

De resiliente para cada vez mais atraente

Execução forte + perspectiva sólida = revisão para cima das estimativas

Combinando execução consistente, crescimento acelerado em múltiplas categorias e aumento da penetração digital, a Panvel tem superado de forma recorrente as expectativas, mesmo diante de um cenário mais cauteloso para o setor. Embora o recente momento dos GLP-1 tenha surgido como uma surpresa positiva, uma aceleração no ritmo de abertura de lojas pode representar uma fonte adicional para sustentar o momento de resultados, ou ao menos ancorar ainda mais as expectativas e apoiar a entrega gradual do guidance de longo prazo, que até pouco tempo atrás parecia excessivamente ambicioso. Após os resultados do segundo trimestre acima das nossas estimativas e uma perspectiva positiva à frente, estamos elevando nossa projeção de lucro líquido em aproximadamente 11% em relação às estimativas oficiais anteriores. Também estamos atualizando nosso preço-alvo para o final de 2027, ajustando nossas premissas de custo de capital e assumindo um plano de expansão ligeiramente mais agressivo, resultando em um novo preço-alvo de R\$ 19 por ação (inalterado), implicando potencial de valorização de 45%.

Seis meses depois, reduzindo os riscos do guidance de longo prazo

No início deste ano, a Panvel apresentou um guidance de longo prazo ambicioso durante seu Investor Day, mirando: (i) receita bruta entre R\$ 11,5 bilhões e R\$ 12 bilhões até 2030 (10%-15% acima das nossas estimativas); (ii) margem EBITDA entre 6,7% e 7% (20-50 pontos-base acima das nossas projeções); e (iii) entre 950 e 1.000 lojas (ante 849 lojas em nossas estimativas, implicando aproximadamente 40 inaugurações anuais até 2030). Seis meses depois, a companhia começou a reduzir os riscos associados a essas metas, crescendo acima das expectativas e entregando expansão consistente de margens, embora a expansão da rede ainda precise acelerar. Desde o anúncio do guidance, foram abertas 12 lojas no primeiro semestre de 2026, abaixo do ritmo implícito pelas metas, mas acreditamos que isso está prestes a mudar.

Valuation	2024	2025	2026E	2027E	2028E
RoIC (EBIT) %	13,5	16,2	21,6	26,2	28,5
EV/EBITDA	6,3	6,5	5,8	4,7	4,0
P/L	12,1	13,8	10,8	8,4	6,7
Dividend Yield %	2,5	1,5	4,3	3,6	4,7
Resumo Financeiro (R\$ milhões)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Receita	4.943	5.512	6.334	7.150	7.962
EBITDA	263	319	400	472	537
Lucro Líquido	109	131	185	238	297
LPA (R\$)	0,70	0,90	1,20	1,60	2,00
DPA Líquido (R\$)	0,20	0,20	0,60	0,50	0,60
(Dívida Líquida)/Caixa	(341)	(282)	(321)	(212)	(171)

Fonte: Relatórios da empresa, Bovespa, estimativas do BTG Pactual S.A. / Valuations: com base no último preço das ações do ano; (E) com base no preço das ações de R\$ 13,24 em 21 de setembro de 2026.

Rating

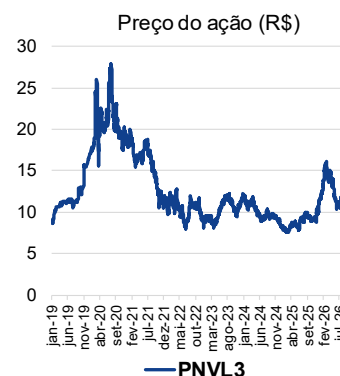
COMPRA

Sumário

Ticker	PNVL3
Preço Alvo (R\$)	19,0
Preço (R\$)	13,2
Listagem	Novo Mercado
Market Cap. (R\$ mn)	1.977,73
Vol. Méd. 12M (R\$ mn)	6,80
Atualização Preço-alvo	02/03/2026

	2026E	2027E
P/L	10,8x	8,4x
EV/EBITDA	5,8x	4,7x

Performance:	
Setembro (%)	10,4%
LTM (%)	38,6%

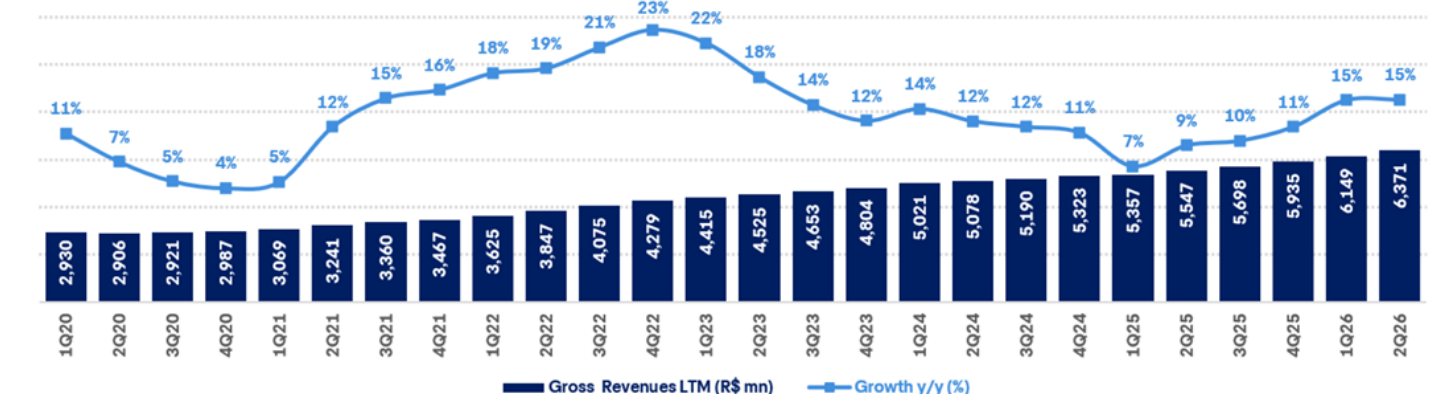


Analistas
Luiz Guanais Brasil – Banco BTG Pactual S.A.
Yan Cesquim Brasil – Banco BTG Pactual S.A.
Beatriz Cendon Brasil – Banco BTG Pactual S.A.
Bruno Carrenho Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

A alavancagem operacional está aparecendo; números construtivos, mas ainda abaixo do guidance

