



Soft Commodities

Banco BTG Pactual S.A.

SOJA

AGOSTO 2025

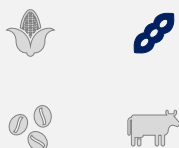
Jean Miranda

Commodity Research
jean.miranda@btgpactual.com

Lucas Costa, CMT

Technical Analysis
lucas.correia@btgpactual.com





SOJA – Chicago em um cabo-de-guerra entre oferta e demanda, sob incertezas comerciais e climáticas; no Brasil, exportações seguem firmes e sustentam preços físicos.

A soja em Chicago está diante de uma bifurcação – ou se consolida uma grande safra nos EUA, na sombra de um programa de exportação “tímido” devido à ausência da China; ou a produção é novamente revista para baixo e EUA e China selam uma entente comercial, impulsionando as nomeações para a safra nova.

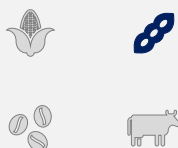
São muitas as partes moventes e, a depender de sua combinação, podemos ver uma forte correção nos preços em Chicago – ou um *rally*. O certo é que não há meio termo para os preços.

No Brasil, as cotações da soja disponível nas principais praças deram continuidade ao movimento de alta iniciado em julho e impulsionado pela performance robusta do programa de exportação até o presente momento.

No fechamento de julho, os embarques da soja brasileira somavam 77Mt, ou 71% do total projetado para o ano, cf. Abiove. Do total exportado até aqui, 75% teve a China como destino. Na parcial de agosto, os embarques somavam 7Mt nos primeiros 16 dias úteis do mês, cf. Secex (Secretaria de Comércio Exterior) – na média diária, a prévia de agosto superava em 24% a média do mesmo mês para o ano passado.

Por fim, mas não menos importante, mandatos de *blend*: passou a valer, em 01/ago, a obrigatoriedade de mistura B15 no Brasil; nos EUA, a EPA (Agência de Proteção Ambiental) concedeu isenção total ou parcial a boa parte dos pedidos de *waiver* protocolados junto ao governo, pressionando os futuros do óleo de soja em Chicago – vide maiores detalhes na seção dedicada aos derivados da soja.

Na resultante das forças, vemos maior assimetria para a queda nos preços no referencial de Chicago e manutenção na referência Brasil.



SOJA – Chicago em um cabo-de-guerra entre oferta e demanda, sob incertezas comerciais e climáticas; no Brasil, exportações seguem firmes e sustentam preços físicos.

China ausente do mercado norte-americano

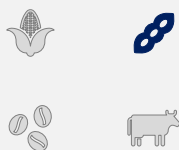
Qual o tamanho da ausência? Pior início de campanha dos últimos 10 anos. Eis abaixo um pouco de contexto para uma melhor compreensão do dado.

Semanalmente, o USDA divulga um conjunto de dados de exportação norte-americana para commodities agrícolas: total acumulado de embarques físicos, total de embarques a honrar – e o somatório de ambos, o total de compromissos. Com relação aos compromissos, o USDA separa por natureza: ano-corrente e safra nova. Até o momento presente, “ano-corrente” se refere às exportações da safra 2024/25 – plantada no ano passado e majoritariamente comercializada no ano atual; já a “safra nova” diz respeito ao ciclo 2025/26, cuja colheita deve começar agora em setembro.

Entre os meses de junho e julho, começa a ganhar tração o volume de vendas de soja para a safra nova – soja a ser colhida e embarcada principalmente ao longo de 2026. Isso faz sentido na medida em que produtores começam a acelerar as vendas da safra nova tão logo comece a ficar claro o tamanho potencial de suas colheitas.

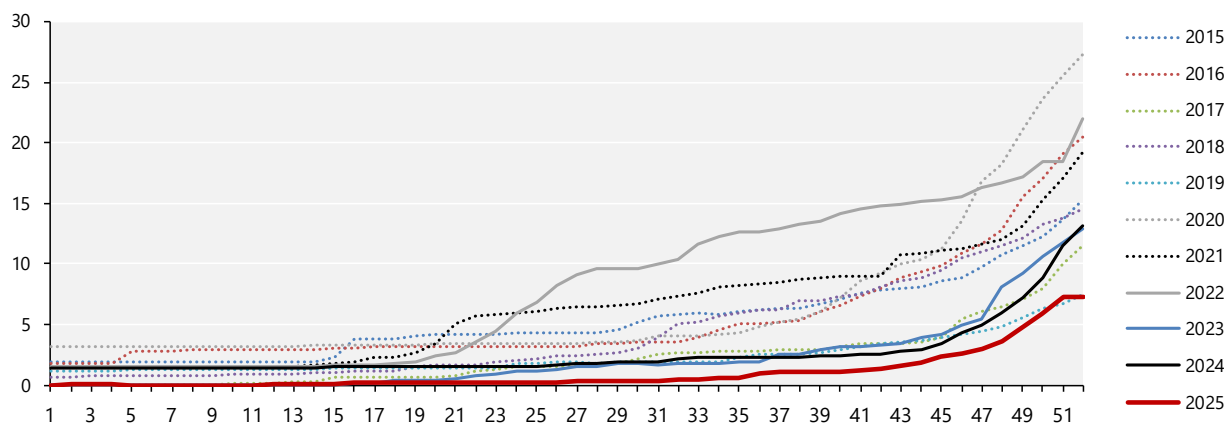
Nesta altura do ano, o dado de compromissos para a safra nova é importante para avaliarmos o tom inicial da campanha que se abre. E o início da campanha 2025/26 está muito fraco: são 7,2Mt “bookados” no livro de exportação, contra uma média de 15,5Mt para o mesmo período nos últimos 10 anos (vide gráfico 1).

E o principal motivo de uma tão tímida campanha é a ausência da China nas compras da safra nova: até o momento, não há volumes oficiais comprometidos para o país asiático, contrastando com a média de 5Mt para a mesma época nos últimos 10 anos (vide gráfico 2).



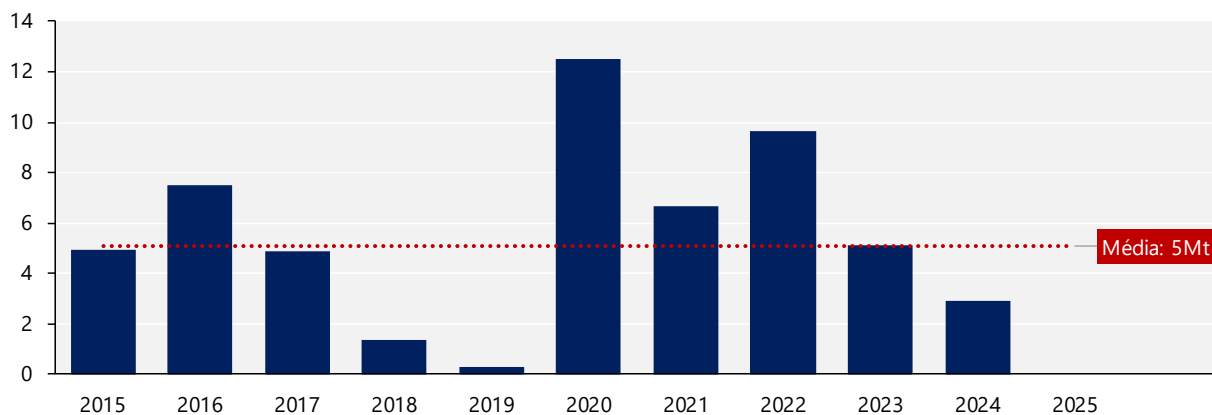
SOJA – Chicago em um cabo-de-guerra entre oferta e demanda, sob incertezas comerciais e climáticas; no Brasil, exportações seguem firmes e sustentam preços físicos.

1. EUA – pior início de campanha de exportação dos últimos 10 anos.

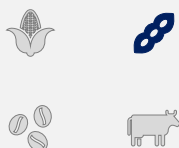


Fontes: USDA/ESR e BTG Pactual. Valores em milhões de toneladas, acumuladas ao longo das semanas do ano de comercialização norte-americano, que começa na 1ª semana de setembro.

2. China – até o momento, o país asiático não fechou nenhum barco de soja nos EUA.



Fontes: USDA/ESR e BTG Pactual. Valores em milhões de toneladas, acumuladas até a semana 51 do ano de comercialização norte-americano, que começa na 1ª semana de setembro.



SOJA – Chicago em um cabo-de-guerra entre oferta e demanda, sob incertezas comerciais e climáticas; no Brasil, exportações seguem firmes e sustentam preços físicos.

Produção norte-americana em foco

Neste tópico, dois são os assuntos primordiais: área plantada de fato e *yield* das plantas. No balanço global (WASDE) de agosto, o USDA promoveu uma redução significativa de área (-3%) em relação à estimativa inicial ancorada no *Prospective Plantings* de março, que é o documento que baliza as ideias iniciais de área, tanto para soja quanto para milho. Para o próximo balanço de setembro, há grande expectativa em relação ao *yield*. Mas antes de nos aprofundarmos, cabe uma digressão para explicar como o USDA projeta produção ao longo do ano-safra.

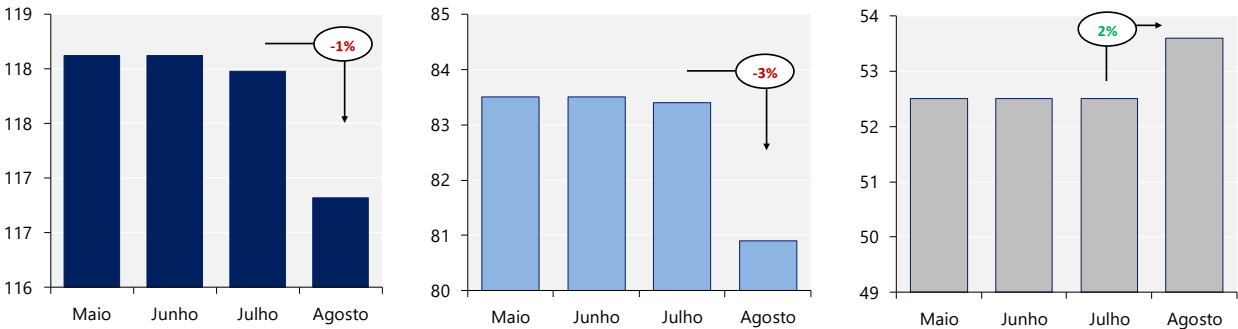
As projeções se iniciam em maio, no primeiro WASDE do ano-safra. Nesse momento, as estimativas combinam a área indicada no *Prospective Plantings* de março com a produtividade de tendência estatística (*trend yield*). Até julho, as projeções seguem sendo essencialmente estatísticas, sem medições diretas em campo. A única novidade é que, a partir de julho, as condições das lavouras reportadas no *Crop Progress* (vide gráfico 4) começam a ser consideradas como referência qualitativa.

A partir de agosto, o método muda. O USDA passa a incorporar levantamentos com produtores e o *Objective Yield Survey*, que traz medições diretas em áreas selecionadas de estados-chave. Dessa forma, os números passam a refletir observações reais de campo. Em janeiro, o USDA publica a estimativa final de produção, consolidando os dados obtidos com a colheita concluída. Há diferenças importantes entre as culturas. No milho, a produtividade costuma se definir mais cedo, durante a polinização em julho, o que torna os ajustes mais relevantes entre agosto e setembro. Já na soja, o fator decisivo é o enchimento de grãos em agosto, de modo que revisões significativas tendem a ocorrer mais tarde, em setembro e outubro.



SOJA – Chicago em um cabo-de-guerra entre oferta e demanda, sob incertezas comerciais e climáticas; no Brasil, exportações seguem firmes e sustentam preços físicos.

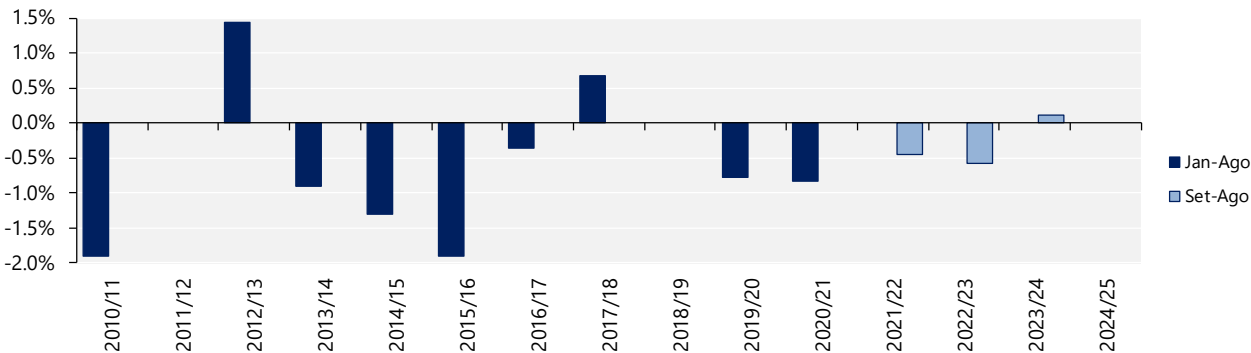
3. EUA – redução na produção motivada por revisão baixista na área plantada.



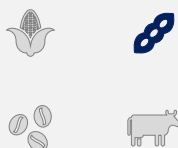
Fontes: USDA/NASS e BTG Pactual. Na sequência: produção (milhões de ton.), área plantada (milhões de acres) e yield (bushels/acre).

Como dito no início desta seção, a produção nos EUA foi reduzida em 1% entre um mês e outro no último WASDE de agosto. A grande motivação foi a revisão baixista na área plantada, conforme o USDA integrou dados de *surveys* realizados juntos aos produtores. Nos últimos 15 anos, revisões mensais de área no WASDE de setembro têm sido raras. Além disso, nas últimas quatro safras, a área de agosto tem sido uma boa *proxy* para a área final (WASDE janeiro).

4. EUA – evolução da área plantada entre relatórios do USDA/WASDE (*).



Fontes: USDA/NASS e BTG Pactual. (*) Janeiro contra agosto; setembro contra agosto.



SOJA – Chicago em um cabo-de-guerra entre oferta e demanda, sob incertezas comerciais e climáticas; no Brasil, exportações seguem firmes e sustentam preços físicos.

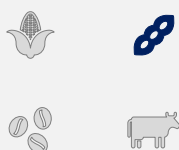
Para além da área – para a qual não esperamos grandes surpresas no WASDE de setembro –, variações no *yield* da soja poderiam trazer revisões na oferta norte-americana para a safra atual.

Ao longo do mês de agosto, diversos analistas, técnicos e outros especialistas – ligados a agências privadas de Research, consultorias, tradings, etc. – rodaram os campos nos EUA realizando os famigerados “*crop tours*”. Como dito anteriormente, o USDA também realiza o seu “*crop tour*”, as *Objective Yield Survey's* – adicionando qualidade às projeções de *yield* ao agregar nas análises informações capturadas *in loco*, nos campos. O USDA deve conduzir tais *surveys* para milho e soja a partir do início de setembro. Como *proxy* para o USDA, temos à disposição os resultados de alguns “*crop tours*” privados, o principal deles sendo aquele realizado pelo Pro Farmer.

O “*crop tour*” do Pro Farmer confirmou o forte potencial da soja nos EUA em 2025, com números praticamente alinhados ao USDA. A projeção do Pro Farmer é de 53,0 bu/acre, contra 53,6 bu/acre do USDA/WASDE de agosto. Dentro da margem de erro considerada (+/- 2%), os dois levantamentos apontam para uma safra recorde.

Apesar da preocupação com doenças, os analistas encontraram lavouras muito promissoras, com destaque para as elevadas contagens de vagem nos principais estados produtores do país:

- **Minnesota:** +20,4% vs 2024 e +19,9% vs média 3 anos;
- **Nebraska:** +15% vs 2024;
- **South Dakota:** +15,9% vs 2024 e acima da média 3 anos;
- **Iowa:** +5,5% vs 2024;
- **Ohio:** +4,7% vs 2024 (mas precisando de chuvas finais);
- **Indiana:** quadro variável, mas ainda com bom potencial.



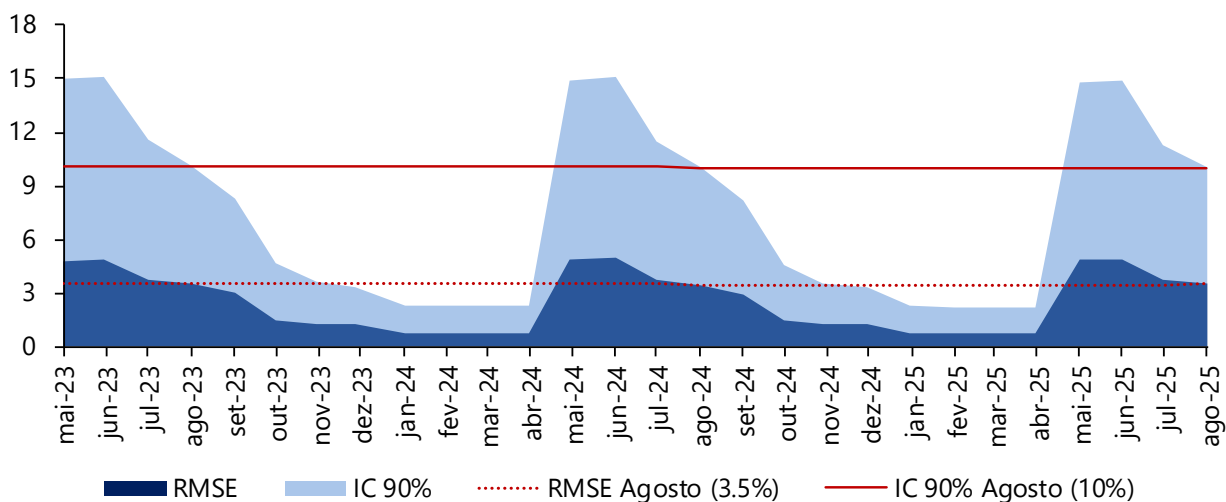
SOJA – Chicago em um cabo-de-guerra entre oferta e demanda, sob incertezas comerciais e climáticas; no Brasil, exportações seguem firmes e sustentam preços físicos.

Breve análise do estoque-consumo e sua relação com os preços

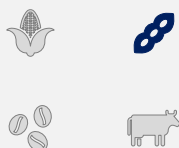
Nos últimos 43 anos, a média de erro ("*Root Mean Square Error*", RMSE) da projeção de produção do WASDE de agosto (em relação à estimativa final de janeiro) é de 3,5% (para cima ou para baixo, com intervalo de confiança de 67%) e 10% (para cima ou para baixo, com intervalo de confiança de 90%). Conforme se avança para o relatório de janeiro, o erro de projeção vai diminuindo – muito em função dos incrementos metodológicos que vão se acumulando ao longo do ano, como citado anteriormente, e devido ao avanço da própria colheita.

O importante a reter é que essa estatística nos fornece um canal de variação provável para a produção: por exemplo, em 9 de cada 10 anos, a projeção de agosto tende a desviar da produção final em 10%. A estimativa de agosto (117Mt), portanto, poderia oscilar entre 128Mt e 105Mt no intervalo de confiança de 90%.

5. EUA – erro médio das projeções de produção, por mês de divulgação do WASDE.



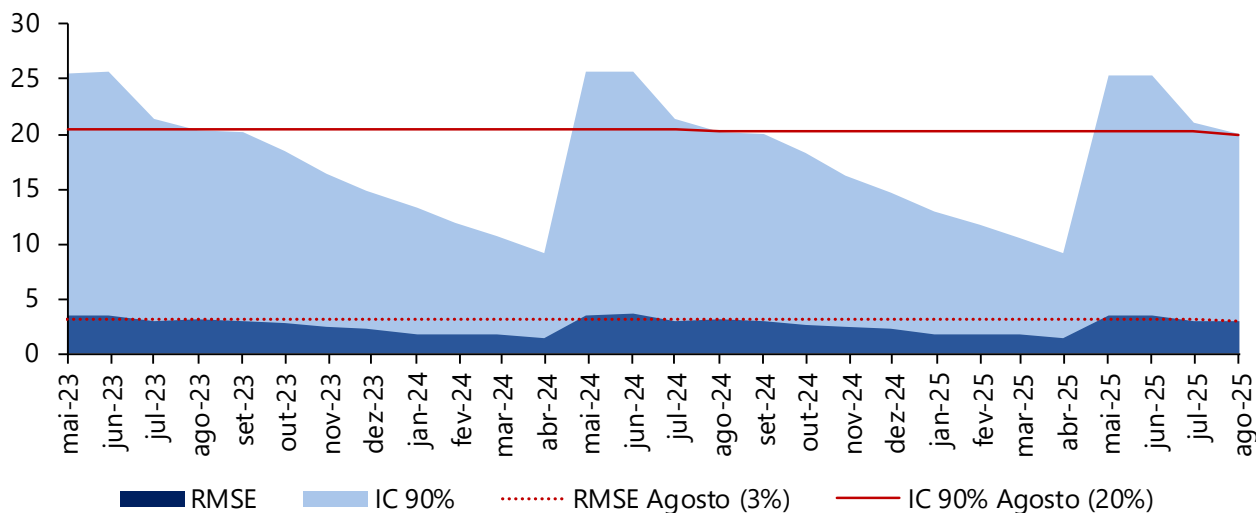
Fontes: USDA/NASS e BTG Pactual.



SOJA – Chicago em um cabo-de-guerra entre oferta e demanda, sob incertezas comerciais e climáticas; no Brasil, exportações seguem firmes e sustentam preços físicos.

No caso das exportações norte-americanas, o erro médio as projeções de agosto é maior, da ordem de 20% para o intervalo de confiança de 90%.

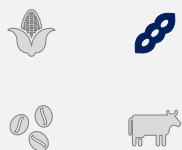
6. EUA – erro médio das projeções de exportação, por mês de divulgação do WASDE.



Fontes: USDA/NASS e BTG Pactual.

Em agosto, o USDA projetava exportações de 46Mt, podendo muito provavelmente variar entre 56Mt e 37Mt, a julgar pela estatística de erro médio nos últimos 43 anos.

Com base nos canais de oscilação para produção e exportação dos EUA, traçamos uma matriz de sensibilidade para o estoque-consumo – que é a métrica preferida para pensarmos a correlação entre o balanço da soja e os preços em Chicago. Lembrando que o estoque-consumo é a divisão dos estoques finais pelo consumo total, número expresso em porcentagem.



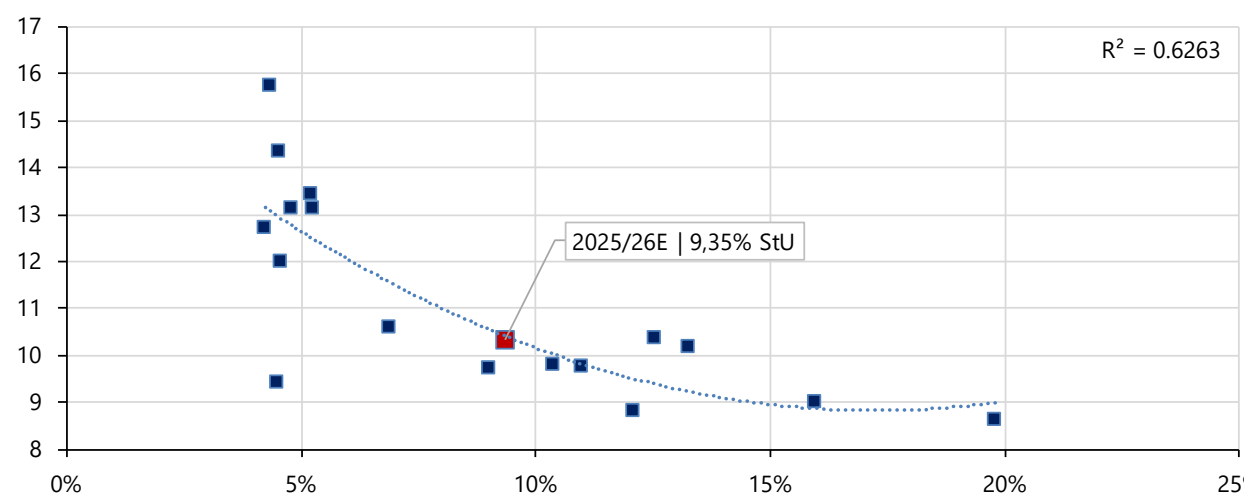
SOJA – Chicago em um cabo-de-guerra entre oferta e demanda, sob incertezas comerciais e climáticas; no Brasil, exportações seguem firmes e sustentam preços físicos.

7. EUA – matriz de sensibilidade do estoque-consumo, dadas variações em prod. e exp.

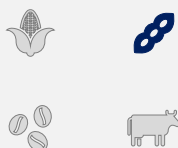
2025/26 - EUA		Exportações (Mt)										
Produção (Mt)		37	39	41	43	45	46	48	50	52	54	56
105		5.03%	3.6%	1.8%	0.0%	-1.7%	-3.3%	-4.9%	-6.5%	-8.0%	-9.4%	-10.8%
107		6.40%	5.0%	3.1%	1.3%	-0.4%	-2.0%	-3.7%	-5.2%	-6.8%	-8.2%	-9.7%
109		8.23%	6.8%	4.9%	3.0%	1.3%	-0.4%	-2.0%	-3.6%	-5.2%	-6.7%	-8.1%
111		10.07%	8.6%	6.6%	4.8%	3.0%	1.3%	-0.3%	-2.0%	-3.6%	-5.1%	-6.6%
113		11.90%	10.4%	8.4%	6.5%	4.7%	3.0%	1.3%	-0.3%	-1.9%	-3.5%	-5.0%
115		13.74%	12.2%	10.2%	8.3%	6.4%	4.7%	3.0%	1.3%	-0.3%	-1.9%	-3.4%
117		15.86%	14.3%	12.3%	10.3%	8.4%	6.7%	4.9%	3.2%	1.5%	-0.1%	-1.6%
119		17.70%	16.1%	14.0%	12.0%	10.1%	8.4%	6.6%	4.8%	3.1%	1.5%	-0.1%
121		19.53%	17.9%	15.8%	13.8%	11.8%	10.0%	8.2%	6.5%	4.7%	3.1%	1.5%
123		21.37%	19.7%	17.6%	15.5%	13.6%	11.7%	9.9%	8.1%	6.3%	4.7%	3.0%
125		23.20%	21.5%	19.4%	17.3%	15.3%	13.4%	11.5%	9.7%	8.0%	6.2%	4.6%
127		25.03%	23.3%	21.1%	19.0%	17.0%	15.1%	13.2%	11.4%	9.6%	7.8%	6.2%
129		26.87%	25.1%	22.9%	20.8%	18.7%	16.8%	14.9%	13.0%	11.2%	9.4%	7.7%

Fontes: USDA/NASS e BTG Pactual. No quadro verde, matriz de estoque-consumo para variações de 3,5% na produção e 3% na exportação, cf. erro médio no intervalo de confiança de 67%.

8. EUA – regressão dos preços CBOT, controlando pelo estoque-consumo (2008-2024).



Fontes: USDA/NASS e BTG Pactual. Média do contrato SEP para setembro x projeções setembro.



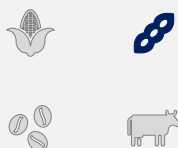
SOJA – Chicago em um cabo-de-guerra entre oferta e demanda, sob incertezas comerciais e climáticas; no Brasil, exportações seguem firmes e sustentam preços físicos.

No gráfico 7, nossa matriz de sensibilidade traz os diversos cenários para estoque-consumo conforme variamos produção e exportação nos EUA dentro da banda de erro médio dos últimos 43 anos, com intervalo de confiança de 90% – mantendo tudo o mais constante. O enquadramento em verde reflete os diferentes cenários de estoque-consumo, porém com variações na produção e exportação dentro do erro médio com intervalo de confiança de 67%.

No gráfico 8, trouxemos uma regressão polinomial dos preços da soja em Chicago (preços médios para o mês de setembro do contrato “SEP” com vencimento em setembro) e do estoque-consumo calculado a partir das projeções do WASDE para o mês de setembro, entre os anos de 2008 e 2024. Traduzindo: buscamos ilustrar a reação dos preços de Chicago aos dados do balanço da soja nos momentos em que tais dados surtiam efeito mais imediato.

Com um $R^2 = 63\%$, concluímos que os preços da soja em Chicago refletem, hoje, um estoque-consumo de 9,4% (marcador vermelho no gráfico 8). Com base nas atuais projeções do USDA/WASDE de agosto, o estoque-consumo está em 6,7% – ou seja, o mercado já parece precificar uma redução nas exportações dos EUA, um incremento na produção, ou uma combinação de ambos.

Do ponto de vista da produção, como argumentamos até aqui, nosso viés é neutro – dado que esperamos pouca novidade em área e potencial manutenção do *yield* divulgado pelo USDA até aqui. Nas exportações, nosso viés segue sendo de baixa devido à ausência da China, conforme discutido na primeira seção deste relatório. Vale notar, porém, que o principal risco desta nossa visão é uma surpresa altista nas exportações com destino a outros mercados ex-China, cujo impulso viria de um dólar fraco globalmente – como tem acontecido com o milho americano.



