



# Quebrando o Cofrinho: Atenção Aos Títulos Públicos Que Estão Vencendo

O Momentum das ações Bond-like Pode Ganhar Mais Força

26 de Setembro de 2019

Equipe de Estratégia

Lucas Tambellini, CNPI

Jorge Gabrich, CNPI

André Dibe

Marcos Assumpção, CFA

Guilherme Reif

## Quebrando o Cofrinho: Atenção Aos Títulos Públicos Que Estão Vencendo



Neste relatório, identificamos eventos de crédito que podem ter um impacto significativo sobre os investimentos, e analisamos como estes podem afetar o mercado durante os próximos anos, influenciando o valuation das ações bond-like. Apresentamos nosso *Bond-Like Stock Guide* e oferecemos nosso portfólio recomendado (Brazil Buy List).

**A dívida do governo brasileiro possui o potencial para impulsionar ainda mais os fluxos de capitais...** O Brasil possui atualmente cerca de BRL 2,9 trilhões em títulos do governo que vencem nos próximos cinco anos. Deste montante, BRL 1,6 trilhão são do tipo NTN-B, NTN-F e LTN, que provavelmente não serão renovados às mesmas taxas da época de sua emissão. Isto significa que estão propensos à conversão para outros tipos de investimentos. BRL 100 bilhões em LTN irão vencer em 1º de outubro, um evento digno de nota e que pode criar outra onda de entrada de capitais.

**...e os fundamentos nunca foram tão bons.** Nunca houve um momento melhor do que este, em relação aos títulos, para investir em ações. Os earnings yields estão oferecendo uma taxa melhor jamais registrada em relação aos bonds yields, tendo se tornado positivas em relação às ações desde 2017. A indicação de taxas de juros ainda menores pode amplificar esta dinâmica. Acreditamos que alguns efeitos de vencimento de títulos do tesouro serão observados no mercado de ações, uma vez que no grande vencimento de maio (BRL 88 bilhões) foi possível observar um aumento das entradas nos fundos de ações.

**Porque as ações bond-like deveriam ser a opção?** Elevada geração de caixa com um ótimo histórico de dividendos. Investidores acostumados aos investimentos seguros e com altos yields observados no mercado brasileiro de renda fixa no passado muito provavelmente serão os primeiros a migrar para investimentos menos voláteis em ações, e os investimentos em bond-likes são os que se encaixam melhor nesse contexto. Sua elevada geração de caixa e seu histórico positivo de dividendos provavelmente devem ser atraentes para os recém-chegados.

**As companhias bond-like apresentaram um desempenho melhor até mesmo do que a NTN-B...** Seu forte desempenho, juntamente com o crowdedness em nossos índices torna claro que os investidores já as percebem como ótimas opções para o rali que estamos experimentando atualmente. Entretanto, acreditamos que pode haver mais por vir.

**...porém as baixas taxas de juros podem ajudá-las ainda mais.** Taxas de juros consistentemente baixas certamente devem ajudar este setor naturalmente alavancado. A ausência do BNDES no mercado de dívida coincidiu com uma forte alta nos mercados de capitais, que desempenharam o papel de financiadores, e isto levou a recursos descentralizados e mais baratos nos projetos com alto capex, o que pode ajudar a impulsionar este segmento nos próximos anos.

**Onde podemos encontrar oportunidades?** Decidimos verificar algumas métricas geradas por companhias neste segmento para descobrir as melhores escolhas para cada tipo de indicação de bond-likes. As métricas consideradas foram: **TIR Real, Grau de Alavancagem Financeira, Relação Dívida Líquida pelo EV, Dívida em Moeda Estrangeira, Dívida a Vencer nos Próximos Três Anos e Relação Dívida Líquida / EBITDA.**

**A Brazil Buy List já apresenta uma maior exposição a ações bond-like.** A Brazil Buy List está atualmente dividida em três categorias: i) uma melhora no ciclo doméstico – **Bradesco, Cyrela, Hapvida e Randon**; ii) valuation atrativo – **Vale**; e iii) ações bond-like que podem se beneficiar de um fechamento da curva. Estas são as companhias: **CPFL, Copasa, Multiplan e Rumo**. O portfólio atualmente aloca 40% de seu peso às ações bond-like, enquanto o peso no Ibovespa é de apenas 9%.

**Quais são os sinais de uma mudança para outras tendências?** Acreditamos que a próxima tendência a observar será a de crescimento. Entretanto, os sinais econômicos ainda estão apenas emergindo. Para procedermos a esta indicação, gostaríamos de constatar tendências positivas consistentes em dois segmentos: empregos e investimentos. Em primeiro lugar, o CAGED (registro geral de indivíduos empregados e desempregados) precisa permanecer persistentemente acima da criação líquida de 50 mil empregos por mês a fim de impulsionar o mercado de crédito, o que faz com que esta seja uma métrica importante a ser acompanhada. Em segundo lugar, um aumento acentuado na utilização da capacidade industrial pode levar as companhias a utilizar mais crédito direcionado para investimentos.

## A Dívida do Governo Brasileiro Possui o Potencial Para Determinar Ainda Mais Entradas de Capitais...

- **A maior parte da dívida do governo do Brasil está nas mãos dos locais.** Isto é consistente com o histórico dos investimentos brasileiros em renda fixa. Os fundos de pensão são os principais investidores em NTN-B (títulos indexados à inflação), que historicamente sempre renderam mais do que suas metas atuariais, fazendo destes um ótimo investimento para este tipo de fundo. As LFTs (taxa Selic) são dominadas pelos investidores institucionais, uma vez que os fundos hedge são em geral referenciados à taxa interbancária (DI), o que significa que, para estes, possuir LFTs é uma maneira de se "indexar". Os estrangeiros preferem investir em NTN-F (títulos préfixados com cupons) porque esse tipo de título apresenta um duration muito menor.
- **Cerca de BRL 2,9 trilhões em títulos irão vencer nos próximos cinco anos.** Aproximadamente BRL 1,3 trilhão é o montante de LFT que vencerá nos próximos cinco anos. É razoável assumir que em sua maioria estes serão renovados, uma vez que os títulos existentes já rendem os níveis atuais da Selic. O montante remanescente de BRL 1,6 trilhão deve observar alguma conversão em outros tipos de investimentos, porque é improvável que as taxas de renovação sejam mantidas. É preciso destacar um vencimento considerável de LTN de cerca de BRL 100 bilhões em 1º de outubro como um evento a ser monitorado.