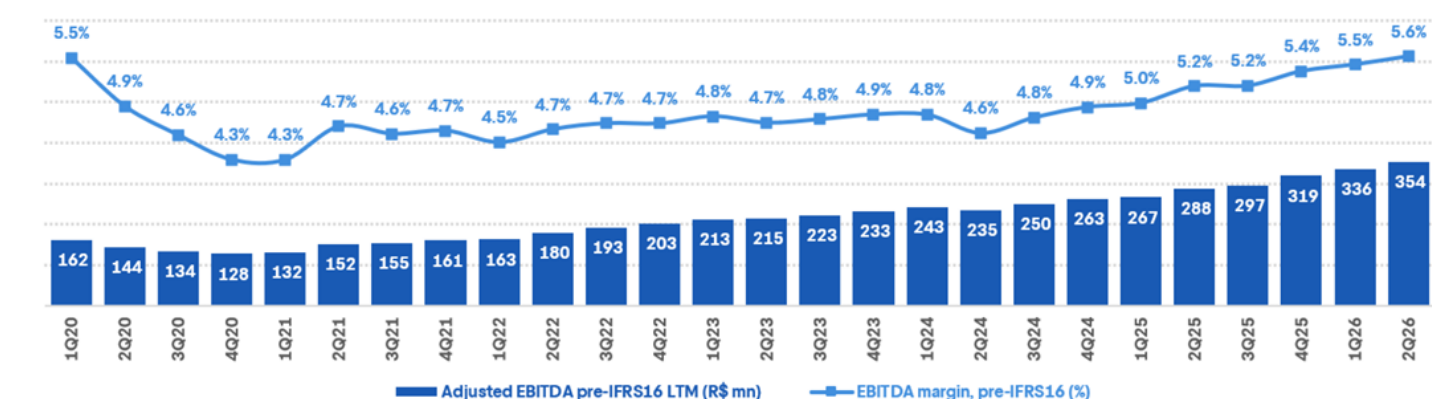
Apesar da recente pressão sobre a margem bruta, que recuou aproximadamente 30 pontos-base como percentual da receita líquida no primeiro semestre de 2026 e deve continuar ao longo do ano, principalmente devido ao mix desfavorável causado pelo aumento da participação dos GLP-1 de menor margem, a Panvel mais do que compensou esse efeito por meio da diluição dos custos de vendas, gerais e administrativos, entregando expansão de 40 pontos-base na margem EBITDA pré-IFRS16. A administração espera ganhos adicionais de margem a partir da diluição dos custos de vendas, gerais e administrativos e de iniciativas de eficiência, apoiadas por melhor execução e por um varejo cada vez mais orientado por dados, incluindo precificação baseada em inteligência artificial (com o projeto-piloto indicando aumento de 27% nas vendas dos produtos selecionados), localização mais granular do sortimento e melhorias na gestão de estoques e compras com o objetivo de reduzir rupturas. Esperamos que a Panvel encerre o ano com margem de 5,9%, alta de 50 pontos-base, alcançando 6,5% até 2030, ainda 20 pontos-base abaixo da faixa inferior do guidance.

Gráfico 1: Panvel - Receita bruta dos últimos 12 meses e crescimento a/a (%)

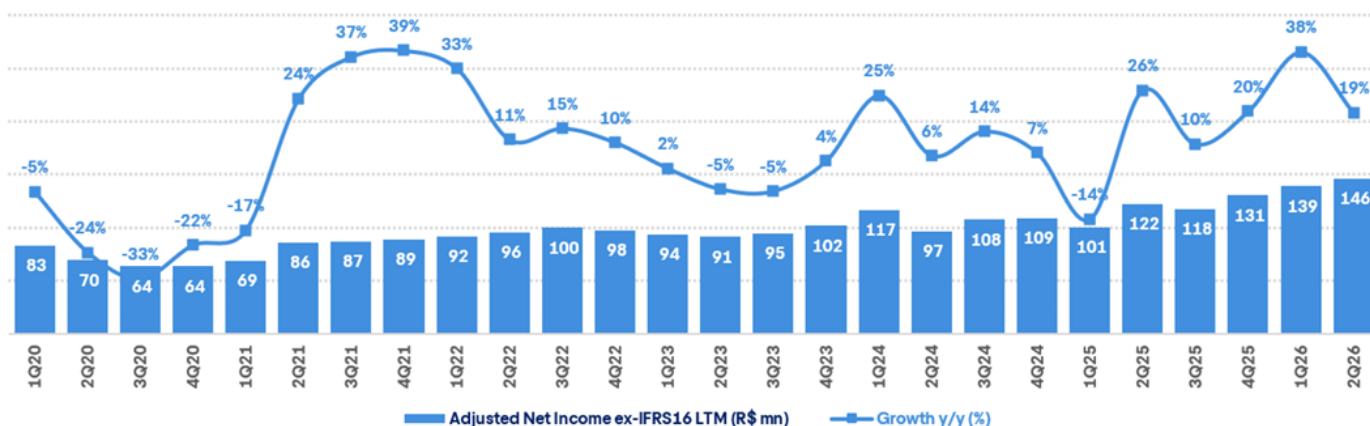


Fonte: Panvel, BTG Pactual.

Gráfico 2: Panvel - EBITDA ajustado dos últimos 12 meses e margem (%) - pré-IFRS16



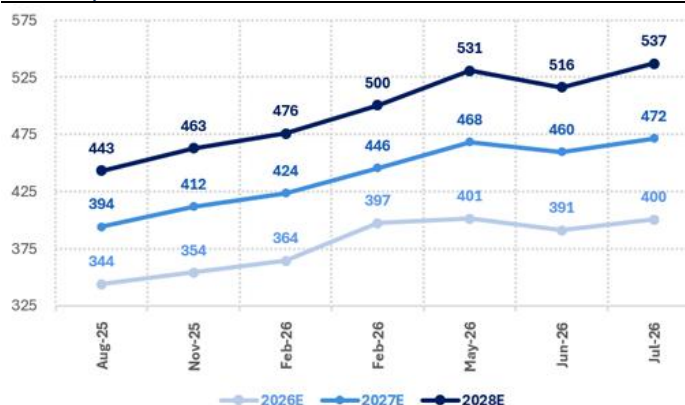
Fonte: Panvel, BTG Pactual.