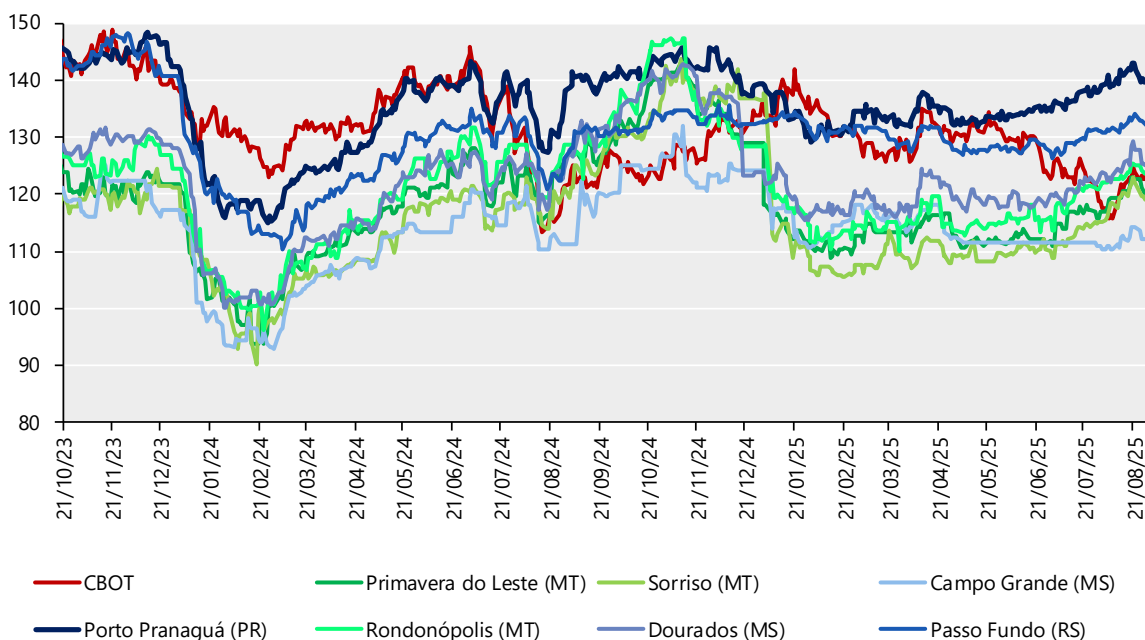
SOJA – Chicago em um cabo-de-guerra entre oferta e demanda, sob incertezas comerciais e climáticas; no Brasil, exportações seguem firmes e sustentam preços físicos.

Brasil – cenário ainda positivo, mas próximo de uma exaustão

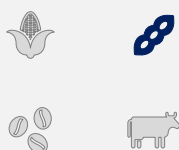
Os preços disponíveis da oleaginosa no Brasil saíram de um longo período de estabilidade e engataram altas relevantes a partir de julho. Os preços continuaram o movimento de ascensão até a última semana de agosto.

Até o momento, as exportações têm performado bem e em linha com as últimas duas safras. No acumulado até julho (último dado fechado da Secex no momento em que escrevemos este relatório), o acumulado das exportações da soja 2024/25 estavam em 77Mt, 75% com destino à China.

9. Brasil – direcional de preços no disponível.

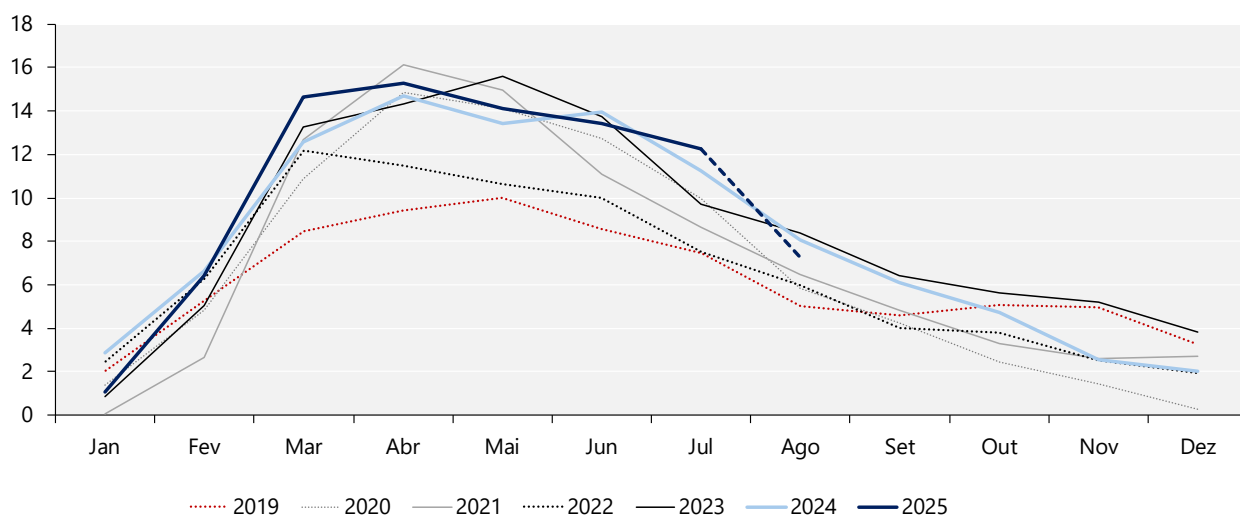


Fontes: Bloomberg, CEPEA/ESALQ e BTG Pactual. Valores em R\$/saca de 60 kg.



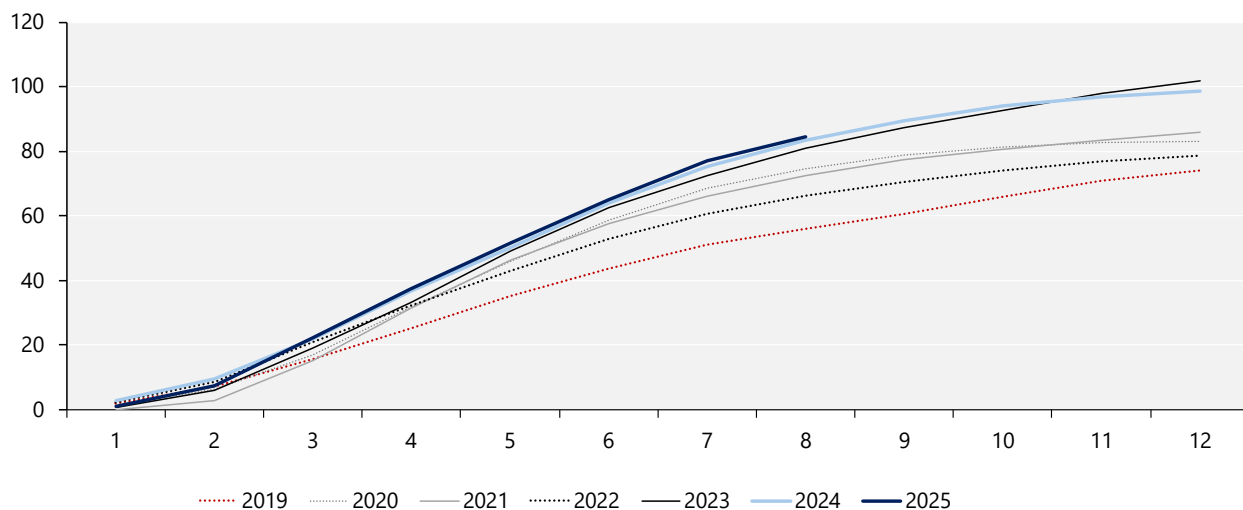
SOJA – Chicago em um cabo-de-guerra entre oferta e demanda, sob incertezas comerciais e climáticas; no Brasil, exportações seguem firmes e sustentam preços físicos.

10. Brasil – exportações 2024/25 em linha com últimas duas campanhas; mensal.

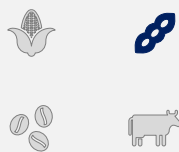


Fontes: Secex e BTG Pactual. Dado fechado até julho; agosto: prévia 4ª semana, 16 dias úteis.

11. Brasil – exportações 2024/25 em linha com últimas duas campanhas; acumulado.

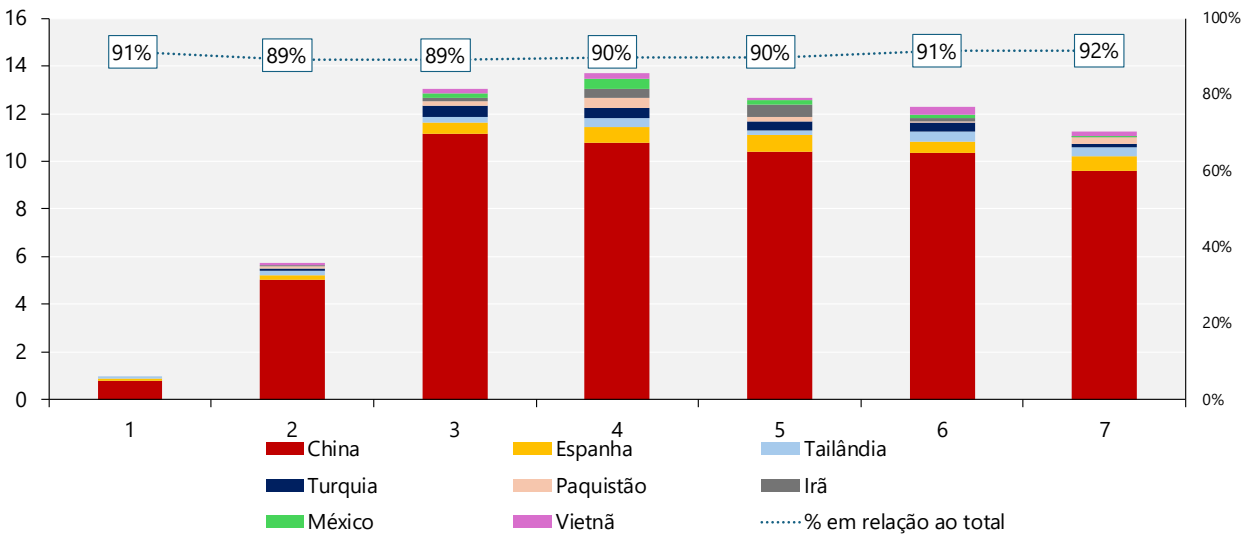


Fontes: Secex e BTG Pactual. Dado fechado até julho; agosto: prévia 4ª semana, 16 dias úteis.



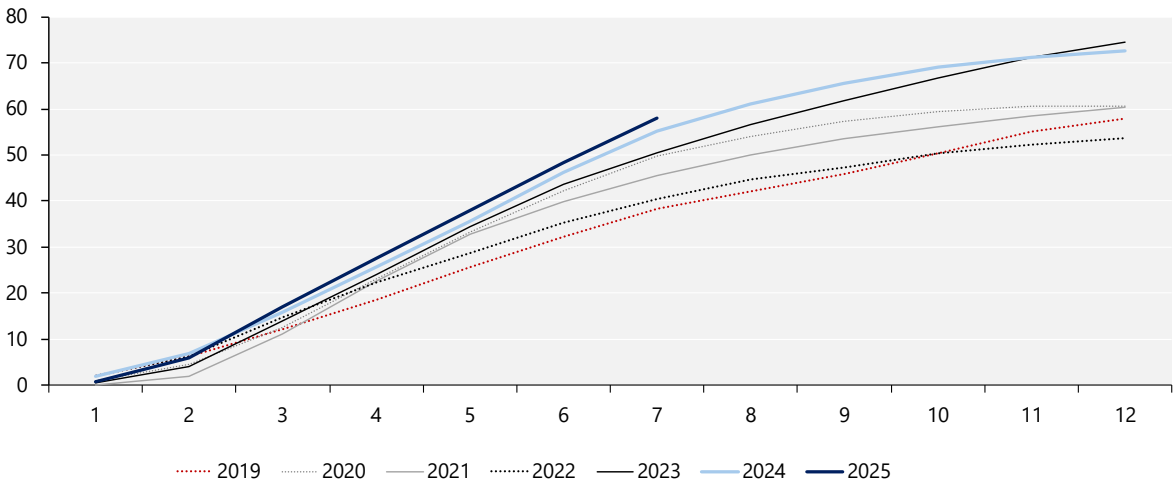
SOJA – Chicago em um cabo-de-guerra entre oferta e demanda, sob incertezas comerciais e climáticas; no Brasil, exportações seguem firmes e sustentam preços físicos.

