



# Dividendos

Carteira Recomendada

Equity Research  
Banco BTG Pactual S.A.

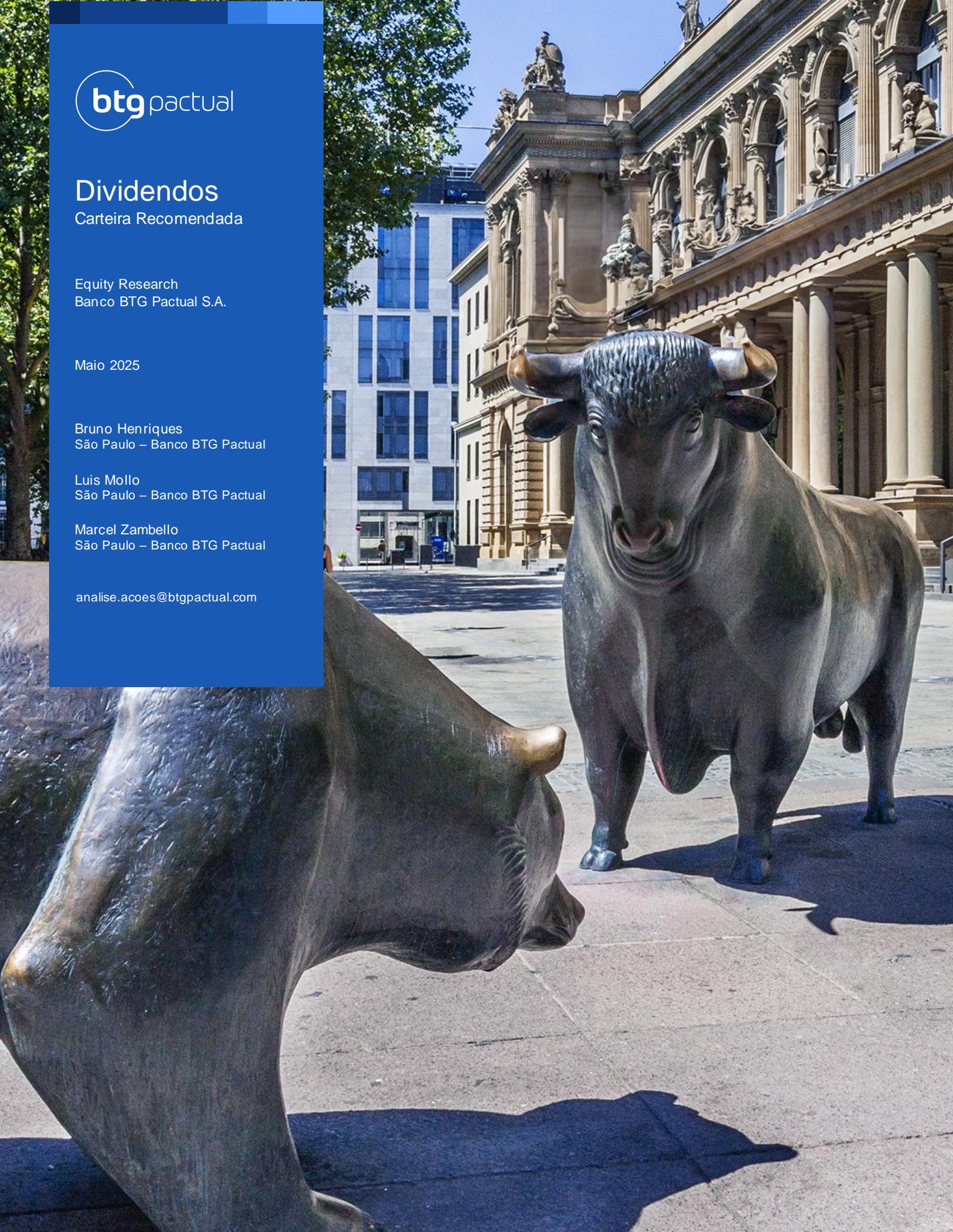
Maio 2025

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

02 de maio 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 maio, retiramos BB Seguridade (-5%) e Klabin (-10%), substituindo por Banco do Brasil (+10%) e Caixa Seguridade (+5%).

