



# Carteira Top Renda (Ações e Fundos Listados)

06 de maio de 2025

## Equity Research – Ações

**Bruno Henriques**

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

**Luis Mollo**

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

**Marcel Zambello**

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

## Equity Research – Fundos Listados

**Daniel Marinelli**

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

**Matheus Oliveira**

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

# Resumo

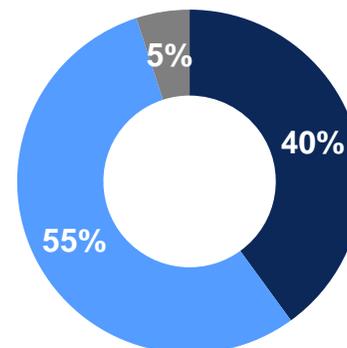


## Objetivo e principais características

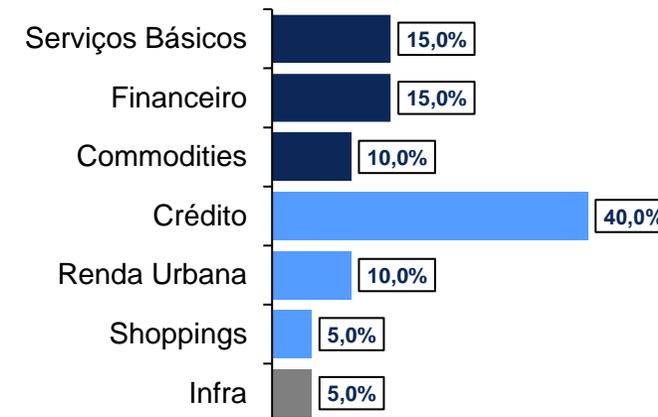
<b>Objetivo</b>	Renda mensal
<b>Data de divulgação</b>	3º dia útil de cada mês
<b>Classe de ativos</b>	Ações, FIs, FI-Infras e Fiagros
<b>Perfil de investidor</b>	Qualificado
<b>Número de ativos</b>	12
<b>Liquidez média (R\$/dia)</b>	R\$ 83,1 milhões

Exposição por veículo (%)

■ Ações ■ FIs ■ FI-Infras



Exposição por segmento (%)



## Vantagens

- 1) Isenção de imposto de renda na distribuição de dividendos para todas as classes de ativos (Ações, FIs, FI-Infras e Fiagros)
- 2) Isenção de imposto de renda no ganho de capital para os FI-Infras
- 3) Ampla liquidez no mercado secundário, com liquidação em D+2
- 4) Diversificação em diferentes setores da economia e em veículos financeiros
- 5) Alocação em empresas com boa previsibilidade de caixa e em fundos com gestão ativa
- 6) Oportunidade de ganhos adicionais em eventuais distribuições não-recorrentes
- 7) Viés de alocação fundamentalista e pautado na previsibilidade das distribuições

# Comentários da Carteira

## Cenário econômico, perspectivas e alterações



### Cenário Econômico

**Nos Estados Unidos, o destaque do mês foi a imposição de tarifas generalizadas de 10% sobre todas as importações**, além de alíquotas específicas para países com os quais os EUA mantêm déficits comerciais. A medida surpreendeu e já começou a gerar retaliações, elevando os riscos de uma guerra comercial. Nesse ambiente, o FOMC manteve a taxa de juros inalterada, destacando a resiliência da demanda doméstica, mas alertando os efeitos da política comercial. Os discursos de dirigentes confirmaram uma postura cautelosa, reconhecendo o choque das tarifas e a necessidade de observar sua transmissão aos preços nos próximos meses. Em termos de atividade, o PIB do 1T25 apontou uma contração de 0,3% t/t, explicada pelo adiantamento de importações. Nesse contexto, a expectativa de nossos economistas é que o Fed inicie cortes somente em setembro, com três reduções, levando a taxa para 3,6% ao final do ano.

**No Brasil, o Copom reforçou o tom hawkish em seu Relatório de Política Monetária**, ao destacar a desancoragem das expectativas de inflação e o cenário externo mais incerto. Mesmo com sinais mais claros de moderação da atividade e arrefecimento do consumo e da indústria, o BC avaliou que o hiato do produto segue positivo e que a política monetária precisa permanecer restritiva. A projeção do BC para a inflação em 2025 está em 5,1%, e os principais vetores de pressão continuam sendo os preços de serviços, taxa de câmbio e a inércia dos alimentos. Assim, nossa equipe de economistas projeta mais duas altas (50 bps), em maio e junho, levando a Selic para 15,25%. No plano fiscal, o governo enviou o PLDO de 2026 ao Congresso, mantendo a meta de superávit de 0,25% do PIB, mas com projeções de receitas otimistas e despesas obrigatórias subestimadas, aumentando a incerteza quanto ao cumprimento da meta.

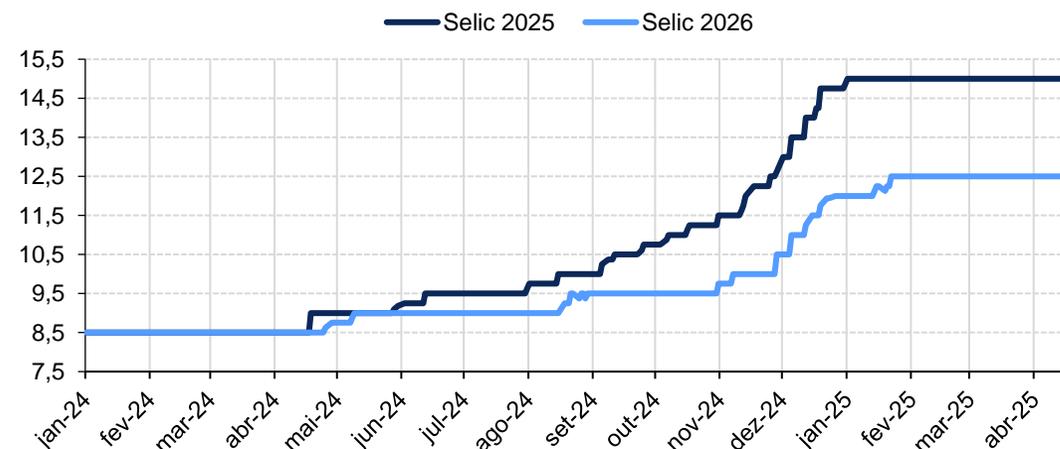
**Em relação à inflação, os dados revelaram desaceleração, após resultados pressionados no mês anterior.** O IPCA de março avançou 0,56% no mês, acumulando alta de 5,48% em 12 meses. O número refletiu, em parte, a dissipação de choques pontuais que marcaram o início do ano, como energia, educação e combustíveis. Ainda assim, a inflação de bens industriais surpreendeu para cima, enquanto os núcleos de serviços permaneceram em níveis elevados, e os alimentos voltaram a acelerar. Diante desse cenário, nosso time de economistas manteve a projeção do IPCA em 5,7% para 2025 e 4,5% para 2026.

Fontes: Banco Central e BTG Pactual. <sup>1</sup>Selic fim de período.

### BTG Pactual: Projeções Econômicas

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
<b>PIB</b> (%, a/a real)	-3,28%	4,76%	2,90%	2,90%	3,40%	<b>1,70%</b>
<b>Desemprego</b> (%)	14,20%	11,10%	7,90%	7,40%	6,20%	<b>7,10%</b>
<b>IPCA</b> (%, a/a)	4,52%	10,06%	5,79%	4,62%	4,83%	<b>5,70%</b>
<b>Selic<sup>1</sup></b> (%, a/a)	2,00%	9,25%	13,75%	11,75%	12,25%	<b>15,25%</b>
<b>Dívida Bruta</b> (% do PIB)	86,90%	77,3%	71,7%	74,4%	76,1%	<b>80,2%</b>

### Boletim Focus: Projeção para Selic



# Comentários da Carteira



## Cenário econômico, perspectivas e alterações

### Estratégia da Carteira

A carteira Top Renda é destinada aos investidores que buscam renda por meio da alocação em Ações e Fundos Listados (FIIs, FI-Infras e Fiagros). A junção dessas duas classes de ativos visa unir a recorrência de distribuição de dividendos dos fundos ao potencial de *upside* e dividendos extraordinários das empresas listadas.

### Movimentações

Para este mês, realizamos a saída de **KLBN11** (5,0%) para incluir **CXSE3** (5,0%).

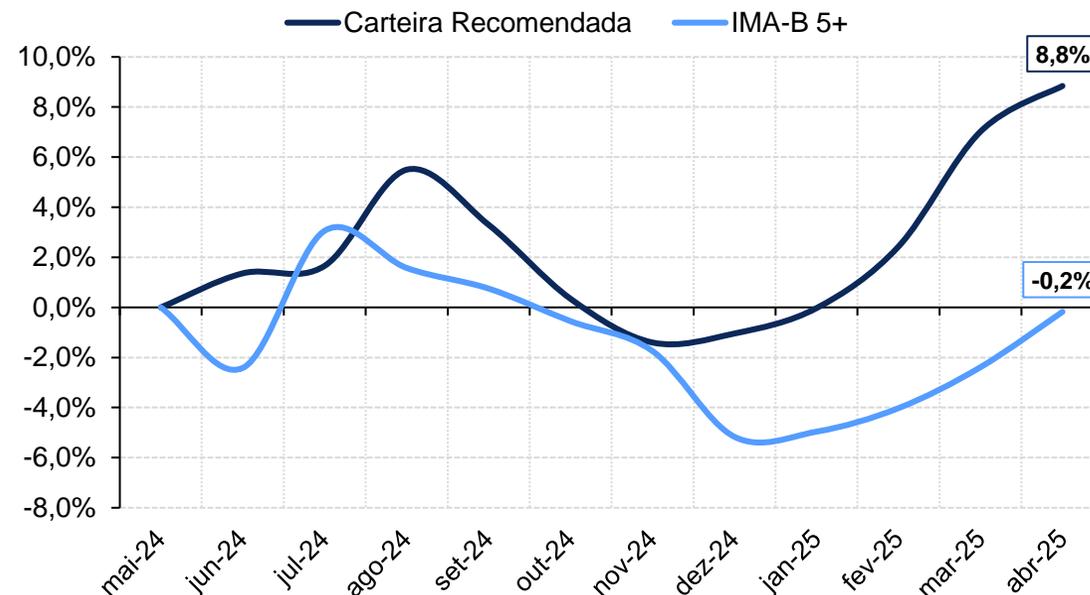
**Estratégia de ações:** para este mês, zeramos nossa exposição à Klabin (**KLBN11**), com um viés de redução de nossa exposição ao dólar em nossa carteira. No lugar, mantendo 5 ações em nosso portfólio com uma alocação total de 40%, estamos incluindo Caixa Seguridade (**CXSE3**), uma empresa com uma natureza mais previsível de seus resultados – concentrados no seguro hipotecário (com uma *duration* mais longa) e no negócio de pensões.

**Estratégia de Fundos Listados:** em relação à parcela de Fundos Listados, não realizamos movimentações neste mês. Entendemos que a estratégia complementa a exposição a ações, possuindo fundos de crédito indexados ao CDI (que oferecem previsibilidade, estabilidade e um *dividend yield* competitivos) e exposição a ativos de tijolos que oferecem a possibilidade de dividendos não recorrentes no curto prazo.

### Performance

No último mês, nossa carteira apresentou alta de 1,70% (vs. 2,27% do IMA-B 5+) e um *dividend yield* mensal de 1,48%. Em 2025, a carteira registra alta de 10,0%, ao passo que o IMA-B 5+ registra alta de 5,3%.

### Performance Histórica (desde o início)



Movimentações			
Entrada (% participação)		Saída (% participação)	
<b>CXSE3</b>	<b>5,0%</b>	<b>KLBN11</b>	<b>5,0%</b>

# Carteira Recomendada

Principais indicadores dos ativos recomendados



Tipo	Código	Companhia / Gestora	Setor	Alocação (%)	Valor de Mercado (R\$ milhões)	Liquidez (R\$/dia mil) <sup>1</sup>	Dividend Yield Último mês <sup>2</sup>	Dividend Yield Proj. / Anualizado <sup>3</sup>	Retorno	
									No Ano	LTM
Ações	PETR4	Petrobras	Petróleo e Gás	10,0%	397.983	1.406.278	2,48%	15,1%	-16,05%	-13,11%
	CPLE6	Copel	Serviços Básicos	10,0%	33.619	151.639	3,72%	6,3%	33,54%	32,26%
	ITUB4	Itaú	Financeiro	10,0%	352.679	896.161	0,05%	7,8%	31,01%	28,65%
	ALUP11	Alupar	Serviços Básicos	5,0%	9.832	27.728	0,26%	3,4%	18,31%	9,90%
	CXSE3	Caixa Seguridade	Financeiro	5,0%	47.370	76.559	2,03%	8,4%	15,54%	3,71%
Fundos Imobiliários	TRXF11	TRX Real Estate	Renda Urbana	10,0%	2.037	6.065	0,91%	11,0%	5,02%	4,90%
	RBRY11	RBR Asset	Crédito	10,0%	1.207	2.671	1,11%	13,3%	11,82%	7,90%
	KNCR11	Kinea	Crédito	15,0%	7.868	11.085	1,13%	13,5%	5,09%	11,81%
	VGIR11	Valora	Crédito	15,0%	1.387	5.417	1,26%	15,2%	7,22%	11,64%
	BPML11	BTG Pactual	Shoppings	5,0%	595	1.357	1,34%	16,1%	15,96%	-6,72%
FI-Infras	BDIF11	BTG Pactual	Infra	5,0%	1.375	2.459	1,47%	17,6%	3,49%	-5,16%
Total	-	-	-	100%	83.099	254.162	-	11,9%	11,05%	9,66%

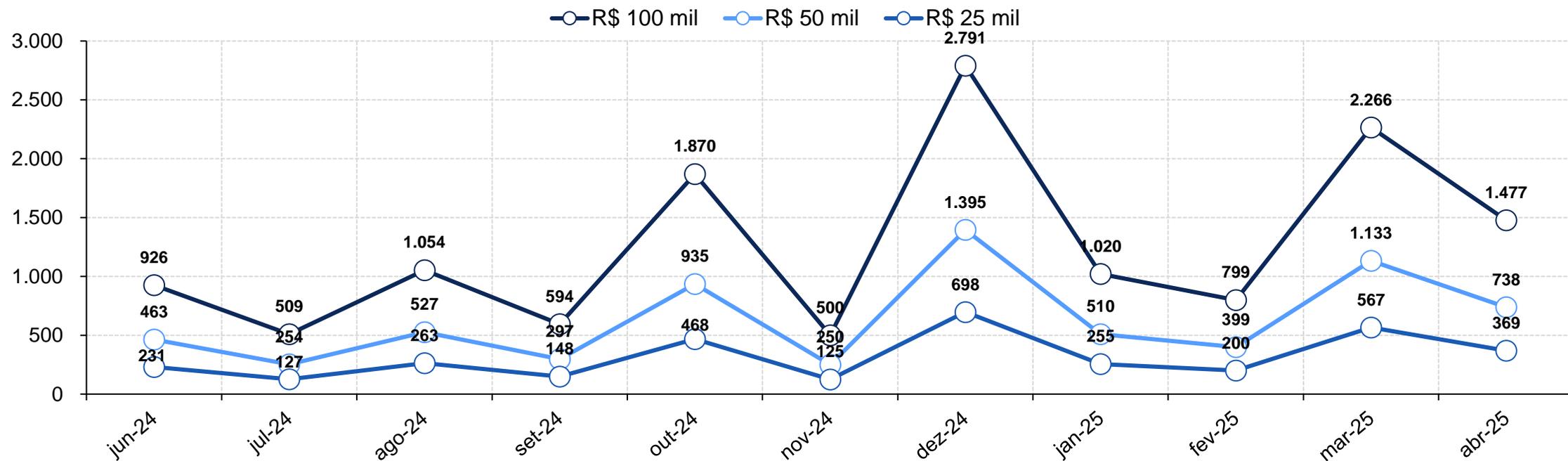
Fontes: Economática e BTG Pactual. <sup>1</sup> Liquidez média dos últimos três meses. <sup>2</sup> Resultado apurado entre a data de divulgação da carteira no mês anterior e do último dia útil antes da divulgação da carteira atual. <sup>3</sup> Utilizamos o *dividend yield* projetado para 2025 para as ações e o *dividend yield* anualizado para os Fundos Listados.

# Distribuição de Rendimentos

Rendimento mensal e dividendo teórico



## Rendimento mensal teórico por aplicação



## Histórico de performance

Performance	jan-25	fev-25	mar-25	abr-25	mai-25	jun-25	jul-25	ago-25	set-25	out-25	nov-25	dez-25	No ano	Desde o Início
Carteira	1,02%	2,46%	4,48%	1,70%	-	-	-	-	-	-	-	-	9,99%	8,84%
IMA-B 5+	0,22%	0,99%	1,70%	2,27%	-	-	-	-	-	-	-	-	5,26%	-0,18%

Performance	jan-24	fev-24	mar-24	abr-24	mai-24	jun-24	jul-24	ago-24	set-24	out-24	nov-24	dez-24	No ano	Desde o Início
Carteira	-	-	-	-	-	1,36%	0,30%	3,78%	-2,09%	-2,86%	-1,74%	0,37%	-1,04%	-1,04%
IMA-B 5+	-	-	-	-	-	-2,42%	5,61%	-1,44%	-0,81%	-1,29%	-1,20%	-3,48%	-5,17%	-5,17%

Fonte(s): Economática e BTG Pactual. Considera: (i) aquisição dos ativos na data de recomendação; (ii) dividendos anunciados ao longo da janela de recomendação. <sup>3</sup> Rendimento líquido se o investidor for pessoa física.

