



Dividendos

Carteira Recomendada

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Agosto 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



Carteira recomendada de Dividendos



BTG Pactual Equity Research

01 de agosto 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 agosto, saem Santander (SANB11), Auren Energia (AURE3) e Cyrela (CYRE3). Klabin (KLBN11), Sabesp (SBSP3) e Direcional (DIRR3) entram na carteira. Ajustamos também nossa alocação em Itaú (+5%) e Equatorial (-5%).

Tabela 1: Carteira Recomendada de Dividendos de agosto

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%	446.328	3,7x	3,8x	5,0x	5,6x	10,7%	12,2%
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	15%	357.346	-	-	7,4x	6,9x	7,9%	8,5%
Eletrobras	ELET6	Serviços Básicos	10%	86.651	6,0x	4,5x	15,8x	9,5x	5,3%	10,5%
Sabesp	SBSP3	Serviços Básicos	5%	74.475	8,1x	7,3x	15,4x	12,6x	1,5%	3,8%
Equatorial	EQTL3	Serviços Básicos	5%	43.228	7,2x	7,8x	9,0x	10,2x	3,7%	4,9%
Caixa Seguridade	CXSE3	Financeiro (ex-Bancos)	5%	41.280	-	-	9,6x	8,7x	9,4%	10,3%
Copel	CPL6	Serviços Básicos	10%	34.310	8,8x	8,2x	14,3x	12,6x	11,2%	12,1%
Cemig	CMIG4	Serviços Básicos	10%	34.241	5,9x	6,5x	7,2x	7,8x	7,3%	6,6%
Gerdau	GGBR4	Mineração & Siderurgia	5%	32.945	3,7x	3,4x	10,4x	8,4x	3,2%	4,2%
Vibra	VBBR3	Distribuição de combustível	5%	24.263	5,1x	4,8x	12,5x	11,0x	6,6%	3,4%
Klabin	KLBN11	Papel & Celulose	10%	22.720	6,0x	5,8x	16,3x	8,9x	5,5%	5,8%
Direcional	DIRR3	Construção civil	10%	6.849	8,9x	7,9x	11,0x	9,5x	5,4%	8,4%

Fonte: BTG Pactual e Economática

Tabela 2: Alterações na Carteira para agosto

Julho				Agosto			
Empresa	Código	Setor	Peso (%)	Empresa	Código	Setor	Peso (%)
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	10%	Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	15%
Santander	SANB11	Bancos	10%	Klabin	KLBN11	Papel & Celulose	10%
Gerdau	GGBR4	Mineração & Siderurgia	5%	Gerdau	GGBR4	Mineração & Siderurgia	5%
Eletrobras	ELET6	Serviços Básicos	10%	Eletrobras	ELET6	Serviços Básicos	10%
Auren	AURE3	Serviços Básicos	5%	Sabesp	SBSP3	Serviços Básicos	5%
Caixa Seguridade	CXSE3	Financeiro (ex-Bancos)	5%	Caixa Seguridade	CXSE3	Financeiro (ex-Bancos)	5%
Petrobras	PETR4	Petróleo & Gás	10%	Petrobras	PETR4	Petróleo & Gás	10%
Copel	CPL6	Serviços Básicos	10%	Copel	CPL6	Serviços Básicos	10%
Equatorial	EQTL3	Serviços Básicos	10%	Equatorial	EQTL3	Serviços Básicos	5%
Cemig	CMIG4	Serviços Básicos	10%	Cemig	CMIG4	Serviços Básicos	10%
Cyrela	CYRE3	Construção civil	10%	Direcional	DIRR3	Construção civil	10%
Vibra	VBBR3	Distribuição de combustível	5%	Vibra	VBBR3	Distribuição de combustível	5%

Fonte: BTG Pactual

Um resumo das escolhas para agosto

Itaú Unibanco (ITUB4):

Estamos mantendo as ações do Itaú na carteira por mais um mês. Tanto sua execução operacional quanto o desempenho das ações superaram significativamente os pares do setor privado nos últimos anos. Há vários anos que escrevemos sobre a transformação digital do Itaú. Em nossa opinião, as bases dessa transformação se consolidaram bem, e o Itaú está se preparando para desativar totalmente seus sistemas legados até 2028. Isso significa migrar todos os sistemas para a nuvem (cloud), desligar o legado e aumentar a eficiência em todas as suas operações de varejo. Dito isso, apesar do forte desempenho de 33% no acumulado do ano, com a recente retração no preço das ações (cerca de 10% abaixo do pico em meados de maio) e nossa convicção crescente de que os ganhos de eficiência devem acelerar muito até 2028, estamos novamente nos tornando cada vez mais otimistas em relação à tese e reiterando-a como nossa *Top Pick* entre os bancos.