Gráfico 3: Panvel - Lucro líquido dos últimos 12 meses e crescimento a/a (%) - pré-IFRS16


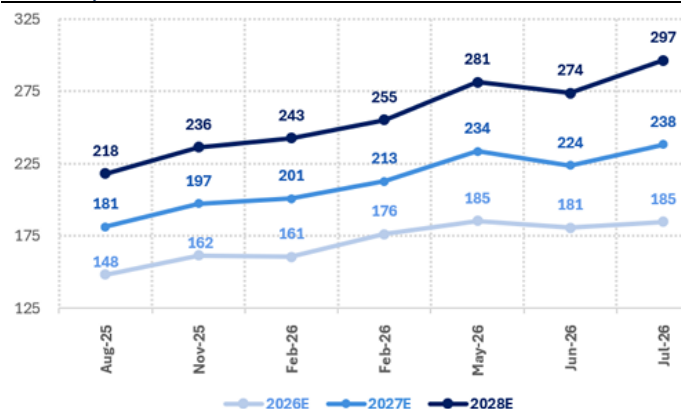
Fonte: Panvel, BTG Pactual.

Revisando nossas estimativas para cima

Após mais um conjunto de resultados resilientes e acima das nossas estimativas, e com crescimento prestes a acelerar no segundo semestre de 2026, estamos mais uma vez revisando nossas estimativas da Panvel para cima. Por trás do aumento de 4,7% em nossas projeções de EBITDA pré-IFRS16 e de 11% em nossas projeções de lucro líquido pré-IFRS16 para os próximos três anos, destacamos: (1) crescimento mais acelerado da receita líquida de medicamentos prescritos, sustentado pelos similares de GLP-1; (2) aceleração da abertura de lojas a partir de 2027, atingindo aproximadamente 45 novas lojas por ano; (3) crescimento sustentado das demais categorias, particularmente genéricos e HPC, apoiado por novas expirações de patentes no Brasil e pela proposta de valor diferenciada da Panvel, incluindo maior penetração de marca própria; (4) ganhos de escala mais do que compensando a pressão sobre a margem bruta decorrente da crescente participação dos GLP-1 de menor margem; e (5) uma política mais robusta de distribuição de capital sustentando expansão da margem líquida.

Gráfico 4: Panvel - Nossas projeções de EBITDA (R\$ milhões)


Fonte: BTG Pactual. Pré-IFRS16. Inclui modelo atual e modelo oficial.

Gráfico 5: Panvel - Nossas projeções de lucro líquido (R\$ milhões)


Fonte: BTG Pactual. Pré-IFRS16. Inclui modelo atual e modelo oficial.

Tabela 1: Panvel - Novas estimativas versus estimativas anteriores

Financials R\$mnn	New			Old			Changes		
	2026	2027	2028	2026	2027	2028	2026	2027	2028
SSS	12.9%	9.9%	9.0%	10.8%	9.0%	8.5%	212bps	90bps	50bps
Gross revenues	6,840	7,688	8,561	6,741	7,495	8,287	1.5%	2.6%	3.3%
Net revenues	6,334	7,150	7,962	6,269	6,970	7,707	1.0%	2.6%	3.3%
Gross profit	2,041	2,303	2,565	2,019	2,245	2,482	1.1%	2.6%	3.3%
Gross margin (% of gross revs)	29.8%	30.0%	30.0%	29.9%	29.9%	29.9%	-11bps	1bps	1bps
Adj. EBITDA (ex-IFRS16)	400	472	537	397	446	500	0.8%	5.8%	7.3%
EBITDA margin (% of gross revs)	5.9%	6.1%	6.3%	5.9%	5.9%	6.0%	-4bps	19bps	24bps
Adj. Net income (ex-IFRS16)	185	238	297	176	213	255	4.9%	12.0%	16.1%
Net margin (% of gross revs)	2.7%	3.1%	3.5%	2.6%	2.8%	3.1%	9bps	26bps	38bps

Fonte: BTG Pactual.

GLP-1 continua representando uma enorme opcionalidade

Os medicamentos GLP-1 evoluíram de uma categoria terapêutica de nicho para um dos segmentos de saúde de consumo que mais cresce no Brasil. Com base em nosso modelo financeiro, estimamos que o mercado brasileiro de GLP-1 (obesidade e diabetes combinados) possa superar R\$ 16 bilhões em 2026 (ou aproximadamente um quarto de todo o crescimento do varejo farmacêutico), impulsionado pela rápida expansão da demanda após o vencimento da patente da semaglutida, pelo lançamento de alternativas de menor preço (como o Ozivy da EMS) e pela entrada de novos fabricantes nacionais. Assumindo margens EBITDA na faixa de dois dígitos baixos e uma dinâmica de capital de giro caracterizada por estoques enxutos e maiores contas a receber em relação às categorias tradicionais, acreditamos que os GLP-1 devem evoluir para um importante contribuidor de lucro líquido, e não apenas um gerador de tráfego de alto volume.

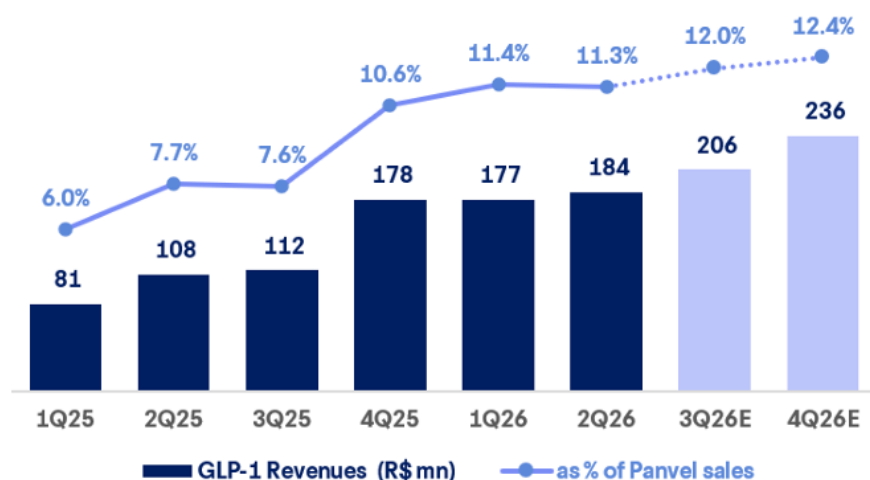
Tabela 2: Economia do varejo farmacêutico - mercado endereçável total de GLP-1 (Brasil)

Metric	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Patient-months (mn)	16.0	22.7	28.5	35.1	42.8	51.4	61.2	70.8	78.3	86.2
Reference patient-months (mn)	12.0	14.8	15.7	17.6	21.4	25.7	30.6	33.3	35.2	37.1
Generic patient-months (mn)	4.0	7.9	12.8	17.6	21.4	25.7	30.6	37.5	43.1	49.1
Weighted monthly ASP (R\$)	R\$ 1,025	R\$ 934	R\$ 846	R\$ 793	R\$ 775	R\$ 757	R\$ 740	R\$ 704	R\$ 675	R\$ 647
Reference monthly ASP (R\$)	R\$ 1,200	R\$ 1,176	R\$ 1,152	R\$ 1,129	R\$ 1,107	R\$ 1,085	R\$ 1,063	R\$ 1,042	R\$ 1,021	R\$ 1,000
Generic monthly ASP (R\$)	R\$ 500	R\$ 485	R\$ 470	R\$ 456	R\$ 443	R\$ 429	R\$ 416	R\$ 404	R\$ 392	R\$ 380
Total GLP-1 market (R\$ mn)	R\$ 16,389	R\$ 21,200	R\$ 24,061	R\$ 27,844	R\$ 33,124	R\$ 38,941	R\$ 45,308	R\$ 49,854	R\$ 52,839	R\$ 55,749
Growth y/y (%)	-	29.4%	13.5%	15.7%	19.0%	17.6%	16.3%	10.0%	6.0%	5.5%
Reference revenue (R\$ mn)	R\$ 14,390	R\$ 17,348	R\$ 18,037	R\$ 19,832	R\$ 23,661	R\$ 27,898	R\$ 32,554	R\$ 34,686	R\$ 35,966	R\$ 37,077
Reference revenue mix	87.8%	81.8%	75.0%	71.2%	71.4%	71.6%	71.8%	69.6%	68.1%	66.5%
Generic revenue (R\$ mn)	R\$ 1,999	R\$ 3,852	R\$ 6,024	R\$ 8,013	R\$ 9,463	R\$ 11,043	R\$ 12,754	R\$ 15,168	R\$ 16,873	R\$ 18,673
Generic revenue mix	12.2%	18.2%	25.0%	28.8%	28.6%	28.4%	28.2%	30.4%	31.9%	33.5%

Fonte: BTG Pactual.

Para a Panvel, estimamos que a receita líquida de GLP-1 cresceu aproximadamente 91% no primeiro semestre de 2026 e, apesar de bases de comparação mais difíceis, ainda pode crescer mais de 60% neste ano, aproximando-se de 12% da receita líquida. Além de 2026, esperamos que o crescimento da receita líquida de GLP-1 permaneça em dois dígitos por vários anos, tornando-se gradualmente menos prejudicial à margem bruta à medida que ganhos de escala, concorrência entre fornecedores e melhores condições de compra levem a margem bruta da categoria a convergir para aproximadamente 25% até o fim de 2026 e acima de 30% no médio prazo.

Gráfico 6: Receita líquida de GLP-1 (R\$ milhões) e participação na receita líquida (%)



Fonte: Panvel, BTG Pactual.

Dinâmica competitiva: ganhando espaço no Sul

A Panvel continua ganhando participação de mercado na região Sul, alcançando 13,5% no segundo trimestre de 2026 (+1,0 p.p. a/a), o maior ganho entre os concorrentes que acompanhamos. A RD também ganhou participação, a São João permaneceu relativamente estável e a Nissei perdeu espaço. A concorrência continua intensa, com Panvel, RD e São João devendo adicionar aproximadamente 30-40 lojas na região Sul em 2026, enquanto a Nissei continua focada na maturação das unidades existentes e a CLAMED na melhora dos retornos.

A São João continua sendo o maior player regional, com 1.351 farmácias e R\$ 9,3 bilhões em vendas em 2025 (+15% a/a). Sua participação de mercado no Sul permaneceu próxima de 24%. Segundo informações da imprensa local, o ritmo de inaugurações deve desacelerar para aproximadamente 30 unidades em 2026, enquanto a expansão de R\$ 60 milhões do centro de distribuição de Gravataí e um potencial novo centro de distribuição no Paraná devem apoiar o crescimento futuro.

A RD opera 467 lojas no Sul (211 no Paraná, 140 no Rio Grande do Sul e 116 em Santa Catarina) e adicionou 22 lojas líquidas em 2025, principalmente no Paraná. A região representa apenas aproximadamente 13% de sua base e cerca de 11% das inaugurações dos últimos 12 meses, sugerindo ausência de uma estratégia regional específica. Com base em seu guidance de 330-350 inaugurações brutas, estimamos aproximadamente 35-40 novas lojas no Sul em 2026.

A CLAMED opera 639 lojas (621 delas localizadas no Sul) e está priorizando relocações, formatos maiores e ampliação de sortimento em vez de acelerar a expansão. A receita líquida cresceu 6% em 2025.

A Nissei praticamente interrompeu sua expansão após o forte ciclo de crescimento dos últimos anos, adicionando apenas quatro lojas líquidas em 2025. A administração está priorizando maturação, produtividade e geração de caixa, com 74% das lojas já maduras e margem bruta de varejo em 39,3% (+3,9 p.p. a/a). A alavancagem continua mais elevada, próxima de 2,4x Dívida Líquida/EBITDA pré-IFRS16, enquanto São Paulo e Goiás devem liderar o próximo ciclo de expansão.

Tabela 3: Mercado de farmácias da região Sul – financeiros, presença de lojas e participação de mercado

	Panvel	Raia Drogasil	São João	Nissei	Clamed
Financials					
Gross revenue (FY25)	R\$5.9bn	R\$47.6bn	R\$9.3bn	R\$3.7bn	R\$3.7bn
Revenue growth y/y	17%	14%	15%	17%	6%
Adj. EBITDA (FY25)	R\$319mn	R\$3.4bn	-	R\$252mn	R\$196mn
Net debt/EBITDA	0.9x (2Q26)	0.8x (2Q26)	-	2.4x (2Q26)	Net cash (ex-leases FY25)
Store count (Sep-26)					
Total stores	666	3,687	1,351	473	639
Stores in the South	649	467	1,351	331	621
Stores in RS	421	140	996	0	84
Stores in SC	105	116	185	18	408
Stores in PR	123	211	170	313	129
Net change in store count (2025 vs.2024)					
In the South	25	22	181*	0	-2
RS	8	1	-	1	-
SC	5	7	-	0	-
PR	12	14	-	-1	-
Market share					
In the South	13.5% (2Q26)	11.8% (2Q26)	24% (2025)*	-	-
RS	22.4% (2Q26)	-	-	-	-
SC	7.9% (2Q26)	-	-	4% (2Q26)	-
PR	7.5% (2Q26)	-	-	15% (2Q26)	-
Market share change (2025 vs. 2024)					
In the South	0.7 p.p	0.5 p.p	0.1 p.p*	-	-
RS	0.7 p.p	-	-	-	-
SC	0.8 p.p	-	-	-0.2 p.p	-
PR	0.7 p.p	-	-	-0.6 p.p	-

Fonte: Abrafarma, Nissei, CLAMED, RD, Panvel e BTG Pactual.

