

## Perspectivas favoráveis para os lucros com a redução da taxa Selic

### **Ciclo de flexibilização monetária deve começar no início do próximo ano; nossa projeção é de um corte de 300bps em 2026**

A atividade econômica continua desacelerando, o mercado de trabalho começou a mostrar sinais claros de inflexão e a dinâmica da inflação tornou-se mais benigna, com desaceleração nas medidas de inflação básica e nos serviços. Esperamos que essa tendência persista nos próximos meses, o que deve dar ao Banco Central convicção suficiente para iniciar o ciclo de flexibilização em janeiro de 2026 – projetamos um corte de 300bps em 2026.

### **Empresas alavancadas expostas principalmente à Selic podem ter um salto nos lucros**

Fizemos uma análise de sensibilidade para cerca de 100 empresas brasileiras listadas sob nossa cobertura, estimando o impacto nos lucros para cada corte de 100bps nas taxas de juros locais. Nos concentramos exclusivamente no impacto que as taxas mais baixas terão nos resultados financeiros e no pagamento de impostos dessas empresas, ou seja, não levamos em consideração o fato de que taxas mais baixas também terão um impacto positivo na atividade econômica e nas condições de crédito e, conseqüentemente, nos negócios e nos lucros. As empresas alavancadas expostas principalmente à taxa Selic podem ver seus lucros aumentarem significativamente.

### **O impacto positivo consolidado é tímido, mas alguns setores se beneficiam muito**

Estimamos que os lucros das 98 empresas que analisamos aumentariam 0,7% para cada redução de 100bps na taxa Selic. Quando analisamos esse universo de empresas, excluindo a Petrobras e a Vale, o aumento nos lucros para cada corte de 100bps seria de 1,0%, semelhante ao impacto positivo que veríamos ao analisar apenas as empresas desse grupo que vendem principalmente no mercado doméstico (+1,1%).

### **O varejo é o destaque, seguido por shoppings, locadoras de veículos, serviços básicos e concessionárias**

O varejo se destaca como o setor que mais se beneficia com a queda nas taxas. Estimamos que, para cada redução de 100bps na Selic, os lucros dos varejistas aumentariam em média 4%, seguidos pelas empresas de locação de veículos (+3,9% nos lucros). As operadoras de shopping centers também ganham muito com as taxas mais baixas. Em média, para cada corte de 100bps na Selic, os lucros das três principais operadoras de shopping centers listadas podem aumentar em média 3,4%. As empresas de serviços básicos e concessionárias de rodovias também ganham muito.

#### Analistas

##### **Carlos Sequeira, CFA**

Nova York – 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.

##### **Bruno Henriques**

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

## As principais empresas que devem se beneficiar mais com a queda de juros

É importante mencionar que as perspectivas de queda nas taxas de juros podem ser bastante promissoras para empresas alavancadas com dívidas vinculadas a taxas flutuantes (Selic), independentemente do setor. Abaixo, listamos as empresas, dentro do grupo que analisamos, que devem se beneficiar mais com a queda dos juros: Magazine Luiza (+75% de ganhos para cada corte de 100bps na Selic), Jalles Machado (+32%), Dasa (+27%), Movida (+18%), Assaí (+13%), Camil (+10%), CSN (+6%), Energisa (+6%), Pague Menos (+6%), Anima (+6%), Qualicorp (+5%), SLC (+5%), MRV (+4%), Motiva (+4%), Iguatemi (+4%), Neoenergia (+4%), Ultrapar (+4%), Usiminas (+4%), Multiplan (+3%), Mater Dei (+3%). Outros nomes que destacamos incluem: Sabesp (+3%), CPFL (+3%), Taesa (+3%), Isa Energia (+3%) e Allos (+3%).

## A queda nas taxas pode significar um salto nos lucros de algumas empresas

Realizamos uma análise de sensibilidade para cerca de 100 empresas brasileiras listadas sob nossa cobertura, estimando o impacto nos lucros para cada redução de 100bps nas taxas de juros locais. Nos concentramos exclusivamente no impacto que as taxas mais baixas terão nos resultados financeiros e pagamentos de impostos dessas empresas, ou seja, não levamos em consideração o fato de que taxas mais baixas também terão um impacto positivo geral na atividade econômica e nas condições de crédito e, conseqüentemente, nos negócios e nos lucros.

As empresas alavancadas expostas principalmente à taxa Selic podem ver seus lucros aumentarem significativamente. Atualmente, cerca de 24% da dívida das empresas listadas em bolsa é indexada a taxas flutuantes (Selic). Quando analisamos as empresas que vendem basicamente no mercado interno, esse número salta para 47%. Em alguns setores, como o varejo, o montante da dívida vinculada à Selic pode ser muito maior (78% no caso do varejo). Setores intensivos em capital ou altamente alavancados, como infraestrutura, imobiliário e varejo, tendem a se beneficiar de forma desproporcional com taxas mais baixas.

## O impacto positivo consolidado é tímido, mas alguns setores se beneficiam muito

No passado, as empresas brasileiras listadas em bolsa eram mais alavancadas e tinham mais dívida atrelada à taxa Selic do que hoje. Em 2016, a relação dívida líquida/EBITDA das empresas brasileiras listadas em bolsa era de 2,9x, em comparação com 2,0x atualmente. Além disso, o montante da dívida indexada à Selic diminuiu para 24%, de 35% em 2024. A melhoria no perfil de alavancagem das empresas brasileiras listadas nos últimos anos tem sido fundamental para ajudar essas empresas a navegar pelo nível muito alto das taxas de juros de curto prazo vigentes no Brasil nos últimos anos.

Por outro lado, o impacto positivo da queda das taxas sobre os lucros consolidados dessas empresas é mais modesto agora. Estimamos que

os lucros das 98 empresas que analisamos aumentariam 0,7% para cada redução de 100bps na taxa Selic. Quando analisamos esse universo de empresas, excluindo a Petrobras e a Vale, o aumento nos lucros para cada redução de 100bps seria de 1,0%, semelhante ao impacto positivo que veríamos ao analisar apenas as empresas desse grupo que vendem principalmente no mercado interno (+1,1%).

É sempre importante ter em mente que estamos estimando um corte total de 300bps na taxa em 2026 e que nosso exercício está analisando apenas o impacto positivo nos resultados financeiros das empresas, ignorando a melhora na atividade econômica e nas condições de crédito que geralmente acompanham os ciclos de flexibilização monetária.

**Tabela 1: Variação nos lucros das empresas analisadas (R\$ milhões)**

Sector	Net Income 2026E	Net Income 2026E (- 100bps Selic cut)	Δ Earnings
Companies Analyzed	269,210	271,062	0.7%
Companies Analyzed (ex-Petro & Vale)	179,785	181,610	1.0%
Domestic	146,071	147,655	1.1%
Commodities	123,139	123,407	0.2%

Fonte: BTG Pactual

## O varejo é o destaque, seguido por locadoras de veículos e operadoras de shopping centers

O varejo se destaca como o setor que mais se beneficia com a queda nas taxas. Estimamos que, para cada redução de 100bps na Selic, os lucros dos varejistas aumentariam em média 4%, ou seja, uma redução de 300bps poderia impulsionar os lucros dos varejistas em cerca de 12%. Além do impacto positivo direto das taxas mais baixas nos resultados financeiros, os varejistas são beneficiários diretos da atividade econômica mais forte e das melhores condições de crédito.

Também é interessante observar que algumas empresas de varejo estão entre as que mais ganham com as taxas mais baixas. A Magazine Luiza, por exemplo, poderia ver seus lucros aumentarem 75% para cada redução de 100bps nas taxas de curto prazo – é verdade que atualmente ela mal tem lucro, com uma margem líquida de apenas 1%. Outras empresas, como Assaí (aumento de 13% nos lucros para cada redução de 100bps) e Pague Menos (aumento de 6% nos lucros), também obtêm ganhos significativos.

**Tabela 2: Variação percentual nos lucros para cada redução de 100bps na Selic – Setorial**

Sector	Net Income 2026E	Net Income 2026E (-100bps Selic cut)	Δ Earnings
Retail	11,138	11,579	4.0%
Car Rental & Logistics	5,444	5,634	3.5%
Malls	2,095	2,166	3.4%
Utilities	45,894	46,683	1.7%
Education	2,309	2,347	1.6%
Infrastructure	5,905	6,002	1.6%
Healthcare	11,455	11,582	1.1%
Homebuilders	6,998	7,062	0.9%
Telecom	13,375	13,488	0.8%
Agribusiness	1,759	1,770	0.6%
Metals & Mining	16,275	16,368	0.6%
Oil & Gas	94,477	94,692	0.2%
Technology	1,161	1,159	-0.2%
Financials (ex-Banks)	5,719	5,703	-0.3%
Pulp & Paper	10,628	10,578	-0.5%
Capital Goods	10,679	10,610	-0.6%
Food & Beverage	23,900	23,640	-1.1%

Fonte: BTG Pactual

As operadoras de shopping centers também ganham muito com as taxas mais baixas. Em média, para cada redução de 100bps na Selic, os lucros das três principais operadoras de shopping centers listadas em bolsa podem aumentar em média 3,5%. Iguatemi (+4,2% de aumento nos lucros), Multiplan (+3,5%) e Allos (+2,9%) são as principais beneficiadas. E, assim como no caso dos varejistas, elas se beneficiam diretamente da atividade econômica mais forte e das melhores condições de crédito.

As locadoras de veículos também são grandes beneficiárias da queda nas taxas. A Movida, principalmente, mas também a Localiza, ganham significativamente com a redução das taxas de curto prazo.

**Tabela 3: Variação percentual nas estimativas de FFO para 2026 para operadoras de shoppings**

CDI	Change in CDI	Change in FFO 2026E		
		MULT	IGTI	ALOS
12.0%	-300 bps	10%	8%	5%
12.5%	-250 bps	8%	6%	4%
13.0%	-200 bps	7%	5%	3%
13.5%	-150 bps	5%	4%	2%
14.0%	-100 bps	3%	3%	2%
14.5%	-50 bps	2%	1%	1%
<b>15.0%</b>	<b>Current</b>	<b>1,093</b>	<b>630</b>	<b>1,278</b>

Fonte: Empresas e BTG Pactual

## Empresas de serviços básicos e de rodovias também ganham muito

Os setores que tradicionalmente operam com altos níveis de alavancagem geralmente se beneficiam mais da queda nas taxas. É o caso das empresas de serviços básicos. Embora, em média, os lucros das empresas devam aumentar 1,7% para cada redução de 100bps

na taxa Selic, para algumas empresas o impacto positivo é muito maior. E há várias companhias de serviços básicos que ganham significativamente com taxas Selic mais baixas.

É o caso da Energisa, com expectativa de aumento de 6,4% nos lucros para cada corte de 100bps na taxa Selic. Outras empresas que ganham muito incluem a Neoenergia (+3,9%), a Sabesp (+3,1%), a CPFL (+3%) e a Taesa (+3%).

Assim como as companhias de serviços básicos, as concessionárias de rodovias também operam com alavancagem relativamente alta e tendem a ganhar mais com taxas de curto prazo mais baixas. É o caso da Motiva e da Ecorodovias, cujos lucros devem subir 4,3% e 2,4%, respectivamente, para cada redução de 100bps na taxa Selic.

## Educação e Saúde também estão entre os principais beneficiários

À primeira vista, não haveria uma boa razão para que os setores de educação e saúde se destacassem como beneficiários da queda nas taxas de curto prazo. No entanto, várias empresas desses dois setores têm um montante considerável de dívidas em seus balanços. Estimamos que, para cada redução de 100bps na taxa Selic, os lucros dos setores de educação e saúde devem aumentar, em média, 1,6% e 1,1%, respectivamente.

Quando analisamos empresas individuais, a Dasa se destaca claramente. Estimamos que, para cada redução de 100bps, os lucros da Dasa aumentariam 27% — é verdade que, neste momento, a Dasa mal é lucrativa, com uma margem líquida de apenas 2% em 2026.

Entre as empresas do setor de educação, a Anima (aumento de 5,6% nos lucros) e a Vitru (+2,3%) são os principais destaques.

## Outras empresas alavancadas que ganham muito

Como mencionamos anteriormente, as perspectivas de queda nas taxas de juros podem ser bastante promissoras para empresas alavancadas com maior parte de sua dívida vinculada a taxas flutuantes (Selic), independentemente do setor.

Discutimos em outra parte deste relatório o caso dos varejistas, operadores de shopping centers, serviços básicos, concessionárias de rodovias e nomes das áreas de saúde e educação. No entanto, há outras teses espalhadas por diferentes setores que merecem destaque.

É o caso da Jalles Machado (aumento de 32% nos lucros para cada redução de 100bps na Selic), Camil (+10%), CSN (+6%), SLC (+5%), Ultrapar (+4%) e Usiminas (+4%).

Veja a tabela com todas as empresas que analisamos no final do relatório.

Tabela 4: As 20 empresas que mais se beneficiam

<b>Ticker</b>	<b>Sector</b>	<b>Δ Earnings</b>
<b>MGLU3</b>	Retail	75%
<b>JALL3</b>	Agribusiness	32%
<b>DASA3</b>	Healthcare	27%
<b>MOVI3</b>	Car Rental & Logistics	18%
<b>ASAI3</b>	Retail	13%
<b>CAML3</b>	Food & Beverage	10%
<b>RAIL3</b>	Infrastructure	6%
<b>CSNA3</b>	Metals & Mining	6%
<b>ENGI11</b>	Utilities	6%
<b>PGMN3</b>	Retail	6%
<b>ANIM3</b>	Education	6%
<b>QUAL3</b>	Healthcare	5%
<b>SLCE3</b>	Agribusiness	5%
<b>MRVE3</b>	Real Estate	4%
<b>MOTV3</b>	Infrastructure	4%
<b>IGTI11</b>	Real Estate	4%
<b>NEOE3</b>	Utilities	4%
<b>UGPA3</b>	Oil & Gas	4%
<b>USIM5</b>	Metals & Mining	4%
<b>MULT3</b>	Real Estate	3%

Fonte: BTG Pactual

## Os custos de financiamento diminuem, a atividade econômica e as condições de crédito melhoram

Focamos nossa análise no impacto direto das taxas de juros mais baixas nos resultados financeiros das empresas e no pagamento de impostos. No entanto, taxas mais baixas devem impulsionar a atividade econômica e melhorar as condições gerais de crédito.

Utilizando dados do Banco Central do Brasil sobre o endividamento das famílias (oferta de crédito, taxas médias de juros e serviço da dívida) e vendas no varejo do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), algumas correlações podem nos ajudar a entender melhor o impacto macroeconômico sobre o consumo. Nossa análise mostra que a correlação entre a originação de crédito e as vendas no varejo desde 2014 é de 0,97, enquanto as taxas médias de juros e inadimplências têm uma correlação de 0,74. À medida que a taxa Selic entra em um ciclo de queda, vemos um cenário favorável para os nomes do setor de varejo. O crescimento do crédito deve acelerar,

enquanto a inadimplência se estabiliza, apoiando tanto o momento da receita líquida quanto a recuperação das margens entre os nomes relacionados ao consumo.

**Tabela 5: Varejo - Correlações macroeconômicas (desde 2014)**

Correlation	Credit Offering	Interest Rates	Delinquency	Debt Service	Retail Sales
<b>Credit Offering</b>	1.00	-0.17	-0.12	0.76	0.97
<b>Avg. Interest Rates</b>	-0.17	1.00	0.74	0.23	-0.23
<b>Delinquency</b>	-0.12	0.74	1.00	0.25	-0.20
<b>Debt Service</b>	0.76	0.23	0.25	1.00	0.72
<b>Retail Sales</b>	0.97	-0.23	-0.20	0.72	1.00

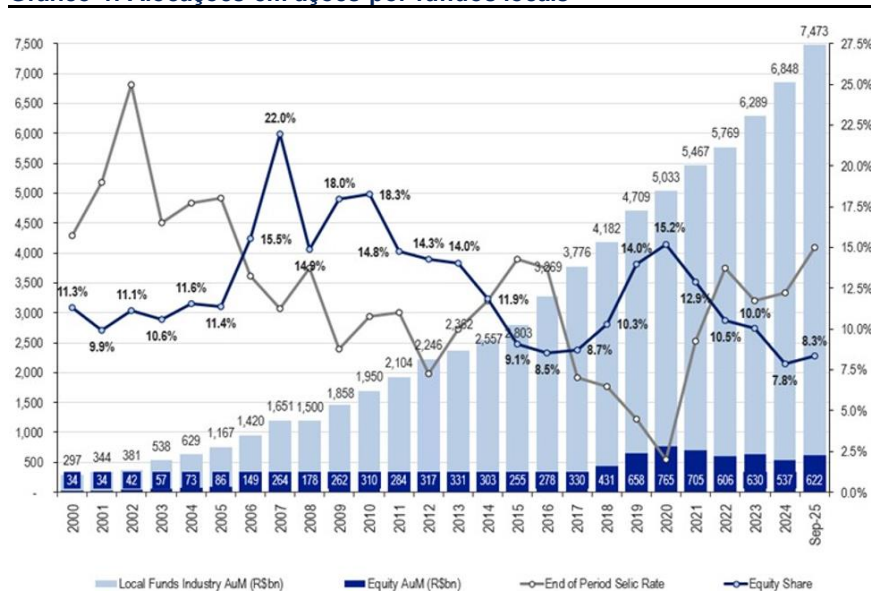
Fonte: Empresas e BTG Pactual

## Mais dinheiro deve ir para as ações

Embora os ativos administrados por fundos mútuos brasileiros tenham aumentado consideravelmente ao longo dos anos, a porcentagem desses ativos alocados em ações não acompanhou o mesmo ritmo.

Em 2020, a taxa Selic atingiu um mínimo de 2% no final do ano, e os ativos sob gestão atingiram R\$ 765 bilhões (15,2% do total de ativos sob gestão por fundos mútuos). Desde então, com o aumento da taxa Selic, os ativos sob gestão investidos em ações caíram para R\$ 622 bilhões em setembro de 2025 (ou apenas 8,3% do total de ativos sob gestão).

**Gráfico 1: Alocações em ações por fundos locais**



Fonte: Anbima e BTG Pactual

Conforme mostrado abaixo, mesmo pequenas mudanças nas alocações podem se traduzir em fluxos significativos para o mercado acionário brasileiro. Mesmo se assumirmos que os ativos sob gestão permaneçam parcialmente estáveis, se voltarmos a cerca de 10% na participação em ações (como visto no final de 2023), isso poderia significar ~R\$ 120 bilhões em fluxos positivos para os fundos locais.

**Tabela 6: Sensibilidade do AuM em ações (R\$ bilhões) ao AuM total dos fundos e à participação em ações**

Local Funds Industry AuM (R\$bn)	Equity Share (%)								
	7.5%	8.5%	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%	12.0%	
7,200	540	612	684	720	756	792	828	864	
7,300	548	621	694	730	767	803	840	876	
7,400	555	629	703	740	777	814	851	888	
7,500	563	638	713	750	788	825	863	900	
7,600	570	646	722	760	798	836	874	912	
7,700	578	655	732	770	809	847	886	924	
7,800	585	663	741	780	819	858	897	936	

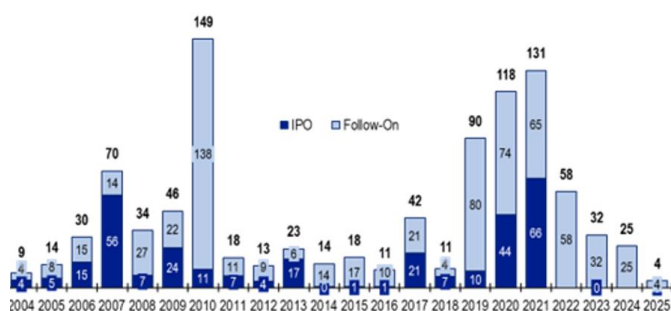
Fonte: Anbima e BTG Pactual

## IPOs e follow-ons podem ganhar mais força

Uma Selic mais alta aumenta o custo de oportunidade e, por extensão, o custo de capital próprio exigido pelos investidores ( $K_e$ ). Na prática, uma taxa livre de risco mais alta comprime os múltiplos justos, eleva as taxas mínimas de retorno do lado comprador e desvia as poupanças domésticas para a renda fixa. Esse cenário torna as emissões primárias e secundárias de ações (IPOs e follow-ons) estruturalmente menos atraentes para os emissores (margem de valuation mais estreita) e investidores.

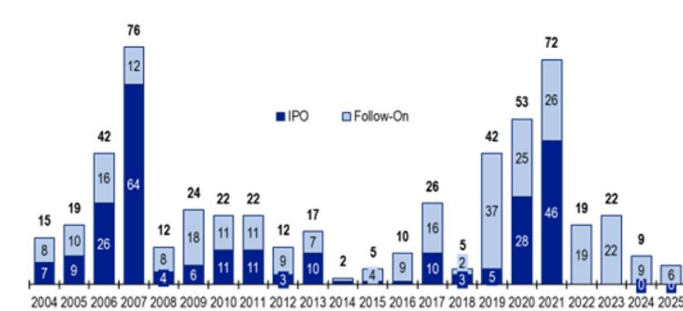
O contraste com 2020-2021 é evidente: em um ambiente de Selic baixa e risco elevado, a janela estava aberta, com 46 IPOs, 26 follow-ons e cerca de R\$ 131 bilhões levantados em 2021. A partir de 2022, a combinação de taxas mais altas e incerteza fiscal levou a uma reavaliação do risco do Brasil; o pipeline encolheu à medida que os emissores adiaram as ofertas e os investidores exigiram um prêmio mais alto pelo risco de ações primárias.

**Gráfico 2: Volume arrecadado (R\$ bilhões)**



Fonte: B3 e BTG Pactual

**Gráfico 3: IPOs e follow-ons desde 2004**



Fonte: B3 e BTG Pactual

## Impacto nos lucros para cada redução de 100bps na Selic – Empresas selecionadas

Abaixo, você encontra nossa tabela completa com o impacto de um corte de 100bps na taxa Selic sobre algumas empresas selecionadas em nosso universo de cobertura.

**Figura 1: Impacto sobre os lucros estimados para 2026 de uma redução de 100bps na taxa Selic**

Ticker	Sector	Δ Earnings	Ticker	Sector	Δ Earnings
MGLU3	Retail	75%	BRKM5	Oil & Gas	1%
JALL3	Agribusiness	32%	TTEN3	Agribusiness	1%
DASA3	Healthcare	27%	WIZS3	Financials (ex-Banks)	1%
MOVI3	Car Rental & Logistics	18%	CSMG3	Utilities	1%
ASAI3	Retail	13%	EZTC3	Real Estate	1%
CAML3	Food & Beverage	10%	CEAB3	Retail	0%
RAIL3	Infrastructure	6%	TIMS3	Telecom	0%
CSNA3	Metals & Mining	6%	PNVL3	Retail	0%
ENGI11	Utilities	6%	CMIG4	Utilities	0%
PGMN3	Retail	6%	GMAT3	Retail	0%
ANIM3	Education	6%	COGN3	Education	0%
QUAL3	Healthcare	5%	AUGO	Metals & Mining	0%
SLCE3	Agribusiness	5%	PLPL3	Real Estate	0%
MRVE3	Real Estate	4%	DEXP3	Oil & Gas	0%
MOTV3	Infrastructure	4%	AZZA3	Retail	0%
IGTI11	Real Estate	4%	RDOR3	Healthcare	0%
NEOE3	Utilities	4%	EMBJ3	Capital Goods	0%
UGPA3	Oil & Gas	4%	PETR4	Oil & Gas	0%
USIM5	Metals & Mining	4%	DIRR3	Real Estate	0%
MULT3	Real Estate	3%	CMIN3	Metals & Mining	0%
MATD3	Healthcare	3%	ORVR3	Utilities	0%
SBSP3	Utilities	3%	PRI03	Oil & Gas	0%
CPFE3	Utilities	3%	BRAV3	Oil & Gas	0%
TAAE11	Utilities	3%	RECV3	Oil & Gas	0%
ALOS3	Real Estate	3%	BLAU3	Healthcare	0%
ISAE4	Utilities	3%	VIVA3	Retail	0%
SBFG3	Retail	2%	ALUP11	Utilities	0%
VBBR3	Oil & Gas	2%	TEND3	Real Estate	0%
ECOR3	Infrastructure	2%	TOTS3	Technology	0%
SOJA3	Agribusiness	2%	VALE3	Metals & Mining	0%
RENT3	Car Rental & Logistics	2%	SUZB3	Pulp & Paper	0%
VTRU3	Education	2%	B3SA3	Financials (ex-Banks)	0%
SAPR11	Utilities	2%	NATU3	Retail	0%
CPL6	Utilities	2%	HYPE3	Healthcare	0%
ENEV3	Utilities	2%	MDIA3	Food & Beverage	-1%
CBAV3	Metals & Mining	2%	LREN3	Retail	-1%
YDUQ3	Education	2%	GGBR4	Metals & Mining	-1%
CYRE3	Real Estate	2%	CURY3	Real Estate	-1%
ELET3	Utilities	1%	SMTO3	Agribusiness	-1%
DXCO3	Pulp & Paper	1%	WEGE3	Capital Goods	-1%
RANI3	Pulp & Paper	1%	ODPV3	Healthcare	-1%
RADL3	Retail	1%	EGIE3	Utilities	-1%
SMFT3	Retail	1%	ABEV3	Food & Beverage	-1%
FLRY3	Healthcare	1%	JBSS3	Food & Beverage	-1%
GGPS3	Car Rental & Logistics	1%	POMO4	Capital Goods	-1%
SEER3	Education	1%	KLBN11	Pulp & Paper	-1%
VIVT3	Telecom	1%	AGRO3	Agribusiness	-2%
HAPV3	Healthcare	1%	EQTL3	Utilities	-2%
			PETZ3	Retail	-3%
			BEEF3	Food & Beverage	-5%

Fonte: 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, nem pretende ser uma declaração completa ou resumo dos valores mobiliários, mercados ou desenvolvimentos referidos no relatório 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.asp](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.asp)