

Resultados do 3T25

3T abaixo do esperado, com uma série de desafios

A Hapvida apresentou resultados muito fracos no 3T, o que deve elevar significativamente a percepção de risco da tese de investimento. O trimestre combinou diversos fatores desafiadores: (i) índice de sinistralidade médica muito acima do esperado; (ii) geração fraca de fluxo de caixa; (iii) crescimento orgânico modesto; (iv) maiores despesas com vendas, gerais e administrativas (SG&A); (v) aumento nas provisões de contingências; e (vi) resultados ainda bastante “poluídos”, com vários efeitos não recorrentes positivos e negativos, que continuam a indicar um ambiente volátil. Como resultado, o EBITDA ajustado caiu 20% a/a. Em resumo, cerca de 25% do EBITDA abaixo das expectativas veio da maior sinistralidade, 10% de despesas comerciais mais altas e 65% de despesas gerais e administrativas (em grande parte, provisões de contingência). Esses resultados devem influenciar as projeções de consenso para os próximos trimestres e anos. Por isso, cortamos substancialmente nossas projeções, já que não assumimos mais expansão de margem em 2026.

Valuation	2023	2024	2025E	2026E	2027E
RoIC (EBIT) %	1,2	2,7	2,3	3,9	6,4
EV/EBITDA	14,4	6,7	6,6	5,7	4,6
P/L	184,5	16,3	16,1	13,5	9,2
Dividend Yield %	0,0	0,8	0,0	0,0	1,2
Resumo Financeiro (R\$ milhões)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Receita	27.366	28.952	30.979	33.522	36.438
EBITDA	2.813	3.581	3.431	3.747	4.347
Lucro Líquido	182	1.035	1.021	1.219	1.782
LPA (R\$)	0,00	0,10	2,00	2,40	3,50
DPA Líquido (R\$)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,40
(Dívida Líquida)/Caixa	(6.975)	(7.265)	(6.180)	(5.017)	(3.658)

Fonte: Relatórios da empresa, Bovespa, estimativas do BTG Pactual S.A. / Valuations: com base no últimos preço das ações do ano; (E) com base no preço das ações de R\$ 32,69 em 12 de November de 2025.

Rating

COMPRA

Sumário

Ticker	HAPV3
Preço Alvo (R\$)	50,0
Preço (R\$)	32,7
Listagem	Novo Mercado
Market Cap. (R\$ mn)	16.185,52
Vol. Méd. 12M (R\$ mn)	201,27
Atualização Preço-alvo	12/11/2025

Valuation:

	2025E	2026E
P/L	16,1x	13,5x
EV/EBITDA	6,6x	5,7x

Performance:

Novembro (%)	4,5%
LTM (%)	-34,2%



Analistas

Samuel Alves

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Maria Resende

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Marcel Zambello

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

EBITDA 25% abaixo das expectativas; margem volta ao nível de 3 anos atrás

A receita líquida cresceu 6% a/a, para R\$ 7,78 bilhões (1% abaixo de nossa estimativa), impulsionada por um ticket médio mais alto. Os resultados contábeis foram afetados por diversos efeitos positivos não recorrentes, excluídos do EBITDA ajustado: (i) reversão de provisão do SUS de R\$ 9 milhões após acordo com a ANS; (ii) reversões de R\$ 31 milhões em provisões de remuneração variável; (iii) reversão de R\$ 9 milhões de provisão excedente de acordos coletivos; (iv) reversão de R\$ 25 milhões de provisão excedente após conclusão do acordo com a ANS (contingências); (v) reembolso de R\$ 48 milhões do acionista vendedor da CCG; e (vi) R\$ 12 milhões em multas aplicadas a corretores. Por outro lado, houve um efeito negativo de R\$ 35 milhões referente à baixa de intangível no Hospital Maringá. Somando todos esses efeitos que foram não recorrentes, o impacto líquido foi positivo em R\$ 98 milhões, ajudando o resultado contábil. Ajustando por esses fatores, o EBITDA ajustado teria sido de R\$ 613 milhões, queda de 20% a/a e 25% abaixo de nossa projeção, com margem de 7,9%, próxima do nível de três anos atrás (quando a fusão com a GNDI havia acabado de ocorrer). As despesas financeiras líquidas subiram 36% a/a, para R\$ 354 milhões, também afetadas pelo acordo com a ANS (efeito líquido negativo de R\$ 13 milhões). Ajustando por esses efeitos e pela amortização de intangíveis, o lucro líquido ajustado foi de R\$ 204 milhões, 34% abaixo de nossa projeção. O resultado contábil mostrou prejuízo líquido de R\$ 57 milhões (vs. -R\$ 71 milhões no 3T24).

