetos em operação, esperamos que a alavancagem caia para níveis muito mais confortáveis até o final de 2022, o que deve abrir espaço para melhores dividendos. No final de junho tivemos mais um grande leilão de transmissão (5,4 km de linhas e R\$ 15,3 bilhões de capex estimado) bastante competitivo, e o fato da Alupar não ter levado nenhuma linha mostra sua qualidade na alocação de seu capital, já que as rentabilidades ficaram pressionadas devido à concorrência elevada. Atualmente temos um dividend yield de 6,3% para 2022 e 8,3% em 2023 – com espaço para pagamentos mais elevados com a desalavancagem mencionada. Ela vem sendo negociada com uma TIR real de 9%, a maior entre os pares de transmissão.

### Vale (VALE3):

---

Um ponto importante é que a Vale realmente não possui um “call eleitoral”, então realmente achamos que as próximas eleições no Brasil não importam muito para a tese. Com a Vale respondendo por quase 15% do índice Ibovespa e com o mercado agressivamente vendido/posições abaixo do índice, acreditamos que a tese está parecendo mais assimétrica aqui, e esperamos que as incertezas recentes se dissipem daqui para frente. Acreditamos que o sentimento em relação a empresa é negativo, mas esperamos que a economia chinesa melhore gradualmente até 2023, à medida que o governo relaxa as restrições à covid e à medida que a correção do mercado imobiliário diminui um pouco. Acreditamos que a administração continua disciplinada em sua estratégia de alocação de capital (muito pouco capex de crescimento) e espera que a maior parte da agenda dependa dos retornos de caixa aos acionistas – projetamos um yield de 10-11% para 2023, incluindo recompras. Reiteramos nossa Compra, com a ação a 5,3x EV/EBITDA 23.

### Energisa (ENGI11):

---

A Energisa é uma das operadoras mais premium do setor e é uma das ações com o valuation mais descontado no setor de distribuição de energia, com uma TIR real de 9,8%. As concessões da empresa mostraram muita resiliência durante esse período de atividade econômica mais fraca. A Energisa também foi uma das principais beneficiárias do descasamento IGPM/IPCA, uma vez que 6 de suas 11 concessões estão vinculadas ao IGPM, o que contribuiu para o aumento do EBITDA regulatório nos últimos trimestres. A companhia vem buscando elevar a qualidade de suas operações, mostrando neste 3T22 uma queda de 21 bps t/t nas perdas de energia (atingindo agora 12,5% em uma base consolidada). Mais precisamente, 8 distribuidoras reportaram quedas t/t nas perdas de energia, enquanto 2 concessões ainda permanecem acima dos níveis regulatórios. Sobre o volume neste trimestre, 7 de suas concessões apresentaram crescimento a/a com a retomada das atividades presenciais (aumento consolidado de 2,1% a/a), com destaque para a região Norte. Gostamos da disciplina de capital da empresa e continuamos a vendo como uma boa opção no setor. Ela possui um dividend yield de 5,0% para 2022, 5,4% para 2023.

## Eletrbras (ELET3):

---

A Eletrbras é a maior companhia de energia elétrica do Brasil, atuante nos segmentos de geração e transmissão. Acreditamos que a relação de risco/retorno pós privatização é bastante positiva para o investidor – temos um preço-alvo de R\$ 62,00 da companhia privatizada. Após a privatização, existem alguns pontos que deverão gerar ganhos de eficiência para a Eletrbras e, conseqüentemente, gerar valor para o acionista. Os principais pontos são (i) a otimização na estrutura de despesas de PMSO e organização corporativa (esperamos uma redução na casa de 60% nas despesas nos próximos anos); (ii) redução do risco de interferência política (todos os acionistas – incluindo o governo federal – terão poder de voto limitado a 10%); também (iii) o fim do regime de cotas (o que abre espaço para que a Eletrbras possa comercializar energia a preço de mercado); e (iv) a possibilidade de negociação individual dos empréstimos compulsórios. Acreditamos que os riscos de judicialização, ou até de reestatização, são bem baixos – principalmente devido ao modelo de Corporation pós privatização (limitando o poder de voto de todos os acionistas) e o poison pill (protegendo os investidores de potenciais aquisições hostis). Agora privatizada ela deverá ganhar ainda mais relevância em termos de liquidez, se destacar como uma empresa integrada a aspectos ESG e se transformar em uma potencial pagadora de bons dividendos (temos uma projeção de dividend yield de 11,9% para 2023 e 17,6% para 2024).

## Cury (CURY3):

---

A Cury está muito bem posicionada para se beneficiar das recentes mudanças no programa CVA, já que a empresa está entregando altas margens e tem um forte pipeline de projetos a serem lançados no 2S23. Algumas adições benéficas ao programa CVA já foram aprovadas e estão em uso, assim como o aumento das faixas salariais para as famílias dentro do programa e subsídios para o comprador. Já outros benefícios foram aprovados mais recentemente e deverão aparecer nos resultados nos trimestres seguintes, assim como a possibilidade do uso da parcela de FGTS do salário do comprador para aquisição do imóvel. A ação também é nossa Top Pick no segmento imobiliário de baixa renda, devido: (i) à sua execução impecável; (ii) as recentes revisões positivas do programa CVA são positivas para suas operações; (iii) forte crescimento operacional, com o melhor ROE da categoria; e (iv) valuation atrativo (7,3x P/L 2023E). Temos uma projeção de dividend yield de 8,2% para 2022 e 9,0% para 2023.

## Itaú Unibanco (ITUB4):

---

O Itaú continua sendo nossa primeira escolha entre os bancos do brasileiros, apresentando forte crescimento no segmento comercial nos últimos 18 meses, impulsionado por uma transformação cultural. O negócio de atacado teve um desempenho muito bom no 1S22, com alta rentabilidade (28% ROE) e relação cost-to-income abaixo de 25%. Para 2023, projetamos que o lucro líquido do Itaú cresça 15% a/a, após crescer ~20% em 2022 (segundo nossas estimativas). Assumindo isso, ainda vemos o banco negociando abaixo de 8,3x P/L 23. Em nossas recentes reuniões com a administração, eles disseram que estão preparando as bases para ter um desempenho superior claro nos próximos 5 a 10 anos. A nosso ver, o “modo de ataque” que o Itaú tem conseguido manter, aliado ao seu maior apetite de crescimento, pode justificar o banco negociando em um múltiplo superior à sua média histórica. Além disso, um cenário de capital mais escasso forçaria as fintechs a serem mais focadas em rentabilidade (assim como o Itaú), o que também ajuda a nivelar o campo de atuação do player incumbente, que há muito é visto como o banco premium do Brasil. Reiteramos o ITUB4 como Compra e uma de nossas principais opções no segmento.

## Minerva (BEEF3):

---

Vemos uma história de valor brilhante para a BEEF3. Em primeiro lugar, há o componente do ciclo, com o Brasil à beira de uma virada no ciclo do gado. Contudo, mais do que as melhorias do ciclo anterior, o gado disponível para abate deve aumentar, o que significa que esperamos um ciclo positivo ainda mais forte. Em segundo lugar, há o componente de preço da carne bovina, com a demanda por carne bovina brasileira e sul-americana ainda forte e apoiando a alta de preços do ano passado. Isso é um bom presságio para as margens e também deve significar receitas mais fortes, beneficiando os resultados. Em terceiro lugar, os números são resilientes, com a produção e a experiência comercial da Minerva mais

fortes do que nunca, além de apresentar um de seus balanços mais fortes de todos os tempos. Desde a nossa atualização de estimativas no início deste ano, temos destacado que o padrão pró-cíclico das ações da Minerva seria um bom presságio para os investidores. O ciclo do gado provavelmente significará muita disponibilidade de matéria-prima a partir deste ano, o que, juntamente com a forte demanda de carne bovina do mercado externo, se traduziria em uma sólida expansão da margem. O balanço patrimonial mais forte da Minerva também significa menos risco em momentos de taxas de juros elevadas. Mantemos Minerva como principal escolha dentro do setor de alimentos e bebidas.

### **Vibra Energia (VBBR3):**

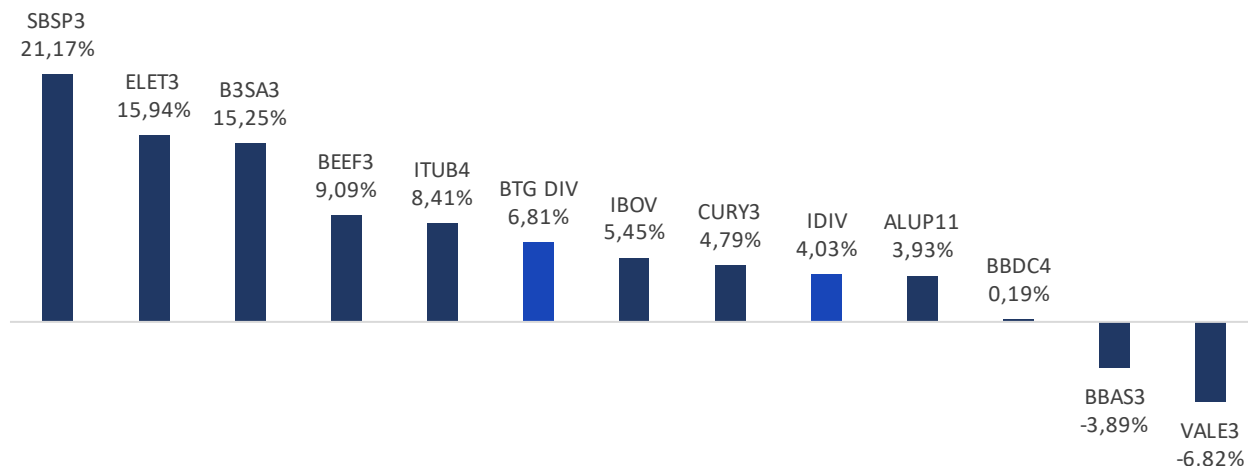
---

A VBBR está endereçando todas as questões de forma correta. Depois de entregar uma reestruturação bem executada, aumentado rentabilidade e iniciando o processo de transição de energia, a nova política de dividendos da empresa mostra que a tese de investimento apresenta uma combinação rara de valor + crescimento razoável. Sim, acreditamos que a definição de um novo CEO é de extrema importância para uma empresa que possui controle pulverizado como a VBBR capturar a atenção dos investidores. Contudo, negociando a múltiplos muito baixos (10x P/L 2023) que acreditamos ignorar as melhorias no cenário operacional que os incumbentes desfrutaram recentemente no setor, achamos que quaisquer riscos estão mais do que precificados.

## Performance Histórica:

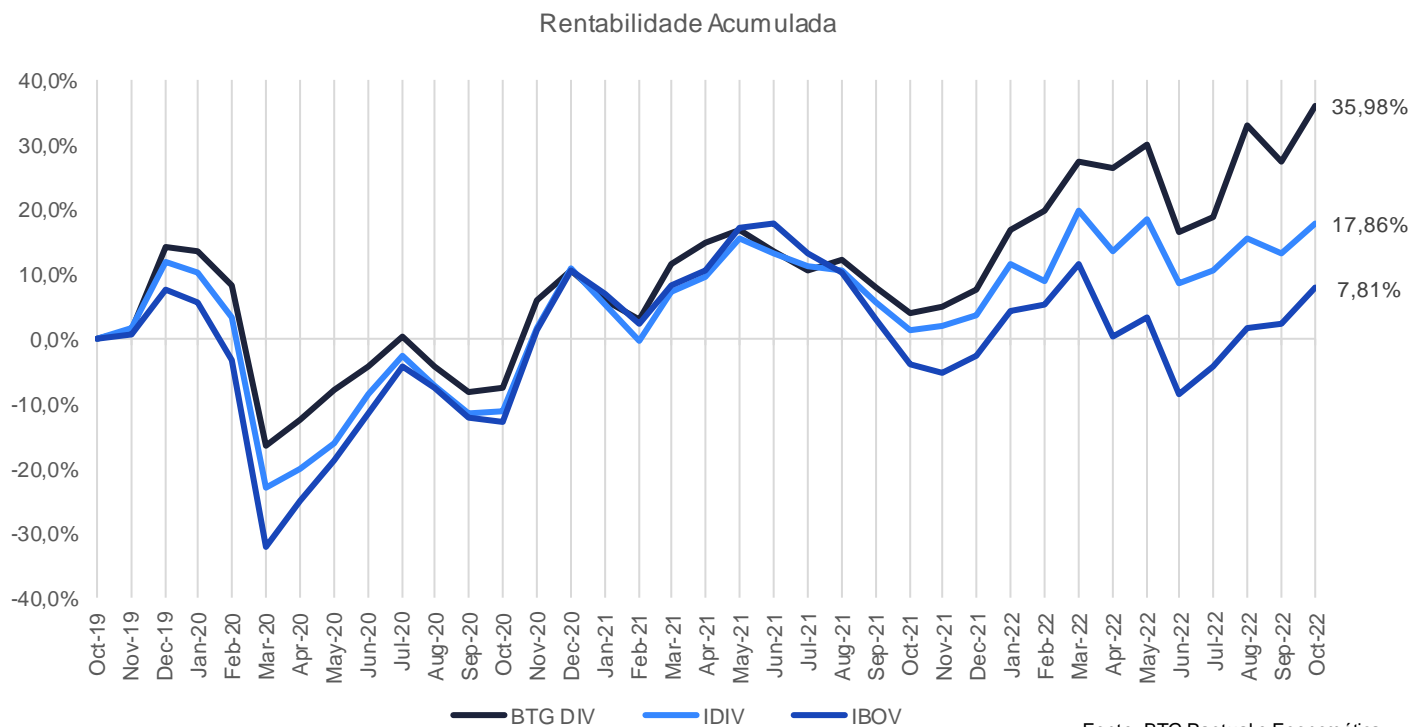
Em Outubro, nossa Carteira Recomendada de Dividendos teve uma performance de +6,81%, contra +4,03% do IDIV e +5,45% do IBOV. Desde o dia 8 de novembro de 2019, a nossa Carteira Recomendada de Dividendos acumula uma rentabilidade de +35,98%, contra +17,86% do IDIV e +7,81% do IBOV.

Gráfico 8: Performance por ação em Outubro de 2022 (%)



Fonte: BTG Pactual e Econômica

Gráfico 9: Rentabilidade Acumulada desde o início (%)



Fonte: BTG Pactual e Econômica

## Mapa de Proventos (R\$/Ação):

Empresa	2019	2020	2021	Jan-22	Feb-22	Mar-22	Apr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Aug-22	Sep-22	Oct-22	Nov-22	Dec-22
ITSA4	-	R\$ 0,46	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -
TAE11	R\$ 0,67	R\$ 3,11	R\$ 5,41	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -
CYRE3	R\$ 1,04	-	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -
TIET11	R\$ 0,27	R\$ 0,51	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -
TRPL4	-	R\$ 0,52	R\$ 4,04	R\$ 0,15	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -
BBSE3	-	R\$ 0,88	R\$ 0,48	R\$ -	R\$ 0,93	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -
VMT3	-	R\$ 2,13	R\$ 2,07	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -
EGIE3	-	-	R\$ 2,44	R\$ -	R\$ -	R\$ 0,78	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -
CPLE6	-	-	R\$ 0,53	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -
BBDC4	-	-	R\$ 0,25	R\$ 0,02	R\$ 0,016	R\$ 0,016	R\$ 0,016	R\$ 0,02	R\$ 0,17	R\$ 0,02	R\$ 0,02	R\$ 0,02	R\$ 0,02	R\$ 0,02	R\$ 0,02
ITUB4	-	-	-	R\$ -	R\$ -	R\$ 0,015	R\$ 0,015	R\$ 0,015	R\$ 0,015	R\$ -	R\$ 0,276	R\$ 0,015	R\$ 0,015	R\$ 0,015	R\$ 0,015
VALE3	-	-	R\$ 15,09	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -
AGRO3	-	-	-	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ 2,016	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -
ALUP11	-	-	-	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ 0,45	R\$ -	R\$ -	R\$ 0,45	R\$ -	R\$ -	R\$ 0,33	R\$ -
BBAS3	-	-	-	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ 0,60	R\$ 0,21	R\$ -	R\$ 0,69	R\$ 0,27	R\$ -	R\$ -	R\$ -
BEEF3	-	-	-	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ 0,22	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -
PETR4	-	-	-	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ 3,37	R\$ 3,37	R\$ -	R\$ 0,16	R\$ -
TIMS3	-	-	-	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ 0,08	R\$ -	R\$ -
<b>Total</b>	<b>R\$ 1,97</b>	<b>R\$ 7,60</b>	<b>R\$ 30,30</b>	<b>R\$ 0,16</b>	<b>R\$ 0,95</b>	<b>R\$ 0,81</b>	<b>R\$ 2,05</b>	<b>R\$ 1,08</b>	<b>R\$ 0,39</b>	<b>R\$ 0,02</b>	<b>R\$ 5,02</b>	<b>R\$ 3,67</b>	<b>R\$ 0,12</b>	<b>R\$ 0,52</b>	<b>R\$ 0,03</b>

Fonte: RI das Companhias e BTG Pactual

## Rentabilidade por mês:

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.	
<b>2019</b>												1,4%	12,6%	14,22%	11,97%	14,22%	11,97%
<b>2020</b>	-0,7%	-4,6%	-22,8%	4,9%	5,0%	3,9%	4,9%	-4,4%	-4,2%	0,6%	14,6%	4,4%	-3,25%	-1,00%	10,51%	10,85%	
<b>2021</b>	-4,1%	-2,9%	8,4%	2,9%	1,7%	-2,6%	-2,7%	1,5%	-3,8%	-3,6%	1,0%	2,5%	-2,49%	-6,41%	7,75%	3,74%	
<b>2022</b>	8,4%	2,5%	6,3%	-0,7%	2,80%	-9,44%	2,68%	10,08%	-4,3%	6,8%			26,20%	13,61%	35,98%	17,86%	

Fonte: Economática e BTG Pactual

## 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 desse 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, conseqüentemente, 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](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.asp)*