Afya + YDUQS

BTG Pactual Equity Research
Educação

24 de Setembro de 2026

Afya + YDUQS: Negócio confirmado

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.

Relação de troca definida em 31% para a YDUQS e 69% para a AFYA

Em linha com as especulações recentes, a Afya e a YDUQS confirmaram a fusão. Ambas as companhias divulgaram fatos relevantes informando que chegaram a um acordo de fusão, segundo o qual a Afya será incorporada pela YDUQS. As ações da Afya serão, assim, deslistadas da Nasdaq, com a empresa combinada (NewCo) passando a ser listada exclusivamente na B3. A transação estabelece uma relação de troca de ações de 6,4x, ou seja, para cada ação da Afya, seja Classe A ou Classe B, os acionistas da Afya receberão 6,4 ações da YDUQS. Uma vez concluída a transação, os atuais acionistas da Afya deterão 69% da empresa combinada, enquanto os atuais acionistas da YDUQS deterão os 31% restantes. A YDUQS está sendo avaliada a R$ 11,2/ação, um prêmio de 3% em relação ao fechamento de ontem e de 45% em relação à sua VWAP de 30 dias anterior a 21 de agosto, quando os rumores do negócio surgiram pela primeira vez. Mais importante, os valores de mercado atuais das duas companhias já estão amplamente alinhados com essa divisão de participação. Com base nos preços atuais de mercado, o valor de mercado combinado das duas empresas fica em torno de R$ 9,5 bilhões, sendo R$ 3 bilhões da YDUQS e R$ 6,5 bilhões da Afya. Embora o negócio pareça estar avaliado a preços de mercado, notamos que as ações da YDUQS subiram 38%, enquanto as ações da Afya caíram ~5% desde que os rumores surgiram. Além da aprovação antitruste, o negócio estará sujeito à aprovação dos acionistas. Ver alguns cálculos simplificados na Tabela 1.

Dividendos favorecendo um pouco a YDUQS

A relação de troca em si não vai mudar, mas o acordo inclui mecanismos de dividendos e de equalização econômica. A YDUQS poderá distribuir, na forma de dividendos, o maior valor entre R$ 750 milhões ou seu fluxo de caixa líquido ajustado gerado entre a data do locked-box (30 de junho de 2026) e o fechamento. A Afya também poderá distribuir o fluxo de caixa livre que gerar até o fechamento. Lembramos que a YDUQS tem guidance formal para geração de fluxo de caixa ao acionista de R$ 520 - 620 milhões em 2026. É importante destacar que, se a YDUQS distribuir dividendos acima do caixa gerado nesse período, o acordo prevê um mecanismo de equalização econômica, ou complementação (top-up), em favor da Afya (ou seja, respeitando a relação de troca mencionada). Mas o acordo pode favorecer um pouco a YDUQS, já que ela deve gerar proporcionalmente mais caixa (como percentual do fluxo de caixa ao acionista da nova empresa) do que sua parcela na transação. Por exemplo, supondo que a YDUQS gere R$ 550 milhões em caixa (entre a assinatura e o fechamento) e a Afya gere R$ 750 milhões, isso implicaria um prêmio relativo de um dígito médio para as ações da YDUQS. Na prática, a YDUQS deve ter uma pequena vantagem caso sua parcela na geração de caixa da empresa combinada supere sua participação acionária de 31% na nova companhia.

Racional estratégico: uma boa combinação, mas principalmente em medicina

Para nós, a parte estrategicamente mais relevante da YDUQS para a Afya é seu segmento premium, que responde por cerca de 50% do EBITDA da YDUQS e é composto majoritariamente por educação médica. Dito isso, a YDUQS como um todo não se encaixa muito bem no perfil histórico de M&A da Afya. A Afya costuma adquirir ativos nos quais pelo menos 70% do EBITDA vem da educação médica, ante menos de 50% no caso da YDUQS. A YDUQS também tem exposição relevante a ensino a distância (EAD) e a cursos de graduação presenciais tradicionais, por meio de marcas de massa, de ticket mais baixo, e negócios relativamente distantes do know-how histórico e do posicionamento da Afya. Portanto, embora haja um racional estratégico claro na área médica, a combinação também traz um portfólio expressivo de negócios que a Afya historicamente demonstrou pouco apetite para operar.

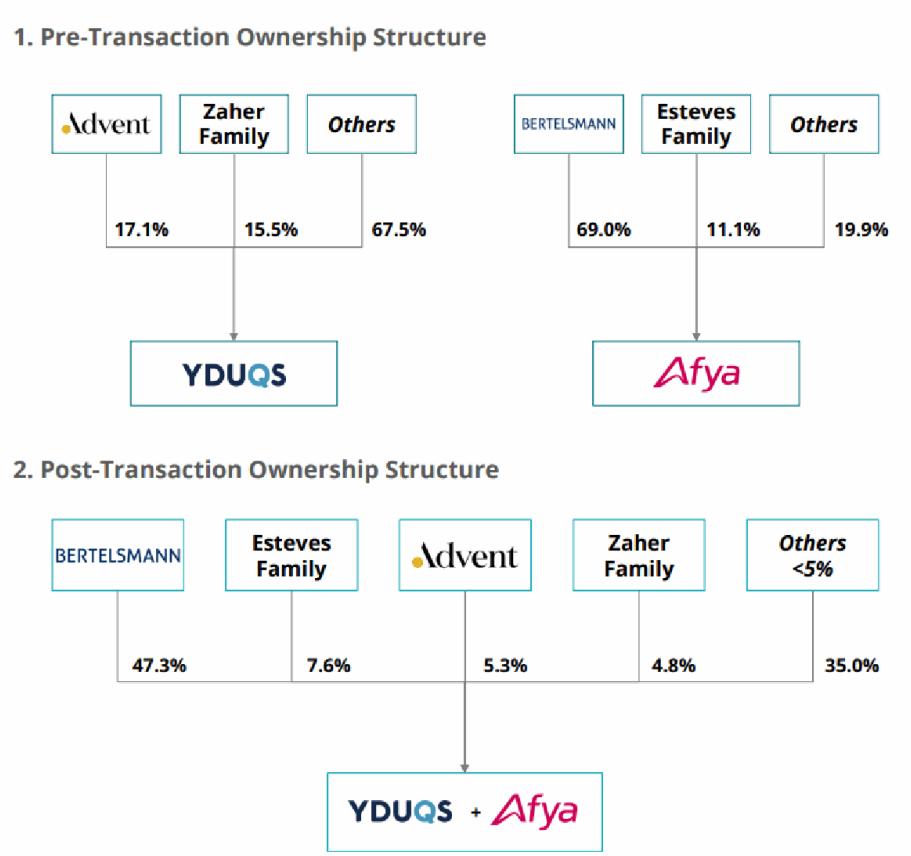
Medicina: escala é o principal atrativo

O ponto em que o racional estratégico se torna consideravelmente mais convincente é a escala em educação médica. A Afya opera atualmente cerca de 3,8 mil vagas médicas, enquanto a YDUQS opera outras 2,1 mil vagas. Combinadas, as duas empresas alcançariam, portanto, cerca de 5,9 mil vagas médicas, deixando a nova empresa em uma posição de liderança ainda mais forte na educação médica privada brasileira, representando cerca de 15% das vagas médicas privadas do país. Nos termos do negócio, a nova empresa teria receita líquida combinada dos últimos doze meses de R$ 9,4 bilhões, EBITDA de R$ 3,6 bilhões e lucro líquido de R$ 1,3 bilhão. Estimamos que a nova empresa o está sendo negociada a 4,4x EV/EBITDA de 2026, 7,5x P/L de 2026, 3,7x EV/EBITDA de 2027 e 6,1x P/L de 2027.

Governança: Bertelsmann segue como principal acionista

Embora os atuais acionistas da Afya passem a deter 69% da empresa combinada e os atuais acionistas da YDUQS os 31% restantes, a nova empresa continuará a contar com um grupo concentrado de acionistas de referência. Ver figura 1. Após a transação, a Bertelsmann (atual acionista controladora da Afya) deve deter ~47% da nova empresa, seguida pela família Esteves (uma das acionistas de referência da Afya) com ~7,6%, pela Advent (uma das acionistas de referência da YDUQS) com ~5,3%, e pela família Zaher (também acionista de referência da YDUQS) com ~4,8%. Isso deixaria a nova empresa com um free float de cerca de 35%. Segundo o acordo da transação, a Bertelsmann, a família Esteves, a Advent e Chaim Zaher celebrarão um novo acordo de acionistas. O acordo também prevê um lock-up de 180 dias aplicável à totalidade ou a parte das ações detidas por esses acionistas de referência, embora alguns dos termos detalhados ainda não tenham sido divulgados. Sob a estrutura de governança proposta, a Bertelsmann terá o direito de indicar a maioria do Conselho, incluindo o Presidente do Conselho. Virgilio Gibbon (atual CEO da Afya) permanecerá como CEO da empresa combinada, e Rossano Marques (atual CEO da YDUQS) atuará como Presidente de Ensino Superior fora da área Médica.

Figura 1: Estrutura societária



Fonte: Empresas

Sinergias: VPL de R$2,0 - 2,2 bilhões, mas a capacidade de execução é o que importa

Segundo as companhias, o VPL estimado das sinergias futuras é de R$ 2,0 - 2,2 bilhões, equivalente a cerca de 22% do valor de mercado atual da empresa combinada. A maior parte das sinergias estimadas deve vir de economias em despesas Gerais & Administrativas, além da otimização de capex e opex, sem incorporar potenciais sinergias de receita. O cálculo também incorpora efeitos negativos relacionados a custos de integração e à tributação do Pilar 2, que discutimos a seguir. Em nossa visão, no entanto, é pouco provável que os investidores paguem antecipadamente pelo valor total dessas sinergias. O setor de educação brasileiro tem um histórico volátil em processos de M&A e integração de grande escala, que frequentemente se mostraram mais complexos e demorados do que o inicialmente esperado. De forma alguma estamos argumentando que a transação deveria destruir valor, mas, nesta fase, temos dificuldade em identificar sinergias operacionais grandes o suficiente para sustentar de imediato um VPL de R$ 2,0 - 2,2 bilhões. Portanto, a capacidade de execução e o ritmo efetivo de materialização das economias de custos devem estar entre as principais variáveis a serem monitoradas pelos investidores após a transação. Historicamente, a criação de valor nas aquisições da Afya veio principalmente da maturação das vagas médicas e de iniciativas relacionadas a conteúdo, e não de reduções relevantes em despesas Gerais & Administrativas e na intensidade de capex. Esse é mais um motivo pelo qual, nesta fase, adotaríamos certa cautela ao incorporar todo o potencial de sinergias ao valuation, antes de obter maior visibilidade sobre as premissas subjacentes e a estratégia de capacidade de execução.

Pilar 2: potencial, mas ainda incerta, desafios tributários

Outro ponto a monitorar é o potencial desafio tributário relacionada ao Pilar 2, o arcabouço da OCDE que estabelece uma alíquota efetiva mínima de 15% para grandes grupos multinacionais. Como a Afya é controlada por um grupo multinacional (a Bertelsmann), ela atualmente paga uma alíquota de 15% sob essa regra, apesar do benefício fiscal do ProUni. Após a transação, a Bertelsmann deterá ~47% da nova empresa e manterá o direito de indicar a maioria do conselho. Apesar da participação inferior a 50%, esse arranjo de governança ainda pode caracterizar controle e trazer a YDUQS para o escopo da regra. Ainda assim, a administração da YDUQS estima um impacto bem menor para a companhia, com um aumento inicial de ~2 p.p. sobre sua alíquota atual de 2 - 3% em 2026, chegando a uma alíquota de 7 - 9% até 2033, ainda abaixo dos 15% da Afya. A folha de pagamento e a base de ativos tangíveis da YDUQS, maiores em relação à renda tributável, devem permitir deduções mais amplas sob o Pilar 2. É importante destacar que o VPL de sinergias de R$ 2,0 - 2,2 bilhões divulgado já está líquido dos efeitos estimados do Pilar 2.

CADE: potenciais remédios não devem ser um impeditivo para o negócio

A transação está sujeita ao processo usual de aprovação do CADE (autoridade antitruste do Brasil), com fechamento esperado em até 12 meses após a assinatura. Utilizando dados de vagas autorizadas do Ministério da Educação, realizamos uma análise bottom-up de todos os mercados em que as duas empresas atuam, comparando a capacidade da Afya e da YDUQS com o total de vagas médicas e vagas privadas disponíveis em cada cidade - ver tabela 2. Identificamos sobreposições diretas em apenas três cidades: Ji-Paraná (RO), Teresina (PI) e Rio de Janeiro (RJ), onde a empresa combinada deteria 100%, 74% e 73% das vagas privadas, respectivamente. A concentração pós-negócio superaria os limites do CADE nos três mercados, sendo Ji-Paraná o candidato mais claro a um desinvestimento de ativo. Ainda assim, as empresas operam apenas ~910 vagas nesses mercados, equivalentes a ~15% das ~6 mil vagas médicas anuais da plataforma combinada. Potenciais remédios, portanto, não deveriam ser um impeditivo para o negócio nem enfraquecer materialmente o racional estratégico e econômico da transação.

Tabela 2: Sobreposição de vagas médicas entre YDUQS e Afya e potenciais remédios do CADE

Market	State	Total medical seats (MEC)	YDUQS seats	AFYA seats	Combined share of private seats	CADE risk assessment
Ji-Parana	RO	106	78	28	100.0%	Higher remedy risk
Teresina	PI	511	110	171	73.8%	Potential remedy risk
Rio de Janeiro (cidade)	RJ	1,166	410	110	73.0%	Potential remedy risk

Fonte: E-MEC, BTG Pactual

Implicações de mercado: um concorrente a menos

Ambas as empresas realizarão teleconferências ã, a YDUQS às 8h30 e a Afya às 9h30, horário de Brasília. Um dos principais temas que pretendemos explorar é a estratégia para os negócios não relacionados à saúde dentro da YDUQS. Historicamente, a Afya desinvestiu de ativos fora de sua vertical principal de saúde, e ainda está por ver se a empresa combinada poderá, eventualmente, desinvestir, descontinuar ou simplesmente alocar menos capital e atenção da gestão a alguns desses negócios não essenciais. Independentemente da estratégia final para esses ativos, no entanto, vemos um impacto potencialmente positivo para o setor de educação como um todo. A transação efetivamente remove um

concorrente independente do mercado, o que poderia contribuir para uma maior disciplina de oferta ao longo do tempo. Isso pode ser particularmente relevante em um setor em que a intensidade competitiva e os acréscimos de capacidade historicamente desempenharam um papel importante na formação de preços e na economia de captação de alunos.

Resultado positivo para a YDUQS, mas com potencial de valorização limitado

Para a Afya, temos dificuldade em enxergar a transação como altamente geradora de valor. No fim das contas, a YDUQS está sendo avaliada com um prêmio em relação à maioria dos pares do setor de educação e, como discutido acima, à primeira vista não identificamos sinergias operacionais suficientes para tornar a transação claramente geradora de valor para os acionistas da Afya. Para os acionistas da YDUQS, no entanto, vemos o desfecho de forma positiva. Embora os termos finais não impliquem um prêmio relevante em relação aos preços atuais de mercado, acreditamos que o cenário alternativo teria sido consideravelmente menos atrativo, já que as ações da YDUQS provavelmente enfrentariam pressão significativa caso a transação não se concretizasse. Além disso, os mecanismos de dividendos e de equalização econômica discutidos acima poderiam gerar valor adicional para os acionistas da YDUQS, particularmente dada a maior geração de fluxo de caixa livre da YDUQS em relação à sua participação proporcional na empresa combinada.

Dito isso, não esperamos muita reação dos investidores após o anúncio, especialmente na abertura de amanhã. A relação de troca acordada já está amplamente alinhada com os valores relativos de mercado aos quais as duas empresas são negociadas atualmente, deixando espaço limitado para um ajuste imediato de preço baseado puramente nos termos do negócio. Ao mesmo tempo, acreditamos que os investidores terão dificuldade em pagar antecipadamente pelo valor total das sinergias anunciadas, enquanto a nova empresa deve já nascer sendo negociada com um prêmio relevante em relação à maioria dos pares do setor de educação, ainda que sustentado por sua exposição superior à educação médica. No geral, com a relação de troca agora fixada e já amplamente refletida nos preços atuais, esperamos que as ações da Afya e da YDUQS negociem, em grande parte, de acordo com a mecânica da transação até o fechamento.

Tabela 1: Termos da transação e valuation pro forma da YDUQS + Afya

R$mn	YDUQS	Afya	NewCo
Share exchange and ownership			
Existing shares, excluding treasury (mn)	254.5	88.4	
Exchange ratio (NewCo shares per original share)	1	6.408347	-
Post-deal shares by shareholder group (mn)	254.5	566.6	**821.0**
Pro forma ownership	*31%*	*69%*	***100%***
Valuation			
Reference price per NewCo share (R$)	11.21	11.21	**11.21**
Implied equity value	2,852	6,351	**9,204**
Net debt 2Q26, IFRS 16	4,466	2,464	**6,930**
Enterprise value	7,318	8,815	**16,133**
Financials and multiples			
Net debt 2026, IFRS 16	4,120	2,002	**6,123**
Net debt 2027, IFRS 16	3,504	1,284	**4,788**
Adj. EBITDA, IFRS 16 - 2026E	1,768	1,734	**3,502**
Adj. EBITDA, IFRS 16 - 2027E	1,977	1,836	**3,814**
Adj. net income - 2026E	357	878	**1,234**
Adj. net income - 2027E	462	1,057	**1,519**
P/E 2026	8.0x	7.2x	**7.5x**
P/E 2027	6.2x	6.0x	**6.1x**
EV/EBITDA 2026	3.9x	4.8x	**4.4x**
EV/EBITDA 2027	3.2x	4.2x	**3.7x**

Fonte: BTG Pactual. *A avaliação utiliza o preço de referência de R$ 11,20 divulgado na apresentação da empresa, equivalente a um preço da ação da Afya de aproximadamente US$ 13,57, convertido a R$ 5,29/US$ e dividido pela relação de troca acordada de 6,408347 ações da YDUQS por ação da Afya.

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