# Ações: Tese de Investimentos

## Overview das companhias



Código	Sobre a companhia	Análises
<b>PETR4</b>	<p>A empresa divulgou seu Plano de Negócios de 5 anos há algumas semanas e, após discuti-lo com os investidores, nossa impressão é de que o sentimento geral é de alívio. E, embora as ações tenham superado o desempenho do mercado em 11% desde o final de outubro, acreditamos que isso reflete principalmente o efeito de redução de risco de uma curva de investimento que não compromete a capacidade da companhia de sustentar pagamentos de dividendos robustos no futuro. Mas acreditamos que ainda há espaço para uma expansão de múltiplos mais ampla. Dada a postura clara da administração de não acumular caixa, acreditamos que é provável que haja dividendos extraordinários em 2025.</p>	<a href="#">Site</a>
<b>CPLE3</b>	<p>Vemos a Copel sendo negociada a uma TIR real atraente de 12,2%, ao mesmo tempo em que oferece proteção e mostra um bom progresso em seu processo de reestruturação. A empresa anunciou recentemente um programa de recompra de 18 meses no valor de quase R\$ 3 bilhões, ou 10% do total de ações, refletindo a confiança da administração na atratividade das ações. Além disso, declarou R\$ 600 milhões em dividendos extraordinários. Quando combinados com um <i>payout</i> de 50% (conforme definido pela política de dividendos) e a distribuição total dos ganhos dos desinvestimentos da UEGA e da Compagas (que deverão ser anunciados juntamente com os resultados do 4T), chegamos a um pagamento total de dividendos de R\$ 2,2 bilhões em 2024, representando um <i>dividend yield</i> de 7,4%.</p>	<a href="#">Site</a>
<b>ITUB4</b>	<p>Vemos uma grande vantagem competitiva para o Itaú proveniente da iniciativa One Itaú, juntamente com um foco mais forte em eficiência, que acreditamos que o banco pode acelerar nos próximos dois a três anos. Durante esse período, o Itaú efetivamente "deixará para trás" o banco antigo e começará a obter ganhos significativos de eficiência em suas operações bancárias varejistas, o que, acreditamos, permitirá que seu ROE sustentável aumente a diferença em relação aos seus pares. As ações do Itaú devem superar o desempenho de seus pares privados, Bradesco/Santander, por mais um ano, e não vemos isso mudando nos próximos 12 meses. Estamos adicionando o Itaú no portfólio para esse mês, e o temos como nossa Top Pick entre os bancos incumbentes.</p>	<a href="#">Site</a>
<b>ALUP11</b>	<p>A Alupar expandiu seu portfólio ao garantir novos ativos em leilões de transmissão no Brasil e na América Latina. Com a entrada em operação dos empreendimentos em construção, vislumbramos espaço para maiores pagamentos de dividendos nos próximos trimestres, aliada à nova política de dividendos em vigor desde novembro/22, que prevê o pagamento de no mínimo 50% do lucro líquido regulatório. A empresa tem agora 14 projetos em construção, incluindo a seção norte da ELTE e TNE, que está avançando rapidamente, atingindo 70% de conclusão. A empresa tem um ótimo histórico de alocação de capital, o que nos deixa confortáveis caso ela decida buscar crescimento adicional.</p>	<a href="#">Site</a>
<b>CXSE3</b>	<p>Atualizamos nossa recomendação para compra no início de abril e, apesar da valorização desde então, acreditamos que há espaço para mais. Dada a natureza mais previsível de seus resultados – concentrados no seguro hipotecário (com uma <i>duration</i> mais longa) e no negócio de pensões – juntamente com o "contrato" refinado e estendido que tem com seu banco controlador, a Caixa, a CXSE3 merece um valuation premium em relação a seu principal par, BBSE3. Há um ano, esse prêmio estava mais próximo de 45-50%, e agora está em apenas 20%. Acreditamos que algo próximo a ~30% seja mais justo. A melhora na cobertura e o aumento da liquidez após o recente <i>follow-on</i> podem ajudar a fazer isso acontecer nos próximos meses. Além disso, o <i>dividend yield</i> acima dos 8% oferece uma boa proteção contra a queda, caso o mercado "corrija" um pouco após a recente alta.</p>	<a href="#">Site</a>

