

## Dividendos extraordinários antes das mudanças na tributação

### A tributação dos dividendos poderá desencadear pagamentos extraordinários

O novo projeto de lei que revê as regras do imposto de renda das pessoas físicas foi aprovado na Câmara dos Deputados e está agora a ser discutido no Senado. Entre as muitas disposições incluídas no projeto de lei, uma elimina a isenção fiscal geral dos pagamentos de dividendos, que está em vigor desde 1996. No entanto, os dividendos declarados em 2025 com base nos lucros obtidos este ano e em anos anteriores, ou seja, incluindo lucros acumulados e reservas de lucros, continuariam a ser abrangidos pela regra anterior, o que significa que não estariam sujeitos ao imposto de 10%. Seria natural supor que várias empresas poderiam decidir antecipar os pagamentos para evitar o imposto que se aproxima.

### Em busca de empresas com potencial para pagar dividendos extraordinários significativos

Nosso objetivo com este relatório é elaborar uma lista de empresas que acreditamos terem maior chance de anunciar dividendos extraordinários relativamente grandes nos próximos meses. Para isso, analisamos algumas variáveis, incluindo: i) se a empresa tem lucros acumulados / reservas de lucros consideráveis (em relação ao seu valor de mercado); ii) o nível de alavancagem em termos absolutos e em relação ao seu grupo de pares; iii) planos de investimento futuros; e iv) composição da base de acionistas, uma vez que a tributação varia dependendo dos acionistas.

### Setores de serviços básicos, construtoras, telecom e materiais básicos são os destaques

A lista de empresas em posição de anunciar dividendos extraordinários consideráveis é relativamente longa. Isso porque o Brasil vem crescendo bem, os lucros têm sido sólidos, a alavancagem é baixa e os preços das ações estão deprimidos. Encontramos candidatos mais fortes para pagamentos de dividendos extraordinários em alguns setores mais do que em outros. Os setores de serviços básicos e telecomunicações contribuem com quatro e três nomes, respectivamente. As construtoras e os materiais básicos também têm quatro nomes cada.

### As 20 empresas com maior probabilidade de fazer grandes pagamentos

Acreditamos que algumas empresas estão em posição de anunciar pagamentos de dividendos extraordinários que podem render retornos entre 15% e 20%. Essa lista inclui: Metalúrgica Gerdau, Unifique, Blau, Marcopolo e Eztec. Outros nomes que acreditamos que podem render retornos na casa dos 15% incluem Copel e Intelbras. Temos motivos para acreditar que todos os outros nomes da lista das 20 principais anunciarão yields extraordinários superiores a 10% (Ambev, TIM, Eletrobras, Direcional, Cyrela, Gerdau, Lavvi, Isa Energia, Energisa, C&A, PetroReconcavo, Usiminas, Irani).

#### Analistas

**Carlos Sequeira, CFA**

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

**Leonardo Correa**

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

**Antonio Junqueira, CFA**

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

**Osni Carfi**

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

**Tcha Chan**

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

**Bruno Henriques**

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

### Há também trades interessantes

Também estamos sugerindo alguns trades de ações com base na capacidade e intenção das empresas de pagar dividendos extraordinários. Algumas empresas não podem pagar dividendos extraordinários porque não têm reservas de lucros/lucros acumulados suficientes ou porque estão relativamente alavancadas. Veja a lista trades de ações sugeridos na página 4.

## Dividendos extraordinários antes das mudanças na tributação

O novo projeto de lei que revê as regras do imposto de renda das pessoas físicas foi recentemente aprovado na Câmara dos Deputados e agora está sendo discutido no Senado. Entre as muitas disposições incluídas no novo projeto de lei, uma elimina a isenção fiscal geral dos pagamentos de dividendos, em vigor desde 1996. A partir de 2026, os pagamentos de dividendos superiores a R\$ 50.000 por mês (~US\$ 9 mil por mês, ~US\$ 110 mil por ano) feitos a pessoas físicas brasileiras e estrangeiras (com algumas exceções que discutiremos a seguir) serão tributados em 10%.

No entanto, os dividendos declarados em 2025 com base nos lucros obtidos neste ano e nos anos anteriores, ou seja, incluindo lucros acumulados e reservas de lucros, ainda se enquadrariam na regra anterior, o que significa que não estariam sujeitos ao imposto de 10%. Além disso, o novo projeto de lei permite que as empresas paguem efetivamente os dividendos declarados em um período de três anos, de 2026 a 2028, tornando a declaração de dividendos agora ainda mais atraente (é importante mencionar que as empresas não poderão atribuir os dividendos declarados em 2025 como parte dos dividendos mínimos que devem pagar no período de 2026 a 2028).

A disposição que permite que os dividendos declarados em 2025 sejam isentos de impostos se o dinheiro for desembolsado entre 2026 e 2028 naturalmente dá às empresas uma enorme flexibilidade para gerenciar seus fluxos de caixa e pode estimular o aumento dos anúncios de dividendos. É por isso que quaisquer alterações a essa disposição no Senado podem mudar significativamente o apetite das empresas em anunciar grandes dividendos.

Seria natural supor que várias empresas podem decidir antecipar as distribuições para evitar o imposto que está por vir, supondo que a nova legislação seja aprovada no Senado. Nosso objetivo com este relatório é elaborar uma lista de empresas que acreditamos terem maior chance de anunciar dividendos extraordinários relativamente altos nos próximos meses.

Para chegar lá, analisamos algumas variáveis. As principais, em nossa opinião, são: i) se a empresa tem lucros acumulados/reservas de lucros consideráveis (em relação ao seu valor de mercado); ii) o nível de alavancagem em termos absolutos e em relação ao seu grupo de pares/setor; iii) planos de investimento futuros, principalmente aqueles já anunciados e em execução; iv) composição da base de acionistas, uma vez que a tributação varia dependendo dos acionistas (pessoas físicas são tributadas; pessoas jurídicas não são; investidores estrangeiros são tributados, mas governos ou fundos soberanos, etc., não são) e também o fato de que alguns acionistas (empresas familiares, por exemplo) podem preferir dividendos a outros.

## As 20 empresas mais propensas a fazer grandes pagamentos

A lista de empresas em posição de anunciar dividendos extraordinários consideráveis é relativamente longa. Isso porque o país tem crescido bem nos últimos quatro anos (acima de 3% ao ano), os lucros têm sido fortes e a alavancagem baixa. E porque os preços das ações estão deprimidos.

Por outro lado, muitas empresas e seus acionistas podem adotar uma postura mais conservadora ao decidir quanto distribuir, dado o cenário de taxas de juros muito altas no Brasil.

Abaixo, apresentamos uma lista das 20 empresas que acreditamos terem maior probabilidade de anunciar pagamentos de dividendos relativamente elevados nos próximos meses – procuramos empresas que acreditamos que podem anunciar yields de dois dígitos de dividendos extraordinários.

