



# Dividendos

Carteira Recomendada

Equity Research  
Banco BTG Pactual S.A.

Abril 2025

Bruno Henriques  
São Paulo – Banco BTG Pactual

Luis Mollo  
São Paulo – Banco BTG Pactual

Marcel Zambello  
São Paulo – Banco BTG Pactual

[analise.acoes@btgpactual.com](mailto:analise.acoes@btgpactual.com)



# Carteira recomendada de Dividendos



BTG Pactual Equity Research

01 de abril de 2025

## Objetivo da Carteira

A carteira tem como objetivo a seleção das melhores empresas sob a ótica de geração total de valor ao acionista com foco na distribuição de proventos. Dessa forma, realizamos uma análise focada em ativos de alta qualidade, com resiliência de entrega de resultados e geração de caixa. A seleção dos ativos é feita de forma complementar entre a equipe de análise de empresas e a equipe de estratégia do BTG Pactual, com uma revisão mensal da carteira.

## Pontos Principais

Para nossa carteira de abril, retiramos JBS (-5%) e Banco ABC (-5%), substituindo por Alupar (+5%) e Santander (+10%).

Tabela 1: Carteira Recomendada de Dividendos de abril

Empresa	Código	Setor	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mn)	EV/EBITDA		P/L		Dividend Yield (%)	
					2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
Petrobras	PETR4	Petróleo & Gás	10%	509.515	3,5x	3,4x	4,4x	4,7x	12,2%	14,1%
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	10%	321.150	-	-	6,9x	6,3x	8,7%	9,5%
Vale	VALE3	Mineração & Siderurgia	10%	245.708	3,9x	4,1x	6,5x	7,5x	7,0%	7,7%
Santander	SANB11	Bancos	10%	102.102	-	-	6,5x	5,8x	7,5%	8,3%
Eletrobras	ELET6	Serviços Básicos	10%	93.239	5,9x	5,1x	9,5x	10,5x	5,9%	9,6%
BB Seguridade	BBSE3	Financeiro (ex-Bancos)	5%	78.152	-	-	8,8x	8,4x	10,2%	10,7%
Tim	TIMS3	Telecom	5%	43.014	4,2x	3,9x	12,1x	10,4x	9,6%	10,3%
Equatorial	EQTL3	Serviços Básicos	10%	40.314	7,2x	7,1x	10,6x	9,2x	4,7%	5,4%
Copel	CPL6	Serviços Básicos	10%	29.849	7,8x	6,8x	15,3x	11,2x	3,3%	4,5%
Klabin	KLBN11	Papel & Celulose	10%	23.351	5,8x	5,2x	10,5x	7,7x	5,2%	6,1%
Alupar	ALUP11	Serviços Básicos	5%	9.418	7,5x	7,3x	14,3x	12,6x	3,5%	4,0%
Direcional	DIRR3	Construção civil	5%	5.501	7,2x	6,5x	8,9x	7,7x	6,8%	10,4%

Fonte: BTG Pactual e Econômica

Tabela 2: Alterações na Carteira para abril

Março				Abril			
Empresa	Código	Setor	Peso (%)	Empresa	Código	Setor	Peso (%)
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	10%	Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	10%
Banco ABC	ABCB4	Bancos	5%	Santander	SANB11	Bancos	10%
Vale	VALE3	Mineração & Siderurgia	10%	Vale	VALE3	Mineração & Siderurgia	10%
Eletrobras	ELET6	Serviços Básicos	10%	Eletrobras	ELET6	Serviços Básicos	10%
BB Seguridade	BBSE3	Financeiro (ex-Bancos)	10%	BB Seguridade	BBSE3	Financeiro (ex-Bancos)	5%
Klabin	KLBN11	Papel & Celulose	10%	Klabin	KLBN11	Papel & Celulose	10%
Petrobras	PETR4	Petróleo & Gás	10%	Petrobras	PETR4	Petróleo & Gás	10%
Copel	CPL6	Serviços Básicos	10%	Copel	CPL6	Serviços Básicos	10%
Tim	TIMS3	Telecom	5%	Tim	TIMS3	Telecom	5%
Equatorial	EQTL3	Serviços Básicos	10%	Equatorial	EQTL3	Serviços Básicos	10%
Direcional	DIRR3	Construção civil	5%	Direcional	DIRR3	Construção civil	5%
JBS	JBSS3	Alimentos & Bebidas	5%	Alupar	ALUP11	Serviços Básicos	5%