Gráfico 1: A Dívida do Governo do Brasil Totaliza BRL 3,9 Trilhões

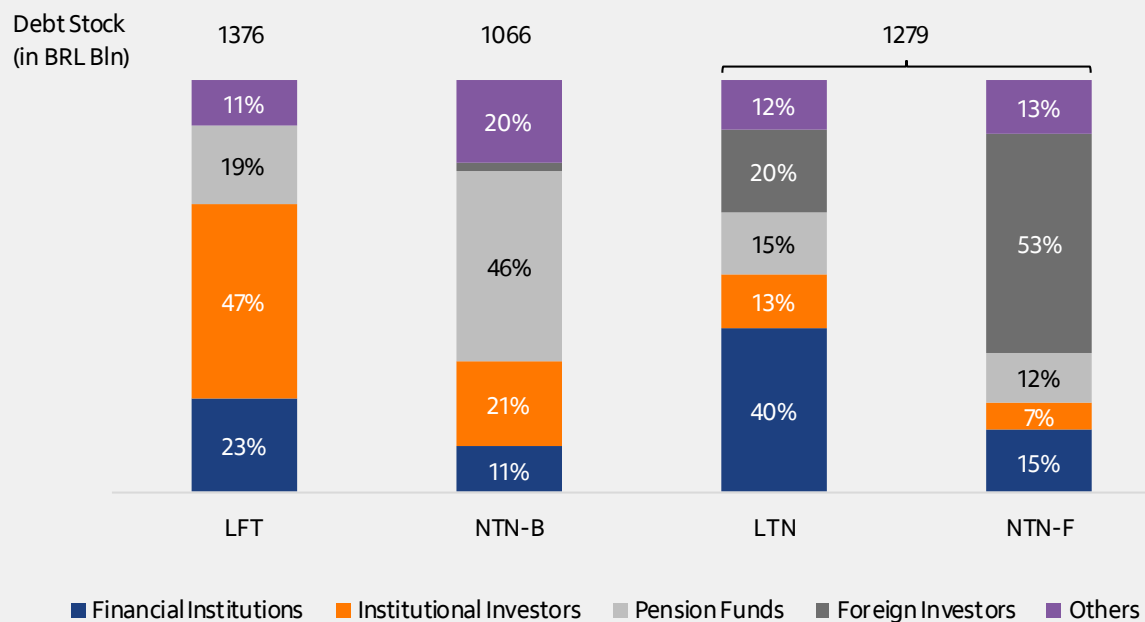
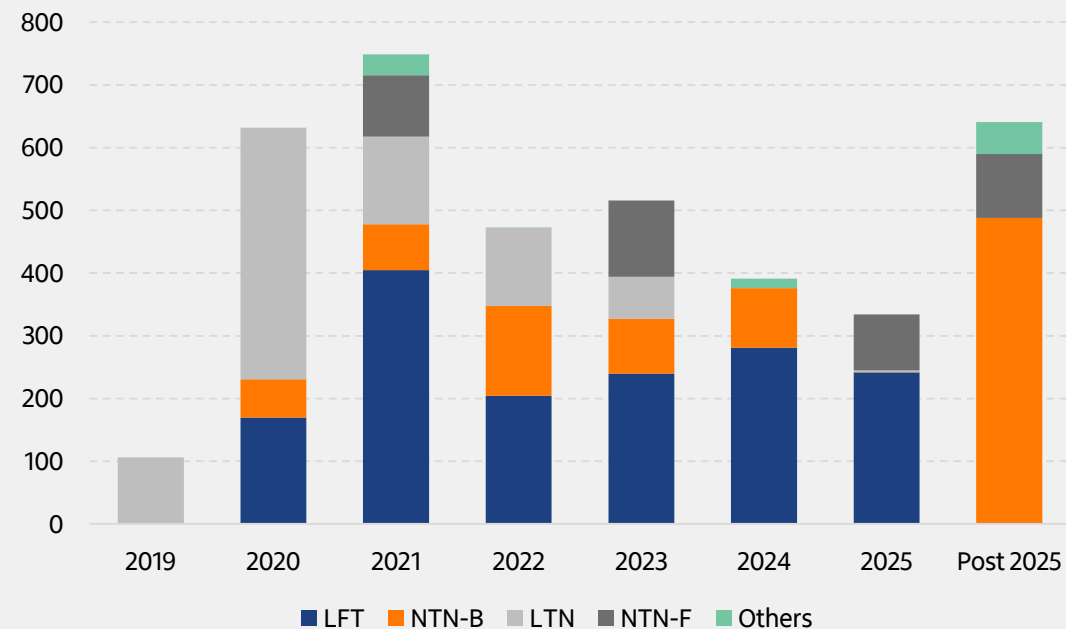


Gráfico 2: Títulos do Tesouro – Volume de Vencimento (bilhões de BRL)



Fonte: Itaú BBA, Bloomberg, Tesouro Nacional do Brasil, Banco Central do Brasil

## ...e os Fundamentos Nunca Foram Tão Bons.

- **A conversão para ações nunca fez tanto sentido...** Reforçamos a indicação que incluímos em nosso relatório *The Bull Market Is Back: Grab It by the Horns*, no qual apresentamos o Gráfico 1 para apoiar a nossa tese de migração para ações. Esta indicação se torna ainda mais forte quando consideramos que as taxas globais estão agora ainda menores, tornando as ações muito mais atrativas durante os próximos anos.
- **...porém acreditamos que ainda pode levar algum tempo.** Embora tenhamos um número considerável de títulos do governo “candidatos à conversão” no curto prazo, que irão expirar (BRL 500 bilhões em LTN até o final de 2020 e BRL 61 bilhões de NTN-B), acreditamos que alguns investidores levam mais tempo para realocar adequadamente seus investimentos após a data de expiração. Esta é a razão pela qual temos observado uma migração postergada no sentido dos fundos de ações após o vencimento recorde do tesouro em Maio (BRL 88 bilhões).

Gráfico 1: Earnings Yield contra Bonds Yield (Livre de Risco de um Ano)

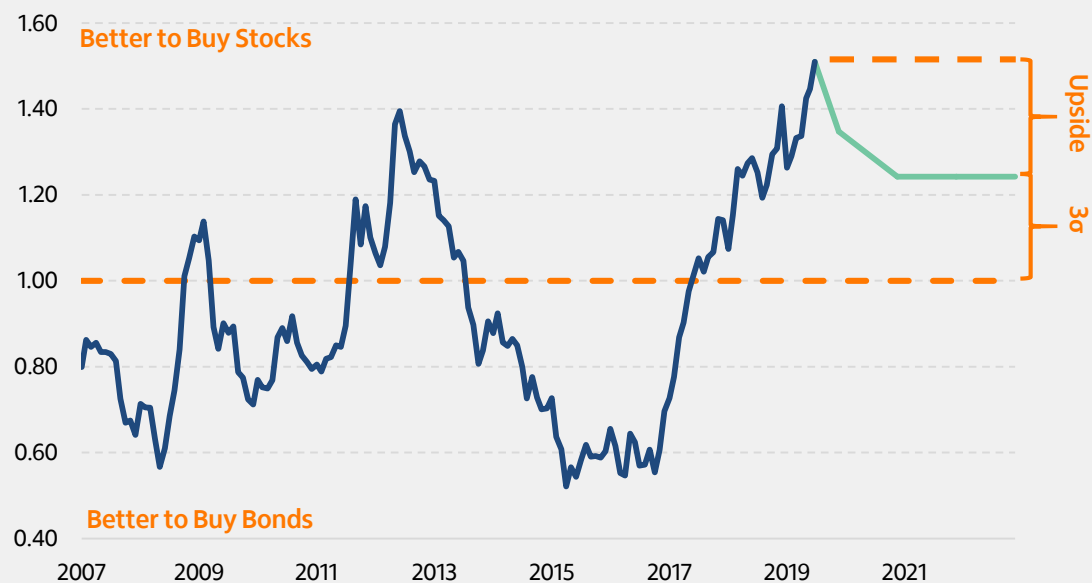
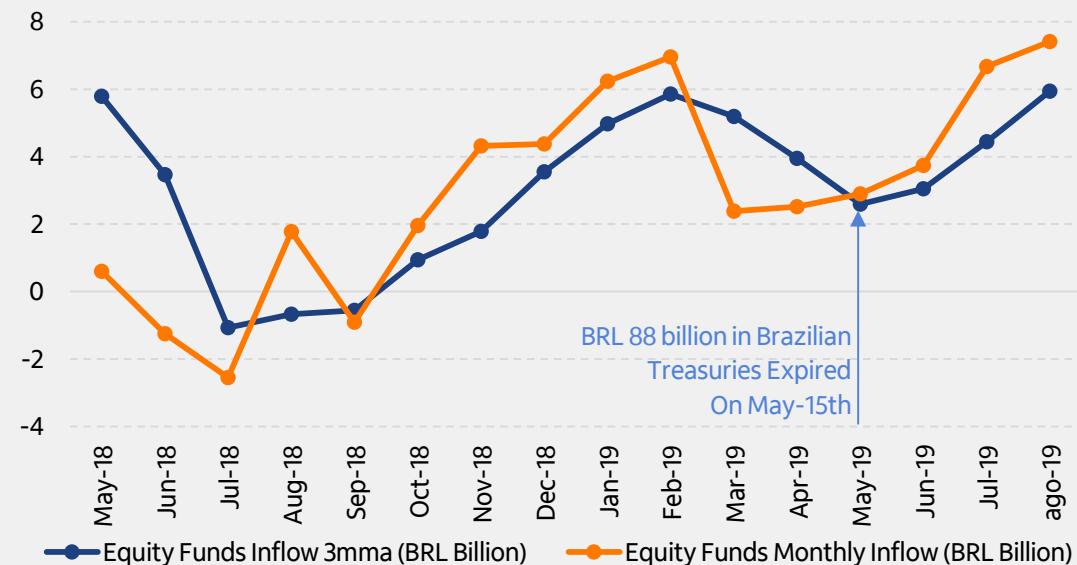