Dadas as muitas variáveis por trás da decisão de cada empresa de anunciar dividendos extraordinários, incluindo as muito subjetivas, como quanto de alavancagem os executivos e conselhos se sentem confortáveis em gerenciar, as empresas que acabam pagando dividendos extraordinários e o valor pago podem diferenciar-se materialmente da lista que destacamos neste relatório.

Para ampliar nossa análise, discutimos em outra parte deste relatório, com mais detalhes, cada setor e outros nomes que não constam na lista abaixo, mas que acreditamos valer a pena mencionar.

Encontramos candidatos mais fortes para pagamentos extraordinários de dividendos em alguns setores do que em outros. Os setores de serviços básicos e telecomunicações, que são os habituais devido à sua geração de caixa previsível e forte, contribuem com quatro e três nomes, respectivamente. Construtoras e materiais básicos, surpreendentemente, têm quatro nomes cada na lista.

Acreditamos que algumas empresas estão em posição de anunciar pagamentos de dividendos extraordinários que podem render yields entre 15% e 20%. A lista inclui: Metalúrgica Gerdau, Unifique, Blau, Marcopolo e Eztec. Outros nomes que acreditamos que podem gerar yields na casa dos 15% incluem Copel e Intelbras. Temos motivos para acreditar que todos os outros nomes da lista abaixo anunciarão yields extraordinários superiores a 10%.

**Tabela 1: As 20 empresas com maior probabilidade de fazer grandes pagamentos**

Sector	Company	Mkt Cap (R\$m)	Expected extraordinary yield	*ND/EBITDA (2025E)
Real Estate	EZTC3	3,430	17%	0.8x
Real Estate	DIRR3	7,670	13%	0.2x
Real Estate	CYRE3	11,020	9-10%	0.7x
Real Estate	LAVV3	2,630	> than 10%	0.6x
Utilities	CPLE6	36,502	14%	3.2x
Utilities	ISAE4	17,699	13%	3.8x
Utilities	ENGI11	24,989	11%	3.6x
Utilities	ELET3	114,718	10%	3.4x
Telecom	FIQE3	1,612	19%	0.6x
Technology	INTB3	3,830	13%	-0.5x
Telecom	TIMS3	56,412	12%	1.0x
Metals & Mining	GOAU	10,900	20%	0.0x
Metals & Mining	GGBR4	38,957	> than 10%	0.7x
Metals & Mining	USIM5	5,478	> than 10%	0.2x
Pulp & Paper	RANI3	1,963	> than 10%	2.1x
Food & Beverage	ABEV3	188,510	> than 10%	-0.7x
Capital Goods	POMO4	10,042	18%	0.1x
Retail	CEAB3	5,240	> than 10%	-0.1x
Healthcare	BLAU3	2,262	> than 10%	-0.3x
Oil & Gas	RECV3	3,803	8-13%	0.7x

Fonte: Empresas e BTG Pactual | \*Dívida líquida/EBITDA atual, sem considerar a distribuição de dividendos

## Existem também alguns trades interessantes, com base na capacidade / intenção das empresas de pagar dividendos extraordinários

Também sugerimos alguns trades com base na capacidade e intenção das empresas de pagar dividendos extraordinários. Algumas empresas não podem pagar dividendos extraordinários porque não têm reservas de lucros/lucros acumulados suficientes ou porque estão relativamente alavancadas.

Não poder pagar dividendos extraordinários neste momento não tem nada a ver com a qualidade das empresas/negócios. Ainda assim, também em igualdade de condições, acreditamos que as empresas que anunciarem dividendos extraordinários consideráveis até o final do ano podem ter um desempenho melhor na bolsa do que empresas semelhantes que não terão capacidade para pagar. Abaixo está uma lista de algumas operações que acreditamos se enquadrarem nessa situação:

**Tabela 2: Lista de trades**

Sector	Pair Trades
Telecom	TIMS3 vs. VIVT3
Real Estate	DIRR3 vs. CURY3
Real Estate	IGTI11 vs. ALOS3
Metals & Mining	GOAU4/GGBR4 vs. CSNA3
Metals & Mining	GOAU4 vs. GGBR4
Banks	ITUB4 vs. BBAS3
Metals & Mining	USIM5 vs. CSNA3
Utilities	CPLE6 vs. EGIE3
Retail	CEAB3 vs. AZZA3
Healthcare	BLAU3 vs. HYPE3
Healthcare	FLRY3 vs. DASA3
Car Rental & Logistics	MILS3 vs. VAMO3
Pulp & Paper	RANI3 vs. KLBN3
Food & Beverage	ABEV3 vs. MDIA3

Fonte: BTG Pactual

## A alavancagem é baixa, os lucros acumulados / reservas de lucros são elevados

A alavancagem global das empresas brasileiras é relativamente baixa, situando-se em 1,8x a dívida líquida/EBITDA, e, embora as taxas de juros estejam atualmente muito altas, acreditamos que há espaço para as empresas assumirem alavancagem adicional. Dito isso, os players do setor de commodities tendem a operar com alavancagem reduzida para lidar com eventuais choques nos preços das commodities. A alavancagem geral, excluindo a Petrobras e a Vale, é um pouco maior, de 2,2x, enquanto as empresas que vendem basicamente no mercado interno encerraram o segundo trimestre com alavancagem de 2,0x.

Ao mesmo tempo, mapeamos que as empresas listadas no Brasil (sob cobertura do BTG Pactual) têm R\$ 548 bilhões disponíveis para distribuição aos acionistas (entre reservas de lucros e lucros acumulados), o equivalente a 20% do valor de mercado dessas empresas. Excluindo a Petrobras e a Vale, esse número cai para R\$ 402 bilhões (~18% do valor de mercado) e as empresas que atuam apenas no mercado interno têm cerca de R\$ 309 bilhões disponíveis (~16% de yield).

Abaixo, mostramos o valor disponível para distribuição e os níveis de alavancagem atuais e futuros por setor (supondo que todas as reservas de lucros e lucros acumulados disponíveis sejam distribuídos). Embora as informações sejam interessantes, a situação de cada empresa é o que importa para decidir quanto pode ser distribuído e os yields em potencial.

**Tabela 3: Pagamentos potenciais de dividendos extraordinários por setor (R\$ milhões)**

Sector	Amount For Distribution	Potential Yield (%)	ND/EBITDA	Leverage in case of full distribution
BTG Coverage	548,271	20.0%	1.8	2.5
BTG Coverage (ex-Petr&Vale)	401,971	17.8%	2.2	2.9
Domestic	309,110	15.9%	2.0	2.7
Commodities	239,161	29.9%	1.7	2.2
Agribusiness	2,431	7.0%	3.2	3.4
Capital Goods	12,285	5.4%	0.3	0.5
Car Rental & Logistics	10,868	15.2%	2.8	3.0
Education	2,459	17.8%	2.4	3.0
Financials (ex-Banks)	2,311	3.2%	(0.4)	0.7
Food & Beverage	52,557	16.2%	1.8	2.4
Healthcare	326	0.2%	1.8	2.0
Infrastructure	7,093	10.2%	3.5	3.9
Metals & Mining	51,091	36.3%	1.2	1.7
Oil & Gas	154,097	28.8%	1.6	2.2
Pulp & Paper	31,542	35.7%	3.2	4.1
Real Estate	18,722	20.8%	1.8	3.2
Retail	20,042	12.9%	0.8	1.2
Technology	2,752	8.5%	(0.4)	0.5
Telecom	11,794	7.0%	0.9	1.3
Utilities	167,900	29.4%	3.0	4.4

Fonte: Empresas e BTG Pactual

## Analisando mais profundamente os diferentes setores

Encontramos candidatos mais fortes para pagamentos de dividendos extraordinários em alguns setores mais do que em outros. Os setores de serviços básicos e telecomunicações, que são os habituais devido à sua geração de caixa previsível e forte, contribuem com 4 e 3 nomes, respectivamente. Surpreendentemente, os setores de construção civil e materiais básicos também têm quatro nomes na lista dos principais pagadores potenciais.

## Materiais básicos geralmente operam com baixa alavancagem

As empresas siderúrgicas e mineração geralmente operam com alavancagem reduzida (entre 1,0x e 1,5x dívida líquida/EBITDA), devido à volatilidade dos preços das commodities e, conseqüentemente, à ciclicidade dos negócios. Neste momento, o aumento da incerteza sobre o comportamento dos preços do minério de ferro e do aço provavelmente fará com que as empresas sejam ainda mais cautelosas.

Dito isso, acreditamos que a Metalúrgica Gerdau (GOAU4), holding que controla a siderúrgica Gerdau, está em uma posição sólida para anunciar pagamentos de dividendos extraordinários antes da possível mudança na legislação. A empresa possui reservas de lucros/lucros acumulados que totalizam R\$ 6,4 bilhões, equivalentes a 59% do valor de mercado da empresa, e não possui dívidas. Mesmo que distribua todas as suas reservas, a alavancagem ainda seria de 3,2x (supondo um fluxo recorrente de dividendos proveniente da GGBR). Embora promissora, a posição de caixa da empresa é baixa, ou seja, para pagar os dividendos extras, ela terá que contrair dívidas. Por esse motivo, é provável que ela não distribua todas as suas reservas, mas mesmo uma fração disso pode produzir um yield relativamente alto.

A Gerdau, em teoria, também poderia fazer grandes distribuições, já que as reservas de lucros/lucros acumulados são 48% do valor de mercado da empresa e a alavancagem também é administrável (0,7x dívida líquida/EBITDA). No entanto, dada a dinâmica do setor, consideramos improvável que a empresa se alavanque demais. Se assumirmos que a alavancagem será mantida entre 1,0x e 1,5x dívida líquida/EBITDA, o yield extraordinário variará de 9% a 23%, o que ainda é muito bom.

A Usiminas também poderia distribuir alguns dividendos extras antes do final do ano, com base em suas elevadas reservas de lucros e baixa alavancagem. No entanto, a empresa tem um projeto significativo de pelotas pela frente, que deve exigir investimentos consideráveis (~US\$ 1 bilhão), o que, combinado com os desafios estruturais de curto prazo do setor, pode limitar as distribuições totais. Se assumirmos que a Usiminas alavancará até 0,7x a dívida líquida/EBITDA (de 0,4x atualmente), ela terá um yield extraordinário de dividendos de ~10%.

A gigante produtora de minério de ferro Vale está sempre entre as empresas brasileiras que pagam bons dividendos. A empresa tem orientado o mercado para uma alavancagem total de US\$ 10-20 bilhões (hoje está em US\$ 17,5 bilhões). Se os preços do minério de ferro permanecerem acima de US\$ 100/t, as chances de dividendos extraordinários aumentam. De qualquer forma, não esperamos dividendos extraordinários significativos no curto prazo (a alavancagem está em 1,2x e, dada a dinâmica do setor, pode não ultrapassar muito esse nível).

A fabricante de embalagens Irani também chamou nossa atenção. A meta declarada da empresa é manter a alavancagem abaixo de 2,5x (está em 2,1x), mas durante ciclos de investimento mais intensos ela pode chegar a 3,5x. Acreditamos que há uma boa chance de a empresa anunciar alguns pagamentos extraordinários de dividendos até o final do ano, mas não todas as suas reservas de lucros (se distribuir todas as suas reservas

de lucros, o yield poderia chegar a 34%). A empresa está prevendo um novo ciclo de investimentos mais pesado nos próximos dois anos.

## Petróleo e gás: poucas opções

Para a maior empresa de petróleo e gás em nosso universo de cobertura, Petrobras, a mudança na legislação tributária não é um incentivo para pagamentos extraordinários de dividendos. A empresa é controlada pelo governo, que não pagará impostos adicionais sobre os dividendos recebidos. Para que a Petrobras aumente os dividendos, os preços do petróleo precisam subir (ou o capex deve diminuir, o que parece improvável).

A Ultrapar afirmou que deseja operar com uma alavancagem de 1,5x a 2,0x, e atualmente está em 2,0x, reduzindo as chances de dividendos extraordinários significativos este ano. A Vibra também está alavancada demais para aumentar os pagamentos (3,1x).

A empresa com maior chance de anunciar pagamentos de dividendos extraordinários até o final do ano é a PetroReconcavo. Ela tem reservas de lucro equivalentes a 40% de seu valor de mercado e alavancagem relativamente baixa (atualmente em 0,7x, que pode subir para perto de 1,0x até o final do ano). Acreditamos que a empresa poderia alavancar até cerca de 1,5x, o que implicaria um yield extraordinário de dividendos de cerca de 25%. Dito isso, dada a abordagem historicamente mais conservadora da empresa, acreditamos que a alavancagem pode permanecer entre 1,1x e 1,2x dívida líquida/EBITDA, o que indicaria um yield extraordinário variando de 8% a 13%.

## Serviços básicos: As suspeitas de sempre, Copel e Eletrobras, são as que, provavelmente, pagarão mais dividendos

A maioria das empresas de serviços básicos em nosso universo de cobertura já opera com alavancagem um tanto alta, o que é possível dada a previsibilidade muito alta e as regulamentações estáveis do setor. Acreditamos que, em geral, o setor poderia alavancar até 4,0x a 4,5x a dívida líquida/EBITDA.

Neste momento, acreditamos que as empresas em melhor posição para anunciar dividendos extraordinários em antecipação a uma possível mudança na tributação são a Copel e a Eletrobras. A Copel tem R\$ 10,6 bilhões em reservas (29% de seu valor de mercado) e alavancagem de 3,2x. Se assumirmos que a alavancagem permanecerá relativamente estável em 2026, ou seja, encerrará o ano em 3,1x, ela poderá distribuir cerca de R\$ 5,5 bilhões, ou um yield extraordinário de 14%.

A Eletrobras também possui uma quantia significativa para distribuição (R\$ 39 bilhões ou 34% de seu valor de mercado) e alavancagem de 3,4x. Pagar tudo isso alavancaria demais a empresa (6,3x). Dito isso, dada a forte geração de caixa esperada para 2026 (com base nos altos preços da energia), mesmo que a Eletrobras reduza sua alavancagem para 3,0x até o final de 2026, ela poderia pagar R\$ 12 bilhões em dividendos extraordinários, o equivalente a 10% de seu valor de mercado.

Existem várias outras concessionárias que acreditamos que estariam em posição de anunciar dividendos extraordinários antes da nova tributação.

A lista inclui Sanepar e Copasa (baixa alavancagem e muitas reservas de lucro), Isa Energia e Energisa (muitas reservas e ambas reconheceram publicamente a possibilidade de pagar dividendos extraordinários).

Fizemos um exercício assumindo que a Sanepar e a Copasa alavancariam até 3,5x até o final de 2026 (de aproximadamente 2,2x hoje). Se fosse o caso, o yield atingiria 34% para a Sanepar e 24% para a Copasa. Embora seja extremamente alto, é importante ter em mente que tanto a Sanepar quanto a Copasa são empresas estatais e que a política às vezes desempenha um papel relevante na decisão final.

Também assumimos que a Isa Energia aumentaria sua alavancagem para 4,5x (de 3,8x) e a Energisa para 4,2x (de 3,6x). Se for esse o caso, os yields seriam de 13% para a Isa e 11% para a Energisa.

Tanto a CPFL quanto a Cemig também chamaram nossa atenção. No entanto, o grupo controlador da CPFL (China State Grid) não pretende fazer pagamentos extraordinários o que também se aplica à Cemig, dada a limitação imposta pelos acordos de dívida.

**Tabela 4: Distribuição de dividendos - Serviços básicos**

Company	Leverage YE26	Max. dividend (R\$mn)	Reserves (R\$mn)	Dividends (R\$mn)	Market cap (R\$mn)	Yield
Copel	3.1x	5,450	10,625	5,450	39,461	14%
Eletrobras	3.0x	12,019	39,331	12,019	122,674	10%
Sanepar	3.5x	3,543	5,388	3,543	10,402	34%
Copasa	3.5x	3,462	2,665	2,665	14,231	24%
Isa Energia	4.5x	2,270	16,166	2,270	18,092	13%
Energisa	4.2x	2,888	8,327	2,888	25,656	11%

Fonte: Empresas e BTG Pactual

## Imobiliário: Bom potencial para pagamentos extraordinários

O bom momento das construtoras de imóveis populares permitiu que essas empresas acumulassem reservas de lucros significativas e gerassem quantias consideráveis de caixa. Empresas como Direcional, Cury, Plano&Plano e Lavvi têm alavancagem muito baixa e bons montantes de reservas para distribuir. Dito isso, essas empresas têm cláusulas restritivas de dívida e níveis ideais de alavancagem que, segundo elas, orientarão o valor que planejam pagar em dividendos extraordinários.

Entre as construtoras de imóveis populares, a Direcional chama nossa atenção. Acreditamos que a empresa irá adiante e pagará R\$ 500 milhões relacionados à geração de caixa que espera produzir no segundo semestre de 2025 (yield de 7%), além de outro yield de 6% (~R\$ 475 milhões) caso a nova legislação tributária seja aprovada. Acreditamos que esses dividendos extras seriam sustentados pela forte geração de caixa no segundo semestre de 2025 e pela venda de participações em sua subsidiária Riva (a Direcional acaba de concluir outra venda de 5% por cerca de R\$ 140 milhões).

A Lavvi também sinalizou que pretende fazer um pagamento extraordinário de dividendos. Embora tenha reservas equivalentes a 18% de seu valor de mercado, a empresa planeja limitar a alavancagem a 20-25% da dívida líquida sobre o patrimônio líquido, o que implicaria um yield extraordinário de dividendos de ~10%.

A Plano&Plano também possui reservas consideráveis (24% de seu valor de mercado), mas a empresa está muito próxima do que considera seu nível ideal de alavancagem (20% de dívida líquida sobre o patrimônio líquido) e tem planos de expansão que exigiriam capital adicional. Ela pode fazer pagamentos adicionais, mas acreditamos que o yield será de um dígito (4%).

A Cury é outra empresa que esperamos que faça alguns pagamentos extraordinários de dividendos, dada sua baixa alavancagem e forte geração de caixa. No entanto, mesmo que pague todas as suas reservas, o yield seria limitado a 8%.

### Construtoras de imóveis de médio a alto padrão podem pagar ainda mais

Embora as construtoras de imóveis de baixa renda tenham desfrutado de um momento operacional único devido à melhoria do programa de habitação (Minha Casa, Minha Vida), algumas construtoras de renda média/alta parecem estar em uma posição muito boa para anunciar dividendos extraordinários.

A Cyrela, nossa principal escolha entre as construtoras de média/alta renda, pode pagar R\$ 1 bilhão a mais em dividendos até o final do ano, indicando um yield de dividendos de 9% a 10%. A Even também pode fazer pagamentos extras, embora a empresa ainda não tenha decidido quanto pagar. Se decidir manter a alavancagem em 20% da dívida líquida sobre o patrimônio líquido, ela poderia fazer um pagamento extra de R\$ 180 milhões, indicando um yield de 13%.

Entre as construtoras de médio a alto padrão, a que mais chama nossa atenção é a Eztec. A empresa tem alavancagem muito baixa, reservas consideráveis e deve gerar um bom volume de caixa no próximo ano. Se assumirmos que a empresa alavancará até 20% da dívida líquida sobre o patrimônio líquido, ela poderá pagar cerca de R\$ 570 milhões em dividendos extraordinários, o equivalente a 17% de seu valor de mercado.

**Tabela 5: Distribuição de dividendos – Imobiliário**

Dividend Distribution - BTGe (R\$mn)	Eztec	Direcional	Even	Lavvi	Cyrela	Iguatemi	Plano&Plano	Cury
Net Debt (pre-payment)	339	161	220	55	1,031	1,840	199	-228
Equity*	5,103	2,471	2,178	1,816	10,875	1,149	988	1,578
ND/Equity (pre-payment)*	7%	6%	10%	3%	9%	1.6x	20%	-14%
Dividends payment (2025)	568	975	180	256	954	458	118	250
Market Cap	3,430	7,670	1,420	2,630	11,020	6,360	3,000	9,060
<b>Yield (%)</b>	<b>17%</b>	<b>13%</b>	<b>13%</b>	<b>10%</b>	<b>9%</b>	<b>7%</b>	<b>4%</b>	<b>3%</b>
ND/Equity (post-payment)*	20%	76%	20%	20%	20%	2.0x	35%	2%

Fonte: Empresas e BTG Pactual

### Os shoppings têm potencial, mas podem não render muito

Entre os shoppings, a Multiplan e o Iguatemi têm reservas consideráveis e, embora a alavancagem do Iguatemi seja relativamente baixa (1,5x dívida líquida/EBITDA), a Multiplan está mais alavancada e já sinalizou que não pretende fazer nenhum pagamento extraordinário de dividendos até o final do ano. O Iguatemi pode decidir por um dividendo extraordinário, mas se assumirmos que ele poderia alavancar até 2x a dívida líquida/EBITDA, o yield extraordinário seria de cerca de 7%. A Allos também poderia pagar, mas mesmo que distribua todas as suas reservas, o yield seria de apenas 3%.

## Alimentos, Bebidas e Agronegócio: Ambev é o principal destaque

Dentro de nossa cobertura de alimentos e bebidas, a Ambev se destaca claramente. Dado que os dividendos pagos a estrangeiros agora serão tributados (10%), a Ambev deveria considerar um pagamento extraordinário. A empresa tem R\$ 40 bilhões em reservas de lucros e lucros acumulados, o equivalente a 21% de seu valor de mercado, e é caixa líquido (R\$ 14 bilhões). Se pagar tudo o que tem disponível para distribuição, a alavancagem subirá para 0,7x, ainda muito confortável.

Há, no entanto, considerações a serem levadas em conta, especialmente relacionadas ao nível de alavancagem da ABI, acionista controladora da Ambev. É possível que a Ambev decida pagar apenas parte de suas reservas. Ainda assim, acreditamos que as chances de um bom pagamento extraordinário ser anunciado este ano são altas.

A M. Dias Branco é outra empresa que pode decidir por um pagamento extraordinário este ano. Ela possui reservas de lucros/lucros acumulados equivalentes a 14% de seu valor de mercado e é caixa líquido. Se decidir pagar tudo o que puder, a alavancagem ainda seria de apenas 0,8x.

A Minerva é outro nome que pode decidir por um dividendo extraordinário. Ela tem cerca de R\$ 600 milhões disponíveis para distribuição (yield de 8%) e, embora esteja um pouco alavancada, acreditamos que há uma chance de a empresa aproveitar a isenção fiscal e alavancar um pouco mais.

A Jalles Machado e a São Martinho têm boas reservas de lucro, mas a alavancagem é relativamente alta e os preços do açúcar e do etanol estão sob pressão, o que provavelmente impedirá as empresas de pagar dividendos extraordinários.

## Varejo: nenhum candidato óbvio

Dado o ambiente atual de taxas de juros muito altas e economia em desaceleração, a maioria dos varejistas pode optar por uma abordagem mais conservadora ao pagar dividendos extraordinários.

Dito isso, alguns nomes merecem destaque. A varejista de vestuário C&A, por exemplo, tem reservas de lucro consideráveis (31% de seu valor de mercado) e nenhuma dívida. Mesmo que a empresa não se sinta confortável em alavancar-se demais, pode fazer sentido anunciar alguns dividendos extraordinários.

Outros nomes possíveis entre os varejistas que poderiam considerar pagamentos extraordinários são Panvel (yield potencial de 15%, alavancagem de 1x), Vivara (yield potencial de 17%, alavancagem de 0,2x) e Guararapes (yield potencial de 51%, alavancagem de 0,4x), mas todas essas empresas têm planos de expansão que podem impedir uma distribuição mais agressiva.

A Track&Field, a Renner e a Raia estão em posição de anunciar dividendos extraordinários, mas mesmo que paguem tudo o que está disponível, os yields variariam entre 6% e 9%, o que é bom, mas não excelente.

## Saúde & Educação: Blau é o destaque

No setor de saúde, a Blau é uma forte candidata a um pagamento considerável antes da mudança na legislação. A empresa tem reservas consideráveis em comparação com seu valor de mercado (45%) e é caixa líquido. Considerando que achamos improvável que a empresa alavanque seu balanço patrimonial acima de 1x dívida líquida/EBITDA, estimamos que o yield extraordinário poderia ser de cerca de 20%.

O Fleury (yield extraordinário potencial de 6%) e a Odontoprev (2%) também são boas candidatas a pagamentos extras, mas os yields são relativamente baixos.

No setor de educação, a maioria das empresas está relativamente alavancada, o que, em nossa opinião, limitaria pagamentos mais significativos – Ser com 2,6x dívida líquida/EBITDA, Ânima 2,7x, YDUQS 2,3x, Cruzeiro do Sul 2,3x. Dito isso, algumas dessas empresas pagaram dividendos no passado, mesmo quando alavancadas, ou seja, não descartamos completamente alguns anúncios de dividendos extraordinários.

## Bens de capital e transporte; Marcopolo se destaca

No setor de bens de capital e transporte, é comum encontrar empresas alavancadas com grandes planos de investimento pela frente. Essa combinação limita o número de empresas em posição confortável o suficiente para anunciar pagamentos de dividendos extraordinários.

Entre os nomes que cobrimos, a fabricante de ônibus Marcopolo se destaca. A empresa tem reservas consideráveis, equivalentes a 18% de seu valor de mercado, e praticamente nenhuma alavancagem (dívida líquida/EBITDA de 0,1x). Além disso, os lucros têm sido sólidos e não há planos de investimento relevantes para o futuro.

A Mills também poderia considerar um pagamento extraordinário, embora atue em um negócio de capital intensivo e sua alavancagem não é tão baixa (1,3x atualmente). Ela possui reservas de lucro consideráveis (se distribuídas integralmente, o yield chegaria a 22%), de modo que mesmo uma distribuição parcial poderia produzir um yield de dividendos extraordinários interessante.

A Tupy também poderia estar em posição de fazer pagamentos de dividendos extraordinários. A empresa tem reservas consideráveis (57% de seu valor de mercado) e alavancagem de 1,5x. Dito isso, a Tupy é controlada pela Previ e pelo BNDES, que podem estar menos interessados em mais dividendos neste momento.

Nomes como Localiza, Movida e JSL também podem considerar dividendos extraordinários, mas, dada sua alavancagem relativamente alta e negócios intensivos em capital, consideramos improvável qualquer distribuição considerável.

A GPS também tem baixa alavancagem e reservas consideráveis, mas a prioridade da empresa parece ser usar qualquer caixa disponível para fusões e aquisições. A Motiva também poderia ser uma candidata, dada a venda iminente de seus negócios aeroportuários, mas acreditamos que a empresa priorizará a desalavancagem.

## Telecom/Tecnologia: TIM, Unifiqu e Intelbras são os destaques

No setor de telecomunicações e tecnologia, vemos três empresas em boa posição para anunciar pagamentos extraordinários de dividendos relevantes até o final do ano: TIM, Unifiqu e Intelbras.

Todas as três têm alavancagem relativamente baixa – a Intelbras tem caixa líquido, enquanto a Unifiqu tem alavancagem de 0,6x dívida líquida/EBITDA e a TIM de 1,0x. Elas podem não devolver tudo o que está disponível para distribuição, pois essas empresas têm operado historicamente com baixa alavancagem, mas com base nos níveis de alavancagem com os quais acreditamos que elas se sentiriam confortáveis, esperamos que os yields extraordinários de dividendos cheguem a 19% para a Unifiqu, 13% para a Intelbras e 12% para a TIM.

## E quanto ao setor Financeiro? O CET1 é a medida fundamental para avaliar o potencial de distribuição

No caso dos bancos, um indicador-chave de alavancagem é o índice Common Equity Tier 1 (CET1), que representa o capital de alta qualidade dos bancos (investido em ativos semelhantes a caixa) dividido pelos ativos ponderados pelo risco (RWA).

O mínimo regulatório para os bancos é de 9%, mas eles podem ser obrigados a manter uma reserva adicional de 2% durante períodos de estresse. Assim, um índice de mercado saudável é considerado em torno de 11%.

Para avaliar o excesso de capital dos bancos, estimamos quanto eles poderiam distribuir em dividendos, mantendo um índice CET1 de 11%. Naturalmente, os bancos podem optar por não distribuir dividendos por razões estratégicas, mesmo que a tributação de dividendos seja implementada nos próximos anos. Assim como empresas de outros setores, alguns bancos podem preferir pagar impostos mais altos no futuro a correr o risco de ficar aquém do capital necessário para o crescimento ou dos requisitos regulatórios.

Dito isso, entre os bancos incumbentes, o Itaú se destaca como aquele com espaço para um pagamento de dividendos mais significativo. No entanto, vale a pena notar que o banco já vem distribuindo dividendos adicionais nos últimos anos, e outro é esperado junto com os resultados do 4T25. Há uma chance de que esse pagamento seja antecipado, caso haja risco de aumento da tributação no início do próximo ano.

Do ponto de vista estratégico, o Itaú também tem sinalizado uma postura mais voltada para o crescimento, com uma meta de CAGR de 15% em sua carteira de empréstimos de varejo nos próximos cinco anos, o que sugere um maior foco em reinvestimento e uma preferência por reter o excesso de capital no curto prazo.

Entre os bancos de médio porte, apesar do excesso de capital em relação ao valor de mercado, tanto o Banco ABC quanto o Banrisul já distribuem 100% de seus pagamentos por meio de juros sobre capital próprio (JCP), que estão sujeitos à tributação, portanto, sua política de pagamentos pode permanecer inalterada. Para o Banrisul, também se espera que o banco renove seu contrato para administrar a folha de pagamento dos

funcionários públicos do Rio Grande do Sul, um acordo que custou cerca de R\$ 1,3 bilhão na última renovação, há dez anos (equivalente a quase 90% de seu excesso de capital atual).

Quanto ao Inter, embora também esteja bastante capitalizado, o banco continua expandindo sua carteira de empréstimos a um ritmo anual forte de 25% a 30% e provavelmente empregará capital em oportunidades de crescimento, em vez de distribuições mais altas aos acionistas.

**Tabela 6: Pagamentos potenciais de dividendos extraordinários - Bancos (R\$ milhões)**

Company	CET1	RWA	Excess capital	Potential yield
Itau Unibanco	13.1%	1,436,344	28,727	7.4%
Bradesco	11.1%	1,048,936	-	0.0%
Santander	11.6%	719,991	2,520	2.3%
Banco do Brasil	11.0%	1,337,457	-	0.0%
Banrisul	13.3%	72,709	1,461	27.1%
Banco ABC	11.8%	53,045	424	15.2%
Inter	15.7%	38,407	3,367	16.0%

Fonte: Empresas e BTG Pactual

## O que diz a lei: os dividendos serão tributados, mas há exceções

Em 1º de outubro de 2025, a Câmara dos Deputados aprovou o Projeto de Lei nº 1.087/25, que reformula a estrutura do imposto de renda individual no Brasil. O projeto está agora em análise no Senado e poderá ser votado já na próxima semana. Nosso cenário base pressupõe que ele será aprovado sem alterações.

A reforma aumenta o limite mensal de isenção do imposto de renda para cobrir integralmente salários de até R\$ 5.000. Entre R\$ 5.000 e R\$ 7.350, o benefício é gradualmente eliminado, sem isenção acima dessa faixa.

O projeto também introduz um imposto mínimo para pessoas físicas de alta renda, válido para o ano fiscal de 2026 (declarado em 2027). Os contribuintes que ganham mais de R\$ 600.000 por ano estarão sujeitos a um imposto de renda mínimo progressivo que aumenta linearmente de 0% a 10%, atingindo a alíquota máxima de R\$ 1,2 milhão.

A proposta encerra a isenção geral de dividendos que está em vigor desde 1996. A partir de 1º de janeiro de 2026, os dividendos pagos por uma única empresa a um indivíduo residente no Brasil que excedam R\$ 50.000 em um determinado mês estarão sujeitos a um imposto retido na fonte de 10%. Os dividendos abaixo desse limite permanecerão isentos, assim como aqueles pagos a pessoas jurídicas brasileiras, incluindo fundos de investimento nacionais. Os dividendos remetidos ao exterior também estarão sujeitos a um imposto retido na fonte de 10%, exceto quando pagos a governos estrangeiros, fundos soberanos ou entidades de previdência, que permanecem isentos.

Uma regra transitória preserva a isenção atual para lucros auferidos até 31 de dezembro de 2025, desde que a distribuição seja aprovada até essa data e paga entre 2026 e 2028. No entanto, esse mecanismo introduz incerteza jurídica. De acordo com a Lei das S/A, os dividendos devem ser pagos no mesmo ano fiscal em que são aprovados, criando um potencial conflito com a disposição transitória da reforma. Ainda não está claro como essa incompatibilidade será resolvida, mas isso aumenta o risco de

disputas judiciais para as empresas que buscam adiar os pagamentos para um futuro distante.

### **Alternativas de planejamento tributário para evitar o imposto sobre dividendos**

Essa estrutura levantou questões sobre possíveis estratégias de planejamento tributário, especialmente se os indivíduos poderiam evitar o novo imposto mantendo ações por meio de fundos de investimento nacionais, que continuariam recebendo dividendos isentos de impostos. No entanto, acreditamos que os benefícios dessa abordagem são limitados.

Para as empresas que já distribuem dividendos por meio de estruturas de fundos, a reforma não altera o tratamento tributário atual: os pagamentos de dividendos continuam isentos, mas, no resgate ou amortização, as cotas do fundo estão sujeitas ao imposto sobre ganhos de capital. De acordo com as regras existentes, isso geralmente resulta em um imposto de 15% sobre os ganhos totais acumulados em todos os ativos da carteira. Como esse tratamento permanece inalterado, a reforma não cria incentivos para as empresas usarem fundos para distribuir lucros.

Para as empresas que atualmente distribuem dividendos diretamente aos seus proprietários, transferir ativos para uma estrutura de fundos acionaria o imposto sobre ganhos de capital sobre a diferença entre o custo de aquisição e o valor de mercado atual — um custo inicial potencialmente significativo.

Portanto, o incentivo para aproveitar a janela de isenção fiscal parece mais relevante para empresas estrangeiras que remetem dividendos para o exterior e para empresas nacionais que distribuem diretamente aos seus proprietários.

**Tabela 7: Remuneração extraordinária potencial dos acionistas de empresas brasileiras listadas (1/2), R\$ milhões**

Ticker	Sector	Profit Reserves 2Q25	Retained Earnings	Total for distribution	Mkt.Cap (R\$m) Actual	Potential Yield	ND/EBITDA 2025E	Leverage in case of full distribution
RAIZ4	Agribusiness	-	(1,846)	(1,846)	10,438	n.a.	4.2x	4.0x
SLCE3	Agribusiness	914	623	1,537	7,263	21%	2.8x	3.4x
JALL3	Agribusiness	486	(14)	472	832	n.a.	2.4x	2.7x
SMT03	Agribusiness	749	65	814	5,691	14%	1.9x	2.1x
SOJA3	Agribusiness	76	6	83	1,448	6%	1.5x	1.8x
AGRO3	Agribusiness	395	-	395	2,016	20%	3.4x	5.1x
TTEN3	Agribusiness	453	524	977	6,950	14%	1.1x	2.0x
MYPK3	Capital Goods	654	99	753	1,785	42%	2.4x	2.9x
TUPY3	Capital Goods	1,069	11	1,080	1,882	57%	1.5x	2.2x
EMBR3	Capital Goods	274	740	1,014	59,308	2%	0.5x	0.7x
POMO4	Capital Goods	1,618	225	1,843	10,042	18%	0.1x	1.1x
WEGE3	Capital Goods	5,902	1,691	7,594	153,521	5%	-0.3x	0.5x
SIMH3	Car Rental & Logistics	25	-	25	4,300	1%	3.4x	3.4x
VAMO3	Car Rental & Logistics	1,586	177	1,762	3,538	50%	3.0x	3.4x
RENT3	Car Rental & Logistics	4,890	(339)	4,552	41,872	n.a.	2.6x	3.0x
JSLG3	Car Rental & Logistics	975	53	1,029	1,807	57%	2.8x	3.3x
MOVI3	Car Rental & Logistics	396	666	1,062	3,172	33%	2.8x	2.9x
ARML3	Car Rental & Logistics	180	(6)	174	1,283	n.a.	2.3x	2.5x
MILS3	Car Rental & Logistics	543	93	636	2,927	22%	1.3x	1.9x
GGPS3	Car Rental & Logistics	1,371	268	1,639	12,801	13%	1.1x	2.0x
ANIM3	Education	127	105	232	1,304	18%	2.7x	2.9x
VTRU3	Education	271	177	449	1,418	32%	2.5x	3.0x
YDUQ3	Education	1,015	132	1,147	3,547	32%	2.3x	3.0x
SEER3	Education	211	119	330	1,361	24%	2.6x	3.2x
COGN3	Education	88	214	302	6,212	5%	2.1x	2.2x
CSED3	Education	87	149	236	2,071	11%	2.3x	2.5x
B3SA3	Financials (ex-Banks)	1,727	-	1,727	69,796	2%	-0.4x	-0.4x
WIZS3	Financials (ex-Banks)	584	-	584	1,334	44%	0.6x	0.6x
CAML3	Food & Beverage	184	66	250	1,726	14%	3.7x	4.0x
BEEF3	Food & Beverage	-	599	599	7,830	8%	2.7x	2.7x
JBSS3	Food & Beverage	327	5,963	6,290	88,104	7%	2.6x	2.7x
MDIA3	Food & Beverage	1,115	236	1,351	9,689	14%	-0.2x	0.8x
ABEV3	Food & Beverage	35,629	4,325	39,953	188,510	21%	-0.7x	0.7x
MBRF3	Food & Beverage	3,028	1,087	4,115	27,691	15%	3.8x	4.1x
VVEO3	Healthcare	-	(486)	(486)	413	n.a.	6.2x	6.2x
ONCO3	Healthcare	-	(999)	(999)	2,131	n.a.	7.8x	7.8x
MATD3	Healthcare	(1)	36	35	1,544	n.a.	4.0x	4.1x
HYPE3	Healthcare	587	-	587	14,442	4%	3.7x	4.0x
DASA3	Healthcare	-	(3,172)	(3,172)	1,632	n.a.	3.5x	3.5x
HAPV3	Healthcare	590	(151)	439	18,080	n.a.	1.7x	1.8x
RDOR3	Healthcare	-	2,042	2,042	96,952	2%	1.4x	1.6x
FLRY3	Healthcare	116	332	447	7,704	6%	1.5x	1.8x
QUAL3	Healthcare	243	32	275	721	38%	1.5x	2.0x
BLAU3	Healthcare	854	154	1,009	2,262	45%	-0.3x	2.0x
ODPV3	Healthcare	-	149	149	7,139	2%	-0.9x	-0.7x
ECOR3	Infrastructure	1,311	351	1,662	5,447	31%	4.0x	4.3x
MOTV3	Infrastructure	4,818	1,442	6,261	29,911	21%	3.6x	4.2x
RAIL3	Infrastructure	518	229	747	29,622	3%	3.2x	3.3x
HBSA3	Infrastructure	(788)	(788)	(1,577)	4,571	n.a.	2.2x	n.m.
CSNA3	Metals & Mining	640	(785)	(145)	10,808	n.a.	3.5x	3.5x
CBAV3	Metals & Mining	-	211	211	2,409	9%	3.2x	3.4x
VALE3	Metals & Mining	12,107	3,511	15,618	46,017	34%	1.2x	2.2x
USIM5	Metals & Mining	9,791	398	10,189	5,478	186%	0.2x	5.3x
GGBR4	Metals & Mining	17,472	1,365	18,836	38,957	48%	0.7x	2.4x
GOAU	Metals & Mining	5,917	478	6,394	10,900	59%	0.0x	3.2x
AUGO	Metals & Mining	-	(544)	(544)	2,959	n.a.	0.3x	0.3x
CMIN3	Metals & Mining	772	(241)	531	29,072	n.a.	-0.8x	-0.7x
BRKM5	Oil & Gas	(13,597)	-	(13,597)	5,695	n.a.	11.6x	11.6x
VBBR3	Oil & Gas	10,795	566	11,361	26,814	42%	3.1x	4.8x
PRIO3	Oil & Gas	11,103	2,753	13,857	31,815	44%	2.8x	4.4x
BRAV3	Oil & Gas	(987)	1,266	279	8,306	n.a.	1.7x	2.2x
PETRA	Oil & Gas	80,269	50,413	130,682	435,050	30%	1.4x	2.0x
UGPA3	Oil & Gas	7,987	1,421	9,408	23,094	41%	2.0x	3.4x
DEXP3	Oil & Gas	494	92	586	880	67%	0.1x	2.3x
RECV3	Oil & Gas	1,319	202	1,521	3,803	40%	0.7x	1.7x
KLBN11	Pulp & Paper	3,910	974	4,884	21,958	22%	3.2x	3.8x
SUZB3	Pulp & Paper	12,979	11,431	24,410	59,863	41%	3.2x	4.3x
DXCO3	Pulp & Paper	1,575	-	1,575	4,640	34%	3.2x	4.1x
RANI3	Pulp & Paper	520	153	673	1,963	34%	2.1x	3.3x

Fonte: Empresas e BTG Pactual

**Tabela 8: Remuneração extraordinária potencial dos acionistas de empresas brasileiras listadas (2/2), R\$ milhões**

Ticker	Sector	Profit Reserves 2Q25	Retained Earnings	Total for distribution	Mkt.Cap (R\$m) Actual	Potential Yield	ND/EBI TDA 2025E	Leverage in case of full distribution
LOGG3	Real Estate	752	153	905	2,030	45%	8.0x	12.9x
HBRE3	Real Estate	457	-	457	471	97%	7.7x	9.5x
MRVE3	Real Estate	453	-	453	4,080	11%	5.7x	6.2x
HBOR3	Real Estate	185	9	194	481	40%	4.8x	5.4x
JHSF3	Real Estate	1,541	584	2,125	4,340	49%	4.9x	8.1x
MULT3	Real Estate	2,772	268	3,041	14,570	21%	2.5x	4.2x
IGTI11	Real Estate	958	317	1,274	6,360	20%	1.5x	2.5x
ALOS3	Real Estate	-	427	427	12,750	3%	1.6x	1.9x
MTRE3	Real Estate	14	14	28	400	7%	2.7x	2.9x
TRIS3	Real Estate	678	-	678	1,330	51%	1.5x	4.1x
EZTC3	Real Estate	1,745	234	1,979	3,430	58%	0.8x	6.2x
CYRE3	Real Estate	3,262	715	3,978	11,020	36%	0.7x	3.2x
DIRR3	Real Estate	261	348	610	7,670	8%	0.2x	0.7x
TEND3	Real Estate	-	289	289	3,140	9%	0.1x	0.6x
LAVV3	Real Estate	263	205	469	2,630	18%	0.6x	1.7x
PLPL3	Real Estate	567	150	718	3,000	24%	0.2x	1.4x
EVEN3	Real Estate	36	217	253	1,420	18%	0.9x	1.8x
CURY3	Real Estate	230	450	680	9,060	8%	-0.6x	-0.1x
MELK3	Real Estate	60	30	91	826	11%	0.5x	1.3x
SYNE3	Real Estate	29	44	73	801	9%	-6.7x	-5.9x
MDNE3	Real Estate	59	225	285	2,380	12%	0.9x	1.5x
BHIA3	Retail	-	-	-	2,792	0%	0.5x	-
PCAR3	Retail	96	-	96	2,079	5%	1.2x	1.2x
ASAI3	Retail	4,085	336	4,421	12,411	36%	2.2x	3.1x
LJQQ3	Retail	16	-	16	509	3%	-0.4x	-0.4x
PGMN3	Retail	618	55	673	2,229	30%	2.1x	2.8x
PNVL3	Retail	199	24	223	1,459	15%	1.0x	1.7x
SBFG3	Retail	665	110	775	3,118	25%	0.7x	0.9x
RADL3	Retail	2,529	289	2,818	30,288	9%	0.9x	1.7x
MGLU3	Retail	544	-	544	8,144	7%	1.0x	1.2x
PETZ3	Retail	109	(23)	86	1,749	n.a.	-0.5x	-0.2x
SMFT3	Retail	1,025	-	1,025	15,337	7%	1.0x	1.3x
AZZA3	Retail	284	655	939	6,383	15%	1.0x	1.2x
GMAT3	Retail	539	658	1,197	15,559	8%	0.3x	0.5x
CEAB3	Retail	1,439	204	1,643	5,240	31%	-0.1x	1.1x
LREN3	Retail	1,079	233	1,312	16,661	8%	-0.6x	-0.1x
TFCO3	Retail	179	-	179	2,582	7%	-0.1x	0.6x
NATU3	Retail	-	-	-	12,618	0%	0.5x	-
VIVA3	Retail	867	266	1,133	6,703	17%	0.2x	2.5x
GUAR3	Retail	2,290	117	2,407	4,678	51%	0.4x	2.2x
VULC3	Retail	412	358	770	5,337	14%	0.0x	0.5x
TOTS3	Technology	1,487	213	1,700	26,340	6%	-0.3x	0.5x
INTB3	Technology	745	277	1,022	3,830	27%	-0.5x	1.3x
LWSA3	Technology	-	30	30	2,382	1%	-0.7x	-0.6x
DESK3	Telecom	317	34	351	1,193	29%	2.9x	3.4x
BRIT3	Telecom	-	26	26	1,227	2%	2.8x	2.8x
TIMS3	Telecom	5,795	1,082	6,877	56,412	12%	1.0x	1.8x
FIQE3	Telecom	277	22	299	1,612	19%	0.6x	1.1x
VIVT3	Telecom	3,177	1,064	4,241	107,068	4%	0.7x	0.9x
TAAE11	Utilities	2,558	686	3,244	12,424	26%	5.2x	6.8x
AURE3	Utilities	317	-	317	10,836	3%	5.0x	5.0x
ISAE4	Utilities	16,166	-	16,166	17,699	91%	3.8x	8.4x
NEOE3	Utilities	12,038	2,366	14,404	34,472	42%	3.7x	3.9x
ENGI11	Utilities	7,294	1,033	8,327	24,989	33%	3.6x	4.5x
EGIE3	Utilities	5,122	1,307	6,429	32,759	20%	3.2x	4.1x
EQTL3	Utilities	11,625	1,629	13,254	45,996	29%	3.3x	4.4x
ALUP11	Utilities	3,462	585	4,047	10,744	38%	3.2x	4.6x
CPLE6	Utilities	9,363	1,261	10,624	36,502	29%	3.2x	5.0x
ENEV3	Utilities	(117)	-	(117)	31,916	n.a.	2.8x	2.8x
CPFE3	Utilities	12,802	-	12,802	44,823	29%	2.4x	3.5x
ELET3	Utilities	39,331	-	39,331	114,718	34%	3.4x	6.3x
SAPR11	Utilities	4,334	1,053	5,387	11,208	48%	2.1x	3.7x
SBSP3	Utilities	15,904	3,618	19,522	87,756	22%	2.0x	3.4x
CSMG3	Utilities	2,291	373	2,664	12,805	21%	2.2x	3.0x
CMIG4	Utilities	12,261	-	12,261	35,272	35%	1.8x	3.5x
ORVR3	Utilities	(770)	-	(770)	5,380	n.a.	1.8x	1.8x

Fonte: Empresas e BTG Pactual

## 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 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 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)