Fonte: BTG Pactual

## Um resumo das escolhas para abril

### Itaú Unibanco (ITUB4):

---

Apesar do forte desempenho neste mês e no acumulado do ano, acreditamos que o desempenho superior do Itaú em relação a seus pares ainda parece modesto – especialmente considerando a diferença no posicionamento estratégico, na transformação digital e na qualidade da gestão. Vemos uma grande vantagem competitiva para o Itaú proveniente da iniciativa One Itaú, juntamente com um foco mais forte em eficiência, que acreditamos que o banco pode acelerar nos próximos dois a três anos. Durante esse período, o Itaú efetivamente "deixará para trás" o banco antigo e começará a obter ganhos significativos de eficiência em suas operações bancárias varejistas, o que, acreditamos, permitirá que seu ROE sustentável aumente a diferença em relação aos seus pares. Com essa abordagem atualizada e o super app One Itaú, o banco também fez a transição do modo de defesa para o modo de ataque. O banco não quer ser um "seguidor rápido", mas sim um "pioneiro", sempre impulsionado por uma visão que prioriza o cliente. As ações do Itaú devem superar o desempenho de seus pares privados, Bradesco/Santander, por mais um ano, e não vemos isso mudando nos próximos 12 meses. Estamos mantendo o Itaú no portfólio por mais um mês, e como nossa Top Pick entre os bancos incumbentes.

### Petrobras (PETR4):

---

A Petrobras continua sendo nossa Top Pick no setor de Petróleo & Gás, combinando (i) crescimento sólido da produção, (ii) fluxo de caixa vinculado ao dólar, (iii) Dividend yield atraente e (iv) uma estrutura de governança que, embora não esteja isenta de falhas, inclui proteções significativas. O recente aumento no capex de 2024 – com o objetivo de alinhar melhor a execução física com o planejamento financeiro – levantou preocupações quanto ao payout de dividendos. Dito isso, acreditamos que o aumento do capex no quarto trimestre abre espaço para possíveis revisões negativas dos investimentos de 2025. Combinado com o aumento da produção, isso poderia se traduzir em uma geração de caixa (FCFE) mais forte do que o esperado, reforçando a capacidade de payout da Petrobras. Embora valha a pena monitorar as possíveis mudanças na alocação de capital ou na atividade de M&A, as reações anteriores do mercado a esses eventos muitas vezes criaram pontos de entrada atraentes.

### Equatorial (EQTL3):

---

O prêmio de risco da EQTL é alto em um momento em que o custo real da dívida pública também é alto. Um prêmio elevado em cima de uma NTN-B com ~7,6%. Vemos a EQTL negociando com uma TIR real de 11,3%. Se estendêssemos o benefício fiscal da empresa até 2038, a TIR real seria de 11,7%. A EQTL é uma ótima tese de carregamento, a melhor empresa da categoria no setor e uma ótima maneira de se expor à assimetria que acreditamos existir das taxas reais de longo prazo. Com uma duration de mais de 10 anos, proteção total contra a inflação e

exposição limitada a uma economia em desaceleração, acreditamos que o nome deve ter um 2025 bastante sólido.

### **Santander (SANB11):**

---

Ainda vemos os resultados do Santander melhorando, com as metas do CEO Mário Leão de melhorar a principalidade do cliente de varejo, a receita de prestação de serviços e a captação no varejo, contribuindo positivamente, reduzindo, em última análise, a ciclicidade do banco. Combinado com um crescimento mais disciplinado, isso é um aspecto positivo para a tese investimento no longo prazo. Com a economia ainda forte, é improvável que vejamos qualquer deterioração nos indicadores de qualidade de ativos e na dinâmica de lucros, conforme corroborado pelos números do 4T do Santander.

### **Eletrobras (ELET6):**

---

Vemos a ELET sendo negociada a uma TIR real de 11,5%, ainda sendo um dos nomes mais baratos em nosso universo de cobertura. A diferença de valuation em relação a seus pares é explicada por uma percepção de maior complexidade, maior risco de governança e dividendos menores. Em nossa opinião, a empresa está lidando com todas essas variáveis. Além da metodologia de dividendos mencionada anteriormente, a empresa fechou um acordo com o governo federal, o que eliminou qualquer risco de governança e atenuou o risco do segmento nuclear. Considerando as reduções de risco, acreditamos que o caso tem uma grande assimetria de valuation.

### **Copel (CPLE6):**

---

Esperamos que a nova política de dividendos da Copel seja divulgada próximo aos resultados do primeiro trimestre (no início de maio). A reestruturação da empresa está indo na direção certa, ajustando sua base de custos em um bom ritmo, atraindo novos talentos e vendendo ativos em condições melhores do que as esperadas anteriormente pelos investidores. A Copel também já está pagando dividendos decentes e tem um programa de recompra considerável em andamento. A empresa, no entanto, ainda não é negociada como uma tese de dividendos, com sua TIR ainda em torno de 11%, o que é bastante elevado em comparação com outros players pagadores de dividendos (negociando com TIRs reais entre 6 e 8%). A nova política de dividendos poderia ajudar a fazer com que a ação se tornasse uma "tese de dividendos" mais clara.

### **BB Seguridade (BBSE3):**

---

A BBSE3 tem entregado consistentemente um retorno anual de 15% (incluindo dividendos) desde seu IPO (abril de 2013), tornando-a uma das ações com melhor desempenho no Brasil no período. Sua forte previsibilidade, retornos muito altos, histórico sólido de governança corporativa e grandes dividendos a tornam particularmente interessante em épocas de intensa volatilidade como a que vimos recentemente. Como resultado, começamos mais um ano com a

BBSE3 entre nossas principais opções, especialmente em meio ao ciclo de aperto monetário em andamento.

### **Vale (VALE3):**

---

Reconhecemos os eventos positivos recentes, como a melhoria na produção de minério de ferro, menores custos-caixa C1, os desenvolvimentos positivos em relação ao acordo com a Samarco (com o acordo definitivo abaixo de nossas expectativas) e as renegociações de concessões ferroviárias resolvidas (com apenas um modesto ajuste nas provisões). No entanto, optamos por esperar por maior clareza no ambiente macro, antes de fazer quaisquer alterações significativas em nossa recomendação. Além disso, a situação da China permanece instável (apesar das recentes discussões sobre estímulos), aumentando a pressão em todo o complexo siderúrgico e gerando um impacto negativo nos preços do minério de ferro. Ainda temos dificuldades para ver uma expansão de múltiplos, com as ações sendo negociadas a aproximadamente 4x o EBITDA de 2025 e yields de dividendos na faixa de 7-9%. Temos uma expectativa de novas revisões negativas para a empresa em 2025, à medida que os investidores precificam um ambiente de preços de minério de ferro materialmente menor no futuro (modelamos os preços do minério de ferro em US\$ 95/t para 2025 vs. US\$ 107/t à vista).

### **Klabin (KLBN11):**

---

Vemos a Klabin se beneficiando de “ventos favoráveis” em unidades de negócios importantes, com lucros crescendo de forma constante no curto prazo. Enquanto o preço de celulose está atingindo um piso, as tendências de demanda por kraftline e papelão ondulado são positivas. À medida que os projetos Puma II e Figueira avançam, o crescimento deve continuar, com o mercado subestimando esse potencial. O foco da empresa na desalavancagem dará suporte a um balanço patrimonial mais saudável, com a empresa focada na monetizar ativos florestais e reduzir a alavancagem até o fim de ano para 3x (de 4,5x no ano fiscal de 2024). Atualmente a ação está sendo negociado abaixo de 5,9x EV/EBITDA 2025 (vs. 8x justo/histórico), ainda vemos espaço para alguma expansão do múltiplo nos níveis atuais.

