

On



ESG

Carteira Recomendada

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Janeiro 2026

Renata Faber
São Paulo – Banco BTG Pactual

Carlos Sequeira, CFA
New York - BTG Pactual US Capital LLC

Rafaella Dortas
São Paulo – Banco BTG Pactual

analise.acoes@btgpactual.com



Objetivo da Carteira

O investimento responsável está se tornando cada vez mais importante para a comunidade de investidores em geral e para os investidores latino-americanos em particular. Com o objetivo de auxiliar nossos clientes em seu processo de investimento, lançamos um portfólio ESG. Será uma carteira de 10 ações, com revisão mensal.

10 ideias de ações ESG

As dez escolhas do nosso portfólio ESG de janeiro são Axia, Copel, Cyrela, Equatorial, Itaú, Localiza, Nubank, Raia Drogasil, Rede D'Or e Sanepar. As novidades do mês são Sanepar e Raia Drogasil, que substituem Direcional e Smartfit.

Estamos aumentando a exposição ao segmento de serviços básicos com a inclusão de Sanepar, que tem espaço para expansão de múltiplos e acreditamos que é uma das histórias mais promissoras de 2026. Mantemos Axia e Copel, que se beneficiam de preços de energia mais elevados, e Equatorial, que segue como um excelente carregador, uma companhia de referência no setor e uma forma termos exposição ao que consideramos taxas reais de longo prazo assimétricas.

Raia Drogasil entra como novidade neste mês, exibindo um caminho mais claro de melhoria dos resultados em 2026, apoiado por medicamentos GLP-1, lançamentos de novos genéricos, maturação de lojas e maior penetração do omnichannel. Sua performance consistente nos últimos dois trimestres reforça um perfil de crescimento de longo prazo (CAGR de LPA de 25% entre 2025 e 2030) e sustenta o valuation premium em relação aos pares.

No setor financeiro, vemos o Nubank de volta ao modo crescimento, com expansão de crédito acima do esperado e inadimplência ainda saudável, o que reforça nossa confiança na tese e sustenta margens financeiras ajustadas ao risco mais atrativas à frente. O Itaú está muito bem-posicionado para se proteger e ainda entregar retornos elevados caso a volatilidade aumente, ao mesmo tempo em que está preparado para acelerar crescimento e ganhar participação de mercado se o ambiente permitir.

No setor imobiliário, Cyrela permanece no portfólio, pois esperamos que continue superando os pares e ganhando participação de mercado apesar de um cenário macro mais desafiador, enquanto o valuation segue atrativo. Mantemos Localiza como um dos nomes mais bem posicionados para se beneficiar de um ambiente de juros mais baixos, com tendências de melhora nos três segmentos de negócio.

Por fim, Rede D'Or segue no portfólio à medida que transita para uma fase mais estável e geradora de caixa. O potencial de expansão de múltiplos depende de diversos catalisadores: melhoria contínua do segmento hospitalar, queda dos juros, avanços adicionais na unidade de seguros, um ambiente mais favorável para M&A e optionalidade vindas da expansão em oncologia e de novas iniciativas no âmbito da joint venture com o Bradesco.

Tabela 1: Portfólio ESG Recomendado

Empresa	Código	Peso	ADTV (R\$ milhões)	Potencial de alta (%)	Valor de Mercado (R\$ Milhões)	P/L 26
Axia Energia	AXIA3	10%	338	20,3%	144.725	13,1
Copel	CPLE3	10%	152	16,2%	36.885	17,8
Cyrela	CYRE3	10%	142	28,9%	9.309	5,2
Equatorial	EQTL3	10%	279	41,7%	46.931	18,8
Itau	ITUB4	10%	801	26,2%	386.435	7,4
Localiza	RENT3	10%	348	32,1%	44.627	11,1
Nubank	ROXO34	10%	31	29,1%	446.627	20,9
Raia Drogasil	RADL3	10%	202	0,8%	446.628	24,7
Rede D'Or	RDOR3	10%	194	40,6%	92.831	15,4
Sanepar	SAPR11	10%	40	0,4%	12.94	7,7

Fonte: Estimativas do BTG Pactual

Nos últimos trinta dias, nossa carteira ESG registrou queda de 6,5%, abaixo do Ibovespa, que avançou +2,5%, mas acima do índice de referência S&P/B3, que subiu 1,6%.