Tabela 1: Carteira Recomendada de Dividendos de maio

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	15%	408.690	3,1x	3,0x	3,6x	3,8x	15,3%	17,5%
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	10%	354.904	-	-	7,6x	7,0x	7,8%	8,6%
Vale	VALE3	Mineração & Siderurgia	5%	229.831	3,8x	3,9x	6,2x	7,1x	7,3%	8,1%
Banco do Brasil	BBAS3	Financeiro	10%	162.679	-	-	4,2x	4,0x	9,9%	10,6%
Santander	SANB11	Bancos	10%	105.958	-	-	6,8x	6,1x	7,2%	8,0%
Eletrobras	ELET6	Serviços Básicos	10%	99.714	6,1x	5,3x	12,9x	13,0x	5,2%	7,7%
Caixa Seguridade	CXSE3	Financeiro (ex-Bancos)	5%	48.060	-	-	10,9x	10,0x	8,2%	9,0%
Tim	TIMS3	Telecom	5%	45.386	4,4x	4,1x	12,8x	11,0x	9,1%	9,8%
Equatorial	EQTL3	Serviços Básicos	10%	45.189	7,0x	7,5x	8,8x	9,9x	3,8%	5,1%
Copel	CPL6	Serviços Básicos	10%	32.382	8,5x	7,6x	15,4x	12,1x	6,5%	8,3%
Alupar	ALUP11	Serviços Básicos	5%	10.253	7,7x	7,4x	14,7x	13,0x	3,4%	3,8%
Direcional	DIRR3	Construção civil	5%	6.041	7,9x	7,0x	9,8x	8,4x	6,1%	9,5%

Fonte: BTG Pactual e Economática

Tabela 2: Alterações na Carteira para maio

Abril				Maio			
Empresa	Código	Setor	Peso (%)	Empresa	Código	Setor	Peso (%)
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	10%	Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	10%
Santander	SANB11	Bancos	10%	Santander	SANB11	Bancos	10%
Vale	VALE3	Mineração & Siderurgia	10%	Vale	VALE3	Mineração & Siderurgia	5%
Eletrobras	ELET6	Serviços Básicos	10%	Eletrobras	ELET6	Serviços Básicos	10%
BB Seguridade	BBSE3	Financeiro (ex-Bancos)	5%	Banco do Brasil	BBAS3	Financeiro	10%
Klabin	KLBN11	Papel & Celulose	10%	Caixa Seguridade	CXSE3	Financeiro (ex-Bancos)	5%
Petrobras	PETR4	Petróleo & Gás	10%	Petrobras	PETR4	Petróleo & Gás	15%
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%
Alupar	ALUP11	Serviços Básicos	5%	Alupar	ALUP11	Serviços Básicos	5%

Fonte: BTG Pactual

## Um resumo das escolhas para maio

### Itaú Unibanco (ITUB4):

---

Apesar do forte desempenho no mês passado e no acumulado do ano, continuamos a acreditar que o desempenho superior do Itaú em relação a seus pares ainda parece modesto – especialmente considerando seu posicionamento estratégico superior, transformação digital e qualidade de gestão. Vemos potencial de alta para as ações do Itaú provenientes 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 "desligará" o antigo banco e começará a obter ganhos significativos de eficiência em suas operações varejistas. Acreditamos que isso permitirá que seu ROE sustentável aumente a diferença em relação aos seus pares. Com essa abordagem atualizada e o super aplicativo One Itaú, o banco fez a transição do modo de defesa para o modo de ataque. Ele não quer mais ser um "seguidor da concorrência", mas sim um "pioneiro", sempre guiado por uma visão que prioriza o cliente. Portanto, estamos mantendo o Itaú no portfólio por mais um mês, e como nossa principal escolha entre os bancos incumbentes.