### **Alupar (ALUP11):**

---

A Alupar expandiu seu portfólio ao garantir novos ativos em leilões de transmissão no Brasil e na América Latina. Com a entrada em operação dos empreendimentos em construção, vislumbramos espaço para maiores pagamentos de dividendos nos próximos trimestres, aliada à nova política de dividendos em vigor desde novembro/22, que prevê o pagamento de no mínimo 50% do lucro líquido regulatório. A Alupar continuou a expandir seu portfólio ao garantir novos ativos em leilões de transmissão no Brasil e na América Latina. A empresa tem agora 14 projetos em construção, incluindo a seção norte da ELTE e TNE, que está avançando rapidamente, atingindo 70% de conclusão (acima dos 61% no 3T24). O processo inicial de arbitragem de 24 meses na ANEEL foi concluído em setembro passado e, embora uma extensão

tenha sido antecipada, a empresa continua otimista quanto a uma resolução nos próximos 12 meses. A empresa tem um ótimo histórico de alocação de capital, o que nos deixa confortáveis caso ela decida buscar crescimento adicional.

### **Direcional (DIRR3):**

---

Acreditamos que a Direcional navegou muito bem os últimos anos (evitando estouros de custos enfrentados por outras empresas), crescendo suas operações e mantendo uma sólida distribuição de dividendos e baixa alavancagem. A Direcional também lançou uma nova marca, Riva, (recentemente avaliada em R\$ 2,6 bilhões, 50% do valor de mercado da Direcional) para atuar no segmento de média renda, diversificando sua atuação. A empresa conseguiu também crescer bastante as vendas, ao mesmo tempo em que aumentou as margens, reforçando que o programa MCMV nunca esteve tão forte, e a Direcional está bem-posicionada para capturar essa demanda (grande banco de terrenos, execução impecável, alta lucratividade, etc.). Mantemos nossa recomendação de Compra para a ação em função de sua dinâmica positiva, tanto operacional quanto financeira.