Tabela 2: Desempenho dos últimos 30 dias

Performance Ponderada (%)	
Axia Energia	0,0%
Copel	-0,8%
Cyrela	-1,8%
Direcional	-1,6%
Equatorial	-0,6%
Itau	0,3%
Localiza	-0,8%
Nubank	-0,2%
Rede D'Or	-0,2%
SmartFit	-0,7%
Portfolio	-6,5%
Ibov	2,5%
Benchmark	1,6%

Fonte: BTG Pactual

Resumo das escolhas

Axia Energia

Axia se destaca como a principal beneficiária do atual cenário de preços de energia mais elevados, maior volatilidade (e, portanto, maior necessidade de energia) e da nossa visão mais construtiva para os preços de energia. A companhia ainda está nos estágios iniciais do que deve se tornar uma fonte relevante e recorrente de geração de caixa e pagamento de dividendos. Essa dinâmica, combinada a preços de energia potencialmente mais altos, pode transformar a Axia em uma pagadora de dividendos muito robusta ao longo dos próximos 5,5 anos. Apesar da boa performance recente das ações, ainda vemos espaço para continuidade da performance acima dos pares.

ESG. A Axia tem como meta atingir emissões líquidas zero até 2030 e está investindo em projetos ambientais, incluindo a restauração de cursos d'água nas regiões das represas de São Francisco, Parnaíba e Furnas, e a melhoria da geração de energia e da navegação nos rios Amazonas, Madeira e Tocantins. A empresa mantém fortes padrões de conformidade e transparência e está trabalhando para promover a DEI.

Copel

A Copel passou por uma forte expansão de múltiplos em 2025. Em dezembro, a companhia concluiu sua migração para o Novo Mercado, melhorando a liquidez das ações e aumentando sua atratividade para investidores estrangeiros. Olhando à frente, vemos o Leilão de Capacidade previsto para março como um catalisador positivo de curto prazo. Além disso, a Copel tende a se beneficiar de preços de energia mais elevados, dada sua posição descontratada nos próximos anos no segmento de geração. Atualmente, a ação negocia a uma TIR real de 8,8%, em comparação com 6–7% para outros nomes pagadores de dividendos sob nossa cobertura.

ESG. Com foco na geração de energia renovável, em 2024 a Copel atingiu a marca de produzir 100% de sua energia a partir de fontes renováveis. A empresa também está trabalhando para descarbonizar sua frota de veículos e, na esfera social, investe em segurança e treinamento para seus funcionários. Em termos de governança corporativa, a Copel foi privatizada em 2023, tornando-se uma sociedade anônima e adotando altos padrões de governança.

Cyrela

Mantemos a Cyrela em nosso portfólio ESG neste mês, pois a vemos como uma tese de beta de alta qualidade no Brasil. A companhia entregou resultados operacionais fortes nos 9M25 e segue bem-posicionada para sustentar uma execução robusta no 4T e ao longo de 2026. Além disso, possui um landbank de alta qualidade, que deve sustentar um ritmo sólido de lançamentos e vendas nos próximos trimestres. A Cyrela também vem ampliando sua exposição ao programa MCMV por meio da subsidiária Vivaz e das JVs com Cury e Plano&Plano, com cerca de 40% dos lucros relacionados ao MCMV, um segmento mais defensivo em um ambiente macro mais desafiador. Ainda assim, acreditamos que a Cyrela deve continuar superando os pares e ganhando participação de mercado, mesmo com um cenário macro mais adverso, enquanto seu valuation em torno de 5x P/L 2026 segue atrativo.

ESG: A estratégia de sustentabilidade da Cyrela baseia-se em quatro pilares: governança, planeta (meio ambiente), pessoas e prosperidade (inovação). Para cada pilar, a empresa identificou os principais riscos e oportunidades e estabeleceu estratégias para lidar com eles.

Sanepar

A Sanepar negocia a cerca de 0,8x EV/RAB. Os múltiplos de P/L estão em 7x em 2026 e 6,5x em 2027. O EV/EBITDA é de 4,6x em 2026 e 4,5x em 2027. Trata-se de uma ação barata, com múltiplos baixos, apesar de a companhia operar de forma ineficiente, bem abaixo do seu potencial. Caso a ação feche o gap em relação ao EBITDA regulatório, reduza a diferença de capex para algo em torno de 3% e passe a negociar a uma TIR real próxima de 9% até o fim de 2026, em linha com onde muitos papéis do setor negociam hoje, isso implicaria uma expansão de múltiplos de pouco mais de 60%. Se a ação viesse a negociar a 1x EV/RAB, a expansão de múltiplos necessária seria de pouco mais de 50%. O principal evento da Sanepar em 2026 será político. A corrida para o governo pode levar investidores a precisar de uma companhia mais eficiente ou em avanços em direção à privatização. Em ambos os cenários, o potencial de valorização é relevante. O papel carrega algumas características especulativas, mas acreditamos que está entre as histórias mais promissoras de 2026.