### Petrobras (PETR4):

---

Reconhecemos que não previmos totalmente os riscos de queda nos preços do petróleo em relação à retórica do "Dia da Libertação" de Trump, o que contribuiu para o desempenho significativamente inferior da Petrobras em relação ao mercado em abril. Mas, embora não estejamos particularmente otimistas em relação a uma recuperação de curto prazo do Brent – dados os riscos geopolíticos/OPEC+ persistentes –, a Petrobras continua sendo nossa Top Pick no setor de Petróleo & Gás da América Latina e a mantemos em nossa carteira. Essa visão é parcialmente apoiada pela noção de que a ação pode oferecer alguma proteção contra a queda no caso de uma diminuição dos riscos de oferta e demanda do petróleo. Porém, o mais importante é que ela reflete o que continuamos a ver como uma tese convincente. A Petrobras é uma das produtoras de menor custo em nível global, e estimamos que esteja atualmente negociando em um Dividend yield de 13% para 2025, excluindo pagamentos extraordinários. Para nós, os dividendos devem ajudar a amortecer os riscos de queda – especialmente porque continuamos a ver o potencial de valorização decorrente de um capex menor do que o esperado e de uma produção maior do que a estimada.

### Equatorial (EQTL3):

---

Vemos a EQTL com uma TIR real de 10,4%. A EQTL é uma excelente empresa de carregamento, a melhor de seu setor e uma ótima maneira de se expor à assimetria das taxas reais de longo prazo, em nossa opinião. Com uma duration de mais de 10 anos, proteção total contra a inflação e exposição limitada a uma economia em desaceleração, o nome é uma de nossas Top Picks no setor de Serviços Básicos.

## Santander (SANB11):

---

Como destacamos em relatório recente, quando tivemos a oportunidade de conversar com o CEO, Mario Leão tem conseguido comunicar com clareza e garantir que estejam acompanhando os KPIs corretos para sentirmos confiança de que o banco está na direção certa. Negociando a 1,20x o valor patrimonial mais recente, e com a matriz espanhola entregando resultados fortes, a assimetria da tese de investimento parece cada vez mais inclinada para o lado positivo. Em última instância, se o mercado não precificar todas as melhorias microeconômicas que a operação brasileira tem entregado, um fechamento de capital poderia naturalmente ganhar tração — limitando o risco de queda das ações. Apesar da nossa recomendação Neutra, o nosso viés ficou mais construtivo.

## Eletrobras (ELET6):

---

Vemos a ELET sendo negociada a uma TIR real de 11,0%, 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 10,4%, o que é bastante elevada em comparação com outros players pagadores de dividendos mais relevantes (negociados 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.

## Banco do Brasil (BBAS3):

---

Embora esperemos um primeiro trimestre fraco, devido a i) um ambiente ainda desafiador para inadimplência no setor de agronegócios e ii) mudanças contábeis relacionadas à Resolução 4966 – que devem impactar o BB mais do que seus pares privados – acreditamos que o valuation oferece um bom suporte. A ação teve um desempenho significativamente inferior nas últimas semanas, deixando o BBAS3 sendo negociado a 4x P/L para 2025 e oferecendo um

Dividend yield de 10%. Operacionalmente, no entanto, acreditamos que o banco se beneficiará ao longo do ano do forte crescimento do PIB agropecuário, de uma taxa Selic elevada e do novo produto de empréstimo consignado privado, no qual tem sido um dos principais originadores até o momento. Temos uma recomendação de Compra para a ação e, com o BB agora ficando atrás de todos os seus pares privados no acumulado do ano, a assimetria parece mais atraente novamente.

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

---

Reconhecemos os avanços recentes na tese de investimento em Vale, como a melhora na narrativa do minério de ferro, menores custos caixa C1, desenvolvimentos positivos relacionados à Samarco, algum progresso nas unidades de metais básicos e melhorias institucionais. No entanto, optamos por aguardar maior clareza quanto ao ambiente macro antes de fazer alterações significativas. Além disso, a narrativa macro da China continua vulnerável (especialmente com a escalada da guerra comercial), o que adiciona pressão sobre todo o complexo siderúrgico e gera uma pressão negativa para os preços do minério de ferro. Ainda temos dificuldade em enxergar um retorno substancial em termos de valuation, com as ações sendo negociadas a ~4x o EBITDA 2025 e oferecendo dividend yields na faixa de 8–10%. Antecipamos novas revisões negativas para a empresa na segunda metade de 2025, à medida que os investidores ajustem seus modelos a um cenário de preços mais fracos para o minério de ferro (nossa projeção é de US\$95/t para 2025, contra ~US\$100/t no mercado à vista e US\$85/t para 2026).

### **Caixa Seguridade (CXSE3):**

---

Estamos adicionando a Caixa Seguridade ao portfólio pela primeira vez. Atualizamos nossa recomendação da ação para Compra no início de abril e, apesar da alta de 9% desde então, acreditamos que há espaço para mais. Dada a natureza mais previsível de seus resultados – concentrados no seguro hipotecário (com uma duration mais longa) e no negócio de pensões (com forte transferência de resultados) – juntamente com o "contrato" refinado e estendido que tem com seu banco controlador, a Caixa, a CXSE3 merece um valuation premium em relação a seu principal par, BBSE3. Há um ano, esse prêmio estava mais próximo de 45-50%, e agora está em apenas 20%. Acreditamos que algo próximo a ~30% seja mais justo. A melhora na cobertura e o aumento da liquidez após o recente follow-on podem ajudar a fazer isso acontecer nos próximos meses. Além disso, o Dividend yield de +8% oferece uma boa proteção contra a queda, caso o mercado "corrija" um pouco após a recente alta.

