

Restrição financeira prevalecendo sobre a Política

Assumindo a cobertura com recomendação Neutra

Assumimos recentemente a cobertura do setor de óleo & gás. Reconhecemos que a ação da Petrobras permanece como um veículo natural para investidores que buscam exposição à eleição presidencial no Brasil em outubro, especialmente diante do universo cada vez menor de estatais listadas. Historicamente, o papel tem sido altamente sensível aos ciclos políticos, e eleições passadas criaram oportunidades relevantes de investimento, sobretudo durante períodos prolongados de má gestão. Dito isso, acreditamos que desta vez uma mudança no ciclo político brasileiro dificilmente desencadeará uma alteração relevante na direção estratégica da Petrobras, enquanto esperamos que a alavancagem continue aumentando em 2026-27, dada a persistente desconexão entre a política de dividendos e a efetiva geração de fluxo de caixa.

Crescimento robusto vindo de novos FPSOs...

A execução da Petrobras no segmento de exploração tem sido impressionante, e projetamos que a produção alcance ~2,7 milhões de barris/dia até 2028 (vs. 2,4 milhões de barris/dia em 2025 e 2,54 milhões de barris/dia em 2026), com potencial de alta no curto prazo após reguladores aprovarem aumentos de capacidade de 115 mil barris/dia (~90 mil barris/dia líquidos para a Petrobras) em FPSOs existentes. O crescimento da produção é impulsionado por 12 FPSOs instalados entre 2021-25, além de quatro unidades adicionais previstas para 2026-27. Nos últimos anos, a Petrobras optou por uma estratégia de FPSOs arrendados, reduzindo a necessidade de capital inicial, mitigando a inflação de custos e preservando flexibilidade para dividendos. Com ativos altamente produtivos como Búzios, a Petrobras continuará investindo em novos sistemas de produção no curto prazo, mas as novas unidades passarão a ser de propriedade da companhia. A inflação de custos elevou o capex de alguns projetos offshore em 30-40% (por exemplo, Búzios 8 era estimado em US\$ 4,4 bilhões em agosto de 2021 e agora deve custar US\$ 5,7 bilhões).

Valuation	2023	2024	2025	2026E	2027E
RoIC (EBIT) %	41,3	31,0	28,9	25,1	26,1
EV/EBITDA	2,4	2,6	2,4	2,5	2,3
P/L	4,2	11,4	4,0	5,9	5,1
Dividend Yield %	17,6	15,9	9,7	10,3	13,2
Resumo Financeiro (R\$ milhões)	2023	2024	2025	2026E	2027E
Receita	102.447	91.308	88.159	89.235	91.356
EBITDA	52.465	40.483	42.504	44.735	48.310
Lucro Líquido	24.883	7.242	19.050	13.894	15.987
LPA (R\$)	3,80	1,10	3,00	2,20	2,50
DPA Líquido (R\$)	2,80	2,00	1,20	1,30	1,70
(Dívida Líquida)/Caixa	(20.407)	(24.244)	(27.271)	(29.121)	(29.733)

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\$ 31,79 em 15 de janeiro de 2026.

Rating

NEUTRO

Sumário

Ticker	PETR4
Preço Alvo (R\$)	40,0
Preço (R\$)	31,8
Listagem	Nível 2
Market Cap. (R\$ mn)	425.361,50
Vol. Méd. 12M (R\$ mn)	1.147,04
Atualização Preço-alvo	23/05/24

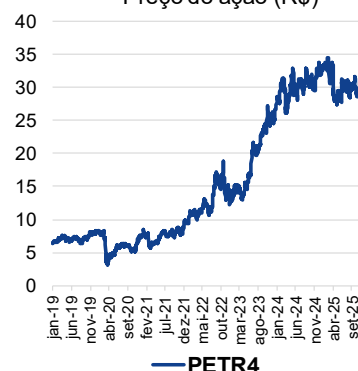
Valuation:

	2026E	2027E
P/L	5,9x	5,1x
EV/EBITDA	2,5x	2,3x

Performance:

Janeiro (%)	3,1%
LTM (%)	-5,1%

Preço do ação (R\$)



Analistas

Rodrigo Almeida

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Gustavo Cunha

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Bruno Henriques

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Apesar do impacto limitado da inflação de custos no planejamento econômico dos projetos, maiores desembolsos iniciais para novos projetos, combinados com um ciclo de capex pesado e maiores despesas com arrendamentos (~US\$ 9,6 bilhões em 2026 vs. US\$ 7,9 bilhões em 2024 e US\$ 6,3 bilhões em 2023), continuarão a limitar a geração de fluxo de caixa e a restringir a capacidade de dividendos no curto prazo, especialmente se o Brent permanecer abaixo de US\$ 60/barril por um período prolongado e/ou se as margens de distribuição comprimirem.

...mas um Brent acima de US\$ 65/barril ainda é necessário para a neutralidade do fluxo de caixa

Assumindo Brent a US\$ 62/barril e produção doméstica de ~2,54 milhões de barris/dia em 2026, estimamos que os dividendos ordinários continuarão acima do fluxo de caixa para o acionista (FCFE). Como os arrendamentos não são considerados na fórmula de dividendos ordinários e vêm se mantendo em ~US\$ 9-10 bilhões por ano, seguimos vendo um desalinhamento entre a política de dividendos e o FCFE em 2026-27. A perspectiva financeira permanece apertada, considerando (i) um ciclo pesado de investimentos entre 2020–27, (ii) a transição de um modelo de FPSOs arrendados para FPSOs próprios a partir de 2026, (iii) potenciais operações de M&A, e (iv) uma política de dividendos que não reflete a geração efetiva de FCFE da companhia. De fato, projetamos que a Petrobras direcione ~60% do EBITDA estimado de 2026 para arrendamentos, despesas financeiras e capex, o que limita a geração de FCFE, a menos que o Brent e/ou produção surpreendam positivamente. Com Brent a US\$ 62/barril em 2026, estimamos que a Petrobras entregue FCFE de ~US\$ 6,5 bilhões (~8% de yield de FCFE), insuficiente para cobrir ~US\$ 7,6 bilhões (~10% de yield de dividendos), dado que a política de dividendos não considera despesas de arrendamento. Estimamos que o Brent precisaria ter média de ~US\$ 67,5/barril (vs. ~US\$ 62/barril atualmente) para que a Petrobras atinja neutralidade de fluxo de caixa em 2026. Além disso, se o Brent cair para US\$ 52/barril, esperamos que a diferença entre FCFE e dividendos aumente ainda mais (US\$ 2,9 bilhões em FCFE vs. US\$ 6,0 bilhões em dividendos pela fórmula). Embora acreditemos que a política de dividendos da Petrobras deva voltar a se alinhar à geração de FCFE até 2028, a continuidade da alavancagem no curto prazo e o espaço limitado para surpresas positivas em FCFE/dividendos limitam o potencial de alta até 2026, a menos que haja uma mudança significativa no sentimento em relação ao cenário macro-político brasileiro.

Baixa visibilidade macro, restrição financeira e valuation justo = recomendação Neutra

Embora a Petrobras possa se beneficiar de uma compressão do prêmio de risco no Brasil, acreditamos que a visibilidade macro-política permanece limitada e que a flexibilidade financeira da companhia está restrita. Além disso, a história recente sugere que mudanças políticas tiveram impacto limitado na estratégia central da Petrobras. Embora vendas de ativos e racionalização de capex/opex permaneçam como potenciais vetores de alta, nossa convicção em uma reversão estratégica material é baixa. Resultados de perfurações na Margem Equatorial podem ser encorajadores para a reposição de reservas no longo prazo, mas acreditamos que resultados mais tangíveis só devam ser divulgados a partir de 2027. Com baixa visibilidade macro-política, restrição financeira e valuation justo, mantemos cautela quanto a uma potencial valorização da Petrobras, o que sustenta nossa recomendação neutra para a ação.

Pago para esperar – o argumento contra nossa visão cautelosa sobre a Petrobras

Pago para esperar. A principal contestação à nossa postura cautelosa em relação à Petrobras em um ano eleitoral é que a companhia continua oferecendo um perfil atrativo de retorno de caixa mesmo em um ambiente de preços de petróleo mais fracos. Com o Brent em ~US\$ 62/barril, a Petrobras ainda é capaz de entregar um yield de dividendos estimado para 2026 de ~10% em moeda forte. Para alguns investidores, esse nível de renda é suficiente para justificar a posição ao longo de um período de maior ruído político, especialmente se os preços do petróleo permanecerem estáveis, já que a política de dividendos deve se realinhar gradualmente com a geração efetiva de FCFE até 2028.

Olhando além do ciclo de capex. Uma vez que a Petrobras conclua seu pesado ciclo de capex em Búzios entre 2026–27, projetamos que a política de dividendos se alinhe naturalmente com a geração de FCFE. Nesse cenário, a companhia poderia entrar em um novo ciclo de desalavancagem a partir de 2028, mesmo sem depender de melhorias macro relevantes. É importante destacar que qualquer disciplina adicional de opex e capex ou vendas de ativos não estratégicos poderia acelerar esse processo, enquanto uma recuperação do Brent em direção a ~US\$ 70/barril forneceria proteção adicional às nossas premissas de cenário-base.

Precificação do risco macropolítico. Embora mantenhamos cautela em relação à Petrobras em um ano eleitoral, uma mudança na narrativa macropolítica poderia levar o mercado a precificar melhorias operacionais antes do que esperamos. A Petrobras permanece como uma das poucas grandes estatais líquidas no Brasil e, historicamente, tem sido altamente sensível a mudanças nas expectativas políticas. Caso os candidatos das eleições de outubro de 2026 discutam ganhos de eficiência, disciplina de capital e vendas seletivas de ativos na Petrobras, a ação poderia passar por uma valorização antes de uma ação concreta.

Reduções de custos e vendas de ativos podem ocorrer no futuro. Assumindo que a Petrobras entregue economias de custos da ordem de ~US\$ 1,5 bilhão em 2026 e ~US\$ 2,5 bilhões em 2027, a companhia poderia voltar a uma trajetória de desalavancagem já em 2027, mesmo com o Brent abaixo de US\$ 65/barril. Uma melhora na visibilidade do cenário macro-político brasileiro, combinada com avanços financeiros tangíveis, poderia, portanto, emergir como um catalisador relevante de alta, desafiando nosso framework mais conservador para o ano eleitoral.

Tabela 1: BTG vs. Consenso

Petrobras - US\$ mn	2025E			2026E			2027E		
	BTGe	Cons.	%	BTGe	Cons.	%	BTGe	Cons.	%
Net Revenues	87,888	87,222	1%	86,184	87,884	-2%	89,612	92,947	-4%
Adjusted EBITDA	42,217	41,896	1%	42,372	41,034	3%	46,796	43,921	7%
Adj. EBITDA Margin (%)	48%	48%	0.0p.p	49%	47%	2.5p.p	52%	47%	5.0p.p
Net income Petrobras' shareholders	18,981	18,307	4%	12,763	13,854	-8%	15,321	15,641	-2%
Oil production	2,399.1	2,384.8	1%	2,542.7	2,511.1	1%	2,615.7	2,573.3	2%
Lifting costs (\$/boe)	9.0	8.1	11%	8.7	7.9	10%	8.2	7.7	7%

Fonte: BTG Pactual

O desalinhamento entre a política de dividendos e a geração de FCFE

A política de dividendos da Petrobras foi implementada quando as despesas com arrendamentos não eram tão relevantes quanto são hoje – essas despesas aumentaram de ~US\$ 6,3 bilhões em 2024 para US\$ 9–

10 bilhões por ano atualmente, à medida que a Petrobras introduziu diversos novos FPSOs. Como resultado, a política de dividendos é baseada em uma fórmula de fluxo de caixa “livre de arrendamentos” (FCF segundo a metodologia da Petrobras = fluxo de caixa operacional – capex – M&As). Embora a administração já tenha promovido um ajuste na política, reduzindo os dividendos mínimos de 60% do FCF para 45% do FCF, continuamos a ver despesas elevadas com arrendamentos criando um desalinhamento relevante entre os dividendos mínimos e a geração efetiva de FCFE da companhia. Embora o aumento dos dividendos no passado tenha sido positivo, dado um Brent mais elevado e receios de má alocação de capital, a configuração atual deve levar à continuidade do aumento da alavancagem até 2026.

Com Brent a US\$ 62/barril em 2026, produção de 2,54 milhões de barris/dia e crack spread do diesel de US\$ 22/barril, estimamos uma diferença de ~US\$ 1,1 bilhão entre dividendos e FCFE. Isso deve se traduzir em aumentos contínuos da dívida líquida e da alavancagem, o que consideramos prejudicial à tese de investimento.

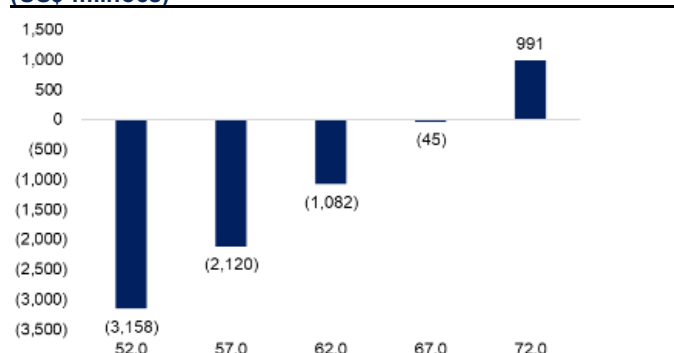
Em nossa visão, a Petrobras hoje opera sob uma estratégia de longo prazo bem definida e crível, amplamente alinhada aos interesses dos acionistas minoritários, e acreditamos que a pressão atual sobre o fluxo de caixa de curto prazo é uma consequência natural de um ciclo de exploração offshore intensivo em capital, e não um sinal de deterioração estratégica. No entanto, eventuais ganhos decorrentes de uma mudança política tenderiam a se materializar principalmente por meio da compressão do risco-país, beneficiando o mercado acionário brasileiro de forma mais ampla, e não a Petrobras de maneira isolada. Embora uma futura administração possa retomar desinvestimentos e/ou buscar racionalização de capex e opex, o caminho é incerto e o impacto financeiro provavelmente levaria alguns anos para se materializar.

Tabela 2: Diferença entre FCFE e Dividendos para 2026 (US\$ milhões)

		2026 Avg. Brent (US\$/bbl)				
		52.0	57.0	62.0	67.0	72.0
2026E	17.0	(3,711)	(2,671)	(1,632)	(594)	444
Avg.	19.5	(3,434)	(2,394)	(1,356)	(317)	720
Diesel	22.0	(3,157)	(2,118)	(1,079)	(41)	996
Crack	24.5	(2,880)	(1,841)	(803)	235	1,272
(US\$/bbl)	27.0	(2,604)	(1,565)	(526)	511	1,548

Fontes: BTG Pactual

Gráfico 1: Diferença entre FCFE e Dividendos para 2026 (US\$ milhões)



Fontes: BTG Pactual

Dessa forma, estimamos que a Petrobras precisa de um Brent de ~US\$ 67,5/barril para atingir a neutralidade de fluxo de caixa em 2026, dado o elevado nível de despesas financeiras, despesas com arrendamentos e o pesado ciclo de capex. Apresentamos abaixo as sensibilidades do EBITDA, do FCFE, dos dividendos e da alavancagem da Petrobras sob diferentes cenários de Brent e de crack spread do diesel:

Tabela 3: EBITDA Ajustado para 2026 (US\$ milhões)

		2026 Avg. Brent (US\$/bbl)				
		52.0	57.0	62.0	67.0	72.0
2026E	17.0	34,260	37,539	40,818	44,096	47,375
Avg.	19.5	35,083	38,362	41,641	44,920	48,198
Diesel	22.0	35,907	39,185	42,464	45,743	49,022
Crack	24.5	36,730	40,009	43,287	46,566	49,845
(US\$/bbl)	27.0	37,553	40,832	44,111	47,389	50,668

Fontes: BTG Pactual

Tabela 4: FCFE Ajustado para 2026 (US\$ milhões)

		2026 Avg. Brent (US\$/bbl)				
		52.0	57.0	62.0	67.0	72.0
2026E	17.0	1,855	3,744	5,631	7,517	9,402
Avg.	19.5	2,359	4,247	6,134	8,020	9,904
Diesel	22.0	2,862	4,750	6,637	8,522	10,406
Crack	24.5	3,365	5,253	7,139	9,024	10,908
(US\$/bbl)	27.0	3,868	5,756	7,642	9,526	11,409

Fontes: BTG Pactual

Tabela 5: FCFEy (%) Ajustado para 2026 (US\$ milhões)

		2026 Avg. Brent (US\$/bbl)				
		52.0	57.0	62.0	67.0	72.0
2026E	17.0	2.3%	4.7%	7.1%	9.5%	11.8%
Avg.	19.5	3.0%	5.4%	7.7%	10.1%	12.5%
Diesel	22.0	3.6%	6.0%	8.4%	10.7%	13.1%
Crack	24.5	4.2%	6.6%	9.0%	11.4%	13.7%
(US\$/bbl)	27.0	4.9%	7.3%	9.6%	12.0%	14.4%

Fontes: BTG Pactual

Tabela 6: Dividend Yield (%) para 2026

		2026 Avg. Brent (US\$/bbl)				
		52.0	57.0	62.0	67.0	72.0
2026E	2,443	8.7%	8.6%	8.5%	8.4%	8.3%
Avg.	2,493	9.1%	9.1%	9.1%	9.0%	9.0%
Diesel	2,543	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%
Crack	2,593	10.1%	10.2%	10.2%	10.3%	10.3%
(US\$/bbl)	2,643	10.6%	10.7%	10.8%	10.9%	11.0%

Fontes: BTG Pactual

Com a produção também apresentando tendência positiva, realizamos uma análise utilizando o Brent médio projetado para 2026 e a produção doméstica de petróleo em 2026 para avaliar a capacidade da Petrobras de gerar FCFE e dividendos:

Tabela 7: EBITDA Ajustado para 2026 (US\$ milhões)

		2026 Avg. Brent (US\$/bbl)				
		52.0	57.0	62.0	67.0	72.0
2026E	2,443	34,369	37,500	40,631	43,762	46,893
Dom.	2,493	35,138	38,343	41,548	44,752	47,957
Oil	2,543	35,907	39,185	42,464	45,743	49,022
Prod.	2,593	36,675	40,028	43,381	46,733	50,086
(kbpd)	2,643	37,444	40,871	44,297	47,724	51,150

Fontes: BTG Pactual

Tabela 8: FCFE Ajustado para 2026 (US\$ milhões)

		2026 Avg. Brent (US\$/bbl)				
		52.0	57.0	62.0	67.0	72.0
2026E	2,443	1,325	3,065	4,804	6,541	8,277
Dom.	2,493	2,093	3,907	5,720	7,531	9,342
Oil	2,543	2,862	4,750	6,637	8,522	10,406
Prod.	2,593	3,631	5,593	7,553	9,512	11,470
(kbpd)	2,643	4,399	6,435	8,470	10,503	12,535

Fontes: BTG Pactual

Tabela 9: FCFEy (%) Ajustado para 2026 (US\$ milhões)

		2026 Avg. Brent (US\$/bbl)				
		52.0	57.0	62.0	67.0	72.0
2026E	2,443	6.2%	6.0%	5.8%	5.6%	5.5%
Dom.	2,493	7.2%	7.1%	7.0%	6.9%	6.8%
Oil	2,543	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%
Prod.	2,593	9.1%	9.2%	9.3%	9.4%	9.5%
(kbpd)	2,643	10.1%	10.3%	10.5%	10.7%	10.8%

Fontes: BTG Pactual

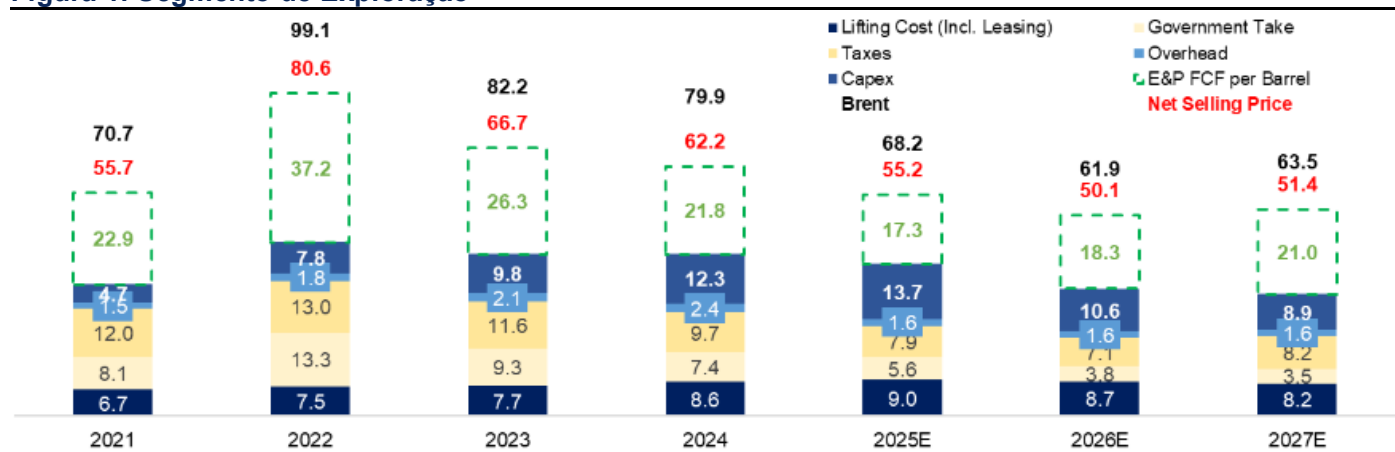
Tabela 10: Dividend Yield (%) para 2026

		2026 Avg. Brent (US\$/bbl)				
		52.0	57.0	62.0	67.0	72.0
2026E	2,443	6.6%	7.6%	8.6%	9.5%	10.5%
Avg.	2,493	7.1%	8.1%	9.1%	10.2%	11.2%
Diesel	2,543	7.6%	8.7%	9.7%	10.8%	11.9%
Crack	2,593	8.1%	9.2%	10.3%	11.4%	12.5%
(US\$/bbl)	2,643	8.6%	9.7%	10.9%	12.0%	13.2%

Fontes: BTG Pactual

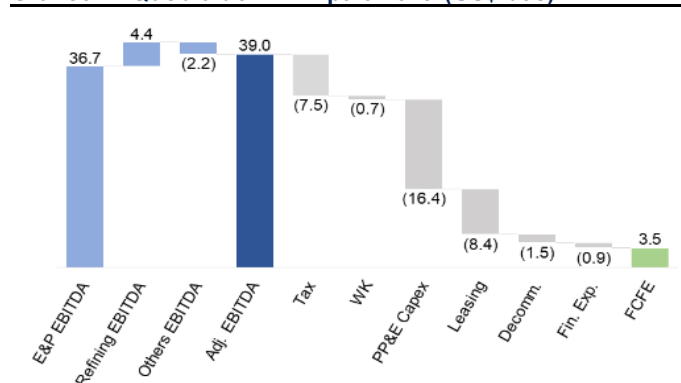
Abaixo apresentamos o netback do segmento de exploração da Petrobras e indicadores por barril:

Figura 1: Segmento de Exploração



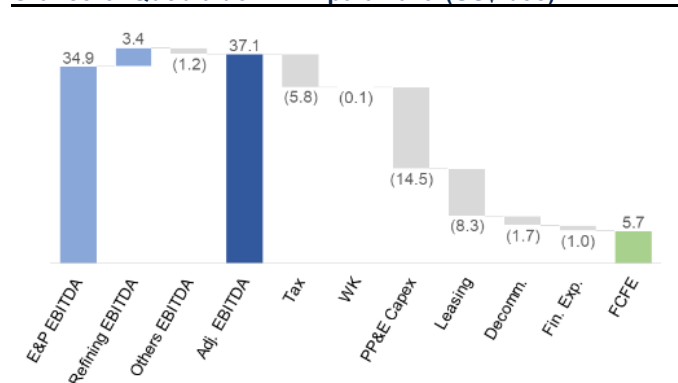
Fonte: BTG Pactual

Gráfico 2: Quebra do FCFE para 2025 (US\$/boe)



Fontes: BTG Pactual

Gráfico 3: Quebra do FCFE para 2026 (US\$/boe)



Fontes: BTG Pactual

Tabela 11: Principais dados financeiros

PBR - Unit Metrics (US\$/boe)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
Brent	70.7	99.1	82.2	79.9	68.2	62.0	65.0	65.0	65.0	65.0	65.0
Refined Products Basket	76.9	122.4	101.2	89.7	83.0	74.2	75.7	74.8	74.8	74.4	74.4
Avg. Crack Spread	6.2	23.3	19.0	9.8	14.8	12.3	10.7	9.8	9.8	9.4	9.4
E&P EBITDA	44.4	56.7	44.6	39.0	36.7	34.9	38.9	39.3	40.2	40.1	39.9
Refining EBITDA	9.5	14.3	8.0	6.5	4.4	3.4	2.5	2.1	2.9	3.0	3.1
Others EBITDA	(4.4)	(2.5)	(0.4)	(3.9)	(2.2)	(1.2)	(0.9)	(0.7)	(0.6)	(0.6)	(0.7)
Adj. EBITDA	49.5	68.5	52.3	41.6	39.0	37.1	40.5	40.7	42.5	42.5	42.3
Tax	(8.3)	(17.3)	(10.4)	(3.6)	(7.5)	(5.8)	(7.0)	(7.5)	(7.8)	(7.9)	(8.6)
WK	(4.6)	(0.1)	(0.8)	4.9	(0.7)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	0.0	0.1	0.1
PP&E Capex	(6.3)	(9.9)	(12.1)	(15.1)	(16.4)	(14.5)	(13.2)	(12.5)	(8.4)	(7.2)	(7.7)
Leasing	(5.8)	(5.6)	(6.3)	(8.1)	(8.4)	(8.3)	(8.0)	(7.3)	(7.6)	(7.5)	(7.6)
Dcomm.	(0.7)	(0.9)	(1.2)	(1.5)	(1.5)	(1.7)	(1.7)	(1.7)	(1.8)	(1.8)	(2.0)
Fin. Exp.	(3.7)	(1.4)	(0.6)	(0.7)	(0.9)	(1.0)	(1.3)	(1.4)	(1.4)	(1.1)	(0.7)
FCFE	20.0	33.3	21.0	17.6	3.5	5.7	9.2	10.3	15.5	17.1	15.9
Dividends	(18.6)	(43.4)	(18.1)	(13.6)	(6.8)	(6.7)	(8.9)	(9.0)	(12.1)	(12.8)	(12.6)
Change in Cash	1.4	(10.1)	2.9	4.1	(3.3)	(1.0)	0.3	1.3	3.4	4.3	3.3

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 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 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