12. Brasil – exportações 2024/25, fluxo mensal para principais destinos.

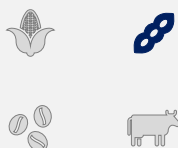


Fontes: Secex e BTG Pactual. Dado fechado até julho.

13. Brasil – acumulado das exportações de soja com destino à China desde Covid.



Fontes: Secex e BTG Pactual. Dado fechado até julho.



SOJA – Chicago em um cabo-de-guerra entre oferta e demanda, sob incertezas comerciais e climáticas; no Brasil, exportações seguem firmes e sustentam preços físicos.

Há uma grande expectativa no mercado de que a China continue originando soja aqui no Brasil para entrega no 1T26 – portanto, soja da safra nova 2025/26, a ser plantada a partir de setembro.

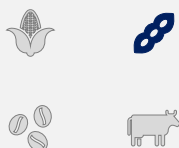
Daqui até lá, a China ainda deverá receber soja embarcada no Brasil até o final do ano, bem como alguns envios pontuais de farelo argentino. Há notificações no mercado de que a China estaria vendendo volumes de soja dos seus estoques – incomum para esta época do ano. Esse conjunto de fatores reduz a probabilidade de a China realizar compras importantes de soja americana, intensificando o problema de demanda nos EUA.

Muito se questiona, também, sobre a capacidade de o Brasil continuar fornecendo grandes volumes ao gigante asiático. Mas o que se tem visto nos últimos anos por aqui é uma elevação dos investimentos em infraestrutura logística, especialmente portuária.

Por exemplo, a chinesa Cofco – uma das maiores tradings de commodities do mundo – tem investido milhões de dólares para levantar o maior complexo portuário fora da China no Porto de Santos, o qual deve começar a operar plenamente no ano que vem. Já em 2025, o investimento resultou em um aumento da capacidade brasileira de exportação da ordem de 8Mt, devendo atingir 14,5Mt em 2026.

Biocombustíveis – atualizações da política de *blend* nos EUA

No dia 22 de agosto de 2025, a Agência de Proteção Ambiental dos Estados Unidos (EPA) anunciou sua decisão sobre os pedidos de isenção apresentados por pequenas refinarias em relação às metas federais de mistura de biocombustíveis. O tema vinha sendo aguardado com atenção pelos mercados desde a véspera, quando (...)

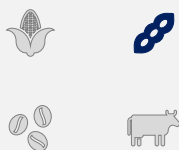


SOJA – Chicago em um cabo-de-guerra entre oferta e demanda, sob incertezas comerciais e climáticas; no Brasil, exportações seguem firmes e sustentam preços físicos.

(...) aumentou a expectativa de que o governo de Donald Trump endurecesse a concessão de isenções, o que provocou forte volatilidade nos preços do óleo de soja na Bolsa de Chicago. A definição oficial, porém, trouxe um resultado misto e reacendeu as discussões sobre os efeitos de médio prazo para a demanda de biocombustíveis.

A EPA é responsável por administrar o *Renewable Fuel Standard* (RFS), programa que obriga refinarias e importadores a misturar volumes mínimos de biocombustíveis ao combustível fóssil vendido no país ou, alternativamente, a comprar créditos de renováveis (RINs). Refinarias com capacidade de até 75 mil barris/dia podem solicitar as chamadas *Small Refinery Exemptions* (SREs), alegando dificuldades econômicas desproporcionais para cumprir as exigências. Nos últimos anos, essas isenções se tornaram um ponto de tensão entre dois grupos de interesse: de um lado, as refinarias, que alegam custos elevados de conformidade; de outro, produtores agrícolas e do setor de biocombustíveis, que dependem da manutenção de mandatos firmes para sustentar a demanda por milho, soja e outras matérias-primas.

Na decisão de 22/ago, a EPA concedeu 63 isenções integrais e 77 parciais, além de negar 28 pedidos. Embora o grande número de aprovações represente um alívio para refinarias menores, a agência restringiu o impacto futuro ao limitar a utilização de créditos antigos (anteriores a 2023), considerados sem efeito prático sobre a demanda de biocombustíveis. No curto prazo, isso reduz a pressão imediata por óleo de soja, principal insumo do biodiesel, mas mantém a expectativa de que refinarias maiores possam ser chamadas a compensar volumes isentados quando novas metas forem definidas para 2026 e 2027. Assim, no longo prazo, o mercado de soja deve seguir sustentado pelo papel estratégico do óleo vegetal no cumprimento das obrigações do RFS, o que tende a manter a demanda firme no horizonte próximo.



ANÁLISE TÉCNICA – Soja, SJCFUT

A tendência de médio prazo de queda da soja perdeu força desde o final de 2024, e observamos a formação de uma lateralidade no curto prazo entre \$21,10 e \$23,75.

No gráfico diário, as médias móveis de 21 e 50 dias têm um cruzamento de alta, indicando aumento da pressão compradora. O *price action* mostra a superação da média móvel de 50 dias, com maior amplitude nos pregões de alta em relação aos pregões de queda, e fechamentos próximos às máximas.

De maneira geral, precisamos do rompimento de um dos extremos da lateralidade para uma melhor definição de tendência. Acreditamos que o fundo da lateralidade em \$21,10 deve atuar como um suporte relevante, enquanto o topo da consolidação deve atuar como resistência em \$23,75.



Fonte: TradingView.

— MME21 — MMA200 — MMA50

Required Disclosure

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 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.

Disclaimer



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