### **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):**

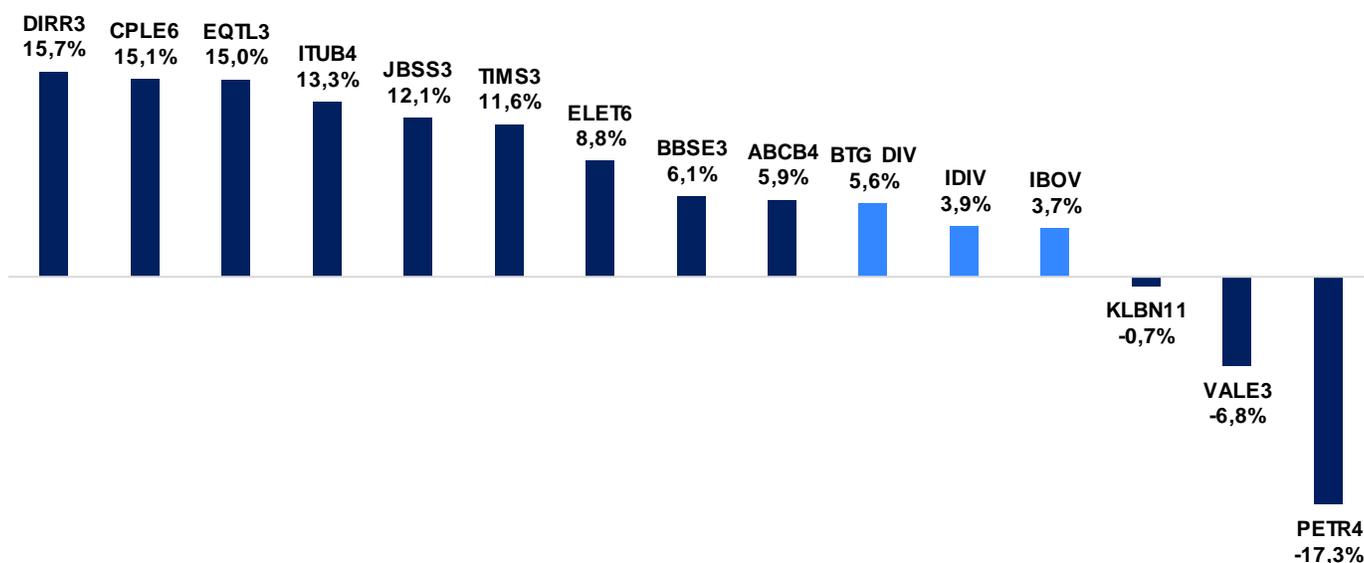
---

A TIM negocia a 12,2x 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\*

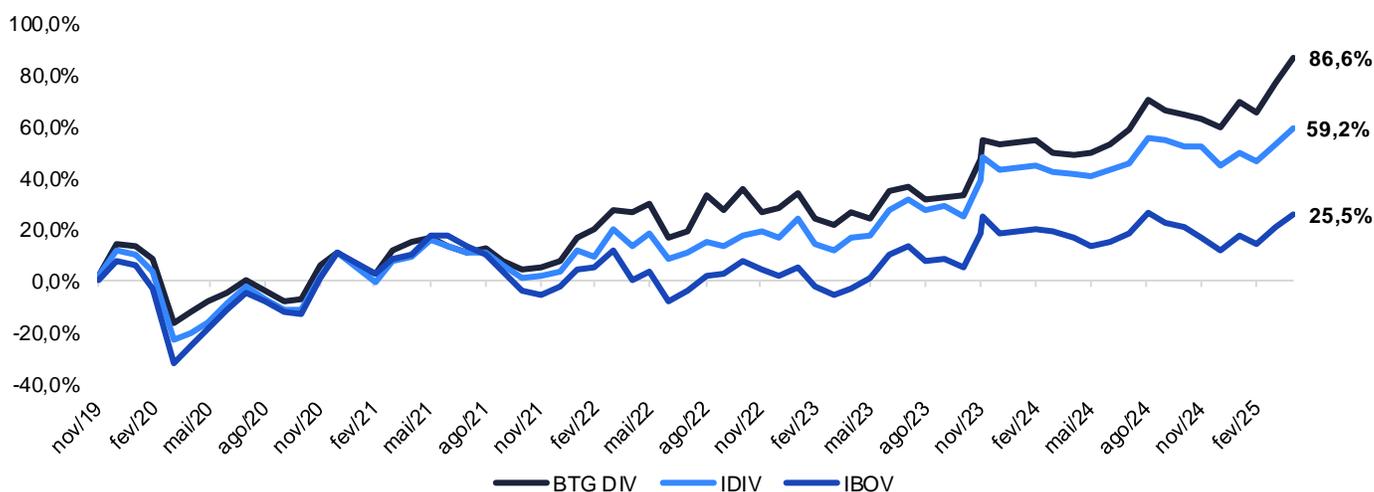
Em abril, nossa Carteira Recomendada de Dividendos apresentou uma performance de 5,6%, contra 3,9% do IDIV e 3,7% do IBOV. Desde o dia 8 de novembro de 2019, a nossa Carteira Recomendada de Dividendos acumula uma rentabilidade de 86,6%, contra 59,2% do IDIV e 25,5% do IBOV.

Gráfico 1: Performance por ação em abril 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%	5,6%	-	-	-	-	-	-	-	-	16,7%	10,3%	86,6%	59,2%
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 Econômica, (\*) 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	0,62	-	-	-	-	-	-	-	-	11,92
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%	0,1%	-	-	-	-	-	-	-	-	3,4%
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%	0,5%	0,4%	0,9%	0,4%	0,2%	0,3%	2,4%	1,7%	0,5%	0,1%	0,0%	7,8%
2021	2,1%	0,3%	2,6%	0,1%	2,7%	1,3%	1,6%	0,0%	6,7%	0,6%	2,1%	1,7%	24,0%
2020	0,0%	0,0%	0,5%	0,0%	0,9%	0,0%	0,0%	2,1%	0,0%	0,0%	1,7%	1,3%	6,7%
2019	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,7%	1,0%	1,8%

Fonte: BTG Pactual e companhias.

**Informações importantes**

[content.btgpactual.com](http://content.btgpactual.com)

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)