

Navegando a volatilidade com fundamentos sólidos

Os fundamentos devem permanecer intactos, mas volatilidade é esperada

Embora as eleições historicamente tenham trazido volatilidade para a ação da Petrobras, acreditamos que os fundamentos da Petrobras dificilmente mudarão de forma material nesta ocasião, como discutido em nosso relatório recente. Capex, opex, produção, precificação de combustíveis e alocação de capital devem permanecer amplamente estáveis, em nossa visão, preservando o fluxo de caixa livre e os dividendos. Como resultado, conduzimos uma análise para avaliar como o valuation da Petrobras (e não seus fundamentos) poderia mudar no futuro próximo. Nossas principais conclusões são que (i) uma queda de ~10-15% no preço da ação levaria a Petrobras a um território de valuation que criaria um ponto de entrada atrativo para a maioria dos investidores, enquanto (ii) uma valorização de ~20-25% levaria a ação a um nível no qual os investidores provavelmente começariam a debater o valuation frente aos concorrentes globais. Mantemos a Petrobras como nossa Top Pick em Petróleo & Gás no Brasil, apoiada por seu forte crescimento de produção, que, combinado a preços atrativos de petróleo e combustíveis, deve se traduzir em robusto fluxo de caixa ao acionista e dividendos - estimamos um yield de fluxo de caixa ao acionista de ~14% e um dividend yield de ~11% em 2027E.

Volatilidade no preço da ação é esperada, apesar de fundamentos inalterados

Adotamos a visão de que os fundamentos da Petrobras dificilmente mudarão de forma abrupta. Em resumo, acreditamos que, apesar da potencial volatilidade, o fluxo de caixa livre e os dividendos devem permanecer amplamente preservados, o que significa que o valuation, e não os fundamentos, se torna a principal variável para os investidores. Estimamos que uma correção de 15-20% no preço da ação levaria a Petrobras a um yield de fluxo de caixa ao acionista NTM de ~20%, potencialmente criando um ponto de entrada atrativo e, portanto, um piso para a ação. Por outro lado, uma alta

Valuation	12/2024	12/2025	12/2026E	12/2027E	12/2028E
RoIC (EBIT) %	31,0	29,5	44,1	33,5	30,0
EV/EBITDA	2,6	2,4	2,3	2,4	2,4
P/L	11,4	3,9	4,0	5,2	5,3
Dividend Yield %	15,9	8,8	9,9	10,0	10,4

Resumo Financeiro (US\$ milhões)	12/2024	12/2025	12/2026E	12/2027E	12/2028E
Receita	91.329	89.111	128.376	124.292	120.897
EBITDA	40.491	42.533	68.603	63.759	62.613
Lucro Líquido	7.242	19.600	33.694	25.885	25.357
LPA (US\$)	1,12	3,04	5,23	4,02	3,93
DPA Líquido (US\$)	2,05	1,04	2,06	2,08	2,18
(Dívida Líquida)/Caixa	(24.244)	(27.292)	(22.710)	(19.000)	(15.700)

Fonte: relatórios da empresa, estimativas da Bovespa, BTG Pactual S.A. / Avaliações: com base na última cotação da ação do ano; (E) com base na cotação de 28/09/2026.

Rating
COMPRA

Sumário

Ticker	PETR4
Preço Alvo (R\$)	65,0
Preço (R\$)	48,7
Listagem	Nível 2
Market Cap. (R\$ mn)	667.308
Vol. Méd. 12M (R\$ mn)	1.746,15
Atualização Preço-alvo	23/05/24

Valuation:

	2026E	2027E
P/L	4,0x	5,2x
EV/EBITDA	2,3x	2,4x

Performance:

Setembro (%)	8,2%
LTM (%)	65,7%



Analistas

Rodrigo Almeida
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Gustavo Cunha
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Marcel Zambello
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

de ~20% no preço da ação levaria o yield de fluxo de caixa ao acionista NTM para ~10%, estreitando a diferença de valuation frente às grandes petroleiras globais e provocando um debate mais profundo sobre valuation - veja a Tabela 1 para mais detalhes.

Avaliando cenários potenciais para a Petrobras

Mesmo acreditando que mudanças (i) são improváveis na Petrobras e (ii) poderiam levar tempo para ser implementadas, também avaliamos diferentes cenários de resultados operacionais e de alocação de capital. Isso é particularmente importante dado o ponto de partida mais forte (tanto operacional quanto financeiro) de hoje, com a produção rodando acima do guidance, menor lifting cost, sólida utilização das refinarias e um balanço saudável. Mesmo em um "cenário de pior caso", acreditamos que a Petrobras ainda poderia oferecer um dividend yield de 9% na média para 2027-28, o que contrasta com ~10% no cenário base e ~12% no cenário mais otimista.

Um debate de valuation, com fundamentos intactos

Acreditamos que o principal debate para a Petrobras rumo ao ciclo eleitoral passou a ser menos sobre mudanças nos fundamentos subjacentes e mais sobre como a volatilidade moverá o preço da ação e, conseqüentemente, o valuation. As eleições historicamente estiveram associadas a maior volatilidade para a Petrobras, e acreditamos que os investidores devem estar preparados para movimentos potencialmente relevantes em qualquer direção.

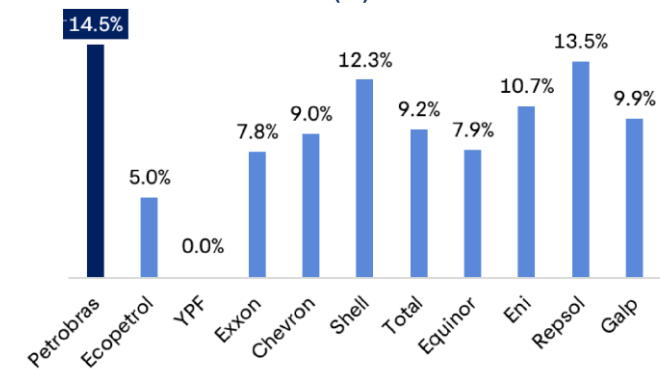
É importante destacar que não acreditamos que um resultado eleitoral, em qualquer direção, mudará os fundamentos da Petrobras no curto e médio prazo. Em outras palavras, apesar da potencial reação de preço ligada às eleições, os direcionadores bottom-up da Petrobras - capex, opex, produção, política de preços de combustíveis e alocação de capital - devem permanecer amplamente inalterados independentemente da política, em nossa visão. Como resultado, o fluxo de caixa livre e os dividendos da Petrobras provavelmente serão preservados, apesar de a percepção de risco-país do mercado ser o maior direcionador do preço da ação.

No conjunto, analisamos como o valuation muda sob uma série de movimentos do preço da ação, tanto para as ações locais quanto para os ADRs. Com base em nossas estimativas, uma correção de 15-20% já levaria a Petrobras a yields atrativos de fluxo de caixa e de dividendos, dadas premissas de fluxo de caixa essencialmente inalteradas. Por outro lado, uma valorização de 20% comprimiria os yields e reduziria a diferença de valuation frente às grandes petroleiras globais, tornando o debate de valuation relativo mais relevante.

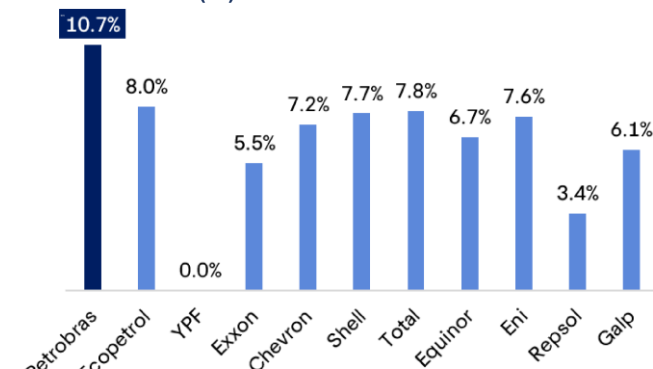
Tabela 1: Petrobras - Sensibilidade do valuation sob diferentes cenários de preço da ação

	Price Chg (%)								
	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
Share Price (R\$/sh)	39.0	41.4	43.8	46.3	48.7	51.1	53.6	56.0	58.5
Share Price (US\$/sh)	15.0	15.9	16.8	17.8	18.7	19.6	20.6	21.5	22.5
Upside/Downside to Target Price	74%	63%	54%	46%	39%	32%	26%	21%	16%
FCFEy NTM	21.2%	20.0%	18.9%	17.9%	17.0%	16.2%	15.5%	14.8%	14.2%
DVDy NTM	14.8%	14.0%	13.2%	12.5%	11.9%	11.3%	10.8%	10.3%	9.9%
EV/EBITDA NTM	2.6x	2.7x	2.8x	2.9x	3.0x	3.1x	3.2x	3.3x	3.4x
FCFEy 2027	17.5%	16.5%	15.6%	14.8%	14.0%	13.3%	12.7%	12.2%	11.7%
DVDy 2027	13.1%	12.3%	11.6%	11.0%	10.4%	9.9%	9.5%	9.1%	8.7%
EV/EBITDA 2027	2.9x	3.1x	3.2x	3.3x	3.4x	3.5x	3.6x	3.7x	3.8x

Fonte: BTG Pactual. Nota: Não incorporamos impactos de variação cambial em nossas premissas.

Gráfico 2: Petrobras vs. concorrentes globais - yield de fluxo de caixa ao acionista 2027E (%)


Fonte: Visible Alpha, BTG Pactual

Gráfico 3: Petrobras vs. concorrentes globais - yield ao acionista 2027E (%)


Fonte: Visible Alpha, BTG Pactual

Avaliando os cenários otimista e pessimista

Além da sensibilidade ao preço da ação, acreditamos que um segundo exercício útil é avaliar quanto o valor fundamental da Petrobras poderia mudar sob uma faixa razoável de resultados operacionais e de alocação de capital.

A Petrobras entra neste período com uma base operacional mais forte, apoiada por uma produção rodando acima do guidance de 2026, projetos já em execução, um ambiente de refino integrado ainda favorável e um balanço saudável. A alocação de capital permanece uma das variáveis-chave a monitorar, enquanto ajustes relevantes de preços de combustíveis fazem parte de nossas premissas de cenário base.

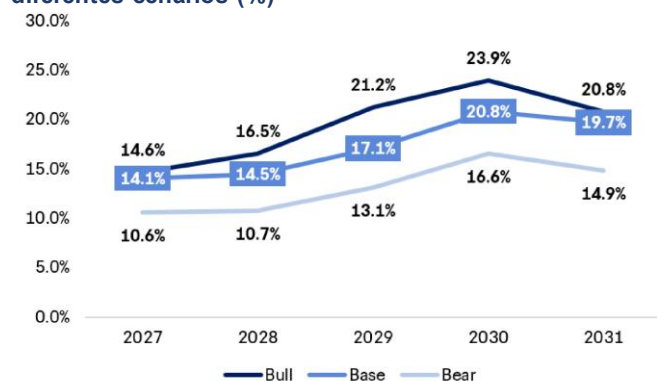
Tabela 4: Cenário base BTGe para a Petrobras

Base Case	2027	2028	2029	2030	2031
Assumptions					
SG&A/bbl	9.5	9.3	9.7	9.9	10.5
Fuel Pricing Adherence with IPP (%)	98%	98%	98%	98%	98%
Capex (US\$bn)	20.1	19.4	15.1	9.0	8.6
Asset Divestments (US\$bn)	0	0	0	0	0
Cost Of Equity (%)	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%
Outputs					
FCFE (US\$mn)	18.0	18.5	21.8	26.6	25.2
yield (%)	14.1%	14.5%	17.1%	20.8%	19.7%
Total Dividends (US\$mn)	13.3	13.4	14.0	16.1	18.2
yield (%)	10.5%	11.0%	12.6%	14.3%	13.9%
Price Target (R\$/sh)	65	65	65	65	65

Fonte: premissas do BTG Pactual.

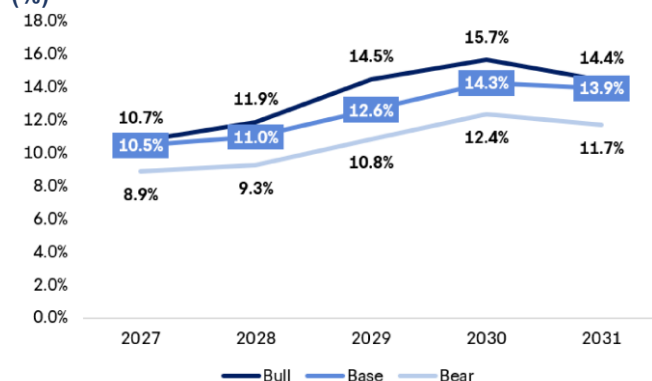
Vale notar que, embora nossos cenários otimista e pessimista incorporem mudanças em diversas variáveis, não esperamos que todas elas se materializem simultaneamente - ou necessariamente que se materializem. O histórico da Petrobras mostra que mudanças tendem a levar tempo para se materializar.

Gráfico 5: Petrobras - Yield de fluxo de caixa ao acionista sob diferentes cenários (%)



Fonte: BTGPactual. *O câmbio não muda nos cenários

Gráfico 6: Petrobras - Dividend yield sob diferentes cenários (%)



Fonte: BTGPactual. *O câmbio não muda nos cenários

Cenário otimista

No cenário otimista, o potencial de valorização viria de uma combinação de execução mais forte e melhor visibilidade. Isso poderia incluir melhor desempenho de produção e ramp-ups de FPSOs, apoiados pelo atual portfólio de projetos, maior previsibilidade na precificação de combustíveis e na alocação de capital, controle mais rígido de SG&A e mais disciplina em gastos incrementais fora do portfólio de alto retorno do pré-sal.

A reciclagem de portfólio também poderia gerar valor, particularmente se os recursos forem usados para reduzir dívida e aumentar o retorno aos acionistas. Melhor visibilidade nessas áreas poderia, por sua vez, sustentar um custo de capital próprio menor. Destacamos que um menor investimento não cria valor automaticamente. Embora um capex menor possa elevar o fluxo de caixa ao acionista no curto prazo, cortar projetos com rentabilidade atrativa também pode reduzir o valor presente líquido de longo prazo. O cenário mais construtivo, em nossa visão, é aquele em que a Petrobras continua financiando projetos comprometidos e de alto retorno no pré-sal, ao mesmo tempo em que se torna mais seletiva no capital incremental alocado fora do portfólio principal.

Não assumiríamos que todos esses catalisadores positivos se materializem ao mesmo tempo. Apesar de listarmos múltiplas variáveis, não esperamos que todas se materializem simultaneamente. Dito isso, acreditamos que, com algumas dessas alavancas se materializando, o potencial de valorização poderia melhorar de forma relevante.

Principais mudanças vs. cenário base:

- 1) Um corte gradual de SG&A de US\$ 250 milhões por ano até US\$ 1 bilhão;
- 2) Política de preços de combustíveis 100% alinhada aos preços internacionais;
- 3) US\$ 8 bilhões em desinvestimentos ao longo dos anos;
- 4) Redução de 2 p.p. no custo de capital próprio.

Tabela 7: Cenário otimista BTGe para a Petrobras

Bull Case	2027	2028	2029	2030	2031
Assumptions					
SG&A/bbl	9.3	8.9	8.9	8.9	9.4
Fuel Pricing Adherence with IPP (%)	100%	100%	100%	100%	100%
Capex (US\$mn)	20.1	19.4	15.1	9.0	8.6
Asset Divestments (US\$bn)	0	1.5	4.0	2.5	0
Cost Of Equity (%)	15.5%	15.5%	15.5%	15.5%	15.5%
Outputs					
FCFE (US\$mn)	18.7	21.1	27.1	30.5	26.5
yield (%)	14.6%	16.5%	21.2%	23.9%	20.8%
Dividend (US\$mn)	13.3	13.7	15.2	18.5	20.0
yield (%)	10.7%	11.9%	14.5%	15.7%	14.4%
Price Target (R\$/sh)	83	83	83	83	83

Fonte: premissas do BTG Pactual. Nota: Não incorporamos impactos de variação cambial em nossas premissas.

Cenário pessimista

Embora acreditemos que o cenário pessimista seja improvável, o exercício reflete uma redução gradual dos retornos, e não uma ruptura abrupta da estratégia da companhia. O risco de queda poderia vir de uma realização de preços de combustíveis mais fraca ou de atrasos maiores nos ajustes de preços, SG&A/opex mais altos, alocação incremental de capital em projetos de menor retorno, ou inflação de custos acima do que já está embutido em nossas estimativas.

Atrasos no ramp-up de FPSOs específicos também poderiam afetar a produção e a geração de caixa, enquanto menor visibilidade sobre precificação ou alocação de capital provavelmente se traduziria em um custo de capital próprio mais alto.

Mesmo em um cenário mais cauteloso, a Petrobras parte de uma base operacional muito mais forte do que em ciclos anteriores, em nossa visão. Menor lifting cost, maior produção e melhor utilização das refinarias oferecem suporte relevante à geração de caixa e devem sustentar os fundamentos.

A atenção dos investidores, em nossa visão, está menos em um retorno ao perfil operacional mais fraco do passado e mais em como a estratégia mudará frente ao ponto de partida atualmente forte. **Entrega operacional, disciplina de capital e previsibilidade permanecem as principais variáveis que determinam essa faixa de resultados.**

Principais mudanças vs. cenário base:

- 1) Um aumento gradual de SG&A de US\$ 250 milhões por ano até US\$ 1 bilhão;
- 2) Política de preços de combustíveis 90% alinhada aos preços internacionais;
- 3) US\$ 1,5 bilhão adicional de capex por ano ao longo do ciclo 2027-31;
- 4) Aumento de 2 p.p. no custo de capital próprio.

Tabela 8: Cenário pessimista BTGe para a Petrobras

Bear Case	2027	2028	2029	2030	2031
Assumptions					
SG&A/bbl	9.8	9.8	10.4	10.9	11.6
Fuel Pricing Adherence with IPP (%)	90%	90%	90%	90%	90%
Capex (US\$mn)	21.6	20.9	16.6	10.5	10.1
Asset Divestments (US\$bn)	0	0	0	0	0
Cost Of Equity (%)	19.5%	19.5%	19.5%	19.5%	19.5%
Outputs					
FCFE (US\$mn)	13.5	13.7	16.7	21.2	19.0
yield (%)	10.5%	10.7%	13.0%	16.5%	14.8%
Dividend (US\$mn)	13.3	11.4	11.9	13.8	15.8
yield (%)	8.9%	9.2%	10.8%	12.3%	11.7%
Price Target (R\$/sh)	42	42	42	42	42

Fonte: premissas do BTG Pactual. Nota: Não incorporamos impactos de variação cambial em nossas premissas.

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 vinculadas 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