### **Tim (TIMS3):**

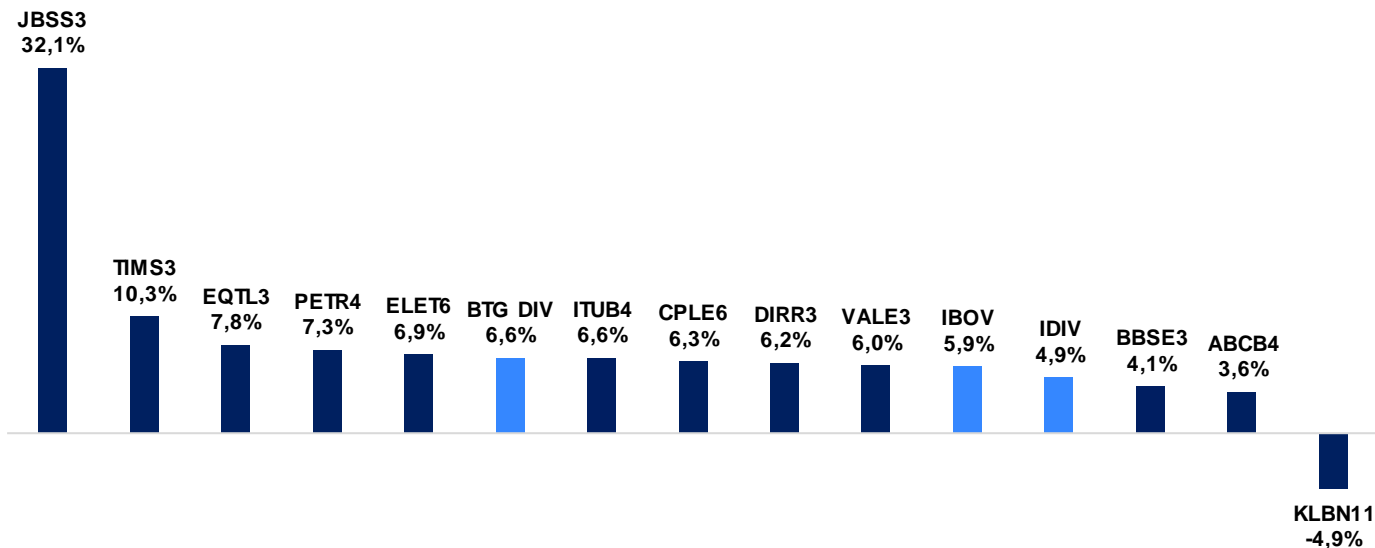
---

A TIM negocia a 12x P/L 2025E, com desconto frente a operadoras globais integradas (13x) e Vivo (14x). O yield de dividendos estimado para 2025 é de 9,5%, acima das operadoras dos EUA (5%) e da Vivo (9%). O ponto médio do guidance da TIM indica uma remuneração total aos acionistas de R\$13,75 bilhões entre 2025 e 2027, resultando em um yield de 32% no período. Além disso, o aumento consistente dos dividendos a cada ano deve fornecer um suporte relevante para a ação. Mais importante ainda, a empresa deve distribuir R\$6 bilhões em dividendos nos próximos 15 meses (R\$2 bilhões referentes a 2024 e R\$4 bilhões referentes a 2025), o que equivale a 14% do valor de mercado da companhia.

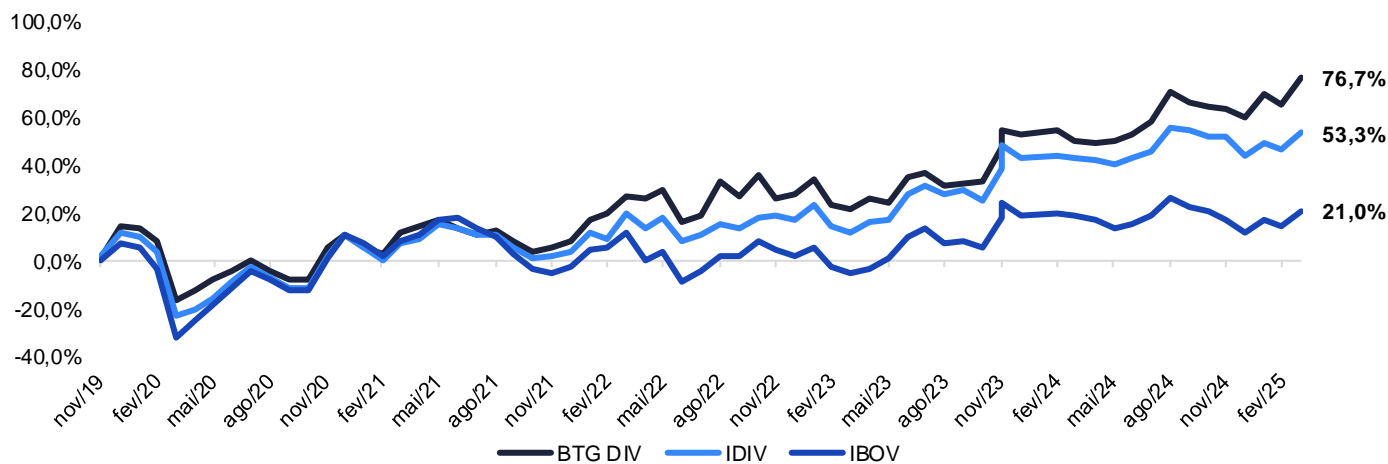
### **Rentabilidade Histórica\***

---

Em março, nossa Carteira Recomendada de Dividendos apresentou uma performance de 6,6%, contra 4,9% do IDIV e 5,9% do IBOV. Desde o dia 8 de novembro de 2019, a nossa Carteira Recomendada de Dividendos acumula uma rentabilidade de 76,7%, contra 53,3% do IDIV e 21,0% do IBOV.

