



# Dividendos

Carteira Recomendada

Equity Research  
Banco BTG Pactual S.A.

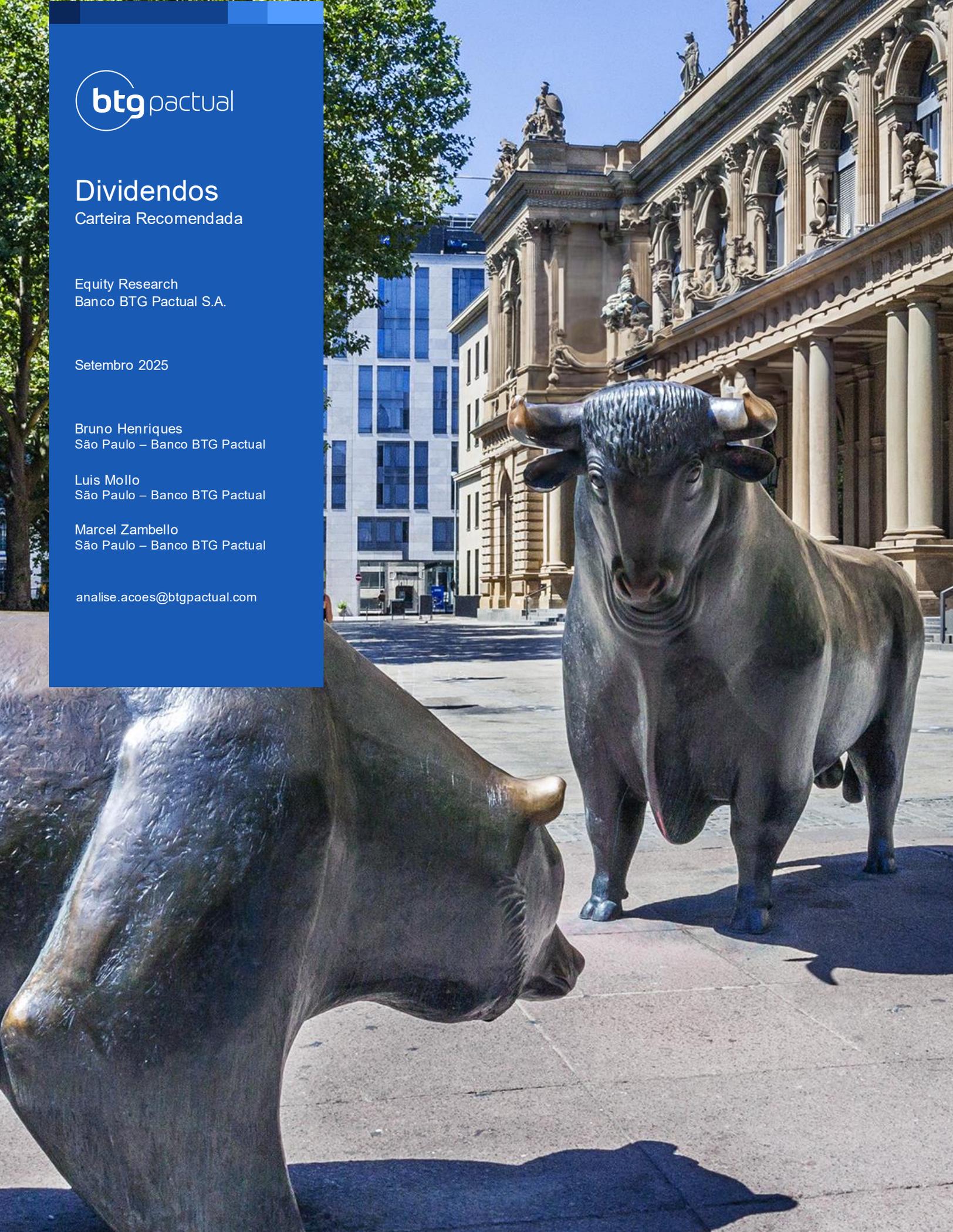
Setembro 2025

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 setembro 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 setembro, saem Klabin (KLBN11), Sabesp (SBSP3) e Caixa Seguridade (CXSE3), dando lugar para CPFL (CPFE3), Copasa (CSMG3) e Vulcabras (VULC3). Ajustamos nossa alocação em Itaú (-5%), Equatorial (+5%) e Vibra Energia (+5%).

Tabela 1: Carteira Recomendada de Dividendos de setembro

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%	417.626	3,6x	3,7x	4,4x	5,3x	9,3%	10,0%
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	10%	389.894	-	-	8,0x	7,3x	9,8%	6,9%
Eletrobras	ELET6	Serviços Básicos	10%	100.688	6,7x	4,9x	18,4x	11,1x	4,6%	9,0%
Equatorial	EQTL3	Serviços Básicos	10%	45.884	7,4x	8,1x	9,6x	10,9x	3,5%	4,6%
CPFL	CPFE3	Serviços Básicos	5%	45.387	6,1x	6,5x	9,7x	10,4x	7,2%	7,2%
Cemig	CMIG4	Serviços Básicos	10%	35.522	6,2x	6,8x	7,6x	8,3x	6,9%	6,3%
Copel	CPLE6	Serviços Básicos	10%	35.139	9,4x	8,8x	15,6x	15,3x	5,1%	10,6%
Gerdau	GGBR4	Mineração & Siderurgia	5%	32.364	3,6x	3,3x	8,6x	8,7x	3,7%	4,0%
Vibra	VBBR3	Distribuição de combustível	10%	27.048	6,1x	5,2x	12,7x	12,1x	5,8%	3,5%
Copasa	CSMG3	Serviços Básicos	5%	11.319	5,4x	6,6x	7,8x	13,6x	6,1%	3,7%
Direcional	DIRR3	Construção civil	10%	7.993	11,4x	10,2x	12,9x	11,1x	4,7%	7,2%
Vulcabras	VULC3	Varejo	5%	5.871	8,0x	7,2x	10,1x	9,2x	7,9%	7,6%

Fonte: BTG Pactual e Economática

Tabela 2: Alterações na Carteira para setembro

Agosto				Setembro			
Empresa	Código	Setor	Peso (%)	Empresa	Código	Setor	Peso (%)
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	15%	Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	10%
Klabin	KLBN11	Papel & Celulose	10%	CPFL	CPFE3	Serviços Básicos	5%
Gerdau	GGBR4	Mineração & Siderurgia	5%	Gerdau	GGBR4	Mineração & Siderurgia	5%
Eletrobras	ELET6	Serviços Básicos	10%	Eletrobras	ELET6	Serviços Básicos	10%
Sabesp	SBSP3	Serviços Básicos	5%	Copasa	CSMG3	Serviços Básicos	5%
Caixa Seguridade	CXSE3	Financeiro (ex-Bancos)	5%	Vulcabras	VULC3	Varejo	5%
Petrobras	PETR4	Petróleo & Gás	10%	Petrobras	PETR4	Petróleo & Gás	10%
Copel	CPLE6	Serviços Básicos	10%	Copel	CPLE6	Serviços Básicos	10%
Equatorial	EQTL3	Serviços Básicos	5%	Equatorial	EQTL3	Serviços Básicos	10%
Cemig	CMIG4	Serviços Básicos	10%	Cemig	CMIG4	Serviços Básicos	10%
Direcional	DIRR3	Construção civil	10%	Direcional	DIRR3	Construção civil	10%
Vibra	VBBR3	Distribuição de combustível	5%	Vibra	VBBR3	Distribuição de combustível	10%

Fonte: BTG Pactual

## Um resumo das escolhas para setembro

### Itaú Unibanco (ITUB4):

---

Estamos mantendo as ações do Itaú na carteira por mais um mês, pois a tese continua sendo nossa única recomendação de Compra e nossa Top Pick entre os bancos incumbentes do Brasil. Em setembro, o banco realizará seu Investor Day, quando esperamos que a administração forneça mais clareza sobre suas metas, particularmente o plano de reduzir significativamente o custo da operação de varejo até 2028 por meio da digitalização, automação por IA e novos modelos de serviço. A principal oportunidade está no aprofundamento do relacionamento com clientes de varejo de menor renda — um segmento pouco explorado, onde é possível crescer sem diluir o ROE. Com a redução do custo de atendimento, o Itaú deve alcançar um crescimento sustentável, mantendo altos retornos. Em resumo: a obtenção de ganhos de eficiência permitiria ao banco reinvestir mais capital e, potencialmente, expandir seu P/VP justo.

### Petrobras (PETR4):

---

Embora o sentimento em relação ao setor de commodities siga negativo e a percepção sobre a Petrobras tenha se deteriorado, continuamos a identificar uma assimetria favorável. Vemos uma relação de risco/retorno atraente para os próximos 12-18 meses, embora reconheçamos a ausência de catalisadores de curto prazo e o potencial de anúncios de M&A (notadamente em etanol) impactarem o ativo. Esperamos que a produção caminhe para o limite superior do guidance e revisamos nossas estimativas para 2025. Também esperamos redução do capex de 2026, já que as premissas atuais implicam um Brent a US\$ 83/barril, contra uma média no ano mais próxima de US\$ 70/barril. Combinado a uma base operacional estável, isso sustenta um fluxo de caixa livre atrativo, com dividendos ordinários oferecendo um rendimento anual de ~10-11%.

### Equatorial (EQTL3):

---

Vemos a Equatorial negociando com uma TIR real de 10,1%. A EQTL é uma excelente tese de carregamento, a melhor empresa do setor de serviços básicos e uma ótima maneira de se expor ao que consideramos 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. O segundo trimestre mostrou números operacionais fortes, com crescimento de volumes, perdas de energia sob controle e melhores números de geração.

### CPFL (CPFE3):

---

Vemos a CPFL sendo negociada a uma TIR real de 9,0%, ao mesmo tempo em que vem entregando fortes resultados operacionais, que resultaram em grandes dividendos nos últimos anos. Com um valuation atraente, combinado com um balanço patrimonial robusto,

alocação de capital disciplinada e uma payout elevado, vemos a CPFL sendo negociada com um dividend yield de ~7% para 2025 e 2026.

### **Eletrbras (ELET6):**

---

Vemos a ELET sendo negociada a uma TIR real de 12,3%, 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. Juntamente com os resultados do 2T, a Eletrbras anunciou R\$ 4 bilhões em dividendos para o primeiro semestre de 2025 (R\$ 1,76/ação ou um Dividend yield de 4,5%). A estratégia para uma política de dividendos está se concretizando. Esperávamos que essa notícia positiva só viesse no 3T.

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

---

A Copel tem cumprido consistentemente sua estratégia pós-privatização. Mais recentemente, o Conselho de Administração da empresa aprovou a migração para o Novo Mercado. Além disso, juntamente com os resultados do 1T, a Copel anunciou uma nova política de dividendos, estabelecendo 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 dessa forma. 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. Após a desvalorização das ações de serviços básicos em junho e julho, a TIR da Copel expandiu-se para 10%. Esse nível é (muito) superior ao de todas as outras empresas listadas que pagam dividendos elevados. A Copel é uma empresa que paga dividendos, mas não está sendo negociada dessa forma. Levando isso em consideração, vemos uma assimetria interessante na tese da Copel.

### **Copasa (CSMG3):**

---

Estamos adicionando a Copasa ao portfólio de Dividendos, considerando que fatores importantes relacionados ao processo de privatização podem se desenrolar nos próximos meses. Vemos a empresa sendo negociada a 1,1x EV/RAB, mas o potencial de alta pode ser considerável em um cenário de privatização. Temos uma projeção de um dividend yield de 6,1% para 2025.

### **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 estimar. Nos EUA, a principal dúvida agora é o 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.

### **Vulcabras (VULC3):**

---

Apesar da lucratividade pressionada no segundo trimestre, acreditamos que os desafios devem começar a diminuir no segundo semestre de 2025, à medida que a produtividade dos novos contratados aumenta. Consideramos que a forte receita líquida é sustentável, somada a uma perspectiva mais saudável para a Vulcabras no longo prazo, devido à captura de oportunidades dos acordos com a Under Armour e a Mizuno (maior participação dos modelos da Mizuno desenvolvidos na fábrica da VULC, maximizando as sinergias com outras marcas e impulsionando as vendas da bandeira). Vemos as ações sendo negociadas a 9,2x o P/L para 2026, com um dividend yield de 7,6%, o que também sustenta nossa recomendação de Compra

### **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 12,9x 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 penalizou em excesso 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 9,1%.

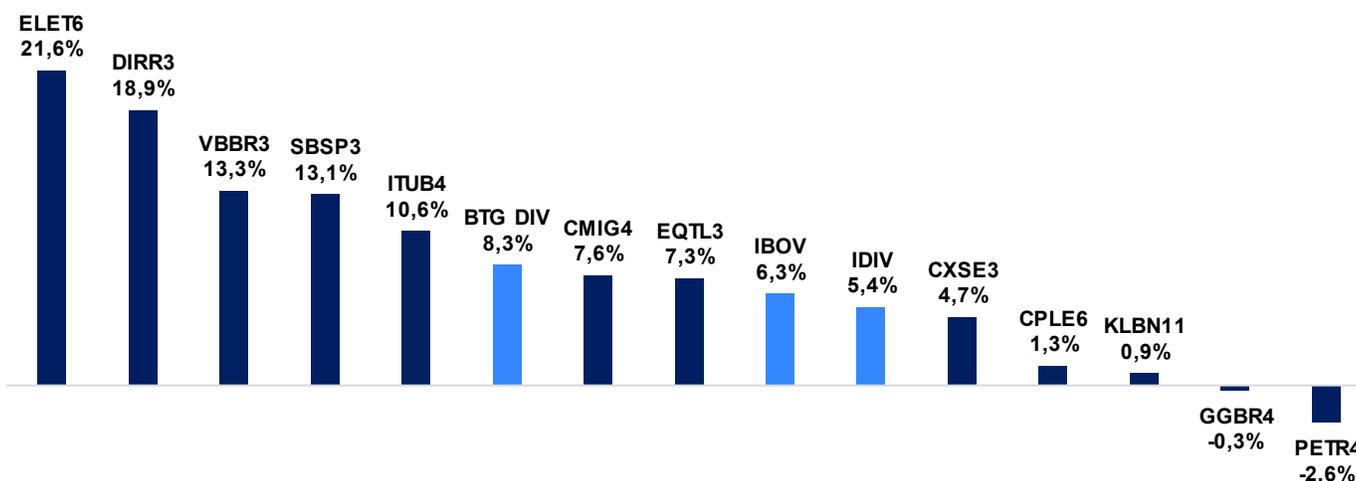
## Vibra (VBBR3):

Mantemos uma visão positiva em relação à Vibra, apoiada por catalisadores de curto e médio prazo e fundamentos sólidos. A empresa se beneficia de um ambiente regulatório mais favorável, com avanços recentes na CBIO, na aplicação da responsabilidade solidária e no combate ao “carbono oculto”, fatores que devem fortalecer as margens do setor. Também vemos espaço para ganhos de participação de mercado, com o diesel russo perdendo competitividade como fonte alternativa de abastecimento. Além disso, a VBBR possui um estoque significativo de créditos fiscais a serem otimizado na próxima década, enquanto a venda da Comerc continua sendo uma opção para gerar valor. A possível entrada de um investidor estratégico adiciona mais possibilidades de valorização, enquanto o valuation permanece atraente para 2026. Com mais espaço para ganhos de eficiência e um cenário competitivo mais disciplinado, a VBBR se destaca como a empresa mais bem posicionada para capturar valorização. Vemos um yield de geração de caixa (FCFE) de 20% para 2025-26, o que abre espaço para uma desalavancagem adicional, dividendos e um momento positivo de resultados para o segundo semestre de 2025.

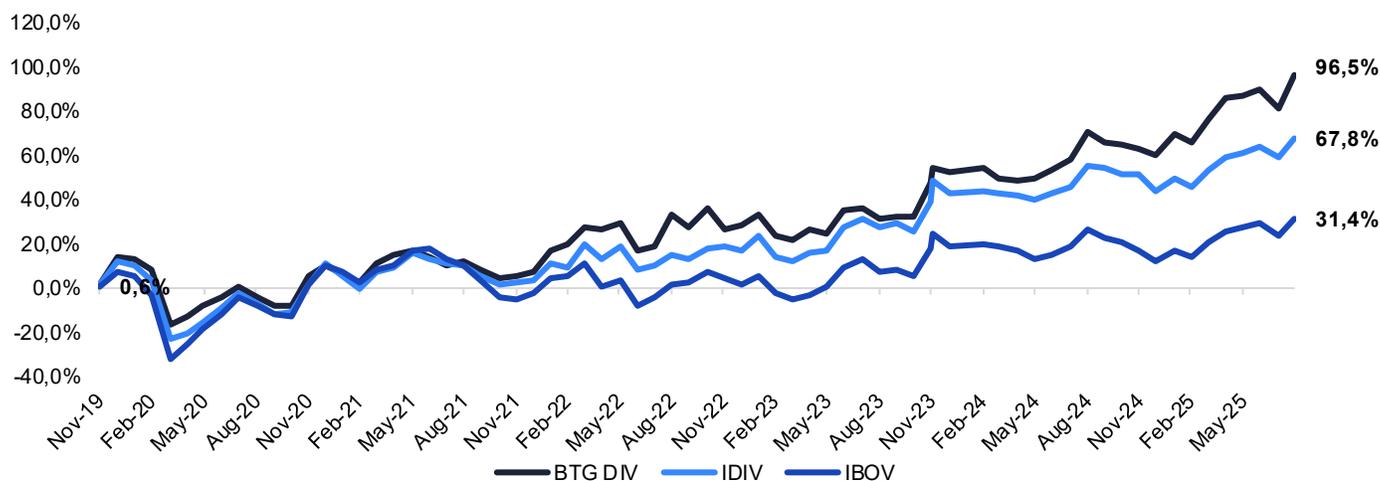
### Rentabilidade Histórica\*

Em agosto, nossa Carteira Recomendada de Dividendos apresentou uma performance de 8,3%, contra 5,4% do IDIV e 6,3% do IBOV. Desde o dia 8 de novembro de 2019, a nossa Carteira Recomendada de Dividendos acumula uma rentabilidade de 96,5%, contra 67,8% do IDIV e 31,4% do IBOV.

Gráfico 1: Performance por ação em agosto 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 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%	1,4%	-4,4%	8,3%	-	-	-	-	22,9%	16,3%	96,5%	67,8%
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	3,68	0,59	6,18	0,62	2,27	0,61	1,90	4,00	-	-	-	-	19,86
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%	1,1%	-	-	-	-	6,3%
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%	10,6%
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%	6,7%
2022	0,2%	0,5%	0,4%	1,0%	0,4%	0,2%	0,3%	2,4%	1,7%	0,5%	0,1%	0,0%	7,7%
2021	2,1%	0,3%	2,7%	0,1%	2,8%	1,4%	1,7%	0,0%	6,8%	0,6%	2,2%	1,8%	22,5%
2020	0,0%	0,0%	0,5%	0,0%	0,9%	0,0%	0,0%	2,2%	0,0%	0,0%	1,8%	1,3%	6,7%
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, 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)