ESG. A política de sustentabilidade da Sanepar está focada na oferta de água de qualidade, coleta e tratamento de esgoto e gestão de resíduos. Além do impacto ambiental — principalmente via redução de poluição —, as operações no setor de saneamento também geram impactos sociais relevantes sobre saúde, educação e renda da população.

Equatorial

Vemos a Equatorial negociando com uma TIR real de 10,5%. A Equatorial segue como uma excelente tese de carregos, uma companhia de referência no setor e uma forma eficiente de termos exposição ao que enxergamos como juros reais de longo prazo altamente assimétricos. Com duração acima de 10 anos, proteção integral contra inflação e sensibilidade limitada a uma desaceleração econômica, o papel permanece entre nossas principais escolhas.

ESG. Os pilares de sustentabilidade da Equatorial baseiam-se em: descarbonização das operações; gestão eficiente dos recursos naturais; restauração dos ecossistemas; cuidado com os funcionários, comunidades, fornecedores e clientes; promoção da inovação e digitalização do negócio; garantia da integridade nas relações e conformidade comercial; e melhoria da transparência e governança ESG. Com mais de 27 milhões de clientes, a empresa criou um canal de atendimento digital consolidado para ser a principal opção de atendimento para seus clientes em todo o Brasil e monitorar a experiência do consumidor. Em termos de engajamento com a comunidade, o E+Comunidade

impactou 300 mil clientes, promove a educação em sustentabilidade sobre o uso seguro e responsável da energia elétrica e incentiva hábitos seguros e eficientes.

Itaú Unibanco

O Itaú continua sendo nossa tese de investimento preferida entre os grandes bancos incumbentes no Brasil. Com um balanço extremamente sólido, o banco está muito bem-posicionado para se proteger e ainda entregar retornos elevados em um cenário de maior volatilidade. Ao mesmo tempo, tem plena capacidade de acelerar o crescimento e ganhar participação de mercado caso o ambiente se torne mais favorável.

ESG. Na frente ambiental, o Itaú está comprometido em reduzir suas emissões de carbono de escopo 3 em 50% até 2030 e se tornar neutro em carbono até 2050. Em 2021, o banco lançou sua plataforma de compromisso climático para incentivar novos parceiros e fornecedores a neutralizar as emissões de carbono, bem como sua plataforma de compensação de carbono para alavancar a transparência no mercado voluntário de carbono. No aspecto social, acreditamos que o ponto relevante está relacionado ao relacionamento com os clientes, que idealmente deve ser transparente e justo. Nesse sentido, vemos o banco trabalhando para melhorar seu NPS e educar financeiramente os clientes.

Localiza

Vemos a Localiza apresentando tendências melhores em seus três principais segmentos: (i) RAC, com repasse efetivo de preços, volumes resilientes e ganhos de eficiência sustentando a expansão de margens; (ii) Gestão de frotas, com foco em melhoria de margens e otimização do mix da frota, incluindo a desmobilização de veículos mais antigos para elevar a qualidade dos ativos e os retornos; e (iii) Seminovos, onde acreditamos que o pior dos efeitos relacionados ao IPI já ficou para trás e está amplamente precificado, especialmente após o impairment do 3T. Além disso, tanto o 4T quanto o 1T devem apresentar sazonalidade positiva no curto prazo. Para além da operação, enxergamos a Localiza como um dos nomes de maior qualidade e mais bem posicionados em nossa cobertura para se beneficiar de um ambiente de juros mais baixos, dado seu beta mais elevado e perfil intensivo em capital. Em termos de valuation, vemos 11x P/L 2026 como uma relação risco-retorno atrativa, com o papel negociando a um múltiplo descontado que já incorpora expectativas de crescimento mais moderadas em relação aos níveis históricos.

ESG: A governança corporativa é um dos pontos fortes da Localiza. A empresa possui um Conselho Administrativo ativo e diversificado, com membros de diferentes origens. Na frente social, destacamos o forte relacionamento com os clientes (medido pelo NPS) e com os funcionários (baixa rotatividade e ambiente diversificado). E na frente ambiental: (i) lavagem de carros sem água em toda a sua rede, reduzindo o consumo de água; (ii) 98% da frota é flex-fuel, permitindo que os clientes abasteçam com etanol (menos poluente que a gasolina); e (iii) aumento do consumo de energia proveniente de fontes renováveis.

Nubank

Estamos mantendo o NU no portfólio por mais um mês, pois o vemos como um de nossas principais escolhas e um vencedor de longo prazo na América Latina. Em síntese, acreditamos que o NU voltou ao modo de crescimento, o que deve destravar novas revisões positivas de lucro à frente. A combinação de crescimento de crédito acima do esperado, níveis ainda saudáveis de inadimplência e provisões — apoiadas por modelos de underwriting com uso de IA mais eficientes e por (i) uma taxa de desemprego baixa e (ii) a isenção de imposto de renda para brasileiros com renda mensal de até R\$ 5 mil a partir de janeiro — aumenta nossa confiança na tese de crescimento, com a margem financeira ajustados ao risco mais favoráveis adiante. Ao mesmo tempo, a oportunidade no México segue relevante, embora deva aparecer de forma mais significativa no resultado apenas em cerca de cinco anos. O NU também é construtivo quanto à oportunidade nos EUA, apesar de ainda estar em estágio inicial. Com o modo de crescimento acelerado, acreditamos que a ação negociando pouco acima de 20x P/L 2026 é atrativa.

ESG: O Nubank possui uma estratégia detalhada para questões ambientais, sociais e de governança (ESG), mas a maioria dos pontos materiais da empresa está focada no aspecto social. A inclusão financeira e a experiência do cliente formam a base dessa estratégia e, para atingir esses objetivos, o Nubank se concentra na inovação e na atração e retenção de talentos, implementando também uma política de diversidade e inclusão.

Rede D'Or

A companhia atingiu um estágio estável e equilibrado, com geração de caixa, expansão orgânica, boa posição junto ao Bradesco para acelerar projetos de crescimento, pagamento de dividendos e melhora gradual tanto das margens hospitalares quanto da sinistralidade. Vemos a ação negociando hoje a cerca de 17x P/L 2026, mas acreditamos que ainda há espaço para expansão de múltiplos. Em nossa visão, a RDOR poderia negociar mais próxima de 20x lucro futuro, em linha com outros nomes domésticos de alta qualidade na América Latina que também são compounders. A expansão de múltiplos adicional deve depender de alguns catalisadores, que também podem levar a novas revisões positivas de lucro. Esses catalisadores incluem: (i) dinâmica mais favorável no negócio hospitalar, já em materialização, com momentum potencialmente ainda mais forte no 4T; (ii) juros mais baixos, dado que a RDOR é um ativo intensivo em capital e de long duration; (iii) avanços adicionais na unidade de seguros; (iv) um ambiente mais favorável para M&A, refletido no noticiário recente sobre uma potencial combinação com a Fleury; e (v) outras opções, como maior crescimento em oncologia ou o anúncio de novos projetos na JV com o Bradesco.

ESG. A Rede D'Or possui um plano ESG detalhado, com metas que ajudam a gerenciar temas relevantes. Na frente ambiental, a estratégia é reduzir o uso de recursos (ou seja, água e energia), reduzir as emissões de GEE e aumentar a reciclagem. Na frente social, que é fundamental para a empresa, os destaques são i) atendimento centrado no paciente, inovação e educação.

Raia Drogasil

Vemos a estratégia da RD baseada em três pilares: (i) abordagem multicanal e expansão consistente da base de lojas (com expectativa de 330–350 lojas em 2026); (ii) desenvolvimento de produtos de saúde (marca própria, tanto em OTC quanto em HPC) e melhoria da experiência nas lojas; e (iii) foco no aumento do valor do cliente ao longo do tempo, com uso intensivo de tecnologia. A RD vem sendo cada vez mais percebida como um “compounder defensivo” por investidores estrangeiros e como uma das principais teses no mercado doméstico. Como destacamos em nossa atualização recente após os resultados do 3T25, embora persistam dúvidas sobre quais desafios são estruturais e quais são temporários, os resultados recentes trouxeram maior confiança para as estimativas de 2025 e 2026, com revisões positivas de números. Não há dúvida de que a companhia foi uma das histórias mais bem-sucedidas dos últimos 20 anos entre os varejistas brasileiros, construindo pilares sólidos de um compounder a partir de um pipeline robusto de expansão, uma estratégia completa de investimentos no canal online e ROIC em trajetória crescente. No geral, vemos um caminho mais previsível para a melhoria dos resultados em 2026 (em torno de R\$1,65 bilhão), impulsionado por ventos favoráveis de medicamentos GLP-1, lançamentos de novos genéricos, maturação das lojas e maior penetração do omnichannel. Embora a recente valorização das ações já reflita grande parte da revisão positiva de lucros (a RD negocia a 24x P/L 2026), o desempenho consistentemente superior nos últimos dois trimestres reforça o perfil de crescimento de longo prazo (CAGR de LPA de 25% entre 2025 e 2030) e sustenta o múltiplo premium em relação aos pares.

ESG. A Raia Drogasil direciona seus compromissos de sustentabilidade para a geração de valor econômico, com foco em saúde, eficiência operacional e perenidade do negócio. A estratégia prioriza a ampliação do acesso à saúde e o incentivo a hábitos mais saudáveis entre clientes e colaboradores, o fortalecimento do capital humano por meio de diversidade, inclusão e desenvolvimento profissional, e a busca por uma operação mais eficiente, com menor impacto ambiental. A companhia definiu metas claras para a expansão de sua plataforma de saúde, desenvolvimento de talentos, representatividade, redução de emissões e uso de energia renovável. Ao integrar a agenda ESG à estratégia corporativa, a RD busca sustentar o crescimento de longo prazo, mitigar riscos e preservar sua competitividade estrutural.

Apêndice 1 - Metodologia do portfólio recomendado ESG

Estamos lançando nossa primeira Carteira Recomendada ESG. ESG está se tornando cada vez mais importante para nossos clientes e a comunidade de investidores em geral, portanto, construir um portfólio ESG é mais um passo para aumentar nossos esforços de pesquisa ESG e uma forma de ajudar os investidores a avançarem nesta agenda.

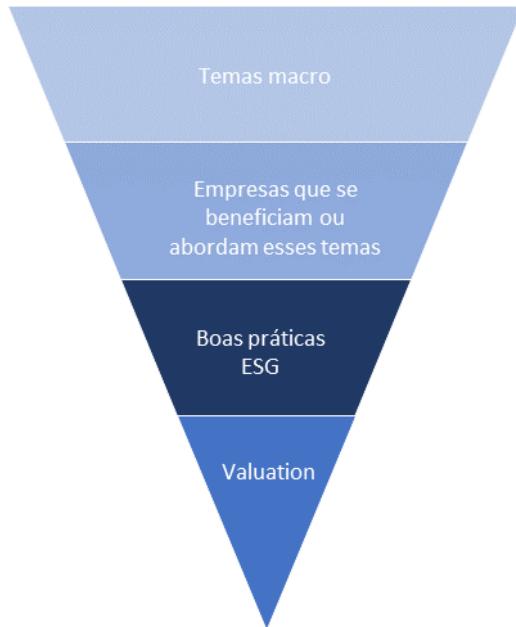
Justificativa por trás de nosso portfólio. O primeiro passo para montar nosso portfólio foi identificar macro temas relacionados a ESG, que são materiais para a América Latina e podem definir tendências na região. Definimos 8 temas que, em nossa percepção, se tornarão cada vez mais importantes e podem representar ameaças para alguns setores e oportunidade para outros.

Depois disso, identificamos empresas que abordam esses temas (ou seja, aquelas com sólidas práticas de governança corporativa ou que trabalham para aumentar a diversidade) ou empresas com um modelo de negócios que se beneficia desses temas (ou seja, aquelas cujo principal negócio é a geração de energia limpa ou gestão de resíduos).

Depois de definir esse universo, reduzimos o número de empresas ao entender quais têm boas práticas ESG. Das empresas restantes, escolhemos as 10 em que nossos analistas têm uma classificação de Compra e acreditam ter um momentum positivo. Nosso portfólio será revisado mensalmente.

Uma empresa com baixos padrões ESG podem fazer parte do portfólio? Sim, se o valuation for atraente o suficiente e se acreditarmos que, apesar dos baixos padrões atuais da empresa X, ela está correndo atrás para reduzir o gap.