**Gráfico 1: Performance por ação em março de 2025\***


Fonte: BTG Pactual e Economática, (\*) rentabilidade considerando o último preço de fechamento.

**Gráfico 2: Rentabilidade acumulada desde o início (8/11/2019)\***


Fonte: BTG Pactual e Economática, (\*) rentabilidade considerando o último preço de fechamento.

**Rentabilidade mensal\***

BTG DIV	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ	BTG DIV no ano	IDIV no ano	BTG DIV Acum.	IDIV Acum.
2025	5,9%	-2,2%	6,6%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	10,5%	6,2%	76,7%	53,3%
2024	-1,1%	1,3%	-3,1%	-0,7%	0,5%	2,2%	3,4%	7,5%	-2,4%	-0,9%	-0,9%	-2,0%	3,3%	-2,6%	59,9%	44,3%
2023	4,3%	-7,5%	-1,8%	4,0%	-1,6%	8,6%	1,1%	-3,6%	0,7%	0,3%	11,0%	4,8%	20,8%	26,8%	54,8%	48,2%
2022	8,4%	2,5%	6,3%	-0,7%	2,8%	-9,4%	2,7%	10,1%	-4,3%	6,8%	-7,1%	1,4%	18,9%	12,6%	28,1%	16,9%
2021	-4,1%	-2,9%	8,4%	2,9%	1,7%	-2,6%	-2,7%	1,5%	-3,8%	-3,6%	1,0%	2,5%	-2,5%	-6,4%	7,8%	3,7%
2020	-0,7%	-4,6%	-22,8%	4,9%	5,0%	3,9%	4,9%	-4,4%	-4,2%	0,6%	14,6%	4,4%	-3,2%	-1,0%	10,5%	10,8%
2019	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,4%	12,6%	14,2%	12,0%	14,2%	12,0%

Fonte: BTG Pactual e Economática, (\*) rentabilidade considerando o último preço de fechamento. Nota: A performance do dia 05/03/2025 está contida no mês de fev/25

**Mapa de Proventos:**

Pagamento por ação (R\$)	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Acumulado ano
2025	4,53	0,59	6,18	-	-	-	-	-	-	-	-	-	11,30
2024	0,02	2,26	5,01	2,44	2,89	2,33	0,12	2,69	2,46	0,30	1,56	2,93	25,00
2023	0,09	0,55	4,26	0,56	2,19	0,98	0,43	1,52	2,59	0,14	1,68	6,93	21,92
2022	0,16	0,93	0,83	2,05	1,06	0,41	0,70	4,95	3,63	1,33	0,35	0,03	16,43
2021	2,25	0,48	4,14	0,18	4,56	2,19	2,60	0,00	8,20	0,71	1,72	1,43	28,46
2020	0,02	0,00	0,41	0,03	1,08	0,00	0,00	2,74	0,00	0,00	1,86	1,48	7,60
2019	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,78	1,19	1,97

Dividend Yield (%)	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Acumulado ano
2025	1,3%	0,2%	1,8%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,2%
2024	0,0%	0,8%	1,3%	1,4%	1,2%	0,8%	0,1%	0,8%	0,3%	0,2%	0,6%	3,3%	11,1%
2023	0,0%	0,2%	1,6%	0,2%	0,9%	0,3%	0,1%	0,5%	0,8%	0,0%	0,5%	1,6%	7,1%
2022	0,2%	0,4%	0,3%	0,8%	0,3%	0,2%	0,3%	2,2%	1,7%	0,5%	0,1%	0,0%	7,2%
2021	1,8%	0,3%	2,6%	0,1%	2,7%	1,3%	1,6%	0,0%	6,6%	0,6%	2,1%	1,7%	23,3%
2020	0,0%	0,0%	0,4%	0,0%	0,9%	0,0%	0,0%	2,1%	0,0%	0,0%	1,5%	1,1%	6,3%
2019	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,7%	1,0%	1,7%

Fonte: BTG Pactual e companhias.



## Informações importantes

Este relatório foi elaborado pelo Banco BTG Pactual S.A. Os números contidos nos gráficos de desempenho referem-se ao passado; desempenho passado não é um indicador confiável de resultados futuros.

## Certificado do Analista

Cada analista de pesquisa responsável pelo conteúdo deste relatório de pesquisa de investimento, no todo ou em parte, certifica que:

(i) Nos termos do Artigo 21º, da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, todas as opiniões expressas refletem com precisão suas opiniões pessoais sobre esses valores mobiliários ou emissores, e tais recomendações foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação ao Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas, conforme o caso;

(ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas contidas aqui ou vinculadas ao preço de qualquer um dos valores mobiliários aqui discutidos.

Parte da remuneração do analista provém dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas decorrentes de transações detidas pelo Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas. Quando aplicável, o analista responsável por este relatório, certificado de acordo com a regulamentação brasileira, será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

## Disclaimer Global

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual S.A.") para distribuição apenas sob as circunstâncias permitidas pela lei aplicável. Este relatório não é direcionado a você se o BTG Pactual estiver proibido ou restrito por qualquer legislação ou regulamentação em qualquer jurisdição de disponibilizá-lo a você. Antes de lê-lo, você deve se certificar de que o BTG Pactual tem permissão para fornecer material de pesquisa sobre investimentos a você de acordo com a legislação e os regulamentos relevantes. Nada neste relatório constitui uma representação de que qualquer estratégia de investimento ou recomendação aqui contida é adequada ou apropriada às circunstâncias individuais de um destinatário ou, de outra forma, constitui uma recomendação pessoal. É publicado apenas para fins informativos, não constitui um anúncio e não deve ser interpretado como uma solicitação, oferta, convite ou incentivo para comprar ou vender quaisquer valores mobiliários ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição.

Os preços neste relatório são considerados confiáveis na data em que este relatório foi emitido e são derivados de um ou mais dos seguintes:

- (i) fontes conforme expressamente especificadas ao lado dos dados relevantes;
- (ii) o preço cotado no principal mercado regulamentado para o valor mobiliário em questão;
- (iii) outras fontes públicas consideradas confiáveis;
- (iv) dados proprietários do BTG Pactual ou dados disponíveis ao BTG Pactual.

Todas as outras informações aqui contidas são consideradas confiáveis na data em que este relatório foi emitido e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. Nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é fornecida em relação à precisão, integridade ou confiabilidade das informações aqui contidas, exceto com relação às informações relativas ao Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas, nem pretende ser uma declaração completa ou resumo dos valores mobiliários, mercados ou desenvolvimentos referidos no relatório.

Em todos os casos, os investidores devem conduzir sua própria investigação e análise de tais informações antes de tomar ou deixar de tomar qualquer ação em relação aos valores mobiliários ou mercados analisados neste relatório. O BTG Pactual não assume que os investidores obterão lucros, nem compartilhará com os investidores quaisquer lucros de investimentos nem aceitará qualquer responsabilidade por quaisquer perdas de investimentos. Os investimentos envolvem riscos e os investidores devem exercer prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual não aceita obrigações fiduciárias para com os destinatários deste relatório e, ao comunicá-lo, não está agindo na qualidade de fiduciário. O relatório não deve ser considerado pelos destinatários como um substituto para o exercício de seu próprio julgamento. As opiniões, estimativas e projeções aqui expressas constituem o julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data em que o relatório foi emitido e, portanto, estão sujeitas a alterações sem aviso prévio e podem divergir ou ser contrárias às opiniões expressas por outras áreas de negócios ou grupos do BTG Pactual em decorrência da utilização de diferentes premissas e critérios. Como as opiniões pessoais dos analistas podem diferir umas das outras, o Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas podem ter emitido ou emitido relatórios inconsistentes e/ou chegar a conclusões diferentes das informações aqui apresentadas. Quaisquer opiniões, estimativas e projeções não devem ser interpretadas como uma representação de que os assuntos ali referidos ocorrerão.

Os preços e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a alterações sem aviso prévio. A pesquisa iniciará, atualizará e encerrará a cobertura exclusivamente a critério da Gerência de Pesquisa do Banco de Investimentos do BTG Pactual. A análise contida neste documento é baseada em numerosas suposições. Suposições diferentes podem resultar em resultados substancialmente diferentes. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração deste relatório pode(m) interagir com o pessoal da mesa de operações, pessoal de vendas e outros públicos com a finalidade de coletar, sintetizar e interpretar informações de mercado. O BTG Pactual não tem obrigação de atualizar ou manter atualizadas as informações aqui contidas, exceto quando encerrar a cobertura das empresas abordadas no relatório. O BTG Pactual conta com barreiras de informação para controlar o fluxo de informações contidas em uma ou mais áreas dentro do BTG Pactual, para outras áreas, unidades, grupos ou afiliadas do BTG Pactual.

A remuneração do analista que preparou este relatório é determinada pela gerência de pesquisa e pela alta administração (não incluindo banco de investimento). A remuneração dos analistas não se baseia nas receitas de banco de investimento, no entanto, a remuneração pode estar relacionada às receitas do BTG Pactual Investment Bank como um todo, do qual fazem parte os bancos de investimento, vendas e negociação.

Os valores mobiliários aqui descritos podem não ser elegíveis para venda em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Opções, produtos derivativos e futuros não são adequados para todos os investidores, e a negociação desses instrumentos é considerada arriscada. Títulos garantidos por hipotecas e ativos podem envolver um alto grau de risco e podem ser altamente voláteis em resposta a flutuações nas taxas de juros e outras condições de mercado. O desempenho passado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. Se um instrumento financeiro for denominado em uma moeda diferente da moeda de um investidor, uma alteração nas taxas de câmbio pode afetar adversamente o valor ou preço ou a receita derivada de qualquer título ou instrumento relacionado mencionado neste relatório, e o leitor deste relatório assume qualquer risco cambial.

Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer investidor em particular. Os investidores devem obter aconselhamento financeiro independente com base em suas próprias circunstâncias particulares antes de tomar uma decisão de investimento com base nas informações aqui contidas. Para aconselhamento sobre investimentos, execução de negócios ou outras questões, os clientes devem entrar em contato com seu representante de vendas local. Nem o BTG Pactual nem qualquer de suas afiliadas, nem qualquer um de seus respectivos diretores, funcionários ou agentes aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda ou dano decorrente do uso de todo ou parte deste relatório.

Quaisquer preços declarados neste relatório são apenas para fins informativos e não representam avaliações de títulos individuais ou outros instrumentos. Não há representação de que qualquer transação possa ou não ter sido afetada a esses preços e quaisquer preços não refletem necessariamente os livros e registros internos do BTG Pactual ou avaliações baseadas em modelos teóricos e podem ser baseados em certas suposições. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído a qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o consentimento prévio por escrito do BTG Pactual e o BTG Pactual não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito. Informações adicionais relacionadas aos instrumentos financeiros discutidos neste relatório estão disponíveis mediante solicitação. O BTG Pactual e suas afiliadas mantêm acordos para administrar conflitos de interesse que possam surgir entre eles e seus respectivos clientes e entre seus diferentes clientes. O BTG Pactual e suas afiliadas estão envolvidos em uma gama completa de serviços financeiros e relacionados, incluindo serviços bancários, bancos de investimento e prestação de serviços de investimento. Dessa forma, qualquer membro do BTG Pactual ou de suas afiliadas pode ter interesse relevante ou conflito de interesses em quaisquer serviços prestados a clientes pelo BTG Pactual ou por tal afiliada. As áreas de negócios dentro do BTG Pactual e entre suas afiliadas operam independentemente umas das outras e restringem o acesso do(s) indivíduo(s) específico(s) responsável(is) por lidar com os assuntos do cliente a determinadas áreas de informações quando isso é necessário para administrar conflitos de interesse ou interesses materiais.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse:

[www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)