Gráfico 2: Vencimento de Maio Pode Ter Impulsionado os Investimentos em Ações



### Porque as Ações Bond Like Representam Uma Opção? Elevada Geração de Caixa Com um Ótimo Histórico de Dividendos.

- **A migração para as ações pode fazer das companhias bond-like o investimento mais óbvio.** Acreditamos que este segmento pode representar a primeira escolha para os recém-chegados, na medida em que estes mudem para as ações. Ainda acreditamos que os yields mais baixos da renda fixa devem fazer com que os investimentos alternativos se tornem mais atrativos. Esta tese se apoia principalmente na estabilidade proporcionada por esta classe de ativos, com base em dois fatores: i) elevada geração de caixa; e ii) um bom histórico de dividendos.
- **Conversão de caixa como ninguém.** Os ativos bond-like, em conjunto, geram muito mais caixa por unidade de receita do que qualquer outra classe de ativos (consulte o Gráfico 1). Esta característica deve atrair os investidores que buscam ativos estáveis com baixo risco operacional, porque o colchão de caixa proporciona muita capacidade de manobra às companhias.
- **Bom histórico de dividendos.** Olhamos para trás para verificar quais tipos de rendimentos (yields) os investidores receberam no final do ano, após investirem nessas ações no início de cada ano. Por exemplo, um investidor que adquiriu a cesta de ativos bond-like do Ibovespa no início de 2012 recebeu um montante ligeiramente maior do que 5% em dividend yields ao longo do ano (consulte o Gráfico 2). Analisando cada período, podemos observar que apenas as Instituições Financeiras apresentam um retorno em dividendos (dividend yield) melhor.

Gráfico 1: Geração de Caixa (Caixa de Operações / Receitas, LTM)

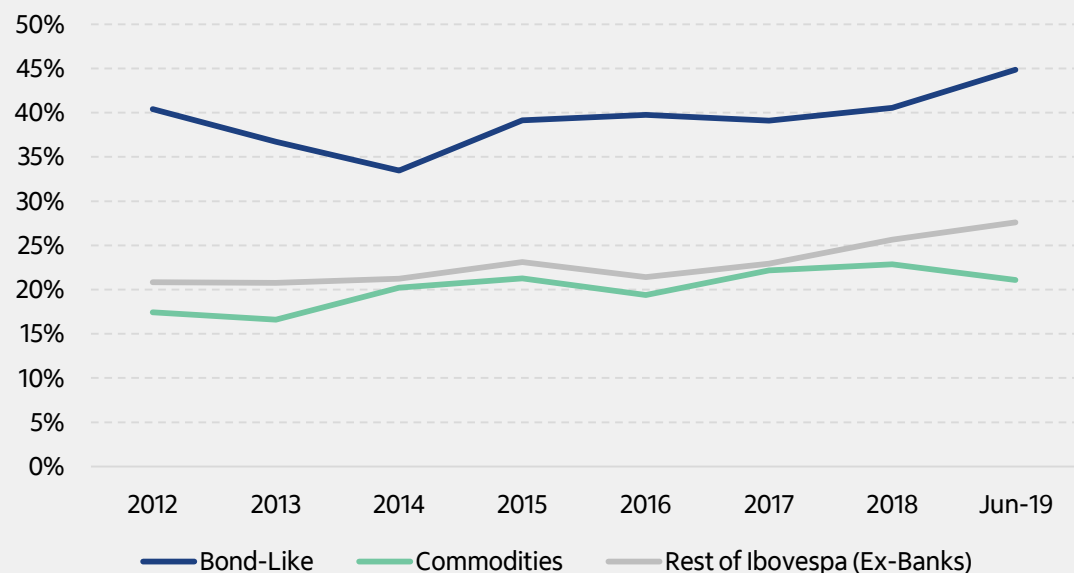
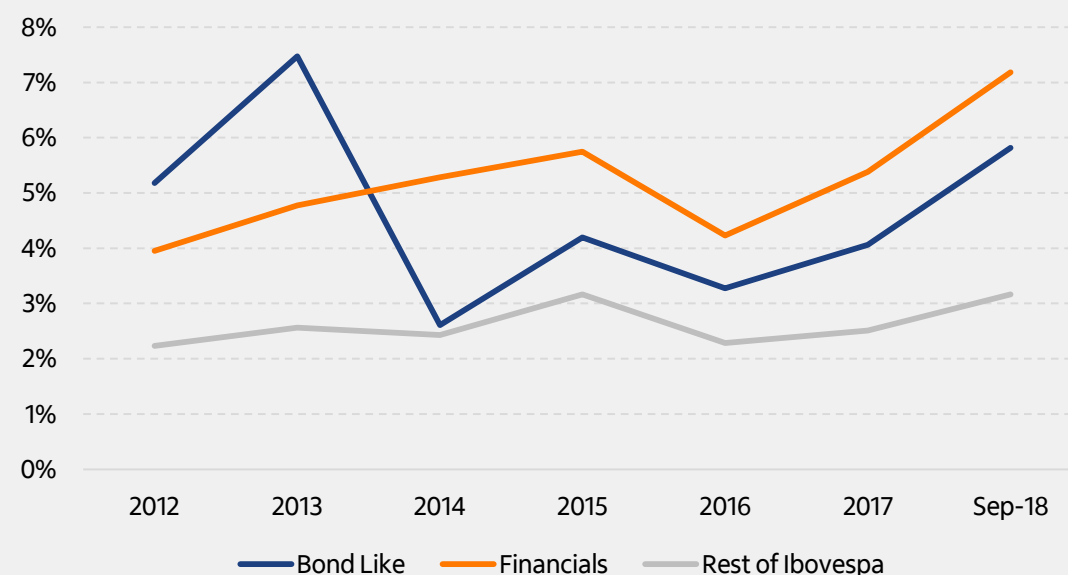


Gráfico 2: Ativos Bond-Like – Dividend Yield Passado vs. Ibovespa e Instituições Financeiras



## Ações Bond-Like Desempenharam Acima Até da NTN-B...

- A maior parte dos investidores já sabe que os ativos bond-like representam um bom investimento. Este segmento foi o que apresentou melhor desempenho até agora em 2019, ultrapassando o índice em 16 pontos percentuais, e sua referência na renda fixa, a NTN-B de dez anos, em 9 pontos percentuais. Isto nos leva a acreditar que o setor está reduzindo seu desconto histórico em comparação com este último. A lógica é que os investidores perceberam que os investimentos em ativos bond-like se tornaram mais atrativos, na medida em que os yields diminuíram ao longo dos últimos 12 meses.
- Índice de Crowdedness elevado. Utilizamos nossa metodologia de crowdedness (explicada em nosso relatório *What If Winter Comes?*) a fim de determinar quais setores são os mais atrativos para os investidores neste momento. Distribuindo o índice IBX entre Commodities, Instituições Financeiras, Domésticas e seus subsegmentos bond-like (Rodovias Pedagiadas & Ferrovias, Construção Civil, Saneamento, Distribuição, Transmissão, Geração e Integradas), chegamos à conclusão de que as ações bond-like representam as negociações mais saturadas (crowded) no momento (consulte o Gráfico 2). Esta tendência irá persistir?
- Histórico do Brazil Buy List em ativos bond-like. Nosso portfólio Brazil Buy List teve uma alocação média às ações bond-like de 14% desde seu início em 2014, enquanto este número está atualmente em 40%. Isto demonstra que ainda estamos bastante otimistas quanto a este tema.

Gráfico 1: Ativos Bond-Like Desempenharam Acima dos NTN B e do Ibovespa YTD

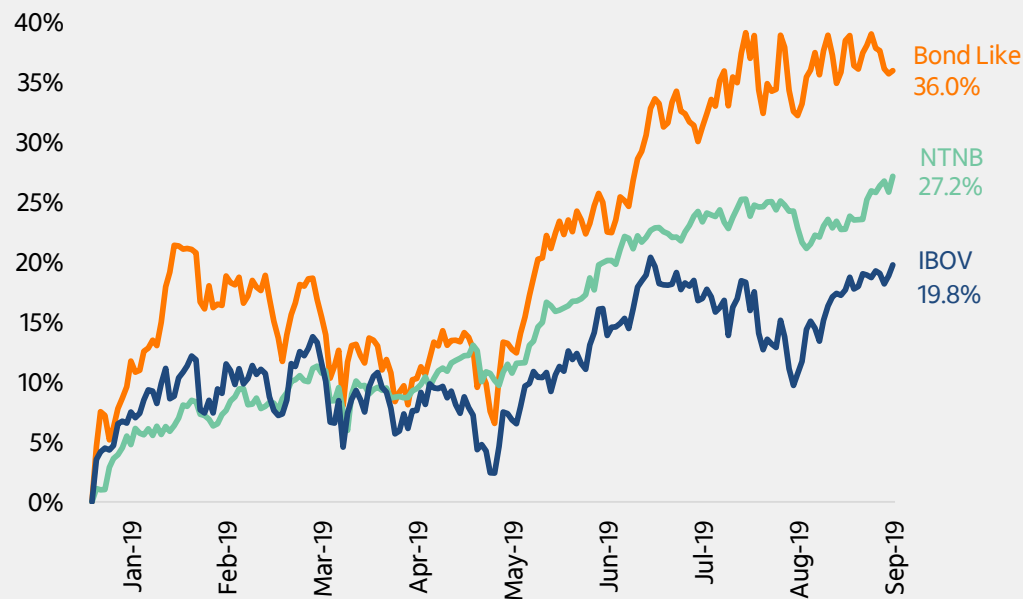
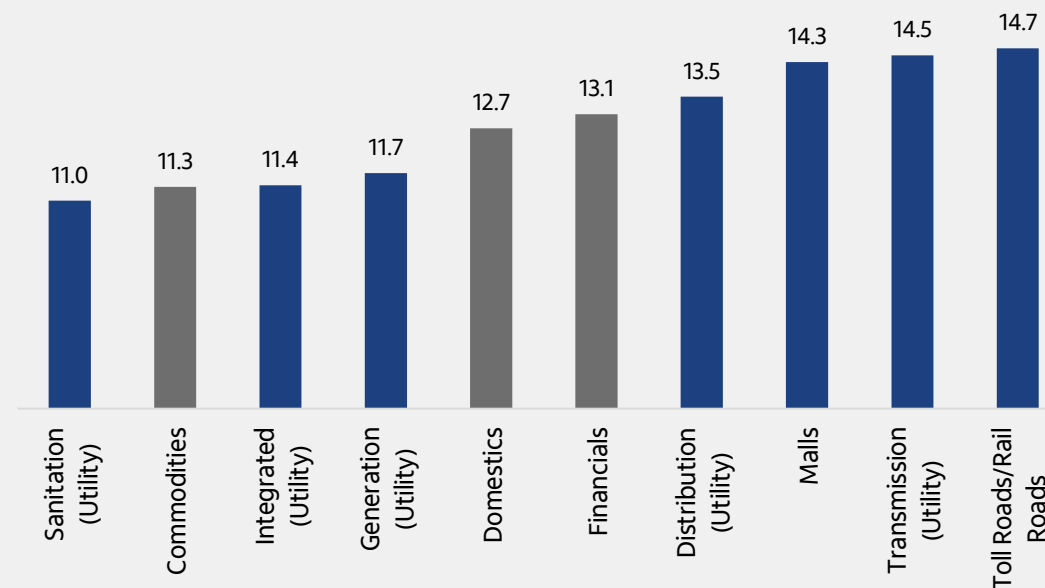


Gráfico 2: Crowdedness por Setor



### ...mas as Baixas Taxas de Juros Podem Ajudá-las Ainda Mais

- O capital está mais uma vez abundante, porém com um mix mais saudável. Conforme escrevemos em relatório anterior (*In Ibovespa We Trust*), a diminuição do crowding do BNDES, juntamente com o crowding dos mercados de capitais nos mercados de dívida (consulte o Gráfico 2) nos proporcionou taxas de juros estruturalmente menores. As companhias agora possuem ferramentas muito melhores do que jamais tiveram no passado para gerar projetos com retornos maiores do que aqueles que em geral observamos nos mercados de títulos. Isto deve impulsionar uma nova onda de crescimento no segmento, especialmente em setores ávidos de investimentos como o Saneamento (uma vez que exista uma estrutura regulatória adequada).
- Os ativos bond-like são historicamente mais alavancados. Projetos de elevado capex com receitas estáveis são comuns a todos eles. Isto direciona sua estrutura de capital no sentido de um aumento na alavancagem, de maneira a aumentar o ROIC. Por outro lado, as companhias reduziram sua alavancagem desde a crise local no Brasil, gerando companhias mais resilientes e prontas para iniciar seus investimentos, desde que os yields apropriados possam ser obtidos.

Gráfico 1: Os Mercados de Capitais Estão Atendendo a Demanda de Dívida (Emissão em 12 Meses)

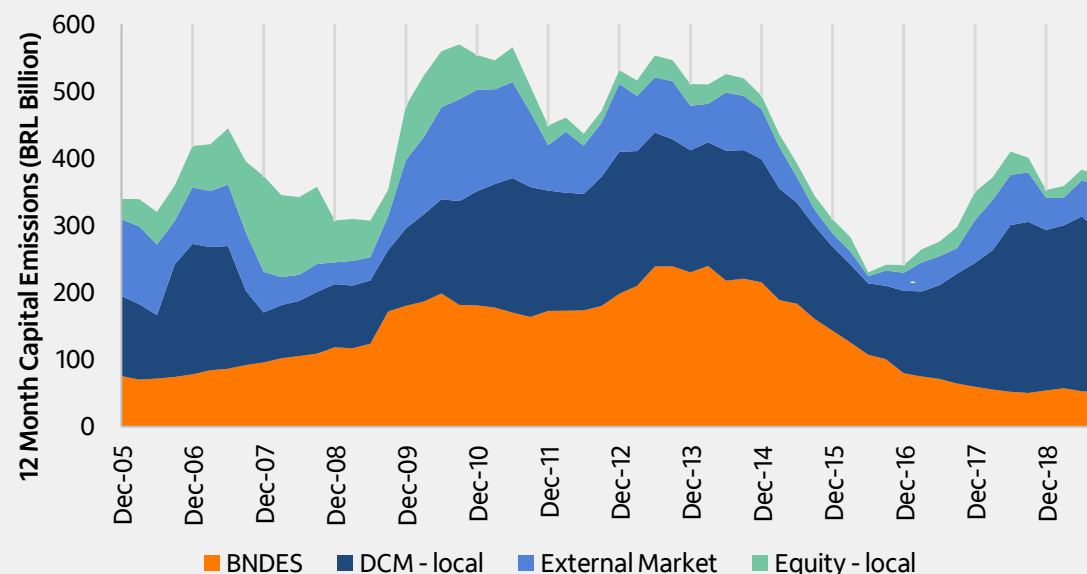
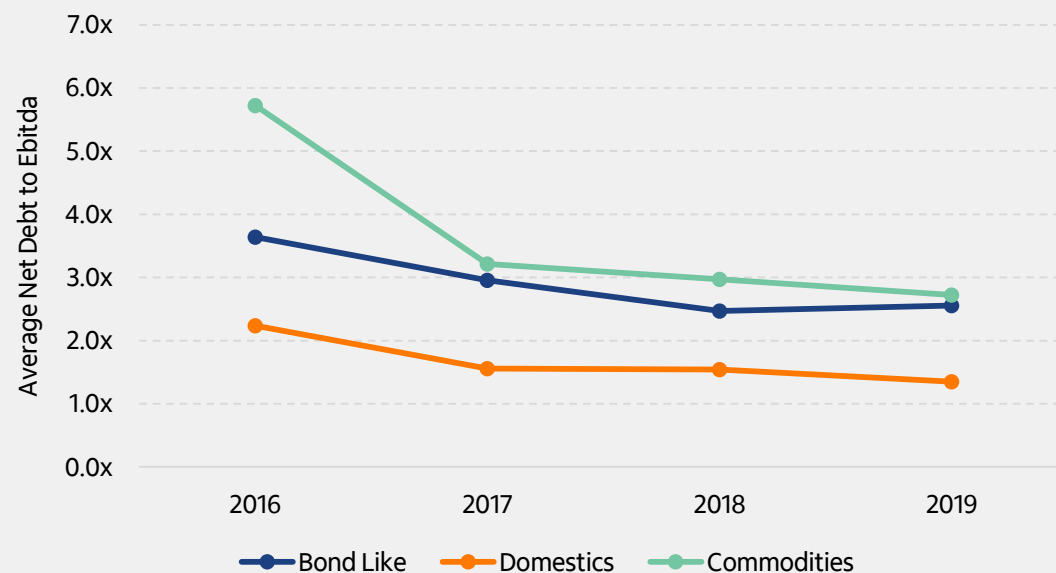
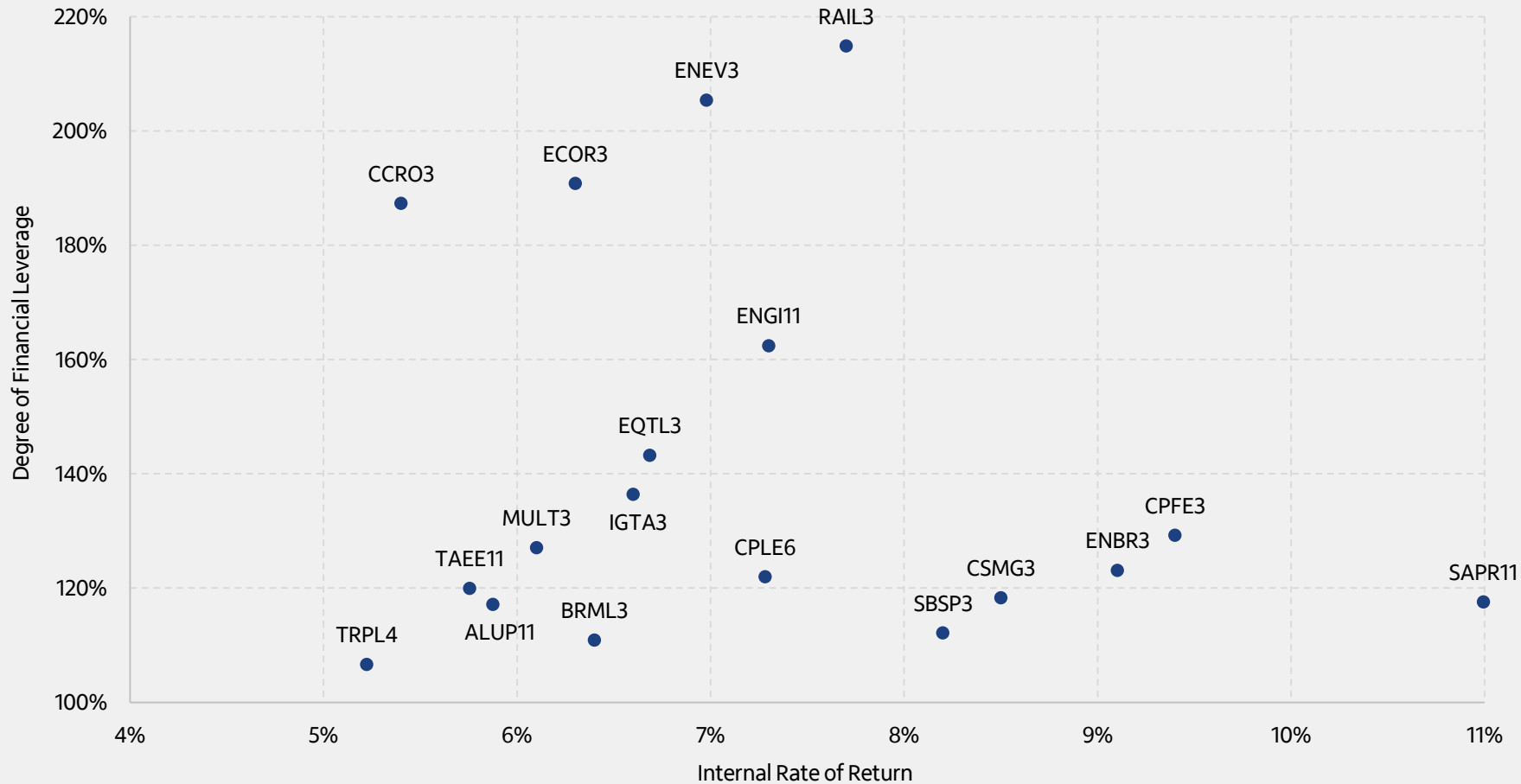


Gráfico 2: Ações Bond-Like Possuem Maior Alavancagem do Que o Restante



## Onde Podemos Encontrar Oportunidades?

Gráfico 1: Grau de Alavancagem Financeira vs. Taxa Interna de Retorno (Real)



- **Sobre alavancagem e retorno.** Para encontrar apostas ideais neste segmento, decidimos verificar o grau de alavancagem financeira das companhias por duas razões. Em primeiro lugar, as empresas que pontuam mais alto nesta métrica podem desfrutar de uma redução na carga de suas obrigações em um cenário persistente de taxas de juros baixas. Em segundo lugar, as companhias que se classificam mais baixo nesta métrica, mas que apresentam TIRs elevadas, podem ter que enfrentar um nível de dívida maior em novos projetos para gerar maiores retornos.
- **Curto prazo vs. Longo prazo.** Embora uma TIR maior seja melhor se você estiver procurando uma relação risco-retorno de curto prazo mais conveniente, um grau elevado de alavancagem financeira é melhor se você deseja capturar a oscilação para cima causada pela gestão adequada da dívida em um cenário de taxas de juros baixas.
- **A Dispersão.** Devemos entender esta dispersão como o primeiro passo do processo, prosseguindo então com uma análise quantitativa de algumas companhias selecionadas.



## Uma Verificação Mais Aprofundada dos Números

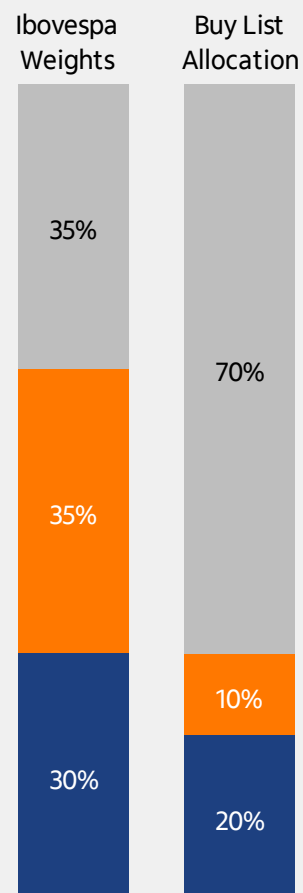
Tabela 1: Folha de Consultas de Bond-Likes

Ticker	Sector	Real IRR (%)	Degree of Financial Leverage (%)	Net Debt to EV (%)	Debt in Foreign Currency (%)	Debt Due in Next 3 Years (%)	Net Debt / Ebitda
ENGI11	Distribution	7.3%	162%	40%	31%	70%	3.2x
EQTL3	Distribution	6.7%	143%	35%	22%	67%	3.8x
ENEV3	Generation	7.0%	205%	31%	3%	25%	2.7x
CESP6	Generation	5.8%	29%	13%	98%	n.a.	5.1x
OMGE3	Generation	5.3%	464%	43%	0%	15%	n.a.
CPFE3	Integrated	9.4%	129%	26%	29%	70%	2.2x
ENBR3	Integrated	9.1%	123%	31%	3%	58%	1.9x
CMIG4	Integrated	8.0%	64%	36%	40%	56%	2.6x
CPLE6	Integrated	7.3%	122%	39%	1%	71%	2.6x
ALUP11	Integrated	5.9%	117%	27%	13%	38%	1.5x
IGTA3	Malls	6.6%	136%	16%	0%	30%	2.7x
BRML3	Malls	6.4%	111%	13%	3%	39%	0.8x
MULT3	Malls	6.1%	127%	12%	0%	54%	2.5x
SAPR11	Sanitation	11.0%	118%	24%	0%	45%	1.7x
CSMG3	Sanitation	8.5%	118%	26%	10%	61%	2.0x
SBSP3	Sanitation	8.2%	112%	23%	51%	43%	1.6x
TRPL4	Transmission	5.2%	107%	9%	27%	54%	0.6x
RAIL3	Transportation	7.7%	215%	20%	50%	38%	2,7x
CCRO3	Transportation	5.4%	187%	28%	4%	55%	3.0x
ECOR3	Transportation	6.3%	191%	48%	1%	69%	3.7x

- A folha de consultas de bond-likes. Aumentamos o intervalo dos dados em relação à análise anterior acrescentando quatro métricas além da TIR Real (IRR) e do Grau de Alavancagem Financeira (DFL). São elas:
  - **Equity pelo EV.** Comparando esta métrica com o DFL, podemos determinar quais empresas ainda podem se beneficiar da gestão da dívida. Maior DFL (maior ônus da dívida) com baixa relação Dívida Líquida pelo EV (menor alavancagem).
  - **Dívida em moeda estrangeira.** Esta métrica se aplica a companhias mais expostas ao câmbio em um setor sem uma proteção natural. Embora as companhias ainda possam proteger as suas posições, o spread entre as taxas LIBOR e DI nunca foi menor, indicando maior gestão das obrigações a caminho.
  - **Dívida a vencer nos próximos três anos.** Com isto podemos determinar quais companhias estarão em condições de obter refinanciamento no curto prazo.

## A Brazil Buy List Já Está Mais Exposta a Ativos Bond-Like

- **Preferimos a exposição doméstica.** Nossa tese de investimento ainda está baseada em três fatores: i) fechamento da curva; ii) uma expansão no ciclo da economia doméstica e iii) valuation atrativo. Nossa alocação sugere que estamos mais expostos às companhias domésticas (70%), menos expostos às commodities (20%) e menos expostos às Instituições Financeiras (10%). Além disso, o Ibovespa possui cerca de 9% de seu peso em companhias bond-like, enquanto nosso portfólio possui 40%, indicando nosso forte posicionamento neste subsegmento. Esta alocação está mais alinhada com a nossa convicção de um cenário local melhor.
- **Tema nº 1 – Ativos Bond-Like (fechamento da curva).** O cenário atual das taxas de juros globais continua apontando no sentido de níveis ainda menores, enquanto a migração local para as ações pode manter este setor com um elevado desempenho nos próximos meses. Neste caso, estamos muito diversificados, com uma companhia em Saneamento (Copasa), uma em Ferrovias (Rumo), outra em Shopping Centers (Multiplan) e por fim uma utility elétrica integrada (CPFL).
- **Tema nº 2 – O ciclo econômico doméstico.** Embora a atividade econômica tenha sido fraca no 1S19, continuamos acreditando que as reformas podem impulsionar o crescimento, e nos agrada uma exposição às Construtoras Residenciais (através da Cyrela), Bens de Capital (Randon), Instituições Financeiras (Bradesco) e uma tese de crescimento no setor de Saúde (Hapvida).
- **Tema nº 3 – Valuation atrativo.** Neste item, nosso setor preferido é o de Siderurgia e Mineração, (através da Vale). A Vale está pronta para produzir yields significativos mesmo em um cenário de preços do minério de ferro abaixo do preço à vista. Caso as tensões comerciais EUA-China diminuam, poderemos observar preços do minério de ferro maiores do que aqueles atualmente em nosso modelo, impulsionando a geração de caixa em 2020.



Ibovespa Segments	Bond Like (Yield Curve Flattening)	Domestic Economic Cycle Upturn	Compelling Valuation
Domestic Ex-Financials			
Financials			
Commodities			

# Quais São os Sinais Para Mudar Para Outras Tendências?

## O Crescimento Deve a Ser o Próximo Passo

- Ainda não encontramos aquilo que estamos procurando... Embora acreditemos que o crescimento constitui a próxima tendência, os sinais de que está na hora de mudar ainda não estão claros. Os quatro sinais seriam os seguintes: i) um aumento endividamento das famílias, excluindo o pagamento de juros; ii) criação mensal de empregos líquidos (CAGED) consistentemente superando 50 mil vagas; iii) ALM deixando de ser o principal propósito de financiamento para títulos recém-emitidos; e iv) utilização da capacidade industrial vindo acima do pico de 2018, de 76.3%.
- O CAGED deve constituir o primeiro indicador no âmbito da renda. Uma criação de empregos líquidos positiva e consistente pode constituir o primeiro indicador de gastos maiores em geral (tanto vinculados ao crédito quanto ao não-crédito).
- A utilização da capacidade industrial pode indicar maiores níveis de investimentos no curto prazo. Este indicador provavelmente irá puxar uma nova emissão de títulos, na medida em que as companhias provavelmente irão aguardar a confirmação de uma demanda melhor antes de decidirem pela realização de investimentos no crescimento.