Sinistralidade sobe 140bps a/a; adições líquidas de vidas abaixo do esperado

A sinistralidade caixa da Hapvida aumentou 140bps a/a, para 75,2%. A alta trimestral foi de 130bps (vs. 73,9% no 2T e pior que nossa projeção de +60bps), um movimento maior do que o histórico, refletindo maior frequência de uso e custos adicionais com novas inaugurações hospitalares. A base de beneficiários cresceu apenas 13 mil vidas t/t, abaixo da nossa projeção de +44 mil, apesar do bom desempenho no segmento corporativo (+65 mil t/t). Diante do maior uso, as despesas médicas por beneficiário subiram 8% a/a, superando o aumento de 6% no ticket médio.

Fluxo de caixa negativo e aumento da dívida líquida

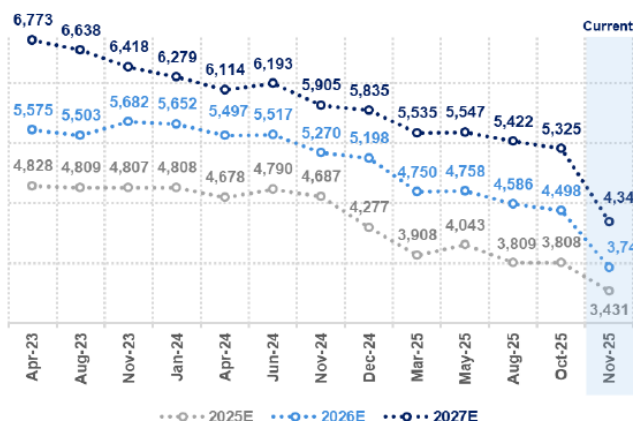
O fluxo de caixa operacional após capex foi de -R\$ 52 milhões (vs. +R\$ 471 milhões no 3T24), impactado pelo EBITDA mais fraco, maiores desembolsos relacionados ao ReSUS e liquidação de contas médicas e fornecedores de trimestres anteriores, além do aumento do capex (R\$ 225 milhões, +25% a/a). Após juros, a dívida líquida (ex-leasing) aumentou R\$ 234 milhões t/t, para R\$ 4,2 bilhões, elevando a alavancagem de 0,95x para 1,0x.

Revisando as estimativas; consenso deve fazer o mesmo

Nos trimestres anteriores, a Hapvida havia mostrado sinais de estabilização nas questões judiciais, mas os resultados do 3T confirmam que ainda há desafios relevantes, como custos de novos hospitais e despesas SG&A mais elevadas. Assim, passamos a adotar uma postura mais conservadora, assumindo margens de EBITDA estáveis para 2026. O consenso ainda projeta expansão de 100bps, mas cortamos nossas estimativas oficiais de EBITDA para o próximo ano em 20%, e acreditamos que o mercado seguirá a mesma direção. Mantemos

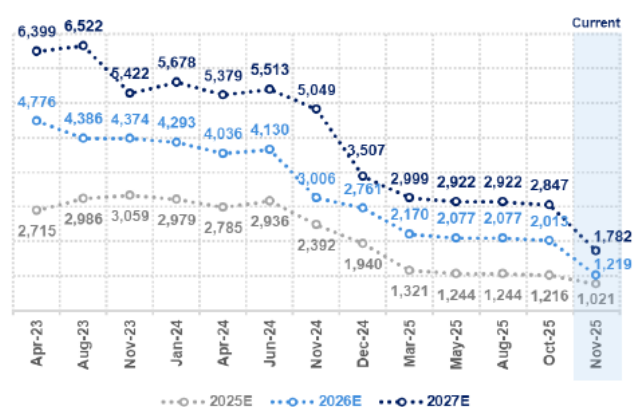
recomendação de compra, mas reconhecemos que a capacidade de execução precisa melhorar significativamente para recuperar confiança. Nosso novo preço-alvo para o fim de 2026 é de R\$ 50 por ação (vs. R\$ 67 antes).

Gráfico 1: Projeções BTGe de EBITDA ajustado para HAPV (R\$ milhões)



Fontes: Empresas e BTGPactual

Gráfico 2: Projeções BTGe de lucro líquido para HAPV (R\$ milhões)



Fontes: Empresas e BTGPactual

Tabela 1: Estimativas BTG – Novas vs. Anteriores

R\$m n	Novas Estimativas			Estimativas anteriores			Estimativas Novas vs anteriores		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
HAPV									
Receita líquida	30.978	33.522	36.438	31.104	33.912	37.015	-0,4%	-1,1%	-1,6%
Crescimento a/a	7,0%	8,2%	8,7%	7,4%	9,0%	9,2%	-0,4p,p	-0,8p,p	-0,5p,p
EBITDA ajustado	3.431	3.747	4.347	3.809	4.586	5.422	-9,9%	-18,3%	-19,8%
Margem EBITDA	11,1%	11,2%	11,9%	12,2%	13,5%	14,6%	-1,2p,p	-2,3p,p	-2,7p,p
Lucro líquido ajustado (BTG)	1.021	1.219	1.782	1.244	2.077	2.922	-17,9%	-41,3%	-39,0%
Margem líquida ajustada	3,3%	3,6%	4,9%	4,0%	6,1%	7,9%	-0,7p,p	-2,5p,p	-3,0p,p

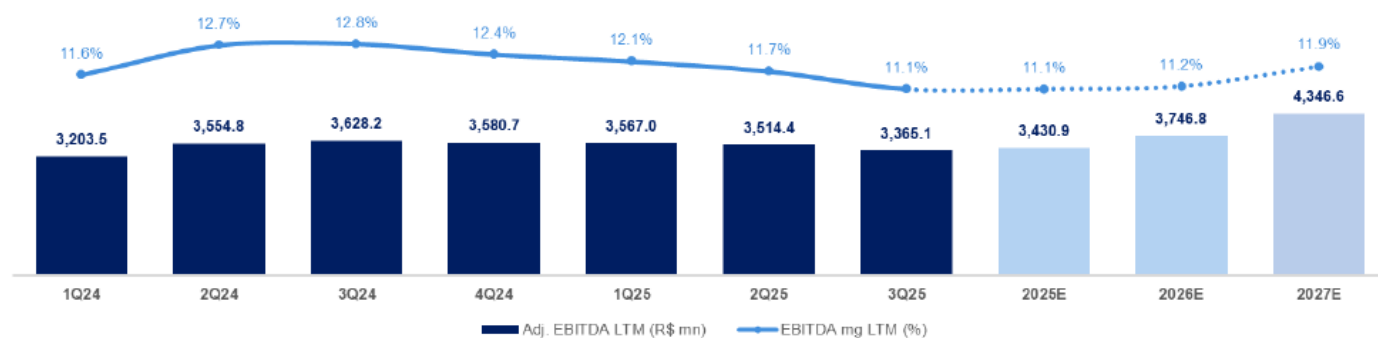
Fonte: Empresa e BTGPactual

Tabela 2: Estimativas do BTG vs. Consenso

R\$m n	Nossas estimativas			Consenso			Diferença		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
HAPV									
Receita líquida	30.978	33.522	36.438	31.187	33.818	36.448	-0,7%	-0,9%	0,0%
EBITDA ajustado	3.431	3.747	4.347	3.763	4.455	5.010	-8,8%	-15,9%	-13,2%
Margem EBITDA (%)	11,1%	11,2%	11,9%	12,1%	13,2%	13,7%	-1,0 p,p	-2,0 p,p	-1,8 p,p

