



Dividendos

Carteira Recomendada

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Junho 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



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 junho, saem Vale (VALE3), Tim (TIMS3), Alupar (ALUP11) e BB (BBAS3), dando lugares a Gerdau (GGBR4), Marcopolo (POMO4), Cyrela (CYRE3), Vibra (VBBR3) e Auren (AURE3).

Tabela 1: Carteira Recomendada de Dividendos de junho

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%	418.347	3,5x	3,6x	4,6x	5,1x	11,8%	13,5%
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	10%	381.479	-	-	7,9x	7,4x	7,4%	7,9%
Santander	SANB11	Bancos	10%	110.661	-	-	7,0x	6,3x	5,8%	6,5%
Eletrobras	ELET6	Serviços Básicos	10%	95.922	5,9x	5,1x	12,3x	12,5x	5,4%	8,0%
Equatorial	EQTL3	Serviços Básicos	10%	46.382	7,1x	7,7x	9,0x	10,3x	3,7%	4,9%
Caixa Seguridade	CXSE3	Financeiro (ex-Bancos)	5%	45.000	-	-	10,4x	9,5x	8,7%	9,5%
Copel	CPLE6	Serviços Básicos	10%	36.576	9,2x	8,5x	15,1x	13,4x	10,5%	11,4%
Gerdau	GGBR4	Mineração & Siderurgia	5%	31.391	3,5x	3,2x	9,6x	7,8x	3,4%	4,5%
Vibra	VBBR3	Distribuição de combustível	5%	23.059	4,9x	4,6x	11,9x	10,4x	6,9%	3,6%
Auren	AURE3	Serviços Básicos	5%	10.345	7,7x	7,5x	-44,7x	-499,1x	0,0%	0,0%
Cyrela	CYRE3	Construção civil	5%	9.132	7,3x	6,7x	6,0x	5,3x	9,4%	19,8%
Marcopolo	POMO4	Transportes	5%	7.562	4,9x	4,1x	6,1x	5,5x	9,9%	9,1%
Direcional	DIRR3	Construção civil	5%	6.994	9,0x	8,1x	11,3x	9,7x	5,3%	8,2%

Fonte: BTG Pactual e Economatica

Tabela 2: Alterações na Carteira para junho

Maio				Junho			
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	5%	Gerdau	GGBR4	Mineração & Siderurgia	5%
Eletrobras	ELET6	Serviços Básicos	10%	Eletrobras	ELET6	Serviços Básicos	10%
Banco do Brasil	BBAS3	Bancos	10%	Auren	AURE3	Serviços Básicos	5%
Caixa Seguridade	CXSE3	Financeiro (ex-Bancos)	5%	Caixa Seguridade	CXSE3	Financeiro (ex-Bancos)	5%
Petrobras	PETR4	Petróleo & Gás	15%	Petrobras	PETR4	Petróleo & Gás	15%
Copel	CPLE6	Serviços Básicos	10%	Copel	CPLE6	Serviços Básicos	10%
Tim	TIMS3	Telecom	5%	Marcopolo	POMO4	Transportes	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%	Cyrela	CYRE3	Construção civil	5%
				Vibra	VBBR3	Distribuição de combustível	5%

Fonte: BTG Pactual

Um resumo das escolhas para junho

Itaú Unibanco (ITUB4):

Estamos mantendo as ações do Itaú na carteira por mais um mês. Sim, a recuperação no acumulado do ano significa, sem dúvida, que o potencial de alta agora parece mais limitado. Mas os números recentes do primeiro trimestre foram muito fortes – o Itaú continua com forte dinâmica de crescimento de lucros (pré-imposto - EBT), e a administração tem sido notavelmente otimista sobre o potencial de reduzir o custo de atendimento e melhorar a eficiência em seu segmento de varejo. Continuamos a acreditar que o Itaú continua sendo uma das melhores ações do Brasil, especialmente quando ajustada pelo risco e pela volatilidade.

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. A Petrobras pode não ser mais o destaque óbvio de antes, mas continua atrativa. A combinação de ativos de base sólidos, competitividade em custos de extração e um *dividend yield* razoável ainda oferece valor dentro do setor na América Latina. Estimamos um *dividend yield* de 12% para 2025 e 14% para 2026.

Equatorial (EQTL3):

Vemos a EQTL com uma TIR real de 10,3%. 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 1,2x 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 11,8%, 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 a tese oferece um bom risco/retorno.

Copel (CPLE6):

Como esperado, a Copel anunciou uma nova política de dividendos juntamente com seus resultados do primeiro trimestre. A empresa concluiu que 2,8x dívida líquida/EBITDA é a estrutura de capital ideal, considerando seus ativos e características do negócio. Temos afirmado que a Copel já é uma ação de dividendos que não é negociada como tal. Em nossa opinião, isso se deve à imprevisibilidade do montante de dividendos que a empresa poderia pagar. A nova política de dividendos deve corrigir essa percepção. A empresa agora está estabelecendo um pagamento mínimo de 75% e um prazo de 24 meses para atingir a meta de alavancagem. A ação está sendo negociada a uma TIR real de 9,7%, enquanto os pagadores de dividendos que cobrimos negociam com taxas internas de retorno reais entre 6-8%. Se presumirmos que a Copel migrará para o topo dessa faixa, a ação ainda teria um potencial de valorização de 20-25%. Essa parece ser uma expansão de múltiplos merecida para a tese.

Auren (AURE3):

Em nossa opinião, a decisão da Auren de realizar uma aquisição alavancada da AES foi acertada e estamos confiantes de que, com o passar do tempo, os acionistas verão com bons olhos esse capítulo da história da companhia. Mas alguns fatos devem ser reconhecidos: A Auren se tornou uma tese altamente alavancada no curto prazo. Com 5x a dívida líquida/EBITDA em 2025, sua dívida é equivalente a 2/3 de seu EV. Por um tempo, a Auren deve operar com uma forte correlação inversa ao custo geral de financiamento do Brasil, como qualquer tese alavancada em um cenário de pico de taxa de juros. Com uma TIR real de 13%, temos uma recomendação de Compra, apesar de esperarmos que fatores macro prevaleçam no curto prazo.

Gerdau (GGBR4):

O sentimento cauteloso do mercado e o ambiente macroeconômico desafiador no Brasil devem continuar pressionando a demanda e a lucratividade, apesar da resiliência demonstrada nas tendências recentes de demanda e da forte disciplina de custos da Gerdau. Dito isso, o sentimento pode melhorar caso os formuladores de políticas no Brasil adotem medidas mais protecionistas — o que, no momento, é

difícil de prever. Nos EUA, a principal dúvida agora gira em torno do impacto total das tarifas de aço, mas percebemos que a dinâmica de lucros de curto prazo é positiva e está mal precificada. A América do Norte representa hoje uma parte significativa da geração de EBITDA da Gerdau, mas a empresa ainda negocia como se fosse uma companhia puramente brasileira. Em linhas gerais, vemos um risco limitado para a ação nos níveis atuais, e acreditamos que os resultados do 2T25 podem ser um motivo para alguns investidores revisarem seu pessimismo. Vemos a ação sendo negociada abaixo de 4x o EBITDA estimado para 2025, com yield de fluxo de caixa próximo de 5-6% em 2025, que pode ultrapassar 10% em 2026.

Caixa Seguridade (CXSE3):

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 acima dos 8% para 2025 oferece uma boa proteção contra a queda, caso o mercado "corrija" um pouco após a recente alta.

Cyrela (CYRE3):

Estamos adicionando a Cyrela ao nosso portfólio de Dividendos este mês, pois acreditamos que ela é um beta de alta qualidade no Brasil. A empresa apresentou sólidos resultados operacionais no 1T25, com crescimento de 41% a/a nas vendas. Ela também conta com um banco de terrenos de alta qualidade que deve apoiar um sólido desempenho de lançamentos e vendas nos próximos trimestres. Além disso, a Cyrela está aumentando sua exposição ao programa MCMV por meio de sua subsidiária Vivaz e suas JVs Cury e Plano&Plano, com ~40% de seus resultados provenientes do MCMV, que é mais defensivo em meio a um ambiente macro difícil. Dada sua sólida execução, acreditamos que a Cyrela deve continuar superando seus pares (ganhando participação de mercado), apesar de uma perspectiva macroeconômica mais difícil, enquanto o valuation parece atraente a 5x P/L para 2025, justificando sua inclusão em nosso portfólio.

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.). os resultados do primeiro trimestre foram sólidos e com uma bem-vinda expansão da margem bruta ajustada (acima de nossas expectativas). Acreditamos que a empresa está bem posicionada para aproveitar o forte momento do programa MCMV (especialmente com o novo suporte “Faixa 4”) e esperamos uma boa evolução das vendas, receitas e ROE durante 2025.

Marcopolo (POMO4):

O primeiro trimestre é geralmente o mais fraco para a POMO, e acreditamos que isso já esteja precificado, refletido no desempenho recente das ações (queda de 2% no acumulado do ano, contra +14% para o Ibovespa). O primeiro trimestre combinou números de produção mais fracos com um mix de produtos sazonalmente mais fraco. No entanto, as tendências mensais já estão melhorando, com os dados de março da FABUS ficando 33% acima da média de janeiro-fevereiro (considerando Neobus e Volare). Isso sugere que a produção está pronta para evoluir daqui para frente, conforme indicado pela empresa e pelas tendências históricas. Além disso, o mix de produtos deve melhorar, já que produtos com margens mais altas, como ônibus intermunicipais pesados, são normalmente entregues no segundo semestre do ano. Em suma, continuamos confiantes de que a POMO está posicionada para entregar ganhos sequenciais de margem nos próximos trimestres. Negociando a 6x P/L e oferecendo um elevado dividend yield de 10% para 2025, continuamos com a recomendação de Compra.

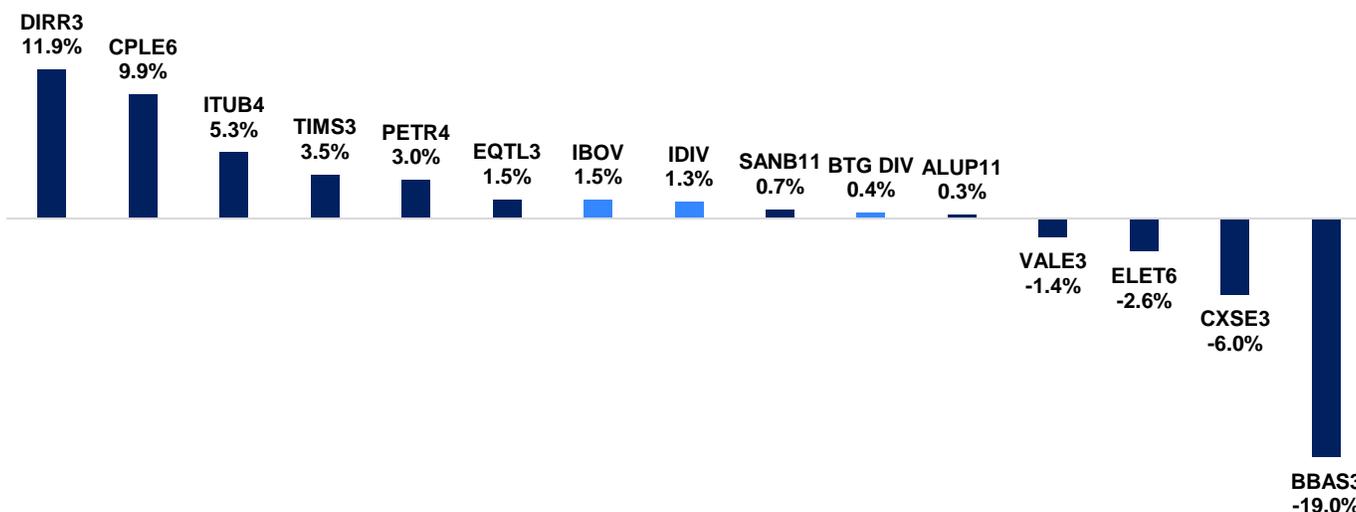
Vibra (VBBR3):

A VBBR continua sendo nossa principal escolha no setor de distribuição de combustíveis, com nossas estimativas principais amplamente inalteradas. Continuamos vendo a empresa como a maior beneficiária do atual movimento por uma maior fiscalização regulatória no setor, especialmente dada sua maior exposição ao negócio de distribuição. Embora vejamos espaço para ganhos adicionais de eficiência e expansão de margem — especialmente por meio de melhorias nas operações centrais da empresa — preferimos manter nossas estimativas conservadoras e tratar qualquer potencial de alta como opcionalidade. Negociando a 9,4x o P/L de 2025 e com uma conversão EBITDA-caixa mais favorável em relação aos pares, a VBBR se destaca em termos de valuation e permanece como nosso nome preferido no setor.

Rentabilidade Histórica*

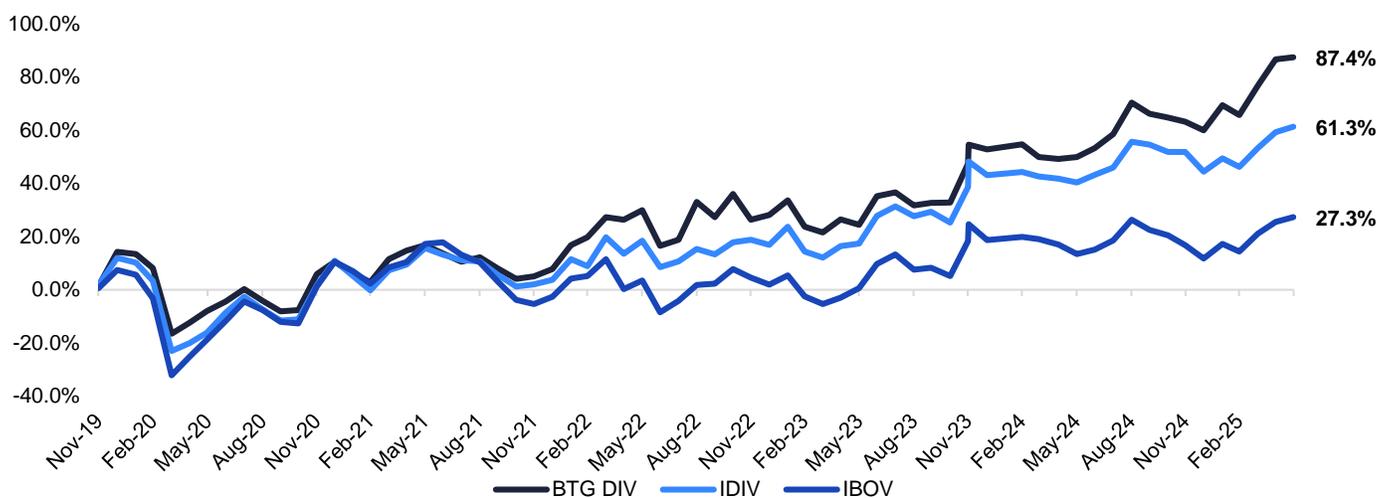
Em maio, nossa Carteira Recomendada de Dividendos apresentou uma performance de 0,4%, contra 1,3% do IDIV e 1,5% do IBOV. Desde o dia 8 de novembro de 2019, a nossa Carteira Recomendada de Dividendos acumula uma rentabilidade de 87,4%, contra 61,3% do IDIV e 27,3% do IBOV.

Gráfico 1: Performance por ação em maio de 2025*



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

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



Fonte: BTG Pactual e Econômica, (*) 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%	0,4%	-	-	-	-	-	-	-	17,2%	11,8%	87,4%	61,3%
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 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	2,27	-	-	-	-	-	-	-	14,19
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%	1,0%	-	-	-	-	-	-	-	4,4%
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%	2,2%	1,7%	24,1%
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%	6,8%
2019	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,7%	1,0%	1,8%

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 vinculados 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 emitir 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