# FII: Tese de Investimentos

## Overview dos fundos



Código	Sobre os fundos	Análises
<b>TRXF11</b>	O TRX Real Estate FII (TRXF11), fundo criado em outubro de 2019 com o objetivo de adquirir e desenvolver imóveis de perfil de varejo para serem alugados por meio de contratos atípicos de longo prazo. Atualmente, o fundo possui mais de 50 imóveis distribuídos nas regiões Norte, Nordeste, Centro-Oeste e Sudeste. Do ponto de vista dos locatários, o fundo hoje possui maior exposição ao Assaí Atacadista e ao Pão de Açúcar duas empresas que lideram o mercado de varejo brasileiro e que têm apresentado melhoras operacionais significativas ao longo dos últimos trimestre.	<a href="#">Site</a>
<b>RBRY11</b>	O RBRY11 é um fundo de papel que tem como objetivo investir em CRIs, LCIs, LHs, CEPACs e cotas de FIIs. O fundo possuiu perfil de risco médio ( <i>middle grade/high yield</i> ), com criteriosa seleção de ativos em garantias e devedores nas operações de crédito. O portfólio atual está majoritariamente alocado em CRIs, cotas de FIIs e caixa. Em termos de indexadores, o fundo possui uma estratégia de alocação flexível, podendo investir em ativos indexados ao CDI, à inflação ou com taxas prefixadas.	<a href="#">Site</a>
<b>KNCR11</b>	Constituído em 2012, o KNCR11 busca investir seus recursos preferencialmente em Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), podendo investir também em Letras de Crédito Imobiliário (LCIs). O objetivo do fundo é atingir a rentabilidade de 100% do CDI através da aquisição de operações diversificadas em seus setores de atuação.	<a href="#">Site</a>
<b>VGIR11</b>	Fundado em julho de 2018, o Valora CRI CDI tem como principal objetivo a aplicação de seus recursos em CRIs. O fundo possui um perfil de risco médio (mid grade) e tem a maior parte de suas alocações em CRIs que acompanham a variação do CDI. A maioria dos recebíveis do fundo está vinculada a operações do setor residencial, estruturadas em grande parte pela própria Valora.	<a href="#">Site</a>
<b>BPML11</b>	O FII BTG Pactual Shopping Centers (BPML11) é um fundo de gestão ativa lançado em julho de 2019, com o objetivo de investir em shopping centers visando a obtenção de renda e ganho de capital. A principal estratégia é investir em shoppings dominantes, localizados nas principais praças do Brasil, preferencialmente com participações majoritárias visando o controle na administração dos ativos.	<a href="#">Site</a>

# FI-Infras: Tese de Investimentos

## Overview dos fundos



Código	Sobre os fundos	Análises
<b>BDIF11</b>	<p>O BDIF11 foi constituído com o objetivo de investir em debêntures de infraestrutura e ativos incentivados. O veículo proporciona isenção de IR aos rendimentos e ganhos de capital de pessoas físicas. Além de ser negociado em bolsa, o fundo conta com formador de mercado para prover liquidez às cotas no mercado secundário.</p> <p>O BDIF11 busca um retorno equivalente ao Tesouro IPCA+ (NTN-B) de <i>duration</i> equivalente ao portfólio e prazo indeterminado. Vale reforçar que as debêntures do BDIF11 (já considerando os efeitos da marcação a mercado na cota patrimonial) têm um valor de mercado superior ao das cotas negociadas no mercado secundário.</p>	<a href="#">Site</a>

# Glossário



## Definição dos termos utilizados no documento

- **ABL:** Área bruta locável.
- **Benchmark:** Índice de referência.
- **BPS:** Pontos-base (100 Bps = 1,00%).
- **Cap rate:** Taxa de capitalização.
- **Código:** Código de negociação do ativo na Bolsa.
- **Data ex:** Data em que os ativos se tornam ex-dividendos.
- **Dividend Yield:** Rendimento anual do Fundo/Empresa, calculado pela divisão dos proventos pelo preço de mercado.
- **Dividend Yield (Forward):** Rendimento anual do Fundo/Empresa para os próximos 12 meses.
- **Duration:** Prazo médio ponderado de recebimento dos fluxos de caixa dos papéis.
- **Follow-On:** Oferta pública subsequente ao IPO.
- **FFO (Funds From Operation):** Geração de caixa operacional do Fundo/Empresa.
- **IPO:** Oferta pública inicial.
- **Liquidez:** Capacidade e rapidez com que um ativo é convertido em dinheiro.
- **Loan to Value (LTV):** Índice de avaliação de risco, calculado pela dívida sobre o valor do ativo.
- **LTM:** Últimos 12 meses.
- **Proventos:** Rendimentos distribuídos aos investidores.
- **Taxa de administração:** Remuneração dos administradores.
- **Taxa de gestão:** Remuneração dos gestores.
- **TIR:** Taxa interna de retorno.
- **P (Valor de Mercado):** Valor do ativo negociado no mercado secundário.
- **VPA (Patrimônio Líquido):** Valor patrimonial do ativo segundo o balanço patrimonial.
- **P/VPA:** Desconto ou prêmio de negociação entre o valor de mercado e o patrimônio líquido.

# Disclaimer



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 emitir 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 informação 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)

**btg** *pactual*