



Dividendos

Carteira Recomendada

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Dezembro 2025

Bruno Henriques
São Paulo – Banco BTG Pactual

Luis Mollo, CFA
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 dezembro 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 dezembro, saem Sanepar (SAPR11) e IRB Brasil (IRBR3), dando lugar a Allos (ALOS3) e Direcional (DIRR3). Ajustamos também as posições de Copel (+5%), Petrobras (-5%) e Vale (+5%).

Tabela 1: Carteira Recomendada de Dividendos de dezembro

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	5%	431.140	3,7x	3,7x	4,5x	5,4x	9,1%	9,7%
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	10%	417.330	-	-	8,5x	7,6x	8,7%	6,5%
Vale	VALE3	Mineração & Siderurgia	10%	283.148	4,5x	4,0x	6,1x	5,4x	7,4%	11,3%
Bradesco	BBDC4	Bancos	10%	190.734	-	-	8,2x	7,1x	6,5%	7,3%
B3	B3SA3	Financeiro (ex-bancos)	10%	75.572	10,8x	10,0x	14,9x	13,9x	6,0%	6,5%
Equatorial	EQTL3	Serviços Básicos	10%	49.762	7,3x	8,6x	9,0x	11,2x	3,7%	4,5%
Copel	CPL3	Serviços Básicos	15%	41.873	10,5x	9,8x	18,2x	17,9x	4,3%	9,1%
Gerdau	GGBR4	Mineração & Siderurgia	5%	35.986	4,0x	3,7x	9,8x	9,9x	3,3%	3,5%
Copasa	CSMG3	Serviços Básicos	5%	15.698	7,3x	7,3x	11,7x	14,2x	4,4%	3,5%
Allos	ALOS3	Shoppings	5%	13.942	7,8x	7,4x	17,7x	15,5x	4,4%	7,5%
Cyrela	CYRE3	Construção civil	10%	12.737	9,7x	8,9x	8,4x	7,4x	6,8%	14,2%
Direcional	DIRR3	Construção civil	5%	9.531	9,8x	7,2x	11,8x	8,6x	12,3%	8,3%

Fonte: BTG Pactual e Economática

Tabela 2: Alterações na Carteira para dezembro

Novembro				Dezembro			
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%
Sanepar	SAPR11	Serviços Básicos	5%	Allos	ALOS3	Shoppings	5%
Copasa	CSMG3	Serviços Básicos	5%	Copasa	CSMG3	Serviços Básicos	5%
IRB Brasil	IRBR3	Financeiro (ex-bancos)	10%	Direcional	DIRR3	Construção civil	5%
Petrobras	PETR4	Petróleo & Gás	10%	Petrobras	PETR4	Petróleo & Gás	5%
Copel	CPL3	Serviços Básicos	10%	Copel	CPL3	Serviços Básicos	15%
Equatorial	EQTL3	Serviços Básicos	10%	Equatorial	EQTL3	Serviços Básicos	10%
B3	B3SA3	Financeiro (ex-bancos)	10%	B3	B3SA3	Financeiro (ex-bancos)	10%
Cyrela	CYRE3	Construção civil	10%	Cyrela	CYRE3	Construção civil	10%
Vale	VALE3	Mineração & Siderurgia	5%	Vale	VALE3	Mineração & Siderurgia	10%

Fonte: BTG Pactual

Um resumo das escolhas para dezembro

Itaú Unibanco (ITUB4):

Como destacamos em relatório recente, “cada vez mais, investidores vêm enxergando Itaú, BTG Pactual e Nubank como os vencedores de longo prazo no Brasil — aqueles capazes de serem verdadeiros geradores de valor no longo prazo, adaptando-se e encontrando formas de crescer sem depender de ventos macro favoráveis. Estamos em um mundo onde poucos ganham — e esses poucos negociarão com prêmios de valuation muito superiores aos demais.”. Acreditamos que o Itaú está em um ponto de virada em sua agenda de eficiência, com metas ousadas para os próximos 3 a 5 anos — incluindo migrar 100% para a nuvem, desligar o que chama de “banco antigo” (mainframes etc.) e melhorar o índice de eficiência do varejo em cerca de 10 pontos percentuais, visando reduzir de forma significativa o custo do serviço. Ao fazer isso, acreditamos que o Itaú estará disposto a “aceitar” reduções de receita e cortes de preço em um movimento ofensivo para crescer acima do mercado — o que tornaria a vida ainda mais difícil para os demais incumbentes. O Itaú permanece nossa única recomendação de Compra entre os bancos incumbentes brasileiros.

Petrobras (PETR4):

A Petrobras divulgou seu Plano de Negócios 2026–30 evidenciando seu potencial operacional por meio de uma curva de produção mais elevada — a produção de 2026 é estimada em 2,5 milhões de barris por dia (vs. 2,4 milhões anteriormente), o que pode ser conservador, considerando a produção de out/25 em 2,6 milhões de barris por dia. Por outro lado, o capex de 2026 veio ligeiramente acima do esperado e com pico apenas em 2027, em função de Búzios. Mesmo com premissas macro otimistas (Brent a US\$ 70/barril a partir de 2027 e câmbio a 5,80), os elevados custos de afretamento e a transição de FPSOs afretadas para próprias em 2026–27 — que implica capex elevado — resultam em um Brent de equilíbrio de US\$ 59/barril (ou US\$ 63/barril usando o câmbio atual). Como consequência, a alavancagem deve continuar subindo (dividendos ordinários > fluxo de caixa para o acionista) em 2026. Acreditamos que esse plano pode tornar os investidores mais céticos em relação à tese de investimento da Petrobras, pois evidencia uma situação financeira mais desafiadora em um contexto de preços de Brent mais baixos, apesar do bom desempenho operacional. Com um cenário financeiro mais desafiador, entendemos que a tese de investimento da Petrobras passa a ficar ainda mais dependente de uma compressão do risco-país do Brasil antes das eleições de 2026.

Equatorial (EQTL3):

Vemos a EQTL sendo negociada a uma TIR real de 9,6%. Após o recente desempenho abaixo do esperado, ela está entre as três maiores TIRs das empresas que cobrimos. A EQTL continua sendo uma excelente opção, uma empresa líder no setor e uma excelente maneira de obter exposição ao que consideramos taxas reais de longo prazo altamente assimétricas. Com duration superior a 10 anos, proteção total contra a inflação e sensibilidade limitada à

desaceleração da economia, ela se destaca como uma de nossas Top Picks.

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.

Allos (ALOS3):

No terceiro trimestre de 2025, o resultado da Allos ficou amplamente em linha com nossas estimativas, tanto na receita quanto no lucro líquido, enquanto os números operacionais permaneceram satisfatórios (apesar do crescimento mais lento das vendas nas mesmas lojas). A Allos também divulgou um novo guidance para 2026: (i) o capex deve ser de R\$ 350-450 milhões, já que a Allos se concentrará em projetos menores/menos numerosos; e (ii) ela planeja distribuir dividendos mensais de R\$ 0,28-0,30 por ação. Em nossa opinião, o guidance para o capex é semelhante às nossas estimativas. No entanto, a distribuição de dividendos é muito maior do que esperávamos (já que o guidance implica um dividend yield atraente de ~13% para 2026, contra nossa estimativa de 4,5%). Vemos o guidance sobre dividendos como uma notícia positiva (já que a Allos planeja devolver mais capital aos acionistas e pode sustentar esses pagamentos atraentes por alguns anos, dada sua alavancagem de 1,7x dívida líquida/EBITDA, abaixo da meta de 2x).

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), o que deve aumentar a liquidez das ações e impulsionar o apelo 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 7,9%, enquanto outras empresas que pagam dividendos que cobrimos são negociadas a TIRs reais entre 6% e 7%.

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 1,3x 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 um “cabo de guerra” entre fundamentos positivos nos EUA e dinâmicas negativas no Brasil, mas com retornos de caixa tendendo a melhorar. 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 segue sendo nossa principal escolha entre as siderúrgicas latino-americanas.

Direcional (DIRR3):

Estamos adicionando a Direcional em nossa carteira de Dividendos. De uma perspectiva macro, continuamos otimistas em relação às perspectivas para as construtoras de imóveis populares, dado o forte momento do programa MCMV, que está permitindo que as empresas cresçam rapidamente e com altos retornos. Do ponto de vista micro, a Direcional está bem-posicionada para se beneficiar desse cenário favorável, aproveitando sua forte equipe de engenharia e o controle rigoroso das operações para se expandir (principalmente dentro do novo MCMV “Faixa 4” por meio da Riva). Também acreditamos que a empresa está pronta para apresentar resultados sólidos no quarto trimestre e pode surpreender os investidores em termos de crescimento (já que as estimativas consensuais para 2026 parecem conservadoras). Além disso, a Direcional oferece uma oportunidade atraente para obter um dividend yield robusto, já que esperamos que a empresa anuncie um dividend yield de ~13% até o final do ano. Em termos de valuation, as ações são negociadas a 8x P/L para 2026.

Cyrela (CYRE3):

Estamos mantendo a Cyrela em nossa carteira deste mês, pois a consideramos uma tese com beta de alta qualidade no Brasil. A empresa apresentou sólidos resultados operacionais nos nove primeiros meses de 2025 e está a caminho de manter seu desempenho robusto no quarto trimestre e em 2026. 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 sua valuation em ~6x 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):

Continuamos enfatizando que a B3 é muito mais do que uma bolsa de ações — ponto agora amplamente reconhecido e reforçado nas interações recentes com o VP de Produtos & Clientes, Luis Masagão, com o CFO André Milanez e com o CEO Gilson Finkelsztain. A crescente contribuição de renda fixa já reduziu o beta da B3, enquanto seu pipeline crescente de novas iniciativas demonstra capacidade de gerar alfa mesmo em um ambiente difícil para produtos de maior margem — fatores que devem melhorar seu P/L justo de longo prazo. De forma geral, 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 companhia também se destaca como forte geradora de caixa, com perfil defensivo e alto yield, abrindo espaço para que tanto lucros quanto múltiplos se reprecifiquem — assumindo melhora do ciclo macro. Observamos discussões sugerindo que o beta menor da B3 poderia limitar o retorno em uma eventual retomada do mercado de capitais quando o ciclo de afrouxamento monetário começar. No entanto, o CEO Finkelsztain destacou recentemente que o ADTV poderia potencialmente dobrar com a queda dos juros — em vez de crescer “apenas” ~30%, como muitos investidores e analistas atualmente estimam. Reiteramos nossa recomendação de Compra.

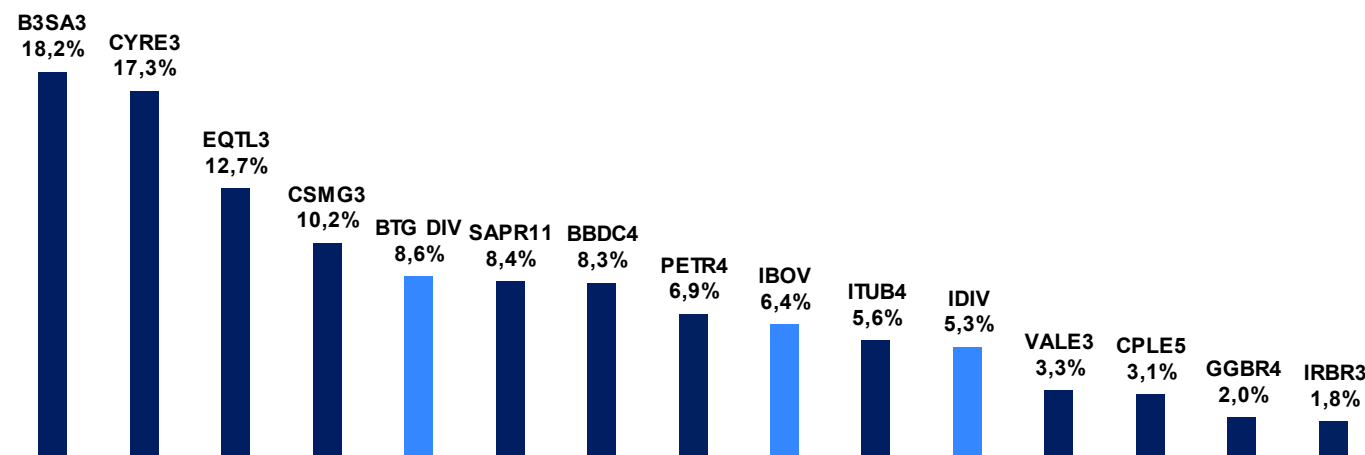
Vale (VALE3):

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 tão sólida. Isso, combinado com fundamentos do minério de ferro mais fortes do que o esperado, nos levou a revisar a recomendação da ação. 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 pechincha após o rali, a Vale negocia a cerca de 4,5x EV/EBITDA (vs. pares em 5–6x) e oferece potencial de dividend yield próximo de 11–12% para 2026.

Rentabilidade Histórica*

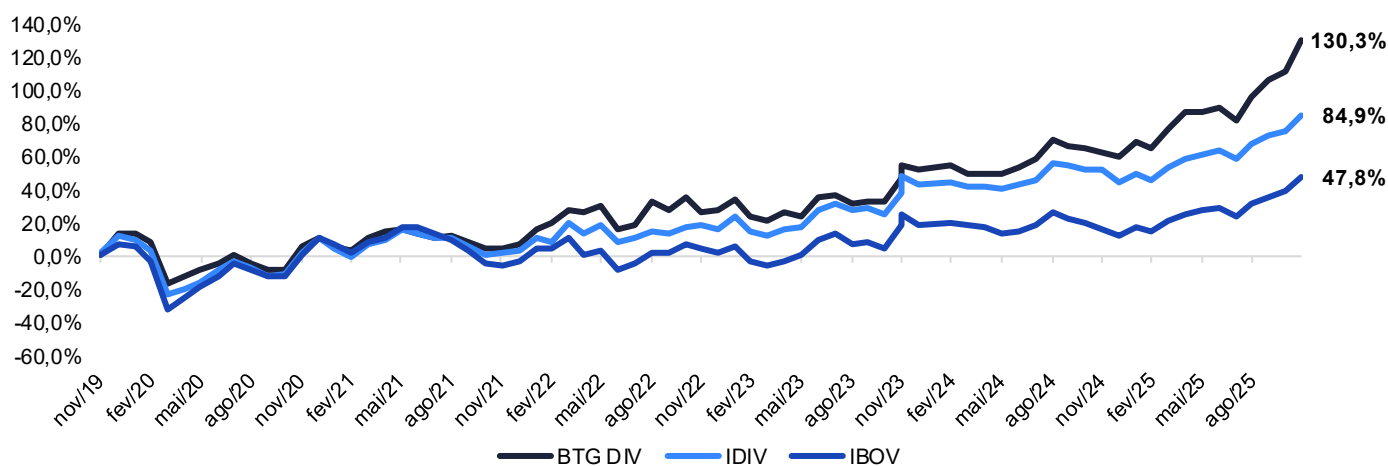
Em novembro, nossa Carteira Recomendada de Dividendos apresentou uma performance de 8,6%, contra 5,3% do IDIV e 6,4% do IBOV. Desde o dia 8 de novembro de 2019, a nossa Carteira Recomendada de Dividendos acumula uma rentabilidade de 130,3%, contra 84,9% do IDIV e 47,8% do IBOV.

Gráfico 1: Performance por ação em novembro 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%	6,2%	0,4%	1,4%	-4,4%	8,3%	4,3%	2,9%	8,6%	-	44,0%	28,1%	130,3%	84,9%
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	3,68	0,59	6,18	0,62	2,27	0,61	1,90	4,29	1,55	0,42	0,82	-	22,94
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	0,6%	0,2%	1,8%	0,1%	1,0%	0,2%	0,5%	0,9%	0,5%	0,1%	0,2%	-	6,0%
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