Figura 1: Metodologia passo a passo



Fonte: BTG Pactual

Apêndice 2 - Definindo os 8 temas macro ESG

#1 Economia de baixo carbono. A mudança climática é a principal ameaça à humanidade e a maneira mais rápida de lidar com essa questão é limitando, compensando e/ou reduzindo as emissões de carbono. 196 nações (incluindo o Brasil) assinaram o Acordo de Paris, comprometendo-se a limitar o aquecimento global a menos de 2, preferencialmente a 1,5 graus Celsius, em comparação com os níveis pré-industriais. Muitos governos já regulam as emissões de carbono das empresas e, embora o Brasil não tenha nenhuma regulamentação sobre o assunto, exceto os CBIOs, muitas empresas já estão se comprometendo a zero “líquido” de emissão e/ou compensar suas emissões de carbono.

#2 Transição para energia limpa. É impossível fazer a transição para uma economia de baixo carbono sem aumentar o uso de energia limpa. Para chegar a zero “líquido” até 2050, os investimentos em energia limpam já começaram e devem se intensificar nesta década. De acordo com a Agência Internacional de Energia (AIE), as energias renováveis devem representar 90% do crescimento da capacidade do setor global de energia em 2021 e 2022. Se o setor de energia seguir o plano de chegar a zero líquido até 2050, a participação da oferta das energias renováveis na eletricidade global deve crescer de 27% em 2019 para 60% em 2030, enquanto a participação das usinas a carvão sem Captura, Uso e Armazenamento de Carbono (CCUS) cai drasticamente de 37% em 2019 para 6% em 2030. E apesar da energia brasileira sendo mais limpa do que em muitos países desenvolvidos, localmente também observamos uma tendência de investimentos em geração de energia eólica e solar.

#3 Net promoter score (NPS). Em um mundo de capitalismo de partes interessadas, os clientes são provavelmente os stakeholders mais importantes das empresas - no final do dia, você não pode vender um produto ou serviço se não tiver um cliente. O NPS é a melhor métrica para medir a satisfação do cliente e um NPS alto provavelmente significa que a empresa tem espaço para aumentar a participação no mercado, tem clientes fiéis e está próxima o suficiente para entender suas necessidades - o que provavelmente trará inovação.

#4 Inovação. Isso sempre foi importante para as empresas, mas tornou-se crucial à medida que o avanço tecnológico aumentava a concorrência (e reduzia as barreiras para novos entrantes) em diversos setores. Empresas com boas práticas ESG também tendem a ser inovadoras, principalmente devido à sua força de trabalho diversificada (diversidade traz criatividade), foco de longo prazo (que cria um ambiente onde as pessoas são incentivadas a experimentar) e forte relacionamento com os stakeholders, especialmente clientes e fornecedores (essas empresas estão próximas o suficiente dos clientes para ouvir feedbacks e entender suas necessidades, enquanto os fornecedores são vistos como parceiros que trazem soluções e crescem junto com as empresas).

#5 Digitalização. A digitalização é uma tendência social, que está desestruturando algumas empresas e setores, mas também trazendo várias oportunidades. A digitalização traz diversas oportunidades de escala para as empresas e aumenta as opções que os clientes têm - bem como a velocidade com que podem contratar ou cancelar produtos/serviços.

#6 Diversidade. Aumentar a diversidade e a inclusão é um desafio para as empresas, mas muitos estudos mostram que um ambiente diversificado e inclusivo é positivo para os resultados. É mais fácil atrair e reter talentos em uma força de trabalho diversificada e um ambiente diversificado tende a ser mais criativo, o que favorece a inovação.

#7 Boas práticas de governança corporativa. A governança corporativa envolve ética, planejamento estratégico, transparência, processos e responsabilidade. Deve ser a base do ESG, pois entendemos que uma empresa não pode causar um impacto socioambiental positivo no longo prazo sem boas práticas de governança corporativa.

#8 Gestão de resíduos/economia circular. Outro desafio da sociedade é reduzir a quantidade de resíduos enviados para aterros. Vemos empresas já se comprometendo com políticas "sem resíduos", criando uma infinidade de oportunidades para empresas que trabalham com reciclagem, economia circular, materiais compostáveis e tratamento de resíduos

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 vinculados 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订立 pelas 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 de ixar 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(s) 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.btpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx