

Crescimento estratégico acima da disciplina de balanço

Mais um ano de execução operacional excepcional

A FS entregou mais um ano de resultados excepcionais, reportando EBITDA de R\$ 3,5 bilhões (+31% a/a), lucro líquido de R\$ 1,6 bilhão (+71% a/a) e alavancagem líquida reportada de 2,5x, em linha com as expectativas. Preços favoráveis do etanol, disciplina na compra de milho e um nível quase perfeito de disponibilidade operacional elevaram a margem EBITDA para R\$ 1,42/litro, permitindo que a companhia financiasse R\$ 2,1 bilhões em Capex e mais de R\$ 1,3 bilhão em dividendos, mantendo a alavancagem abaixo do limite de 3,0x.

Querência altera fundamentalmente a narrativa de crédito de curto prazo

O anúncio da planta de Querência (com início de operação previsto para jul/27), menos de um ano após o lançamento da unidade de Campo Novo do Parecis (prevista para entrar em operação em dez/26), transforma o que esperávamos ser um ciclo de expansão sequencial em um ciclo simultâneo. Do ponto de vista estratégico, a decisão parece acertada, preservando o espaço remanescente de expansão da FS em Mato Grosso após a entrada da Inpasa em Nova Mutum. Sob a ótica de crédito, porém, a decisão aumenta significativamente os investimentos previstos para os próximos anos, praticamente dobrando nossa estimativa anterior de capex para o FY27 para R\$ 3,0 bilhões, elevando a alavancagem e adiando a normalização do balanço.

Funding e execução continuam sendo pontos fortes claros

Não vemos liquidez, disponibilidade de financiamento ou execução dos projetos como os principais riscos. A FS encerrou o FY26 com R\$ 4,4 bilhões em caixa, fortaleceu seu perfil de *funding* por meio de diversas iniciativas de gestão de passivos e garantiu novas linhas de financiamento de longo prazo, resultando em uma liquidez proforma estimada entre R\$ 6,5 bilhões e R\$ 7,0 bilhões. Tanto Campo Novo do Parecis quanto Querência já se encontram em estágios avançados de desenvolvimento, limitando os riscos de execução e reforçando o forte histórico de entrega da administração.

Política financeira, e não financiamento, motiva nossa revisão de crédito

O lançamento imediato de Querência, juntamente com a distribuição de dividendos após o encerramento do exercício, praticamente consome toda a flexibilidade financeira adicional criada pela recente transação com a Amaggi. Agora projetamos que a alavancagem líquida reportada alcance 4,0x no FY27 (ante 3,2% anteriormente), antes de iniciar uma trajetória gradual de redução. Em nossa visão, o anúncio não altera a qualidade de crédito de longo prazo da FS, mas demonstra claramente a disposição da administração em priorizar crescimento estratégico em detrimento de uma normalização mais rápida do balanço, deixando os detentores dos títulos expostos a níveis mais elevados de alavancagem em um cenário potencialmente mais fraco para o etanol.

Rebaixamento para “manutenção”

Continuamos construtivos sobre o perfil de crédito de longo prazo da FS, considerando sua posição de custo líder na indústria, forte capacidade de execução e acesso contínuo a financiamento. No entanto, a aceleração da expansão adia de forma relevante o processo de desalavancagem e reduz o potencial para compressão adicional dos spreads nos próximos trimestres. Dessa forma, rebaixamos nossa recomendação dos títulos para manutenção.

BTG Pactual Credit Research Products

Frederico Khouri

Brasil – Banco BTG Pactual

Matheus Oliveira

Brasil – Banco BTG Pactual

Luís Fernando Gonçalves

Brasil – Banco BTG Pactual

BTG Pactual Credit Research

Thomas Tenyi, CFA

Brasil – Banco BTG Pactual

Renan Tiburcio, CFA

Brasil – Banco BTG Pactual

Fernando Soares

Brasil – Banco BTG Pactual

Crescimento estratégico acima da disciplina de balanço

A FS reportou mais um trimestre forte, encerrando o FY26 com EBITDA de R\$ 3,5 bilhões (+31% a/a), lucro líquido de R\$ 1,6 bilhão (+71% a/a) e alavancagem líquida reportada de 2,5x, em linha com nossas expectativas. O desempenho operacional foi beneficiado por preços favoráveis do etanol, custos estáveis de milho e disponibilidade industrial praticamente perfeita, levando a margem EBITDA para R\$ 1,42/litro (vs. R\$ 1,14/litro no FY25). A forte rentabilidade permitiu à companhia absorver R\$ 2,1 bilhões em capex e mais de R\$ 1,3 bilhão em dividendos, mantendo a alavancagem abaixo de 3x.

No entanto, o desenvolvimento mais relevante do trimestre foi a alocação de capital. A FS anunciou o desenvolvimento imediato de sua quinta planta de etanol de milho em Querência (QUE), menos de um ano após o início das obras da planta de Campo Novo do Parecis (CNP). A decisão transforma o que esperávamos ser um ciclo de expansão sequencial em um ciclo simultâneo. Enquanto a CNP deve iniciar suas operações em dezembro de 2026, Querência agora está prevista para entrar em operação em julho de 2027, praticamente dobrando nossa estimativa anterior de capex para o FY27, de R\$ 1,7 bilhão para aproximadamente R\$ 3,0 bilhões.

Do ponto de vista estratégico, a decisão é compreensível. Após a expansão da Inpasa em Nova Mutum, uma das localidades *greenfield* anteriormente licenciadas pela FS, a administração parece cada vez mais focada em assegurar regiões estratégicas antes que os concorrentes o façam. Nesse contexto, a aceleração de Querência, projeto que provavelmente seria executado em algum momento de qualquer forma, parece ter caráter predominantemente defensivo, buscando preservar o espaço remanescente de expansão estratégica da companhia em Mato Grosso.

Sob a ótica de crédito, entretanto, o anúncio é menos favorável. Víamos a aquisição de uma participação de 40% pela Amaggi, incluindo uma injeção primária de capital de US\$ 100 milhões, como uma oportunidade para fortalecer a flexibilidade financeira antes do próximo ciclo de expansão, especialmente após a administração indicar que o pipeline de crescimento permanecia amplamente inalterado e que futuros projetos continuariam sendo avaliados em conjunto.

O lançamento imediato de Querência altera materialmente essa trajetória, adiando qualquer melhora relevante no balanço para um horizonte mais distante. Além disso, a aprovação de dividendos totalizando R\$ 556 milhões após o encerramento do exercício praticamente compensou a flexibilidade financeira adicional gerada pela injeção de capital primário. Agora projetamos que a alavancagem líquida alcance 4,0x em FY27 e 3,2x em FY28 (ante 3,2x e 2,9%, respectivamente, em nossas estimativas anteriores), devendo atingir um pico ligeiramente acima de 4,0x em dezembro de 2026, quando a demanda por capital de giro (WK) estiver em seu nível mais elevado e a planta de CNP iniciar operações.

É importante destacar que liquidez e capacidade de *fundings* não são preocupações. A FS encerrou o FY26 com R\$ 4,4 bilhões em caixa, após acessar os mercados de dívida local e internacional, além de ter garantido novas linhas de financiamento de longo prazo, estendendo significativamente o perfil de vencimento de sua dívida. Ambos os projetos parecem amplamente financiados, enquanto os riscos de execução permanecem administráveis, considerando o histórico comprovado da FS em expansões e o estágio avançado de desenvolvimento dos projetos (97% e 77% contratados, respectivamente).

Em última análise, a aceleração de Querência justamente em um momento de enfraquecimento dos fundamentos do mercado de etanol mantém a alavancagem elevada por mais tempo, reforçando a disposição da administração em priorizar crescimento em detrimento da disciplina de balanço quando esses objetivos entram em conflito. Embora continuemos construtivos em relação à qualidade de crédito de longo prazo da companhia, o maior nível de alavancagem reduz o potencial de compressão adicional dos spreads no curto prazo. Dessa forma, rebaixamos os títulos da FS para HOLD.

CNP: dentro do cronograma, dentro do orçamento e com economia do projeto aprimorada

A administração apresentou uma atualização positiva sobre a construção da planta de Campo Novo do Parecis (CNP), que continua dentro do cronograma para início das operações em dezembro de 2026 e dentro do orçamento originalmente previsto de R\$ 2,0 bilhões. Desde o anúncio inicial do projeto, a companhia elevou a capacidade esperada de produção de etanol de 540 milhões para 580 milhões de litros por ano e aumentou a capacidade anual de processamento de milho de 1,2 milhão para 1,3 milhão de toneladas, sem aumento relevante no capex previsto.

A execução do projeto também segue avançando de forma satisfatória. Aproximadamente 97% dos contratos já foram adjudicados, e R\$ 687 milhões haviam sido investidos até março de 2026. A infraestrutura de armazenagem de milho já está operacional e a administração espera que a planta alcance sua capacidade plena de operação em aproximadamente duas semanas após o *start-up*, em linha com a rápida curva de *ramp-up* observada nos projetos anteriores da companhia.

Figura 1: Visão geral da planta de CNP



Figura 2: Visão geral da planta de Querência



Fonte: Companhia.

Querência: aceleração estratégica, e não uma nova tese de investimento

Querência segue essencialmente o mesmo modelo de investimento. A quinta planta da FS requer aproximadamente R\$ 2,0 bilhões de capex e adicionará mais 580 milhões de litros de capacidade anual de produção de etanol, com início de operação previsto para julho de 2027.

O projeto já se encontrava em estágio avançado antes mesmo da decisão formal de investimento. O licenciamento, a engenharia, a preparação do terreno e grande parte da infraestrutura inicial já haviam sido concluídos. Em março de 2026, R\$ 174 milhões já haviam sido investidos durante a fase preliminar de desenvolvimento (Phase Zero), e 77% do capex já havia sido contratado.

Sob a perspectiva de execução, portanto, o projeto parece apresentar risco relativamente baixo. A principal consideração para os detentores dos títulos, contudo, está relacionada ao cronograma. Ao sobrepor dois grandes projetos *greenfield*, a FS aumenta significativamente o volume de investimentos nos próximos dois anos e adia a normalização da alavancagem até que ambas as plantas passem a contribuir com geração de EBITDA. Os méritos estratégicos do investimento parecem bastante sólidos. Entretanto, as implicações para o crédito decorrem principalmente da decisão de acelerar sua execução, e não do projeto em si.

Atualizando nosso modelo para refletir a nova expansão

Implicações financeiras: alocação de capital, e não financiamento

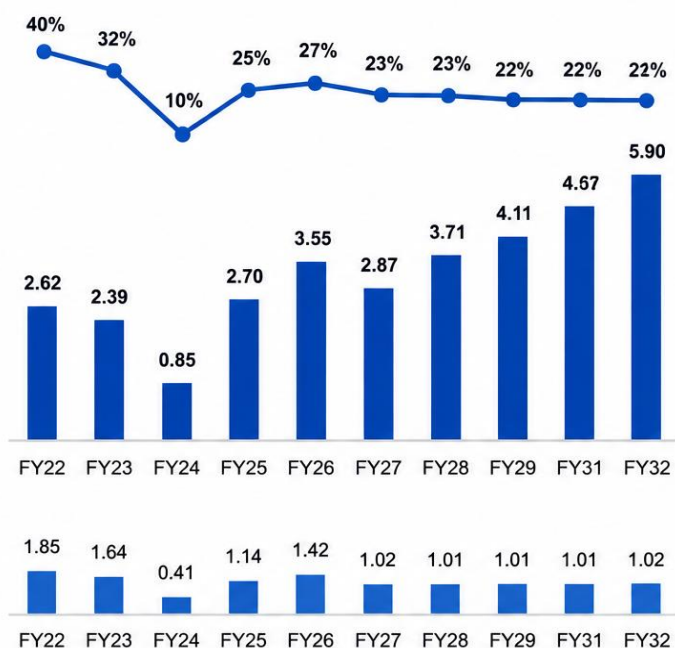
A aceleração de Querência aumenta significativamente o volume de investimentos no curto prazo, mas não acreditamos que disponibilidade de *funding* ou execução dos projetos sejam as principais preocupações sob a ótica de crédito.

A FS encerrou o FY26 com uma posição financeira bastante sólida, com R\$ 4,4 bilhões em caixa, mesmo após investir R\$ 2,1 bilhões em capex e distribuir mais de R\$ 1,3 bilhão em dividendos ao longo do ano. A companhia também fortaleceu significativamente seu perfil de financiamento por meio de iniciativas de gestão de passivos, incluindo: (i) a emissão dos *bonds* com vencimento em 2033 e 2036 (US\$ 500 milhões cada, com prazos de 8 e 10 anos, respectivamente); (ii) a emissão de R\$ 500 milhões em debêntures incentivadas; e (iii) a recompra de R\$ 244 milhões em CRAs locais e do bond com vencimento em 2031, no montante de US\$ 550 milhões. Além disso, para desembolso após o fechamento do 4T, a companhia garantiu R\$ 1,2 bilhão em financiamentos junto ao BNDES (com vencimentos de até 15 anos) e um empréstimo sindicalizado de US\$ 360 milhões (com prazo médio de aproximadamente 3 anos). Estimamos que a liquidez proforma da companhia esteja entre R\$ 6,5 bilhões e R\$ 7,0 bilhões, cobrindo confortavelmente as necessidades remanescentes de investimento para ambos os projetos.

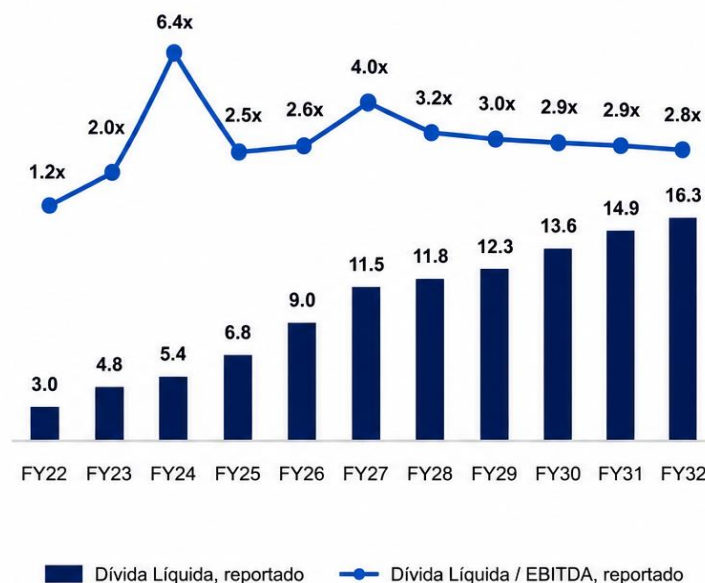
Diante disso, atualizamos nosso modelo financeiro para refletir o cronograma acelerado de construção e a nova curva de capex. Também reduzimos modestamente nossa premissa de preço médio do etanol para a safra 2026/27, de R\$ 2,60/litro para R\$ 2,55/litro, refletindo condições de mercado mais fracas. Por outro lado, incorporamos custos de milho mais baixos, uma vez que aproximadamente 70% das compras já foram protegidas (hedgeadas) a um preço próximo de R\$ 44 por saca. Nossas premissas de longo prazo permanecem amplamente inalteradas, incluindo iniciativas adicionais de eliminação de gargalos operacionais (e mais uma expansão *greenfield*, levando a companhia, em última instância, a operar seis plantas.

O impacto imediato recai principalmente sobre os investimentos, e não sobre os resultados operacionais. Agora projetamos capex de expansão de aproximadamente R\$ 3,0 bilhões durante a safra 2026/27, frente à nossa estimativa anterior de R\$ 1,7 bilhão, antes de normalizar para algo próximo de R\$ 2,0 bilhões anuais. Do ponto de vista operacional, as mudanças são relativamente modestas. Projetamos que o EBITDA recue de R\$ 3,5 bilhões no FY26 para aproximadamente R\$ 2,9 bilhões no FY27, antes de se recuperar para R\$ 3,7 bilhões no FY28, à medida que as plantas de CNP e Querência avancem em sua curva de *ramp-up*, assumindo margens EBITDA sustentáveis próximas de R\$ 1,00 por litro.

O impacto mais relevante ocorre no balanço patrimonial. Agora projetamos que a alavancagem líquida reportada alcance 4,0x no FY27 (ante 3,2x em nossa estimativa anterior), devendo atingir um pico ligeiramente acima de 4,0x por volta de dezembro de 2026, quando as necessidades de capital de giro atingirem seu ponto mais elevado antes do início das operações da CNP. Posteriormente, esperamos uma redução para 3,2x no FY28. Em nossa visão, Querência não altera de forma material a qualidade de crédito de longo prazo da FS; o projeto apenas adia a normalização do balanço ao antecipar mais um ciclo de investimentos de R\$ 2,0 bilhões. Embora permaneçamos construtivos em relação ao crédito de longo prazo da companhia, a nova trajetória de alocação de capital deixa os detentores dos títulos expostos a níveis mais elevados de alavancagem em um período de fundamentos mais fracos para o mercado de etanol, limitando o potencial de compressão adicional dos spreads no curto prazo.

EBITDA (R\$ bilhões), Margem e EBITDA/litro


Fonte: BTG Pactual.

Dívida Líquida e Alavancagem Líquida


Fonte: BTG Pactual.

FS Bio Financials (Resultados ano safra)

Operacional	FY22	FY23	FY24	FY25	FY26	FY27	FY28	FY29	FY30	FY31	FY32
Volume de Etanol (bi de litros)	1,42	1,46	2,07	2,36	2,51	2,82	3,67	4,09	4,63	5,02	5,78
% a/a		2,90%	42,10%	14,20%	6,10%	12,60%	29,90%	11,50%	13,20%	8,40%	15,10%
Milho processado (milhões de toneladas)	49,1	60,8	55,6	44,7	46,1	44,3	48,2	51,4	54,0	56,5	58,9
% a/a		23,7%	-8,50%	-19,70%	3,10%	-3,80%	8,70%	6,70%	5,00%	4,70%	4,30%
Preço do Etanol (R\$/L)	3,11	2,87	2,26	2,57	2,57	2,55	2,65	2,73	2,81	2,90	2,98
% a/a		-7,6%	-21,4%	13,7%	0,0%	-0,7%	3,9%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Resultados	FY22	FY23	FY24	FY25	FY26	FY27	FY28	FY29	FY30	FY31	FY32
Receita Líquida	6.635	7.551	8.072	10.689	12.971	12.397	16.195	18.464	21.323	23.692	27.824
Lucro Bruto	3.022	2.529	1.814	3.890	5.117	4.201	5.378	6.005	6.950	7.696	9.091
Margem Bruta%	45,6%	33,5%	22,5%	36,4%	39,4%	33,9%	33,2%	32,5%	32,6%	32,5%	32,7%
EBITDA	2.622	2.392	846	2.699	3.553	2.875	3.714	4.108	4.673	5.104	5.901
Margem EBITDA (%)	39,5%	31,7%	10,5%	25,3%	27,4%	23,2%	22,9%	22,2%	21,9%	21,5%	21,2%
EBITDA (R\$/litro)	1,85	1,64	0,41	1,14	1,42	1,02	1,01	1,01	1,01	1,02	1,02
Despesa Financeira	(765)	(1.152)	(1.523)	(1.540)	(1.366)	(1.403)	(2.160)	(2.173)	(2.217)	(2.428)	(2.639)
Lucro Líquido	1.485	877	(489)	937	1.605	837	788	1.068	1.509	1.696	2.192
FCF	FY22	FY23	FY24	FY25	FY26	FY27	FY28	FY29	FY30	FY31	FY32
EBITDA	2.622	2.392	846	2.699	3.553	2.875	3.714	4.108	4.673	5.104	5.901
Capital de Giro (WK)	(579)	(1.711)	1.612	(1.845)	(1.767)	(823)	(183)	(359)	(599)	(527)	(872)
Impostos	(88)	-	-	80	-	44	(32)	(66)	(122)	(157)	(270)
CFO	1.955	681	2.458	933	1.786	2.095	3.499	3.683	3.952	4.421	4.759
Capex de Manutenção	(75)	(17)	(20)	(16)	(14)	(85)	(114)	(133)	(156)	(176)	(210)
Capex de Expansão	(544)	(663)	(718)	(512)	(1.504)	(2.923)	(1.584)	(1.810)	(2.158)	(2.109)	(1.719)
CFI	(619)	(681)	(738)	(528)	(1.518)	(3.007)	(1.698)	(1.943)	(2.315)	(2.285)	(1.929)
Nova Dívida	3.947	4.199	7.530	1.001	7.735	3.036	-	900	3.480	3.690	2.440
Amortização	(195)	(1.590)	(9.160)	(2.411)	(3.620)	(814)	(855)	(1.592)	(2.338)	(2.631)	(1.214)
Despesa Financeira	(624)	(1.233)	(1.372)	(1.357)	(1.205)	(1.715)	(1.957)	(1.989)	(2.024)	(2.233)	(2.441)
Dividendos	(1.144)	(713)	(666)	-	(1.366)	(556)	-	-	(763)	(959)	(1.611)
CFF	1.985	664	(3.667)	(2.766)	1.544	(48)	(2.812)	(2.681)	(1.645)	(2.133)	(2.826)
CFO-Capex Manutenção-Juros	1.256	(569)	1.066	(439)	566	296	1.428	1.561	1.772	2.012	2.108
FCF (CFO-Capex-Juros)	712	(1.232)	348	(952)	(937)	(2.626)	(155)	(249)	(386)	(97)	389
Indicadores de Crédito	FY22	FY23	FY24	FY25	FY26	FY27	FY28	FY29	FY30	FY31	FY32
Liquidez	5.154	6.780	4.626	2.530	4.406	3.956	2.945	2.004	1.997	1.999	2.004
Dívida Bruta	8.386	11.622	10.055	9.358	13.523	15.434	14.782	14.273	15.608	16.862	18.286
Dívida Líquida	3.042	4.842	5.365	6.800	8.972	11.478	11.836	12.269	13.612	14.863	16.282
Indicadores de Crédito	FY22	FY23	FY24	FY25	FY26	FY27	FY28	FY29	FY30	FY31	FY32
Div. Líquida/EBITDA (reportado)	1,2x	2,0x	6,4x	2,5x	2,6x	4,0x	3,2x	3,0x	2,9x	2,9x	2,8x
Div. Líquida/EBITDA (ajustado)*	1,3x	2,2x	7,4x	3,0x	2,9x	4,5x	3,5x	3,3x	3,2x	3,1x	2,9x
Cobertura de Juros	4,2x	1,9x	0,6x	2,0x	2,9x	1,7x	1,9x	2,1x	2,3x	2,3x	2,4x

Fonte: BTG Pactual. *Inclui passivos de arrendamento (leasing) e custos de dívida capitalizados

Disclaimer

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. Os números contidos nos gráficos de performance referem-se ao passado; performance passada não é indicador de performance futura.

Certificação

Cada analista é responsável integral ou parcialmente pelo conteúdo deste relatório de pesquisa e certifica que:

(i) todas as opiniões expressas refletem precisamente sua visão pessoal sobre os ativos ou títulos citados no relatório, sendo qualquer recomendação preparada de maneira independente, inclusive em relação ao Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas;

(ii) nenhuma parcela de sua remuneração foi, é ou será relacionada a recomendações específicas ou opiniões expressas neste relatório de análise.

Analistas de valores mobiliários que contribuíram para este relatório não estão registrados/qualificados como analistas de valores mobiliários na NASD e na NYSE e, portanto, não estão sujeitos às restrições contidas nas regras da NASD e da NYSE relacionadas a comunicação com companhias cobertas, aparições em público e negociação de ativos mantidos em suas contas.

Parte da compensação do analista advém do lucro do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou suas afiliadas, consequentemente, as receitas advém de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual e/ou suas afiliadas.

O analista responsável por este relatório é certificado de acordo com a regulamentação brasileira e aparece em posição de destaque, sendo dele o primeiro nome da lista de assinaturas encontrada na página inicial deste relatório. Analistas certificados estão identificados em negrito no local mencionado.

Disclaimer Global

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual. Nossas análises são baseadas em informações obtidas em fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, entre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual e seus clientes. O BTG Pactual ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias. As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos diante de seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às suas circunstâncias individuais e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e à regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos o direito de eventualmente recusar determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A. e em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, do qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores, assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos, e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

Certificação dos analistas: Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo, total ou em parte, deste relatório de investimentos certifica que: i) todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas, conforme o caso; e ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório. Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, consequentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página e será dele o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTG Pactual S.A. atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

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