Gráfico 1: Endividamento das Famílias (Montante Principal) Pela Renda Total (%)

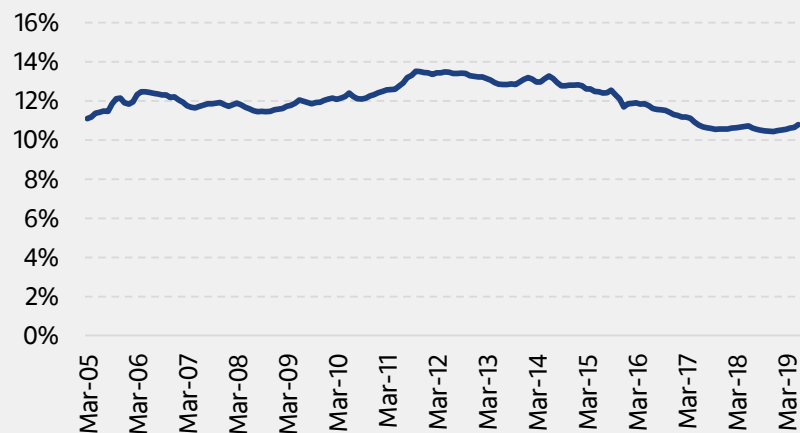


Gráfico 2: Criação de Empregos Líquidos do CAGED (Média Móvel de 3 Meses em milhares)

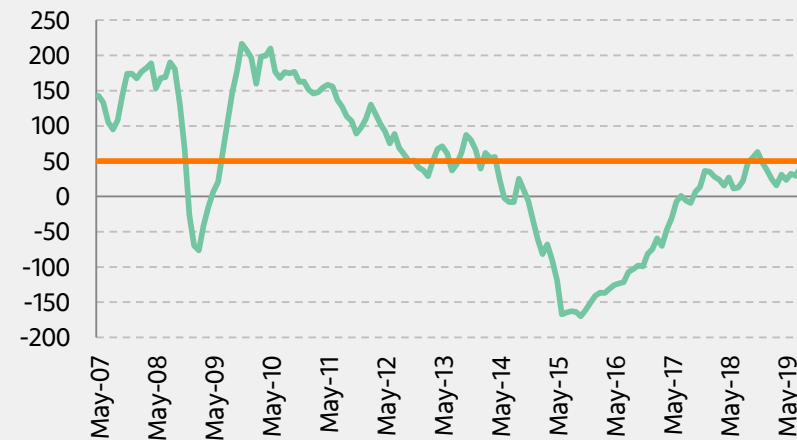


Gráfico 3: Direção dos Fundos DCM

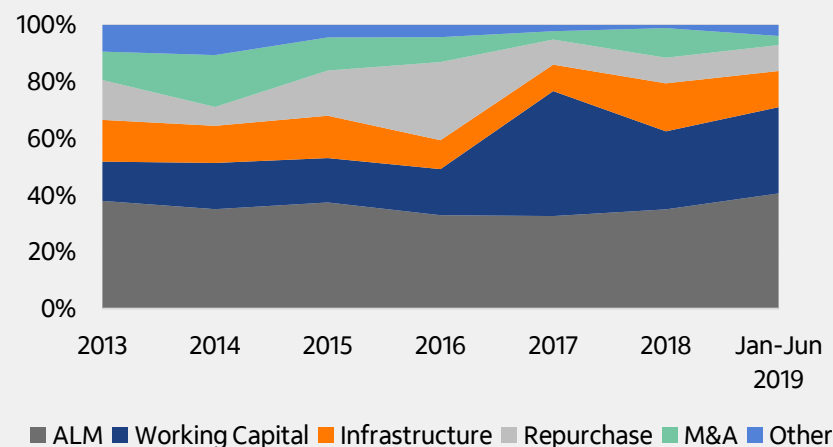
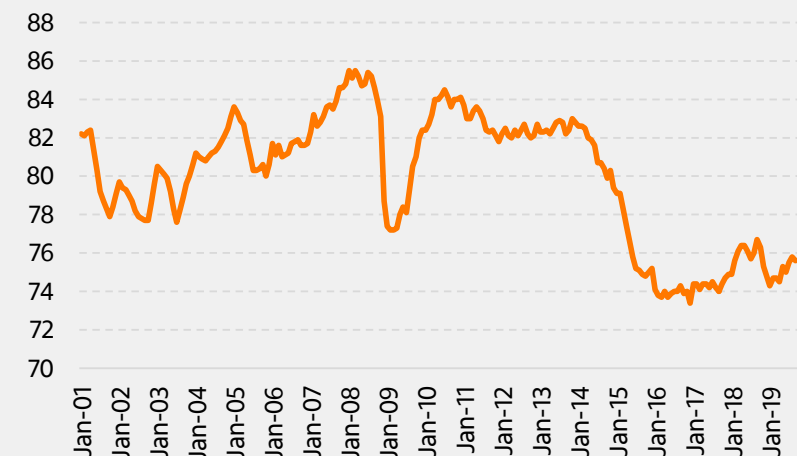


Gráfico 4: Utilização da Capacidade Industrial (%)



# Exoneração de Responsabilidade

## Informações Relevantes

1. Este relatório foi elaborado pelo Itaú Unibanco, sociedade regulada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e distribuído pelo Itaú Unibanco, pela Itaú Corretora de Valores S.A. e pelo Itaú BBA. Itaú BBA é uma marca usada pelo Itaú Unibanco.
2. Este relatório não constitui e nem deve ser interpretado como sendo uma oferta de compra ou venda ou como uma solicitação de compra ou venda de qualquer instrumento financeiro, ou de participação em uma determinada estratégia de negócios em qualquer jurisdição. As informações contidas neste relatório foram consideradas razoáveis na data em que o relatório foi divulgado e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. O Itaú Unibanco ou qualquer de suas afiliadas ("Grupo Itaú Unibanco") não dá nenhuma segurança ou presta garantia, seja de forma expressa ou implícita, sobre a integridade, confiabilidade ou exatidão dessas informações. Este relatório também não tem a intenção de ser uma relação completa ou resumida das estratégias de investimentos, mercados ou desdobramentos nele abordados. As opiniões, estimativas e/ou projeções expressas neste relatório refletem a opinião atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data de sua divulgação e estão, portanto, sujeitas a alterações sem aviso prévio. Os preços e disponibilidades dos instrumentos financeiros são meramente indicativos e sujeitos a alterações que não estão no controle do Itaú Unibanco. O Itaú Unibanco ou qualquer de suas afiliadas não tem obrigação de atualizar, modificar ou alterar este relatório e/ou de informar o leitor sobre qualquer alteração em seu conteúdo, salvo quando do encerramento da cobertura dos emissores dos valores mobiliários abordados neste relatório.
3. O analista responsável pela elaboração deste relatório, destacado em negrito, certifica que as opiniões expressas neste relatório refletem, de forma precisa, única e exclusiva, suas visões e opiniões pessoais a respeito de todos os emissores ou valores mobiliários por eles analisados, e que foram produzidas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao Itaú Unibanco, à Itaú Corretora e ao Itaú BBA e a qualquer de suas afiliadas. Uma vez que as opiniões pessoais dos analistas de investimento podem ser divergentes entre si, o Itaú Unibanco, a Itaú Corretora, o Itaú BBA e/ou qualquer de suas afiliadas podem ter publicado ou vir a publicar outros relatórios que não sejam consistentes com e/ou que cheguem a conclusões diversas das apresentadas neste relatório.
4. O analista responsável pela elaboração deste relatório não está registrado e/ou não é qualificado como analista de pesquisas junto à NYSE ou à FINRA, nem é de qualquer forma associado à Itaú BBA USA Securities, Inc., e, portanto, não está sujeito às disposições da Norma 2242 sobre comunicações com uma empresa objeto de análise, aparições públicas e transações com valores mobiliários mantidos em uma conta de analista de pesquisas.
5. Parte da remuneração dos analistas é determinada com base no total das receitas do Itaú Unibanco e de algumas de suas afiliadas, inclusive nas receitas decorrentes da prestação de serviços de banco de investimento. Não obstante, o analista responsável pelo conteúdo deste relatório certifica que nenhuma parcela de sua remuneração esteve, está ou estará, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas contidas neste relatório.
6. Os instrumentos financeiros discutidos neste relatório podem não ser adequados para todos os investidores. Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, a situação financeira ou as necessidades específicas de qualquer investidor em particular. Os investidores que desejem adquirir ou negociar os valores mobiliários cobertos neste relatório devem obter informações e documentos pertinentes, a fim de que possam formar sua própria convicção sobre o investimento nos valores mobiliários. Os investidores devem obter orientação financeira, contábil, jurídica, econômica e de mercado independente, com base em suas características pessoais, antes de tomar uma decisão de investimento em relação aos valores mobiliários do emissor(es) avaliado(s) neste relatório. A decisão final em relação aos investimentos deve ser tomada por cada investidor, levando em consideração os vários riscos, tarifas e comissões envolvidos. Caso um instrumento financeiro seja expresso em uma moeda que não a do investidor, uma alteração nas taxas de câmbio pode impactar adversamente seu preço, valor ou rentabilidade. Os rendimentos dos instrumentos financeiros podem apresentar variações e, conseqüentemente, o preço ou valor dos instrumentos financeiros pode aumentar ou diminuir, direta ou indiretamente. Rentabilidade passada não é necessariamente indicativa de resultados futuros, e nenhuma segurança ou garantia, de forma expressa ou implícita, é dada neste relatório em relação a desempenhos futuros ou a qualquer outro aspecto. O Itaú Unibanco e suas afiliadas se eximem de toda e qualquer responsabilidade por eventuais prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização deste relatório ou de seu conteúdo. Ao utilizar tal relatório o investidor obriga-se, de forma irrevogável e irretirável, a manter o Itaú Unibanco e/ou qualquer de suas afiliadas, indenem em relação a quaisquer pleitos, reclamações e/ou prejuízos.
7. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído para qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento por escrito do Itaú Unibanco. O presente relatório e seu conteúdo devem ser tratados para uso exclusivo.
8. Conforme exigido pelas regras da Comissão de Valores Mobiliários o(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração do presente relatório indica(m) no quadro abaixo "Informações Relevantes" situações de potencial conflito de interesses.

**Observação Adicional nos relatórios distribuídos no (i) Reino Unido e Europa:** O único propósito deste material é fornecer informação apenas, e não constitui ou deve ser interpretado como proposta ou solicitação para aderir a qualquer instrumento financeiro ou participar de qualquer estratégia de negócios específica. Os instrumentos financeiros discutidos neste material podem não ser adequados a todos os investidores e são voltados somente a Contrapartes Elegíveis e Profissionais, conforme definição da Autoridade de Conduta Financeira. Este material não leva em consideração os objetivos, situação financeira ou necessidades específicas de qualquer cliente em particular. Os clientes precisam obter aconselhamento financeiro, legal, contábil, econômico, de crédito e de mercado individualmente, com base em seus objetivos e características pessoais antes de tomar qualquer decisão fundamentada na informação aqui contida. Ao acessar este material, você confirma estar ciente das leis em sua jurisdição referentes a provisão e venda de produtos de serviço financeiro. Você reconhece que este material contém informações proprietárias e concorda em manter esta informação somente para seu uso exclusivo. O Itaú BBA International plc (IBBAInt) se isenta de qualquer obrigação por perdas, sejam diretas ou indiretas, que possam decorrer do uso deste material e de seu conteúdo e não tem obrigação de atualizar a informação contida neste documento. Você também confirma que compreende os riscos relativos aos instrumentos financeiros discutidos neste material. Devido a regulamentos internacionais, nem todos os instrumentos/serviços financeiros podem estar disponíveis para todos os clientes. Esteja ciente e observe tais restrições quando considerar uma potencial decisão de investimento. O desempenho e previsões passadas não são um indicadores fiáveis dos resultados futuros. A informação aqui contida foi obtida de fontes internas e externas e é considerada confiável até a data de divulgação do material, porém o IBBAInt não faz qualquer representação ou garantia quanto à completude, confiabilidade ou precisão da informação obtida por terceiros ou fontes públicas. Informações adicionais referentes aos produtos financeiros discutidos neste material são disponibilizadas mediante solicitação. O Itaú BBA International plc tem escritório registrado no endereço 20th floor, 20 Primrose Street, London, United Kingdom, EC2A 2EW e é autorizado pela Prudential Regulation Authority e regulamentado pela Financial Conduct Authority e pela Prudential Regulation Authority (FRN 575225) – O braço em Lisboa do Itaú BBA International plc é regulamentado pelo Banco de Portugal para conduzir negócios. O Itaú BBA International plc tem escritórios de representação na França, Alemanha e Espanha autorizados a conduzir atividades limitadas e as atividades de negócios conduzidas são regulamentadas por Banque de France, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e Banco de España, respectivamente. Contate seu gerente de relacionamento se tiver perguntas; **(ii) U.S.A.:** O Itaú BBA USA Securities, Inc., uma empresa membro da FINRA/SIPC, está distribuindo este relatório e aceita a responsabilidade pelo conteúdo deste relatório. Qualquer investidor norte-americano que receba este relatório e que deseje efetuar qualquer transação com os valores mobiliários analisados neste documento deve fazê-lo com o Itaú BBA USA Securities, Inc. at 540 Madison Avenue, 24th Floor, New York, NY 10022.; **(iii) Oriente Médio:** Este relatório é distribuído pela Itaú Middle East Limited. A Itaú Middle East Limited é regulamentada pela Autoridade de Serviços Financeiros de Dubai, com endereço na Suite 305, Level 3, Al Fattan Currency House, Dubai International Financial Centre, PO Box 482034, Dubai, United Arab Emirates. Este material é voltado somente a Clientes Profissionais (conforme definição do módulo DFSA Conduta de Negócios) e outras pessoas não devem tomar decisões com base no mesmo; **(iv) Brasil:** Itaú Corretora de Valores S.A., uma controlada do Itaú Unibanco S.A. é autorizada pelo Banco Central do Brasil e aprovada pela CVM a distribuir este relatório. Se necessário, contate o Serviço de atendimento a clientes: 4004-3131\* (caital e regiões metropolitanas) ou 0800-722-3131 (outras localizações) durante horário comercial, horário do Brasil. Se ainda necessitar de outro canal de atendimento após a utilização dos outros, favor ligar para: 0800-570-0011 (horário comercial), ou escrever para a caixa postal 67.600, São Paulo –SP, CEP 03162-971.\* custo de uma chamada local

## Informações Relevantes – Analistas

Analistas	Itens de Divulgação			
	1	2	3	4
Lucas Tambellini				
Jorge Gabrich				
André Dibe				
Marcos Assumpção				
Guilherme Reif				

1. O(s) analista(s) de valores mobiliários envolvidos na elaboração deste relatório tem vínculo com pessoa natural que trabalha para o(s) emissor(es) objeto do relatório de análise.
2. O(s) analista(s) de valores mobiliários, seu(s) cônjuge(s) ou companheiro(s), detêm, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, ações e/ou outros valores mobiliários objeto deste relatório.
3. O(s) analista(s) de valores mobiliários, seus cônjuges ou companheiros, estão direta ou indiretamente envolvidos na aquisição, alienação ou intermediação dos valores mobiliários objeto deste relatório.
4. O(s) analista(s) de valores mobiliários, seus cônjuges ou companheiros, possuem, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação ao(s) emissor(es) dos valores mobiliários analisados neste relatório.