



# Dividendos

Carteira Recomendada

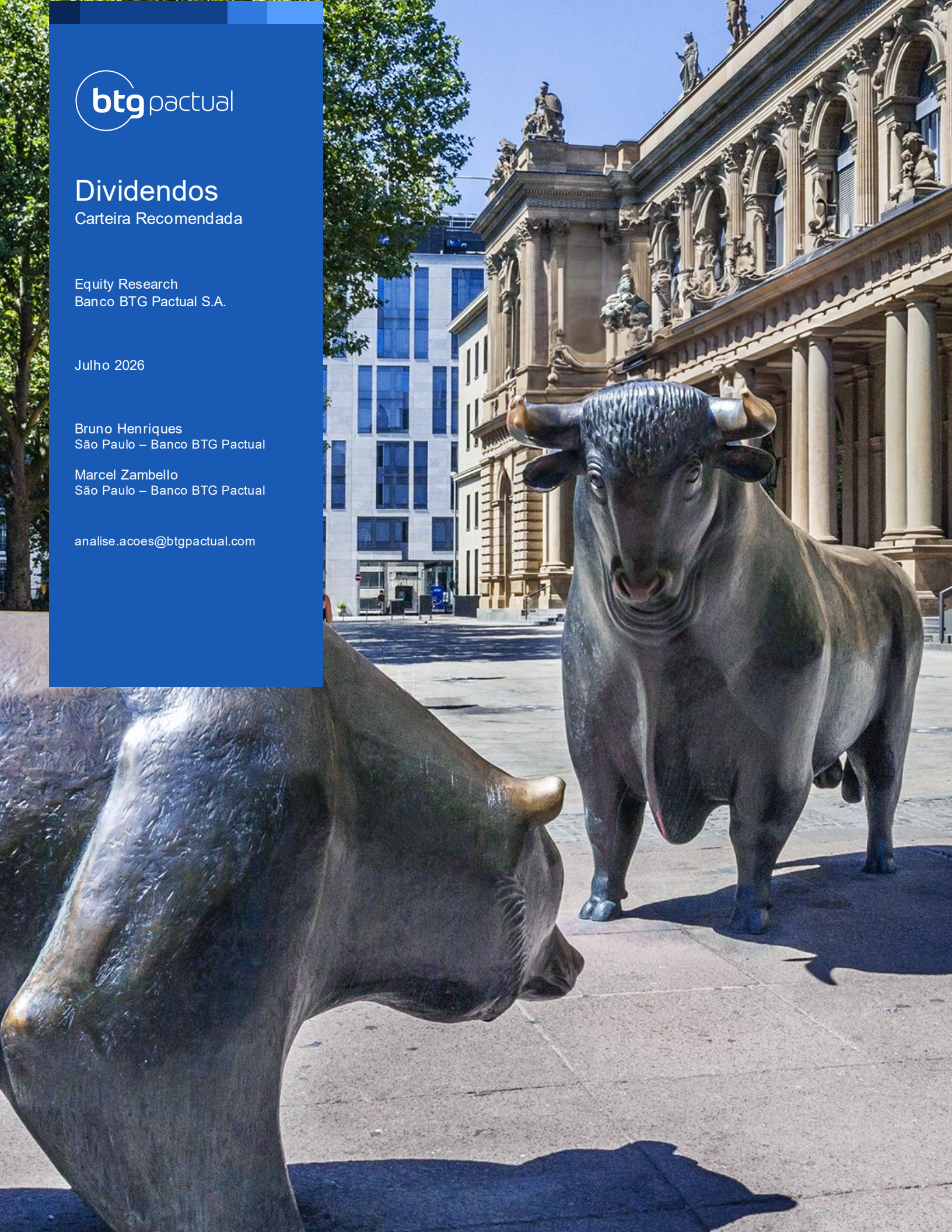
Equity Research  
Banco BTG Pactual S.A.

Julho 2026

Bruno Henriques  
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 julho de 2026

## 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 a carteira de julho, retiramos os papéis de Motiva (MOTV3) e Equatorial (EQTL3), abrindo espaço para a inclusão de Tim (TIMS3) e Ambev (ABEV3).

Tabela 1: Carteira Recomendada de Dividendos de julho

Empresa	Código	Setor	Peso (%)	Valor de Mercado (R\$ mn)	EV/EBITDA		P/L		Dividend Yield (%)	
					2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
Petrobras	PETR4	Petróleo & Gás	10%	516.814	2,2x	2,3x	4,3x	4,8x	11,4%	11,4%
Itaú Unibanco	ITUB4	Bancos	10%	476.622	-	-	9,0x	8,1x	7,7%	6,2%
Vale	VALE3	Mineração & Siderurgia	5%	332.122	4,3x	4,7x	5,1x	6,1x	9,5%	7,6%
Bradesco	BBDC4	Bancos	10%	178.997	-	-	6,8x	6,0x	9,6%	7,6%
Axia Energia	AXIA3	Serviços Básicos	10%	155.551	7,5x	5,8x	16,2x	10,2x	5,1%	9,2%
Ambev	ABEV3	Alimentos & Bebidas	10%	254.070	7,7x	7,5x	15,8x	15,0x	7,1%	7,2%
Copel	CPL3	Serviços Básicos	10%	44.611	10,1x	8,6x	19,2x	13,9x	7,1%	7,2%
Caixa Seguridade	CXSE3	Financeiro (ex-bancos)	10%	59.130	-	-	12,5x	11,4x	7,3%	8,0%
Tim	TIMS3	Telecom & Tech	5%	52.240	4,7x	4,3x	11,9x	10,7x	8,6%	9,6%
Copasa	CSMG3	Serviços Básicos	5%	22.724	9,2x	8,5x	15,3x	15,5x	3,1%	6,5%
Allos	ALOS3	Shoppings	5%	14.007	8,2x	7,9x	17,5x	15,4x	12,4%	12,4%
Cury	CURY3	Construção civil	10%	10.800	6,5x	5,6x	8,2x	6,9x	7,4%	9,8%

Fonte: BTG Pactual e Economática

Tabela 2: Alterações na Carteira para julho

Junho				Julho			
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%
Vale	VALE3	Mineração & Siderurgia	5%	Vale	VALE3	Mineração & Siderurgia	5%
Allos	ALOS3	Shoppings	5%	Allos	ALOS3	Shoppings	5%
Copasa	CSMG3	Serviços Básicos	5%	Copasa	CSMG3	Serviços Básicos	5%
Cury	CURY3	Construção civil	10%	Cury	CURY3	Construção civil	10%
Petrobras	PETR4	Petróleo & Gás	10%	Petrobras	PETR4	Petróleo & Gás	10%
Copel	CPL3	Serviços Básicos	10%	Copel	CPL3	Serviços Básicos	10%
Equatorial	EQTL3	Serviços Básicos	10%	Ambev	ABEV3	Alimentos & Bebidas	10%
Motiva	MOTV3	Infraestrutura	5%	Tim	TIMS3	Telecom & Tech	5%
Caixa Seguridade	CXSE3	Financeiro (ex-bancos)	10%	Caixa Seguridade	CXSE3	Financeiro (ex-bancos)	10%
Axia Energia	AXIA3	Serviços Básicos	10%	Axia Energia	AXIA3	Serviços Básicos	10%

Fonte: BTG Pactual

## Um resumo das escolhas para julho

### Itaú Unibanco (ITUB4):

---

As ações do Itaú apresentaram desempenho superior em junho (alta de 6% vs. queda de 1% do Ibovespa), sustentadas pelo perfil mais defensivo do banco em meio à pressão contínua sobre as ações brasileiras. O ambiente macroeconômico permanece desafiador, com juros elevados por mais tempo, pressões inflacionárias persistentes e uma postura fiscal mais expansionista às vésperas das eleições. Nesse contexto, continuamos a ver o Itaú como uma tese de qualidade do setor e nossa preferência entre os grandes bancos. A qualidade dos ativos permanece muito sólida, enquanto o banco vem reduzindo sua exposição ao risco, resultando em crescimento de receita um pouco mais fraco no curto prazo. Vemos isso como um posicionamento prudente, e não como uma preocupação estrutural, pois o Itaú tem se preparado para um ambiente operacional mais desafiador há algum tempo. Com um balanço patrimonial sólido, o banco está bem-posicionado para proteger a rentabilidade em um ambiente mais volátil, continuando a entregar retornos elevados. O valuation permanece atrativo a 9,0x P/L 2026E.

### Petrobras (PETR4):

---

Estamos mantendo a Petrobras em nossa carteira com um peso de 10%, apesar da forte correção nos preços do petróleo. Embora a menor visibilidade sobre o cenário eleitoral brasileiro tenha reduzido nossa convicção em uma expansão de múltiplos impulsionada pelo custo de capital no curto prazo, ainda vemos espaço para manter exposição à ação. Estimamos que a Petrobras está sendo negociada a um dividend yield de ~11% para 2026E e 2027E, assumindo um cenário mais conservador de US\$70/barril de Brent. Além disso, esperamos resultados fortes no segundo e terceiro trimestres de 2026, também sustentados por margens de refino elevadas. Também acreditamos que a Petrobras oferece uma exposição cambial atrativa e bom retorno ao acionista, enquanto há uma opcionalidade potencial caso a volatilidade no conflito EUA-Irã seja retomada. Por fim, após a pressão significativa das vendas de ações PN pelo BNDES em maio e junho, que estimamos em ~R\$ 6,5 bilhões em seis semanas, acreditamos que esse momento técnico desfavorável pode ter acabado. A combinação de alto dividend yield, momentum de resultados, exposição cambial e menor pressão técnica sustenta a Petrobras na carteira.

### Ambev (ABEV3):

---

Recentemente, alteramos a recomendação da Ambev para Compra e agora adicionamos a ação à carteira. Do ponto de vista macro, acreditamos que a ação adiciona defensividade à nossa carteira, com uma combinação de: (i) balanço patrimonial sólido com posição de caixa líquido próxima a 0,5x EBITDA; (ii) alta liquidez das ações com ADTV superior a US\$ 80 milhões; (iii) negócio historicamente resiliente e comprovado; e (iv) fluxo de caixa positivo com retornos elevados. E agora, pela primeira vez em mais de uma década, os fatores micro da empresa estão favoráveis. A Ambev parece estar recuperando sua capacidade de repassar preços, baseada em um portfólio que a

concorrência não consegue igualar. Com o portfólio reconstruído e a Heineken aparentemente se aproximando dos limites de sua estratégia premium de marca única, a Ambev retomou a capacidade de precificação em 2025 e no início de 2026, e agora acreditamos que ela poderá continuar a capturar participação de mercado no segmento de cerveja no Brasil nos próximos anos. Isso deve impulsionar uma expansão significativa do ROIC a partir de agora, o que historicamente impulsionou performance positiva das ações e múltiplos premium. No curto prazo, vemos catalisadores favoráveis provenientes do aumento de preços do primeiro trimestre, maior demanda sazonal da Copa do Mundo e do cenário de inflação de custos, que deve ser uma vantagem competitiva para a Ambev dada sua política de hedge. Do ponto de vista de valuation, a empresa está sendo negociada abaixo de ~16x P/L 2026E, com desconto de ~12-13% em relação à ABI e amplamente em linha com a média das cervejeiras globais, apesar de entregar um ROIC estruturalmente mais elevado do que o grupo. Por fim, a empresa oferece um dividend yield de 7,5%, que pode aumentar à medida que a Ambev continua adicionando recompras de ações sobre um índice de payout de 100%.

### **Bradesco (BBDC4):**

---

No geral, enxergamos o resultado do 1T26 bastante forte, embora com alguns sinais mistos em itens do balanço, parcialmente explicadas pela reorganização societária que o Bradesco vem implementando em subsidiárias para acelerar a utilização de créditos tributários. Na nossa visão, essa foi justamente a principal mensagem reforçada pela administração na breve conversa que tivemos após a divulgação. Em meados de abril, publicamos nosso relatório mais construtivo sobre o Bradesco em anos. A principal conclusão era que, se o Bradesco conseguir acelerar a geração de patrimônio tangível/caixa, mesmo às custas de algum impacto de curto prazo no lucro contábil, acreditamos que isso pode destravar valor relevante para os acionistas. Se essa tendência continuar e ganhar tração, com a administração sugerindo inclusive novas transações além da operação de saúde, nossa visão sobre a ação pode se tornar estruturalmente mais positiva.

### **Allos (ALOS3):**

---

Estamos mantendo Allos em nossa carteira de dividendos este mês. De modo geral, acreditamos que Allos traz defensividade à carteira, dada a natureza previsível de suas receitas e geração de fluxo de caixa livre, bem como o fato de que as operadoras de shoppings listadas consistentemente superaram o setor de shoppings em geral no Brasil (com crescimento real positivo de SSR, baixa vacância e inadimplência, etc.). Além disso, a empresa anunciou recentemente uma guidance de distribuição de dividendos para 2026, implicando um yield de 12%, o que tomou o caso de investimento mais atrativo ao mudar sua estratégia de crescimento para valor. Acreditamos que o mercado ainda não precificou completamente a nova política de payout da Allos, caso ela se prove sustentável nos próximos anos (o que acreditamos que ocorrerá, especialmente após o recente acordo com a Kinea para criar um FII), e, portanto, permanecemos construtivos com a ação, que está sendo negociada a 8x P/FFO 2026E.

## Copel (CPLE6):

---

A Copel tem cumprido consistentemente suas metas pós-privatização. Vemos fatores positivos, incluindo (i) sua migração para o Novo Mercado, o que contribui para a liquidez das ações e impulsiona o apetite dos investidores estrangeiros, e (ii) pagamentos de dividendos sob a nova política aprovada no início deste ano. Embora a ação tenha apresentado um forte desempenho, acreditamos que ainda haja mais potencial. O ano de 2026 tem sido mais um ano significativo para a empresa, pois atingiu marcos importantes: (i) uma grande vitória no Leilão de Capacidade (LRCAP); e (ii) uma revisão tarifária acima das expectativas, com uma RAB regulatória superior às estimativas do mercado. A companhia negocia a uma TIR de 10,0%.

## Tim (TIMS3):

---

Os resultados do 1T26 reforçaram a principal mensagem do guidance para 2026: geração de fluxo de caixa e remuneração ao acionista seguem como o principal suporte da tese de investimento. Com a geração de fluxo de caixa operacional crescendo 17% a/a e ficando 3% acima das nossas estimativas no trimestre, o ano começou de forma sólida, especialmente considerando a projeção de R\$ 5,3 bilhões a R\$ 5,5 bilhões em remuneração aos acionistas em 2026. O crescimento da geração de fluxo de caixa operacional, combinado com um fluxo crescente de dividendos, deve continuar sustentando a tese da companhia.

## Vale (VALE3):

---

A recente atualização de estimativas da Vale está amplamente alinhada com nossa visão mais recente. Enquanto o mercado segue excessivamente focado nos riscos de inflação de custos, nossa equipe tem uma visão oposta, elevando nossas estimativas de EBITDA para 2026–28, à medida que o efeito de marcação a mercado dos preços mais altos de: minério de ferro (~US\$ 105/t-US\$110/t); cobre (máximas históricas próximas de US\$14 mil/t); níquel (~US\$19 mil/t) mais do que compensa as pressões de custos. Em nossa visão, o mercado ainda subestima essa dinâmica: a inflação de custos (frete e combustível) está deslocando a curva global de custos da indústria para cima, mas isso acaba sustentando preços mais elevados das commodities, gerando um impacto líquido positivo para os resultados da Vale. Importante destacar que a companhia permanece relativamente protegida, dado: contratos de frete de longo prazo; política relevante de hedge de combustível o que reforça seu posicionamento relativo frente aos pares globais. Dando um passo atrás, nossa tese estrutural permanece inalterada: seguimos vendo mais risco de revisões positivas de resultado do que negativas; commodities seguem negociando acima do consenso; inflação de custos parece administrável (~5–10% de retorno potencial no C1 em cenário de petróleo estressado). Ao mesmo tempo, a execução operacional continua melhorando, enquanto o mercado apenas começa a precificar a opcionalidade de crescimento em cobre (~500 mil toneladas no longo prazo vs. ~380 mil toneladas anteriormente), que estimamos adicionar ~10% ao valor de mercado da empresa, além do potencial de reprecificação da divisão de metais básicos e de um cenário de minério de ferro mais resiliente do que o consenso espera.

### **Cury (CURY3):**

---

Estamos mantendo Cury em nossa carteira de dividendos este mês. Nossa visão positiva sobre a ação é sustentada pelo forte momentum no programa MCMV, impulsionado por mudanças recentes nas condições do programa (preços de imóveis, critérios de elegibilidade de renda entre as faixas e taxas de juros), que permitiram (i) ganhos de acessibilidade em todas as faixas e (ii) um maior mercado endereçável para habitação popular. Além disso, a Cury apresentou uma capacidade execução impecável no segmento nos últimos anos (velocidade de vendas robusta, margens elevadas e retornos altos), o que deve resultar em crescimento sólido de resultados em 2026 (projetamos crescimento de ~35% no lucro por ação neste ano), junto com forte geração de fluxo de caixa livre (e um dividend yield estimado de 8%). Apesar de alguma inflação nos custos de construção no curto prazo, acreditamos que a empresa ainda oferece um carregamento de alta qualidade (forte crescimento de resultados mais dividendos atrativos), sendo negociada a 8x P/L 2026E (e 6x P/L 2027).

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

---

Em junho, a Copasa concluiu com sucesso seu processo de privatização, com a Equatorial assumindo a posição de acionista de referência por meio da aquisição de uma participação de 30%. A Equatorial possui um dos melhores históricos de reestruturação do país, e esperamos que o mesmo ocorra com a Copasa. Atualmente, a companhia está renegociando seus contratos de concessão, com aproximadamente 30% das receitas já enquadradas no novo modelo regulatório. Os demais municípios deverão decidir até setembro e acreditamos que a maior parte dos contratos será assinada em condições semelhantes às de Belo Horizonte. Além da redução de custos, os novos contratos devem destravar valor por meio da expansão das ligações de esgoto, do alongamento dos prazos de concessão e de um arcabouço regulatório mais favorável. Atualmente, enxergamos a Copasa negociando a uma TIR real de 11,1% e acreditamos que a companhia pode se tornar, em breve, uma forte tese pagadora de dividendos. Com alavancagem de aproximadamente 2,2x dívida líquida/EBITDA, estimamos que a empresa poderá distribuir 100% do lucro líquido, o que implica um dividend yield médio de 7,6% entre 2026 e 2028 e superior a dois dígitos nos anos seguintes.

### **Axia Energia (AXIA3):**

---

A Axia se destaca como a principal beneficiária do cenário atual de preços de energia mais elevados, maior volatilidade (e, portanto, maior necessidade de energia firme) e nossa visão mais otimista sobre os preços de energia. A empresa ainda está nos estágios iniciais do que deve se tornar uma geradora de caixa e pagadora de dividendos. Ela sinalizou pela primeira vez essa mudança em março de 2025, quando anunciou um pagamento adicional de R\$ 4 bilhões (relativo a 2024), e no terceiro trimestre outros R\$ 4,3 bilhões foram anunciados. Isso, combinado com preços de energia potencialmente mais fortes, poderia transformar a Axia em uma pagadora de dividendos relevante nos próximos 5,5 anos. Estimamos uma TIR real da Axia em 11,2%.

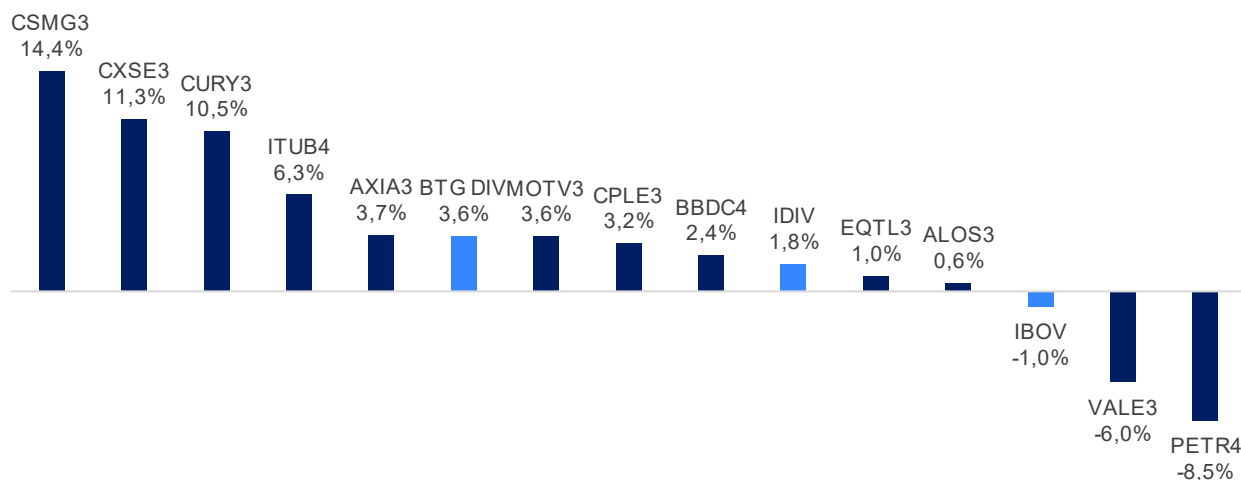
## Caixa Seguridade (CXSE3):

Continuamos preferindo exposição ao setor de seguros via CXSE3, nossa Top Pick no segmento, mesmo após forte performance relativa desde nossa mudança de preferência em abril de 2025. O momento operacional da CXSE segue superior ao do principal concorrente, enquanto o perfil de fluxo de caixa de maior prazo (“long duration”) da carteira de seguros oferece maior previsibilidade e resiliência de resultados, algo que deve continuar sendo um diferencial importante no ambiente atual. Assim, para investidores buscando exposição a um nome financeiro mais defensivo, seguimos vendo a CXSE como o melhor perfil de “carrego” dentro do setor. Negociando a 12,5x P/L 2026, com dividend yield de 7,3%.

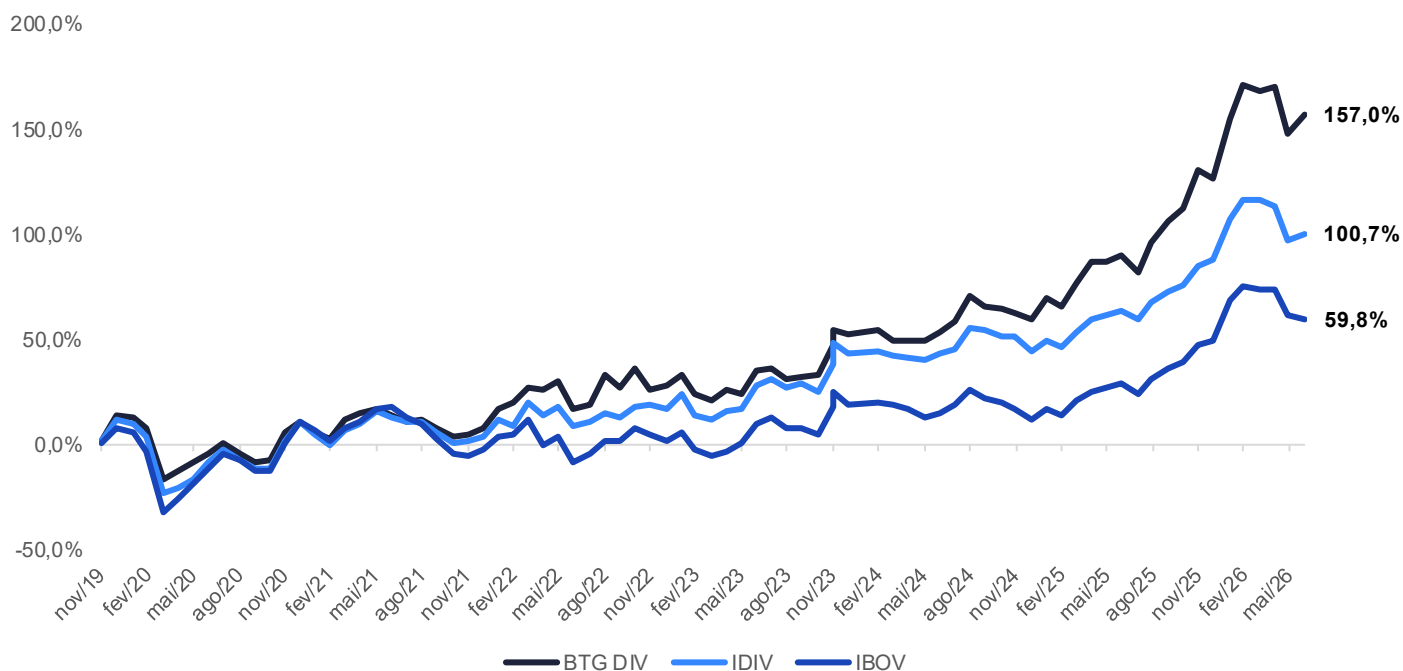
### Rentabilidade Histórica\*

Em junho, nossa Carteira Recomendada de Dividendos apresentou uma performance de 3,6%, contra 1,8% do IDIV e -1,0% do IBOV. Desde o dia 8 de novembro de 2019, a nossa Carteira Recomendada de Dividendos acumula uma rentabilidade de 157,0%, contra 100,7% do IDIV e 59,8% do IBOV.

Gráfico 1: Performance por ação em maio de 2026\*



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

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


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

### Rentabilidade mensal (%)

BTG DIV	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ	BTG DIV no ano	IDIV no ano	BTG DIV Acum.	IDIV Acum.
2026	12,4%	6,5%	-1,0%	0,8%	-8,3%	3,6%	-	-	-	-	-	-	13,5%	7,0%	157,0%	100,7%
2025	5,9%	-2,2%	6,6%	6,2%	0,4%	1,4%	-4,4%	8,3%	4,3%	2,9%	8,6%	-1,6%	41,7%	30,0%	126,6%	87,6%
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.

### Dividend Yield (%)

Dividend Yield (%)	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Acumulado ano
2026	0,7%	0,1%	0,5%	0,2%	0,2%	0,5%	-	-	-	-	-	-	2,2%
2025	1,6%	0,2%	2,0%	0,1%	1,0%	0,2%	0,5%	1,4%	0,5%	0,1%	0,5%	2,3%	10,5%
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)