Presença geográfica, concorrência e espaço para crescer

Embora a Panvel já esteja muito bem posicionada na região Sul, onde 98% de suas lojas estão localizadas, continuamos enxergando espaço para aprofundar sua presença, especialmente no Paraná e em Santa Catarina. A companhia já está presente em 12 das 13 cidades com mais de 300 mil habitantes e em 86,4% dos municípios com população entre 100 mil e 300 mil habitantes, mas essa cobertura cai para 67,7% nas cidades com 50 mil a 100 mil habitantes e apenas 5,0% abaixo de 50 mil habitantes. A densidade de lojas também permanece muito concentrada no Rio Grande do Sul, com 421 unidades, contra 123 no Paraná e 105 em Santa Catarina, sugerindo espaço relevante para expansão adicional, potencialmente apoiada por formatos mais flexíveis de loja.

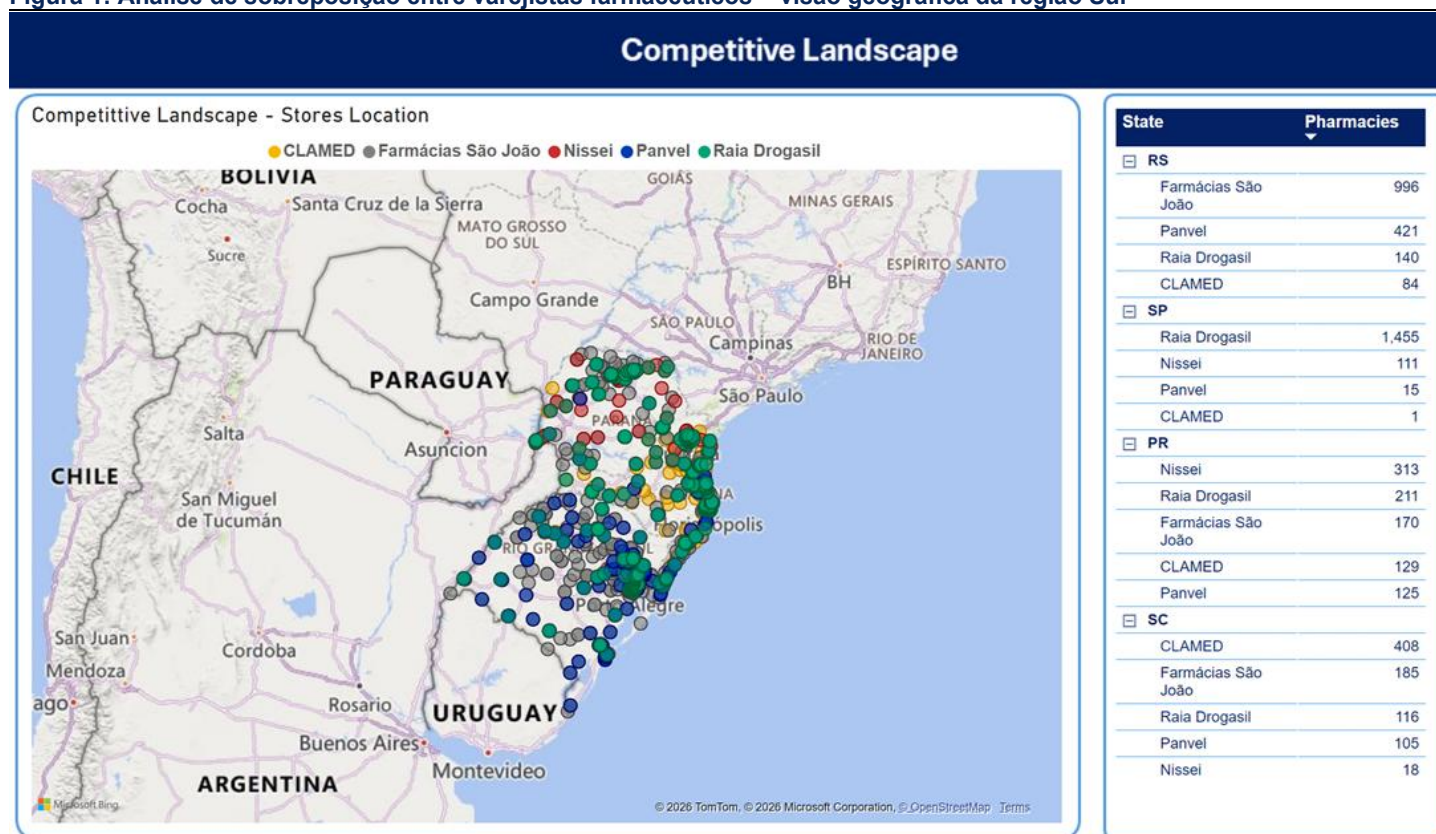
Em relação à concorrência local, identificamos quatro principais participantes regionais com base em nossa pesquisa proprietária: São João, CLAMED, Nissei e RD.

- A São João é o maior concorrente regional, com 1.351 lojas e forte concentração no Rio Grande do Sul (996 lojas), combinando elevada capilaridade com posições relevantes em cidades secundárias.
- A CLAMED opera 621 lojas no Sul, com presença fortemente concentrada em Santa Catarina (408 lojas) e posições sólidas em grandes cidades, além de participação relevante no Paraná.
- A Nissei é o concorrente mais concentrado geograficamente, com 313 das suas 331 lojas do Sul localizadas no Paraná, tornando-

se mais um concorrente urbano e paranaense do que um player efetivamente regional.

- A RD opera 467 lojas na região Sul, com distribuição relativamente equilibrada entre os estados (45% no Paraná, 30% no Rio Grande do Sul e 25% em Santa Catarina) e forte presença nos maiores centros urbanos.

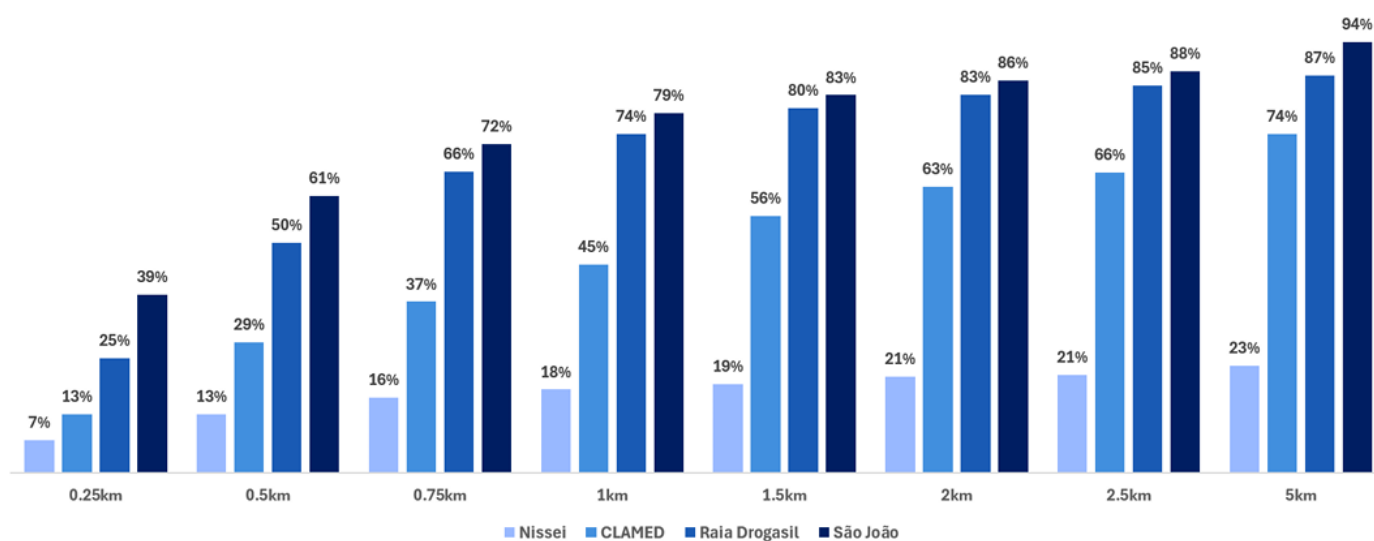
Figura 1: Análise de sobreposição entre varejistas farmacêuticos – visão geográfica da região Sul



Fonte: Companhias, BTG Pactual.

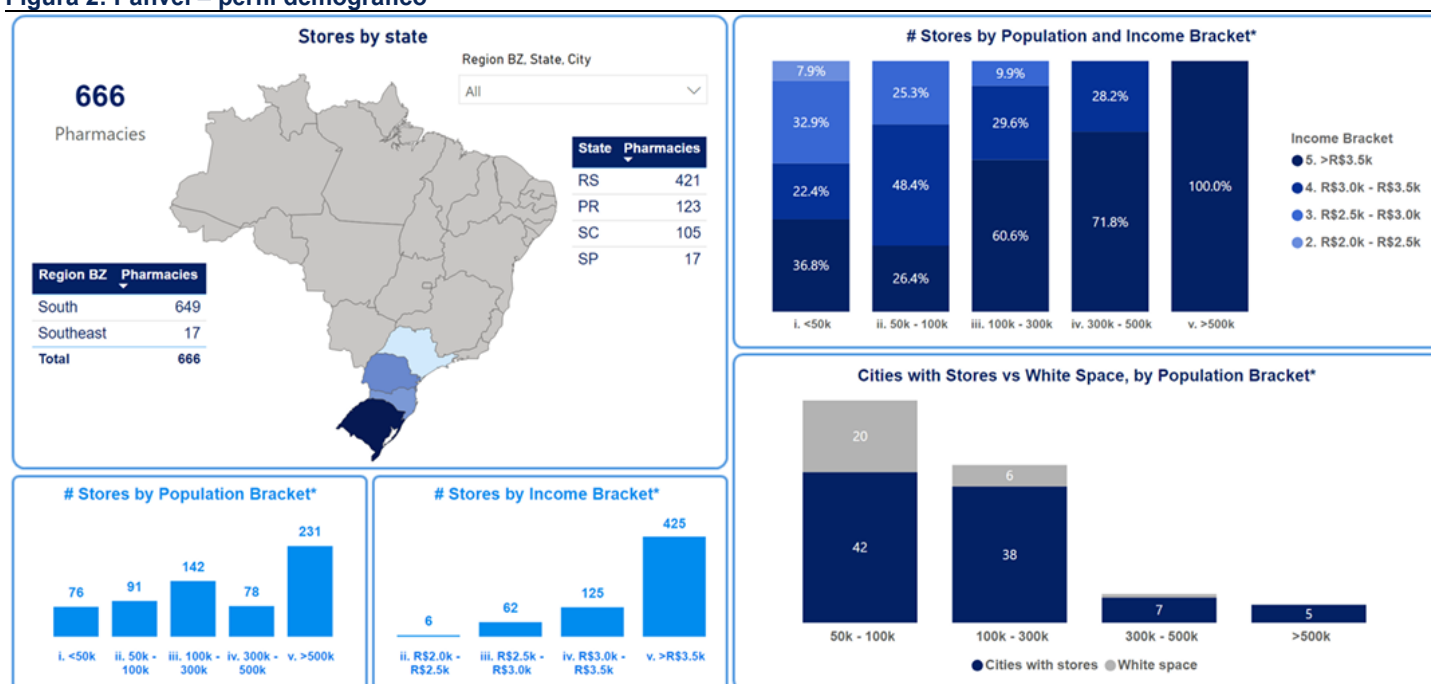
Também mapeamos o raio de influência das farmácias dos principais concorrentes da Panvel nas cidades do Sul para medir sobreposição e identificamos que 94% das lojas da São João na região (quase toda sua base) estão localizadas em um raio de até 5 km de uma farmácia Panvel. Em seguida aparecem RD (87%), CLAMED (74%) e Nissei (23%). Considerando distância caminhável (<250 metros), a sobreposição é de 39% com a São João, 25% com a RD, 13% com a CLAMED e 7% com a Nissei.

Gráfico 7: Análise de sobreposição farmacêutica (% das lojas da Panvel dentro de um raio de 0,25 km a 5 km de cada concorrente)

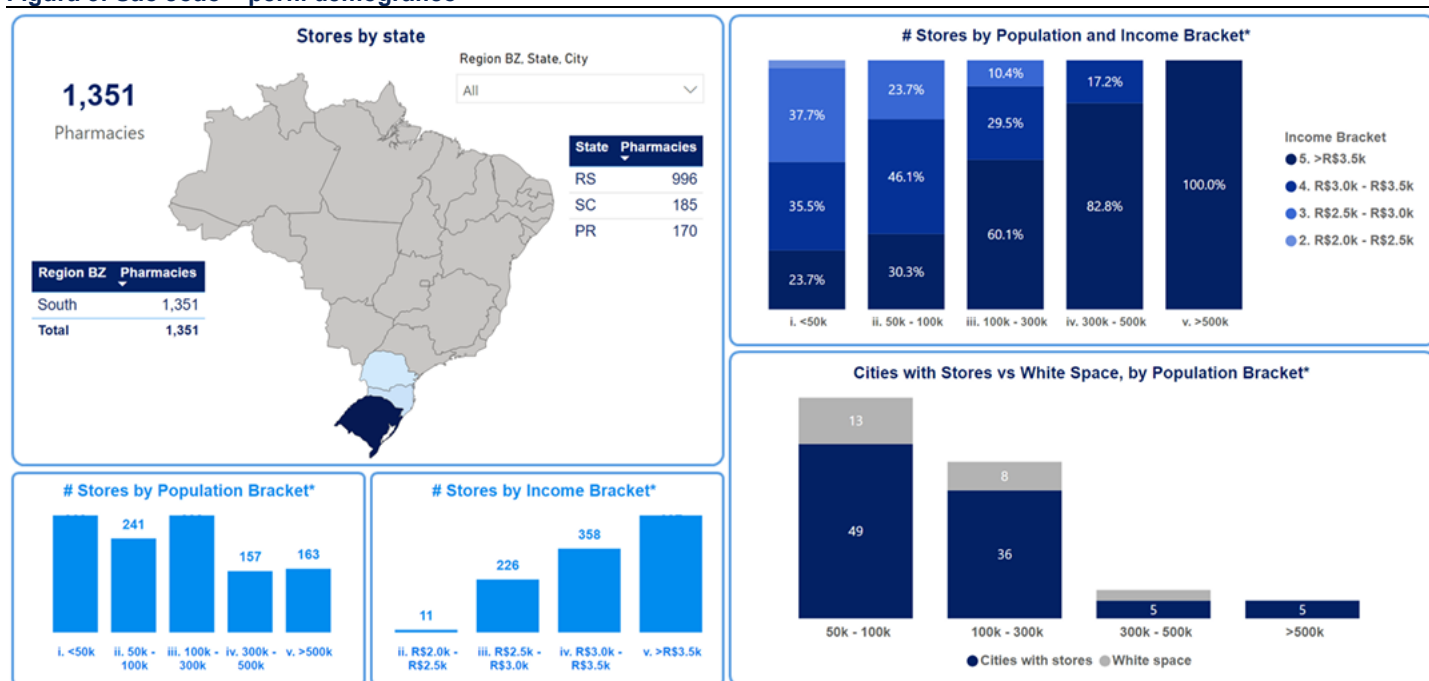


Fonte: Companhias, BTG Pactual.

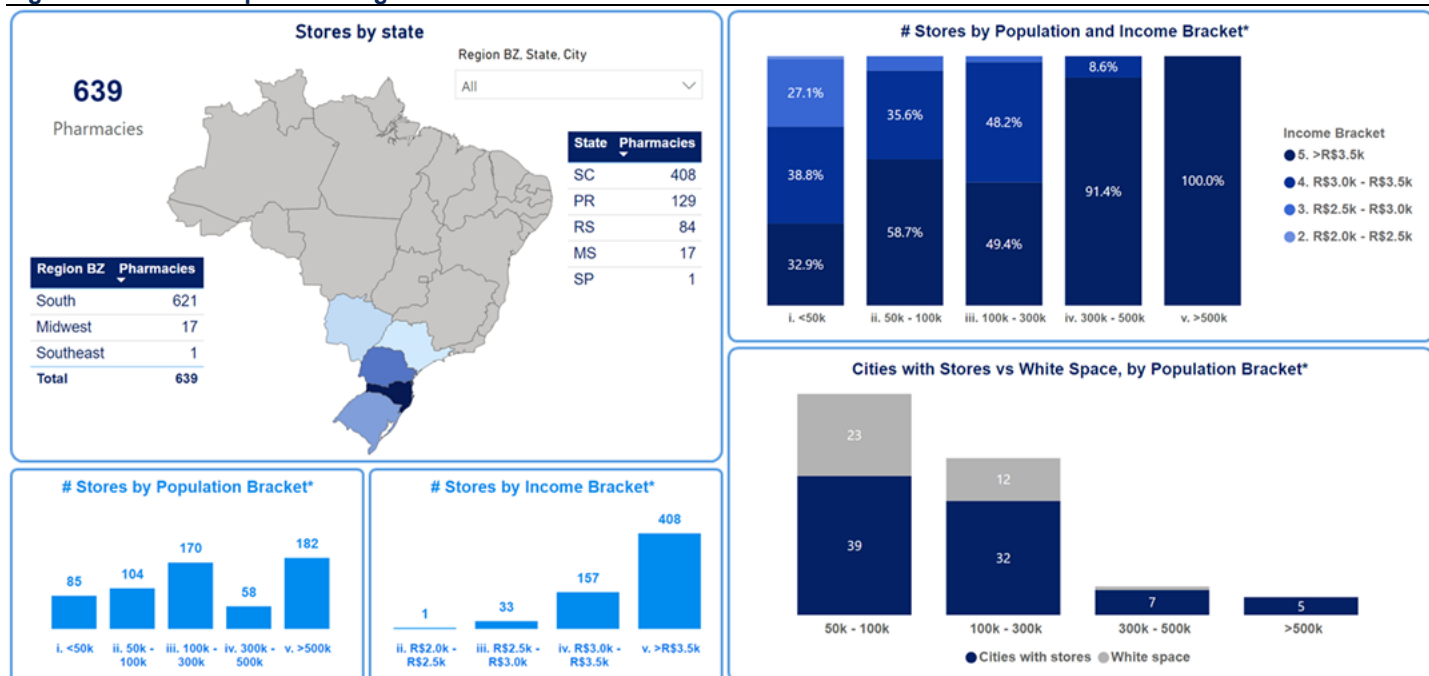
Figura 2: Panvel – perfil demográfico



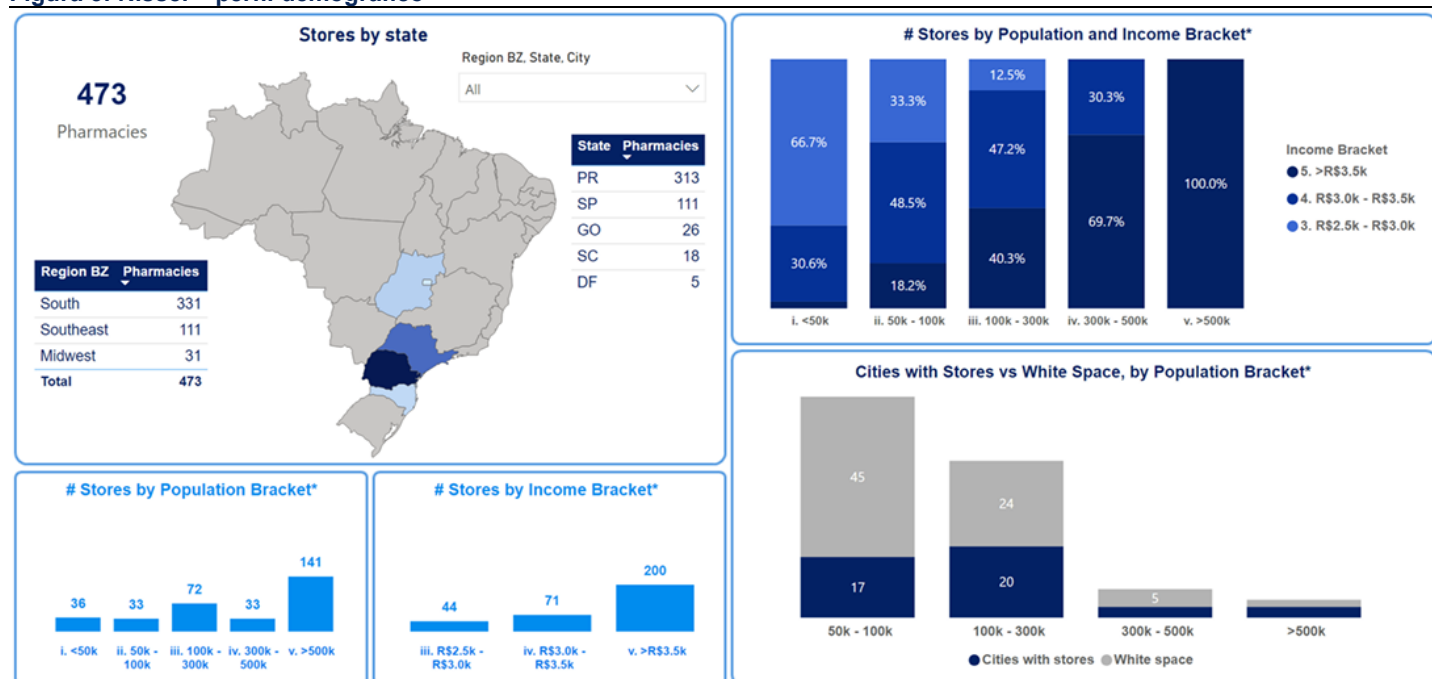
Fonte: Panvel, BTG Pactual.

Figura 3: São João – perfil demográfico


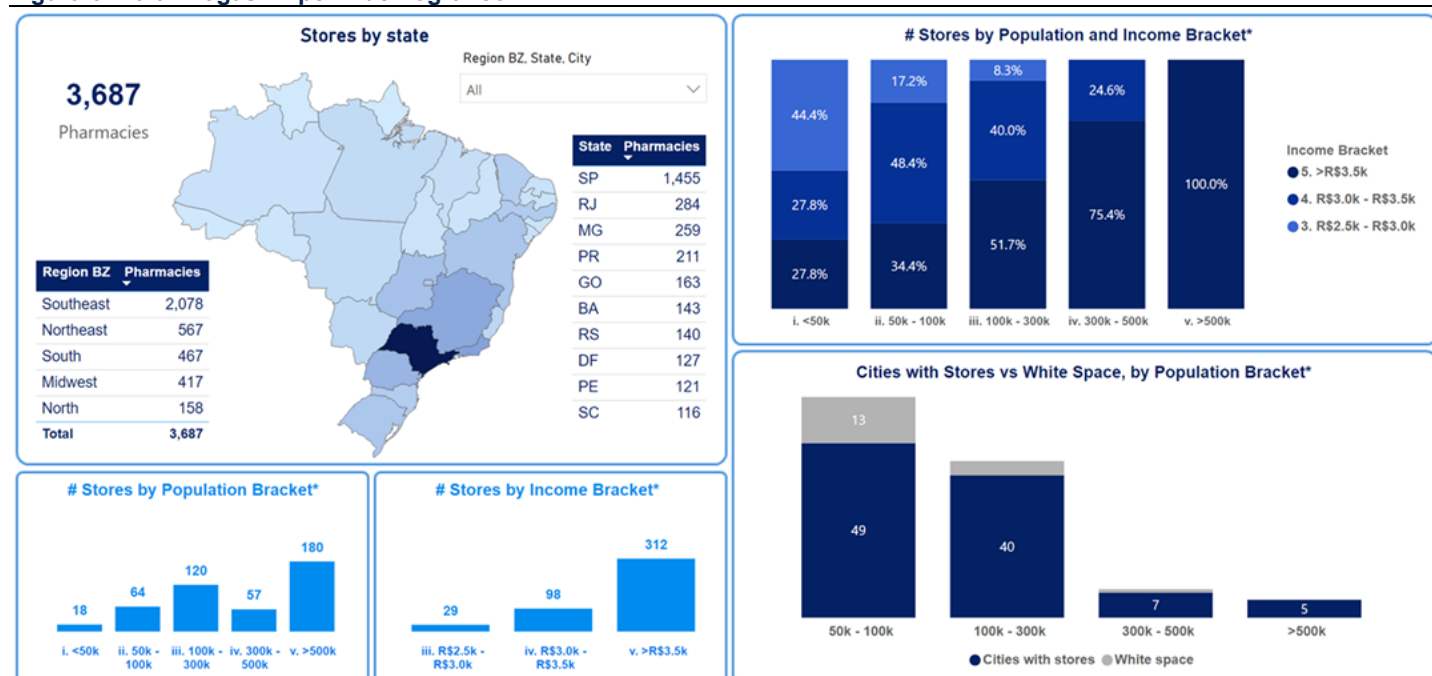
Fonte: São João, BTG Pactual.

Figura 4: CLAMED – perfil demográfico


Fonte: CLAMED, BTG Pactual.

Figura 5: Nissei – perfil demográfico


Fonte: Nissei, BTG Pactual.

Figura 6: Raia Drogasil – perfil demográfico


Fonte: Raia Drogasil, 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