Petrobras (PETR4):

Nossa visão mais construtiva sobre a Petrobras se apoia em sete pontos principais: (i) o valuation atual precifica o Brent muito abaixo dos níveis à vista, da curva futura e da estimativa do BTG; (ii) os desembolsos de capex podem ser postergados, sustentando o fluxo de caixa livre (FCF); (iii) a produção em 2025–26 provavelmente superará o guidance atual; (iv) não há riscos relevantes de M&A no horizonte; (v) a política de preços dos combustíveis tem se mantido racional e livre de interferência política; (vi) o dividend yield continua atrativo, entre 10% e 12% ao ano; (viii) o ciclo eleitoral no Brasil pode levar a uma redução no custo de capital próprio (Ke) e a uma reprecificação dos múltiplos da empresa.

Equatorial (EQTL3):

Projetamos uma TIR real de 10,6% para a EQTL. A companhia é uma excelente tese, a melhor empresa do setor e uma ótima maneira de se expor ao que acreditamos ser a assimetria das taxas reais de longo prazo. Com uma duration superior a 10 anos, proteção total contra a inflação e exposição limitada a uma economia em desaceleração, a tese é uma das nossas *Top Picks*. Além disso, a EQTL tem apresentado resultados sólidos e acaba de publicar números operacionais fortes para o segundo trimestre, com crescimento dos volumes, perdas de energia sob controle e melhores números de geração.

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 em 2024). Atualmente a ação está sendo negociado a 6,0x EV/EBITDA 2025 (vs. 8x justo/histórico), ainda vemos espaço para alguma expansão do múltiplo nos níveis atuais.

Eletrobras (ELET6):

Vemos a ELET sendo negociada a uma TIR real de 15%, 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):

A Copel tem cumprido consistentemente seus marcos pós-privatização. Mais recentemente, o Conselho de Administração da empresa aprovou a migração para o Novo Mercado. Como todas as ações PN serão convertidas em ações ON, a mudança deve melhorar a liquidez das ações e aumentar seu apelo aos investidores estrangeiros. Além disso, juntamente com os resultados do 1T, a Copel anunciou uma nova política de dividendos, estabelecendo o 2,8x dívida líquida/EBITDA como sua estrutura de capital ideal, com um prazo de 24 meses para atingir essa meta de alavancagem, e definindo um payout mínimo de 75%. Temos afirmado que a Copel já é uma tese de dividendos que não é negociada como tal. Em nossa opinião, isso se devia à imprevisibilidade do valor dos dividendos que a empresa poderia pagar. A nova política de dividendos deve corrigir essa percepção. A ação está sendo negociada a uma TIR real de 10,4%, e esperamos um dividend yield médio de 10,5% entre 2025 e 2028. Enquanto isso, outras empresas pagadoras de dividendos que cobrimos são negociadas a TIRs reais entre 6-8%. Se a Copel apresentar uma expansão de múltiplos e se aproximar do topo dessa faixa, a ação ainda precisaria subir ~30%, um potencial de valorização que acreditamos ser merecido.

Sabesp (SBSP3):

A TIR real da Sabesp voltou para 10,2%. Sua reestruturação é um trabalho em andamento (sem motivos para preocupação até o momento). Os resultados trimestrais têm sido satisfatórios, e a empresa está trabalhando adequadamente para ajustar as expectativas dos investidores à revisão das tarifas deste ano. Gostamos das perspectivas de curto e longo prazo da Sabesp. Acreditamos que ela tem oportunidades de alocação de capital e deve ser uma tese de carregamento relevante do setor nos próximos anos. A Sabesp também tem uma duration de 15 anos, o que a torna uma das ações mais interessantes em um cenário de queda das taxas de longo 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. A melhora na cobertura e o aumento da liquidez após o recente follow-on podem ajudar na expansão dos múltiplos nos próximos meses. Além disso, o dividend yield de 9,4% para 2025 e 10,3% para 2026 oferece uma boa proteção.

Direcional (DIRR3):

Acreditamos que a Direcional navegou muito bem os últimos anos (evitando estouros de custos enfrentados por outros players), aumentando 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. Acreditamos que a Direcional está agora mais otimista em relação ao crescimento das operações em

2025-26, impulsionado pelo segmento “Nível 4” do programa MCMV, anunciado recentemente. Embora a valuation não seja mais uma barganha (as ações estão sendo negociadas a 11x P/L para 2025), mantemos nossa recomendação de Compra para a Direcional devido ao forte momento dos resultados e aos dividendos atraentes.

Cemig (CMIG4):

Cemig é uma estatal mineira com operações de qualidade nos segmentos de geração, transmissão, distribuição (seu principal negócio) e comercialização de energia. Mesmo com controle estatal, suas operações se mostram bastante eficientes, sendo umas das poucas distribuidoras que operam com perdas totais de energia abaixo das exigências regulatórias. Os resultados do 1T25 ficaram abaixo do esperado e acreditamos que o mercado foi excessivamente severo com a tese de investimento devidos à narrativa de preços de energia entre submercados. Por isso, devido à performance relativa, acreditamos que o valuation atual da Cemig oferece ao investidor uma boa relação de risco / retorno, sendo negociada com uma TIR real de 9,7%.

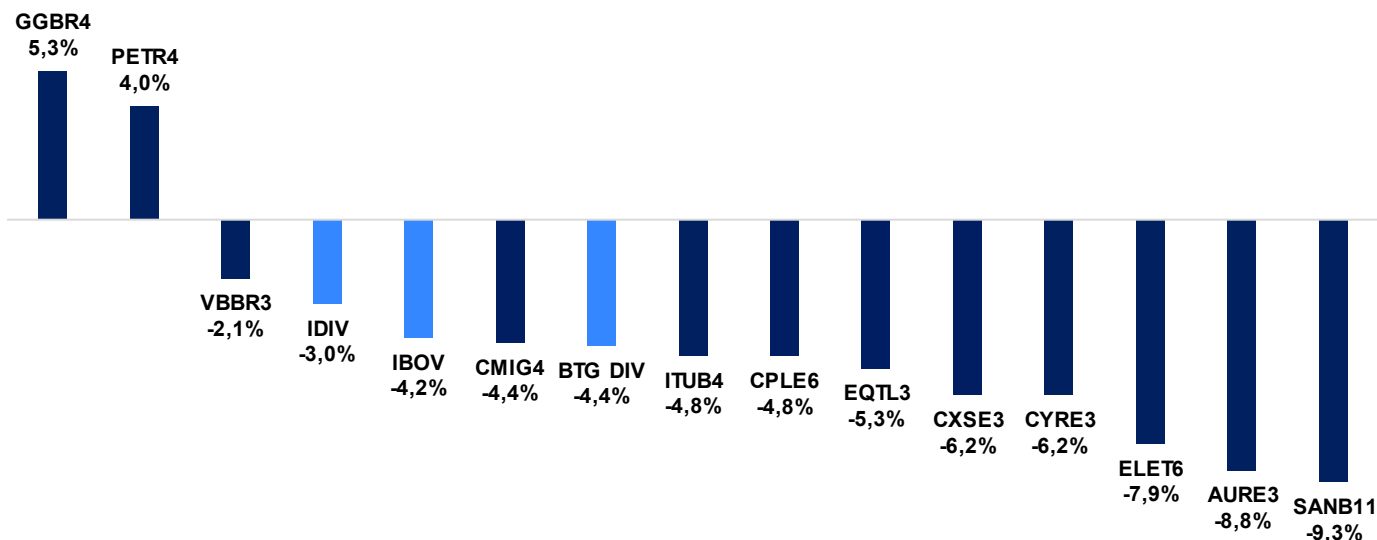
Vibra (VBBR3):

Mantivemos uma postura mais cautelosa em relação ao setor de distribuição de combustíveis, pressionado por uma agenda regulatória lenta e pelo dilema entre volume e lucratividade. No entanto, os recentes acontecimentos geopolíticos, especialmente em torno das interrupções comerciais e dos riscos de abastecimento, mudaram nossa visão para um tom mais construtivo, com uma expectativa de mercado de diesel muito mais restrito no segundo semestre de 2025. Esse ambiente deve apoiar ganhos de participação e margem para as empresas mais estabelecidas. Entre os pares, vemos a Vibra como a clara vencedora, dada a sua forte exposição à distribuição de combustíveis essenciais, sólida conversão de EBITDA em caixa e posicionamento estratégico para beneficiar do aperto regulatório, especialmente na tributação do etanol. Com mais espaço para ganhos de eficiência e um cenário competitivo mais disciplinado, a VBBR destaca-se como a empresa mais bem posicionada para capturar ganhos. Projetamos um yield de geração de caixa (FCFE) de 23% para 2025-26, o que abre espaço para alavancagem adicional, dividendos e um momento positivo dos lucros para o segundo semestre de 2025. A Vibra é nossa Top Pick no setor de distribuição de combustíveis.

Rentabilidade Histórica*

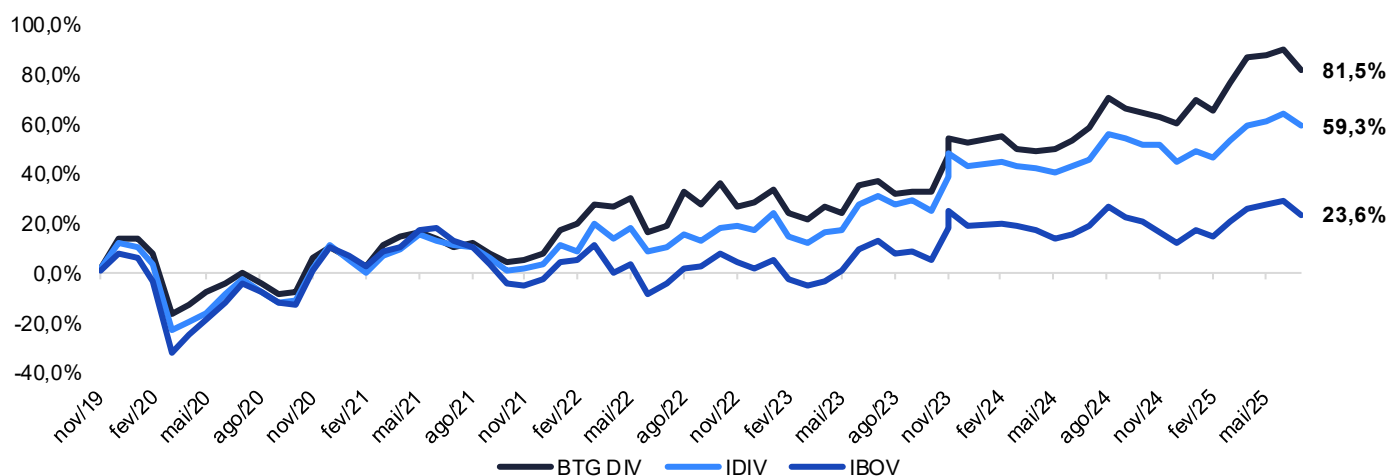
Em julho, nossa Carteira Recomendada de Dividendos apresentou uma performance de -4,4%, contra -3,0% do IDIV e -4,2% do IBOV. Desde o dia 8 de novembro de 2019, a nossa Carteira Recomendada de Dividendos acumula uma rentabilidade de 81,5%, contra 59,3% do IDIV e 23,6% do IBOV.

Gráfico 1: Performance por ação em julho 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%	0,4%	1,4%	-4,4%	-	-	-	-	-	13,5%	10,3%	81,5%	59,3%
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	0,62	2,27	0,61	3,23	-	-	-	-	-	18,03
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%	0,2%	0,5%	-	-	-	-	-	5,1%
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%	1,8%	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 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, consequentemente, das receitas decorrentes de transações deidas 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