Fonte: Empresa e BTGPactual

Gráfico 3: Hapvida – EBITDA ajustado dos últimos 12 meses (R\$ milhões) e margem (%)



Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 3: Resumo dos resultados do 3T (Financeiro)

P&L, R\$mn	3Q25A	3Q25E	3Q24A	2Q25A	A/E	Y/Y	Q/Q
Net Revenues	7,774.9	7,846.6	7,337.8	7,674.0	-0.9%	6.0%	1.3%
OPEX	(7,605.8)	(7,568.4)	(7,167.8)	(7,522.9)	0.5%	6.1%	1.1%
EBIT	169.1	278.2	169.9	151.1	-39.2%	-0.5%	11.9%
D&A	535.4	537.6	559.9	539.4	-0.4%	-4.4%	-0.7%
EBITDA	704.5	815.8	729.8	690.5	-13.6%	-3.5%	2.0%
<i>EBITDA margin (%)</i>	<i>9.1%</i>	<i>10.4%</i>	<i>9.9%</i>	<i>9.0%</i>	<i>-1.3 p.p</i>	<i>-0.9 p.p</i>	<i>0.1 p.p</i>
Compensation & discounted operations	6.8	0.0	32.8	12.7	-	-79.4%	-46.9%
Non-recurring	35.1	0.0	0.0	202.1	-	-	-
Adj. EBITDA (Hapvida)	746.4	815.8	762.6	905.4	-8.5%	-2.1%	-17.6%
<i>Adj. EBITDA margin Hapvida (%)</i>	<i>9.6%</i>	<i>10.4%</i>	<i>10.4%</i>	<i>11.8%</i>	<i>-0.8 p.p</i>	<i>-0.8 p.p</i>	<i>-2.2 p.p</i>
Non-recurring	(133.0)	-	-	(108.0)	-	-	-
Adj. EBITDA (BTG)	613.4	815.8	762.6	797.4	-24.8%	-19.6%	-23.1%
<i>Adj. EBITDA margin BTG (%)</i>	<i>7.9%</i>	<i>10.4%</i>	<i>10.4%</i>	<i>10.4%</i>	<i>-2.5 p.p</i>	<i>-2.5 p.p</i>	<i>-2.5 p.p</i>
Financial Results	(354.5)	(339.8)	(261.7)	(417.2)	4.3%	35.5%	-15.0%
EBT	(185.4)	(61.6)	(91.8)	(266.1)	201.0%	102.1%	-30.3%
ReSUS agreement (Financial Results)	-	-	-	-	-	-	-
Adj. EBT (BTG)	(318.4)	(61.6)	(91.8)	(374.1)	417.0%	247.0%	-14.9%
Income Taxes	128.4	31.4	20.5	60.3	-	527.1%	113.1%
Net Income	(57.0)	(30.2)	(71.3)	(205.8)	89.0%	-20.0%	-72.3%
<i>Net margin (%)</i>	<i>-0.7%</i>	<i>-0.4%</i>	<i>-1.0%</i>	<i>-2.7%</i>	<i>-0.3 p.p</i>	<i>0.2 p.p</i>	<i>1.9 p.p</i>
Added Value Amortization (Net) + Others (GNDI)	261.7	338.2	395.8	505.4	-22.6%	-33.9%	-48.2%
Adj. Net Income (Hapvida)	204.7	308.0	324.5	299.5	-33.6%	-36.9%	-31.7%
<i>Adj. Net margin Hapvida (%)</i>	<i>2.6%</i>	<i>3.9%</i>	<i>4.4%</i>	<i>3.9%</i>	<i>-1.3 p.p</i>	<i>-1.8 p.p</i>	<i>-1.3 p.p</i>

Contingency Provisions, R\$mn	3Q25A	3Q25E	3Q24A	2Q25A	A/E	Y/Y	Q/Q
Contingency Provisions	(167.0)	(133.4)	(276.6)	(135.5)	25.2%	-39.6%	23.3%
Contingency Provisions	(252.0)	-	-	(221.0)	-	-	-
Reclassification of costs	85.0	-	-	85.0	-	-	-
Adj. Contingency Provisions	(252.0)	(133.4)	(276.6)	(220.5)	88.9%	-8.9%	14.3%
<i>as % of net revenues</i>	<i>3.2%</i>	<i>1.7%</i>	<i>3.8%</i>	<i>2.9%</i>	<i>1.5 p.p</i>	<i>-0.5 p.p</i>	<i>0.4 p.p</i>

Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 4: Resumo dos resultados do 3T

Operating, R\$mnn	3Q25A	3Q25E	3Q24A	2Q25A	A/E	Y/Y	Q/Q
MLR (%)							
Cash MLR (new)	75.2%	-	73.8%	73.9%	-	1.4 p.p	1.3 p.p
Net Adds (000s)							
Healthcare - Total	13.0	44.3	7.9	57.7	-70.6%	65.4%	-77.5%
Healthcare - Organic	13	44.3	7.9	57.7	-70.6%	65.4%	-77.5%
Healthcare - M&A	0.0	0.0	0.0	0.0	n.a.	n.a.	n.a.
Dental - Total	75.0	35.2	13.7	91.9	113.3%	446.4%	-18.4%
Beneficiaries EoP (000s)							
Healthcare - Total	8,869.0	8,900.6	8,848.5	8,856.3	-0.4%	0.2%	0.1%
Dental - Total	7,107.0	7,067.4	6,913.2	7,032.3	0.6%	2.8%	1.1%
Claims/Member	660.1	-	611.9	613.1	-	7.9%	7.7%
Avg. Ticket HC (R\$)							
Consolidated	292.7	-	276.0	289.4	-	6.1%	1.1%
Indebtedness, R\$mnn	3Q25A	3Q25E	3Q24A	2Q25A	A/E	Y/Y	Q/Q
Organic Capex	225.0	261.7	180.7	197.5	-14.0%	24.5%	13.9%
as % of Net Revenues	2.9%	3.3%	2.5%	2.6%	-0.4 p.p	0.4 p.p	0.3 p.p
Dividends, buybacks and IoE	0.0	0.0	0.0	0.5	-	-	-
Net Debt	4,250.9	3,541.5	4,100.1	4,017.2	20.0%	3.7%	5.8%
Gross Debt (ex-Leasing)	13,364.2	13,074.8	11,072.7	13,074.8	2.2%	20.7%	2.2%
M&A Payables	453.7	576.8	819.2	576.8	-21.3%	-44.6%	-21.3%
Derivatives	244.6	202.2	135.4	202.2	21.0%	80.6%	21.0%
Cash (with restricted cash)	9,811.6	10,312.3	7,927.2	9,836.6	-4.9%	23.8%	-0.3%
ND/EBITDA (Hapvida)	1.0x	-	1.0x	1.0x	-	1.0%	5.3%
Judicial Deposits, R\$mnn	3Q25A	3Q25E	3Q24A	2Q25A	A/E	Y/Y	Q/Q
Judicial Deposits	1,612.2	1,646.2	2,768.9	1,528.5	-2.1%	-41.8%	5.5%
Change in Judicial Deposits	172.9	117.7	210.5	183.4	46.9%	-17.9%	-5.7%
Change in Judicial deposits as % of revenues	2.2%	1.5%	2.9%	2.4%	0.7 p.p	-0.6 p.p	-0.2 p.p
Provisions for contingencies	(167.0)	(133.4)	(276.6)	(135.5)	25.2%	-39.6%	23.3%
as % of Net Revenues	-2.1%	-1.7%	-3.8%	-1.8%	-0.4 p.p	1.6 p.p	-0.4 p.p

Fonte: Empresa 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 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.

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 destinado 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.btgactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx