



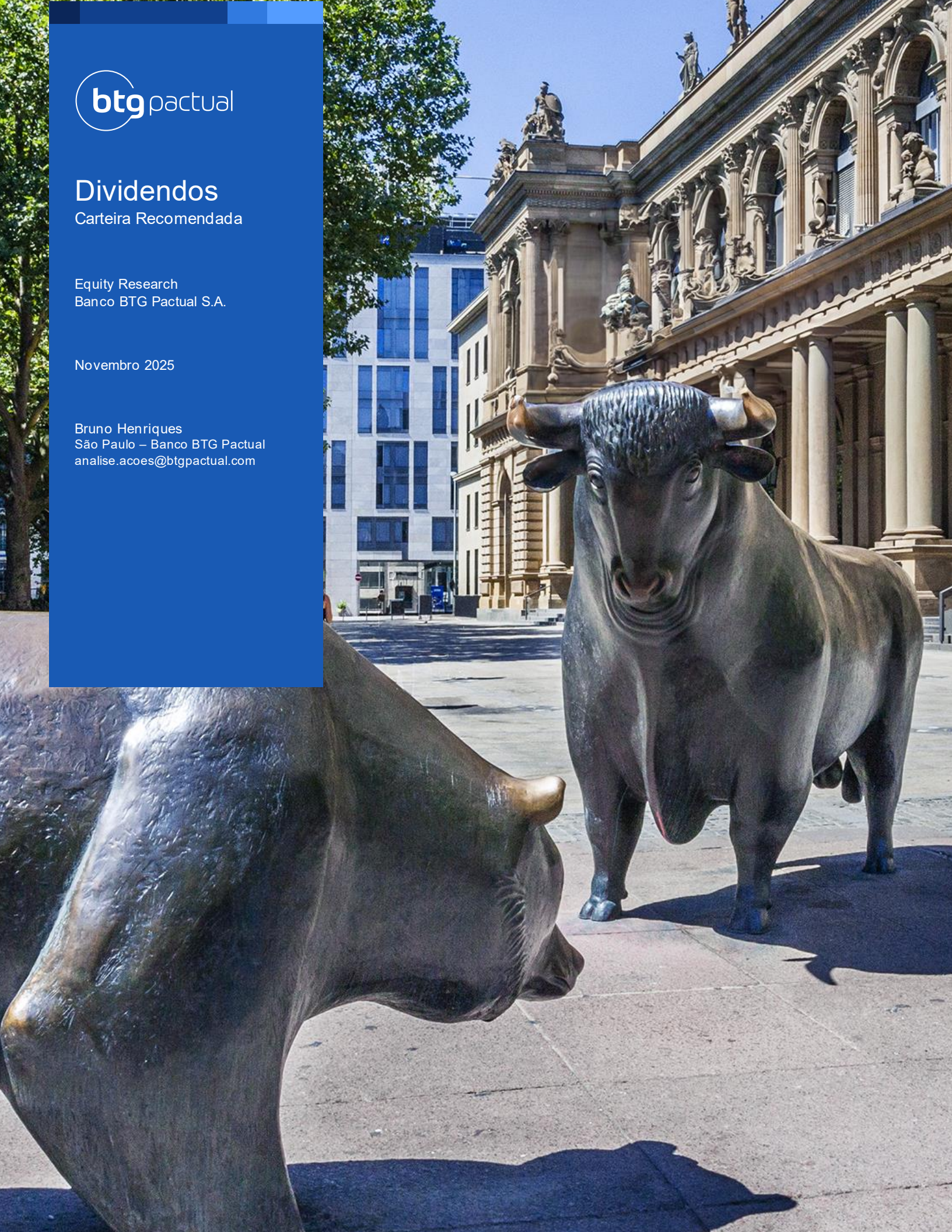
Dividendos

Carteira Recomendada

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Novembro 2025

Bruno Henriques
São Paulo – Banco BTG Pactual
analise.acoes@btgpactual.com



Carteira recomendada de Dividendos



BTG Pactual Equity Research

03 de novembro 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 novembro, saem Eletrobras (ELET6), Vulcabras (VULC3) e BB Seguridade (BBSE3), dando lugar a Sanepar (SAPR11), IRB Brasil (IRBR3) e Vale (VALE3). Ajustamos também os pesos de Copel (-5%) e B3 (+5%).

Tabela 1: Carteira Recomendada de Dividendos de novembro

Empresa	Código	Setor	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mn)	EV/EBITDA		P/L		Dividend Yield (%)	
					2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	10%	400.686	-	-	8,2x	7,4x	9,6%	6,7%
Bradesco	BBDC4	Bancos	10%	177.303	-	-	7,6x	6,6x	7,0%	7,9%
Gerdau	GGBR4	Mineração & Siderurgia	5%	35.069	3,9x	3,6x	9,6x	9,7x	3,4%	3,6%
Sanepar	SAPR11	Serviços Básicos	5%	10.357	5,6x	5,5x	5,1x	8,2x	4,9%	3,7%
Copasa	CSMG3	Serviços Básicos	5%	14.265	6,8x	6,8x	10,6x	12,9x	4,9%	3,9%
IRB Brasil	IRBR3	Financeiro (ex-bancos)	10%	4.027	-	-	7,1x	6,2x	1,4%	3,5%
Petrobras	PETR4	Petróleo & Gás	10%	398.417	3,5x	3,6x	4,2x	5,0x	9,8%	10,5%
Copel	CPL66	Serviços Básicos	10%	39.873	10,2x	9,6x	17,6x	17,3x	4,5%	9,4%
Equatorial	EQTL3	Serviços Básicos	10%	46.097	7,0x	8,2x	8,4x	10,4x	4,0%	4,8%
B3	B3SA3	Financeiro (ex-bancos)	10%	65.483	9,2x	8,5x	12,8x	11,9x	7,0%	7,6%
Cyrela	CYRE3	Construção civil	10%	11.037	8,6x	7,9x	7,2x	6,4x	7,8%	16,4%
Vale	VALE3	Mineração & Siderurgia	5%	272.391	4,3x	3,9x	5,8x	5,1x	7,8%	11,9%

Fonte: BTG Pactual e Economática

Tabela 2: Alterações na Carteira para novembro

Outubro				Novembro			
Empresa	Código	Setor	Peso (%)	Empresa	Código	Setor	Peso (%)
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	10%	Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	10%
Bradesco	BBDC4	Bancos	10%	Bradesco	BBDC4	Bancos	10%
Gerdau	GGBR4	Mineração & Siderurgia	5%	Gerdau	GGBR4	Mineração & Siderurgia	5%
Eletrobras	ELET6	Serviços Básicos	5%	Sanepar	SAPR11	Serviços Básicos	5%
Copasa	CSMG3	Serviços Básicos	5%	Copasa	CSMG3	Serviços Básicos	5%
Vulcabras	VULC3	Varejo	5%	IRB Brasil	IRBR3	Financeiro (ex-bancos)	10%
Petrobras	PETR4	Petróleo & Gás	10%	Petrobras	PETR4	Petróleo & Gás	10%
Copel	CPL66	Serviços Básicos	15%	Copel	CPL66	Serviços Básicos	10%
Equatorial	EQTL3	Serviços Básicos	10%	Equatorial	EQTL3	Serviços Básicos	10%
B3	B3SA3	Financeiro (ex-bancos)	5%	B3	B3SA3	Financeiro (ex-bancos)	10%
Cyrela	CYRE3	Construção civil	10%	Cyrela	CYRE3	Construção civil	10%
BB Seguridade	BBSE3	Financeiro (ex-bancos)	10%	Vale	VALE3	Mineração & Siderurgia	5%

Fonte: BTG Pactual

Um resumo das escolhas para novembro

Itaú Unibanco (ITUB4):

Estamos mantendo as ações do Itaú na carteira por mais um mês, pois continuam sendo nossa única recomendação de Compra e nossa Top Pick entre os bancos incumbentes no Brasil. Acreditamos que estamos em um momento decisivo, em que nos próximos meses devemos ver uma importante agenda de corte de custos no banco — com o Itaú migrando totalmente para o ambiente de “nuvem” (cloud), consolidando todos os clientes em um único aplicativo e fazendo ajustes significativos em sua presença de agências e quadro de funcionários. Ao fazer isso e melhorar a relação custo/receita do segmento de varejo em cerca de 10 p.p., acreditamos que o Itaú adotará uma abordagem com intuito de ganhar participação de mercado e superar os concorrentes, suportando o viés de alta para as estimativas de consenso e potencialmente levando a uma expansão de múltiplos.

Petrobras (PETR4):

Temos mantido uma visão construtiva sobre Petrobras, sustentada por uma assimetria positiva de revisões na curva de produção, combinada a potenciais revisões baixistas de capex e opex. Os dados de produção do 3T25 reforçam essa visão, com aumento de 8% t/t e 17% a/a no volume de petróleo, refletindo um sólido crescimento de produção. Em refino, a utilização das refinarias em 94% sinaliza forte dinamismo comercial. Apesar da volatilidade do Brent, o barril tem encontrado suporte próximo a US\$ 65, o que pode sustentar uma geração de fluxo de caixa operacional saudável no 4T25. Dito isso, o maior capex tem reduzido o prêmio de yield ao acionista da Petrobras em relação aos pares globais. Em nossa visão, a companhia precisa manter um prêmio de pelo menos ~5 p.p. acima dos pares para compensar a maior percepção de risco e preservar a atratividade perante investidores. Temos uma estimativa de dividendos ordinários oferecendo um rendimento anual de ~9-10%.

Equatorial (EQTL3):

Vemos a EQTL sendo negociada a uma TIR real de 10,1%. Após o recente desempenho da ação abaixo do esperado, ela está entre as três maiores TIRs entre as empresas que cobrimos. A EQTL continua sendo uma ótima opção, uma empresa de primeira linha no setor e uma excelente maneira de obter exposição ao que consideramos taxas reais de longo prazo altamente assimétricas. Com duration de mais de 10 anos, proteção total contra a inflação e sensibilidade limitada à desaceleração da economia, ela se destaca como uma de nossas Top Picks. A empresa tem apresentado resultados sólidos e esperamos que essa tendência continue no terceiro trimestre.

Bradesco (BBDC4):

Dado o atual ambiente de Selic alta e baixa inadimplência, os bancos brasileiros têm apresentado rentabilidade bastante robusta. Acreditamos que o Bradesco vem fazendo os ajustes corretos para elevar o ROE nos próximos trimestres. E mesmo após o rali recente,

as ações ainda negociam a um valuation “não exigente”, o que sugere potencial de valorização adicional à frente. Dito isso, seguimos cautelosos quanto à perspectiva de médio e longo prazo do banco. O Bradesco tem focado cada vez mais em clientes de alta renda, se afastando do segmento de baixa renda — onde historicamente se destacava. Em PMEs, o interesse tem se concentrado em linhas de crédito com garantia governamental, nas quais é difícil enxergar retornos excedentes sustentáveis. De modo geral, seguimos vendo o Itaú se distanciando ainda mais dos pares entre os incumbentes brasileiros. Ainda assim, vemos potencial de alta para as ações do Bradesco nos próximos 6–12 meses, e o banco continua sendo nossa segunda preferência, atrás apenas do Itaú.

Sanepar (SAPR11):

A Sanepar é uma empresa de saneamento localizada no estado do Paraná. Embora a empresa apresente métricas operacionais gerais decentes no setor, ela sofre com as ineficiências de seu status de estatal, bem como com os erros de uma agência reguladora que foi abaixo das expectativas várias vezes no passado. A empresa ganhou recentemente uma disputa de R\$ 3,9 bilhões com a administração federal. Se a empresa ficar com apenas uma parte do pagamento (a maior parcela seria repassada aos consumidores), seu valor justo pode ser ajustado positivamente. Temos recomendação Neutra, embora entendamos que o ativo possa valer muito mais se for privatizado.

Copel (CPLE6):

A Copel tem cumprido consistentemente suas metas pós-privatização. Vemos fatores positivos nos próximos meses, incluindo (i) sua migração para o Novo Mercado (prevista para dezembro), que deve aumentar a liquidez das ações e impulsionar o apetite para investidores estrangeiros, e (ii) pagamentos de dividendos sob a nova política aprovada no início deste ano. A empresa também se beneficia dos preços mais altos da energia, dada sua posição não contratada para os próximos anos no segmento de geração. As ações estão sendo negociadas a uma TIR real de 8,5%, enquanto outras empresas que pagam dividendos que cobrimos são negociadas a TIRs reais entre 6% e 8%.

Copasa (CSMG3):

Estamos mantendo a Copasa no portfólio de Dividendos, considerando que fatores importantes relacionados ao processo de privatização podem ocorrer nos próximos meses. Vemos a empresa sendo negociada a 1,2x EV/RAB, mas o potencial de alta pode ser considerável em um cenário de privatização. Temos uma projeção de um dividend yield de 5% para 2025.

Gerdau (GGBR4):

Mantemos nossa visão de que a Gerdau segue sendo uma empresa de alta qualidade no setor, presa em tendências divergentes entre fundamentos sólidos nos EUA e dinâmicas negativas no Brasil, mas com retornos de caixa melhores. A história nos EUA continua sólida,

com perspectivas favoráveis para o próximo ano. No Brasil, expectativas em torno de possíveis medidas antidumping e eventuais aumentos de preços no curto prazo estão (aos poucos) elevando o otimismo dos investidores com o setor. A ação negocia a 4,0x EV/EBITDA para 2026, com yields de fluxo de caixa operacional de 10–12% para o próximo ano. A Gerdau continua sendo nossa tese siderúrgica preferida na América Latina.

IRB Brasil (IRBR3):

Estamos adicionando IRB na carteira de Dividendos, sustentado pelo valuation atrativo. Apesar da recuperação de receita ainda mais lenta do que o esperado, consideramos esse ponto menos relevante frente ao múltiplo bastante baixo. Vale destacar que, no primeiro semestre de 2025, a companhia sofreu impactos não recorrentes, como o incêndio florestal na Califórnia e sinistros, mas ainda assim entregou R\$ 262 milhões de lucro e, mais importante, R\$ 425 milhões de lucro caixa. Anualizando o lucro caixa do primeiro semestre de 2025, a ação negocia abaixo de 5x P/L para 2025.

Cyrela (CYRE3):

Estamos mantendo a Cyrela em nosso portfólio deste mês, pois a consideramos uma tese de beta de alta qualidade no Brasil. A empresa apresentou sólidos resultados operacionais no primeiro semestre de 2025 e está a caminho de manter sua execução robusta no segundo semestre de 2025. Ela também possui um banco de terrenos de alta qualidade, o que deve sustentar lançamentos sólidos e um bom desempenho de vendas nos próximos trimestres. Além disso, a Cyrela está aumentando sua exposição ao programa MCMV por meio de sua subsidiária Vivaz e suas joint ventures Cury e Plano&Plano, com aproximadamente 40% de seus lucros vinculados ao MCMV, o que é mais defensivo em meio a um ambiente macroeconômico difícil. Dito isso, a Cyrela deve continuar a superar seus pares e ganhar participação de mercado, apesar de um cenário macroeconômico mais difícil, enquanto seu valuation em ~5x P/L para 2026 continua atraente. Por fim, também acreditamos que a empresa oferece uma oportunidade de obter um dividend yield adicional de ~9-10% em caso de tributação.

B3 (B3SA3):

Costumamos enfatizar que a B3 é muito mais do que apenas uma bolsa de ações — e essa mensagem já está bem compreendida. Ainda assim, é notável como o pipeline de novos produtos e iniciativas tem acelerado. Se antes a B3 lançava cerca de cinco novos produtos por ano, hoje esse número está mais próximo de vinte. A empresa está plantando muito mais sementes para colher no futuro. Importante destacar que a maior contribuição da renda fixa já reduziu o beta da B3, enquanto a amplitude das novas iniciativas demonstra sua capacidade de gerar alfa, mesmo em um mercado tradicionalmente desafiador para produtos de maior margem. Em suma, a B3 parece bem-posicionada, com um modelo de negócios diversificado e menos cíclico, valuation atrativo e um claro caminho de crescimento de longo prazo. A B3 também se destaca como forte geradora de caixa, com perfil relativamente defensivo e alto dividend yield, e vemos espaço

tanto para revisão positiva de lucros quanto para expansão de múltiplos — assumindo que o ciclo macroeconômico de fato melhore. Temos uma recomendação de Compra.

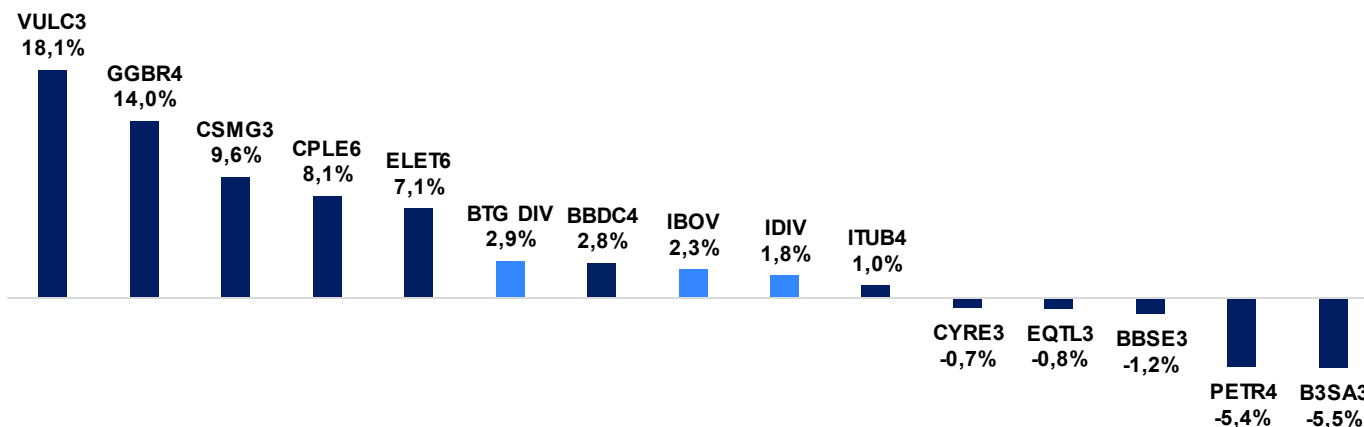
Vale (VALE3):

Acreditamos que a Vale virou a página em relação a questões legadas (desafios institucionais, Brumadinho, Samarco, instabilidade operacional) e vem recuperando a confiança dos investidores. A tese micro está sólida. Isso, combinado com fundamentos do minério de ferro mais fortes do que o esperado, nos levou a revisar a recomendação da ação para Compra. O fluxo de caixa acima dos pares Australianos é notável (retornos de caixa ~6p.p. maiores) e ainda não totalmente refletida no preço. Embora não seja uma barganha após o rali, a Vale negocia a cerca de 4x EV/EBITDA (vs. pares em 5–6x) e oferece potencial de dividend yield próximo de 11–12% para 2026.

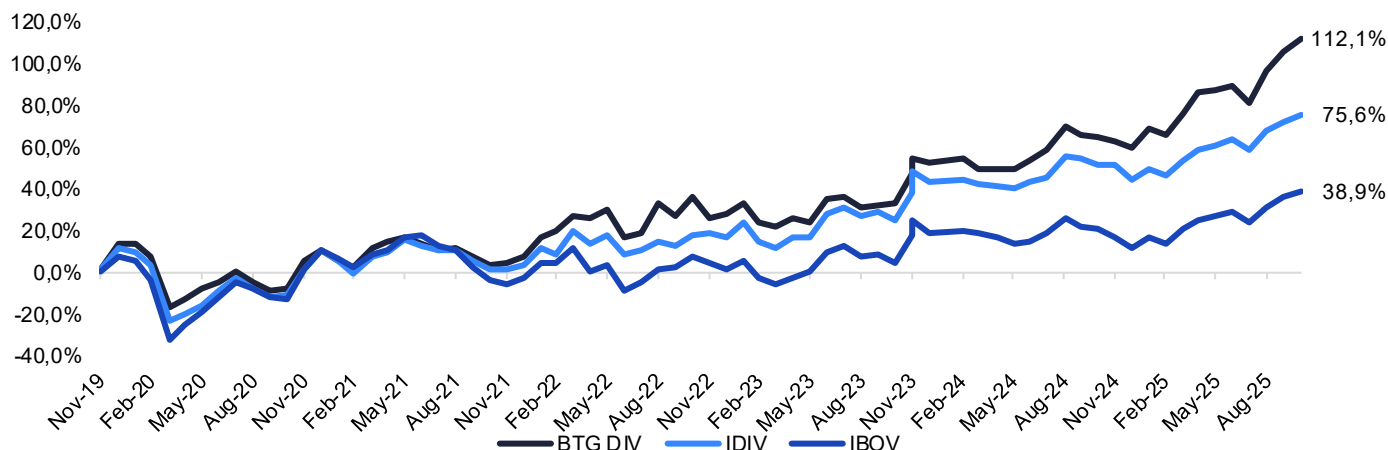
Rentabilidade Histórica*

Em outubro, nossa Carteira Recomendada de Dividendos apresentou uma performance de 2,9%, contra 1,8% do IDIV e 2,3% do IBOV. Desde o dia 8 de novembro de 2019, a nossa Carteira Recomendada de Dividendos acumula uma rentabilidade de 112,1%, contra 75,6% do IDIV e 38,9% do IBOV.

Gráfico 1: Performance por ação em outubro 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%	6,2%	0,4%	1,4%	-4,4%	8,3%	4,3%	2,9%	-	-	32,6%	21,7%	112,1%	75,6%
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	4,29	1,55	0,42	-	-	22,12
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%	1,3%	0,4%	0,1%	-	-	6,9%
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, 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