BB Seguridade

BTG Pactual Equity Research
Seguros

04 de Novembro de 2026

Resultado do 3T26

LPA do 3T 8% acima do consenso, mas a maioria dos indicadores aponta para lucros menores à frente

A BB Seguridade reportou um 3T26 forte em relação às expectativas, com lucro líquido de R$2,43 bilhões (+13% t/t; -5% a/a), 14% acima da nossa estimativa e 8% acima do consenso. No entanto, olhando além do resultado acima do esperado, acreditamos que a maioria dos principais indicadores operacionais aponta para uma trajetória de lucros mais desafiadora à frente. A maior surpresa positiva veio da BrasilPrev, onde o resultado financeiro foi substancialmente mais forte do que o esperado, enquanto a BrasilSeg continuou se beneficiando de uma sinistralidade excepcionalmente favorável. Nenhuma das duas parece uma fonte particularmente sustentável de surpresas positivas. Mais importante, o principal desenvolvimento negativo veio do crescimento: os prêmios emitidos da BrasilSeg caíram 19% a/a e ficaram 12% abaixo da nossa estimativa, levando a gestão a revisar fortemente seu guidance de 2026, de -3%/+2% para -15%/-11%. Com os prêmios já em queda de 9% nos 9M26, o novo guidance implica outra queda de 17-34% a/a no 4T26, oferecendo pouca indicação de uma recuperação no curto prazo e implicando um efeito de carrego mais fraco para os prêmios ganhos e as receitas de corretagem nos próximos dois anos. Enquanto isso, o resultado operacional não decorrente de juros segue bem acima do guidance, em grande parte porque a sinistralidade ainda está excepcionalmente baixa, mas a base de comparação deve se tornar muito maior daqui em diante. Também vemos riscos de baixa relevantes vindos do próprio Banco do Brasil. O BB já vem crescendo abaixo do sistema financeiro, e acreditamos que ajustes adicionais de balanço e de crédito ainda podem ser necessários, potencialmente criando outro desafio para o canal de distribuição da BB Seguridade, particularmente para os produtos de seguros ligados ao crédito. Em outras palavras, os lucros do 3T foram claramente melhores do que o esperado, mas o cenário de lucros para os próximos anos parece pior, e não melhor.

Valuation	12/2024	12/2025	12/2026E	12/2027E	12/2028E
ROE %	91,6	102,1	91,0	82,4	77,2
P/VPA	8,3	7,8	7,9	7,2	6,5
P/L	8,9	8,0	9,4	9,4	9,1
Dividend Yield Líquido %	9,8	12,1	9,3	9,3	9,6
Financeiro (R$ milhões)	**12/2024**	**12/2025**	**12/2026E**	**12/2027E**	**12/2028E**
Receita	10.109	10.986	10.455	10.360	10.880
Lucro Antes de Impostos	9.764	11.034	10.523	10.477	10.877
Lucro Líquido	8.154	9.084	8.688	8.652	8.943
LPA (R$)	4,08	4,61	4,48	4,46	4,61
DPA líquido (R$)	3,56	4,43	3,93	3,91	4,04
VPA (R$)	4,35	4,63	5,14	5,68	6,25

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 03 de novembro de 2026.

Rating
NEUTRO

Sumário

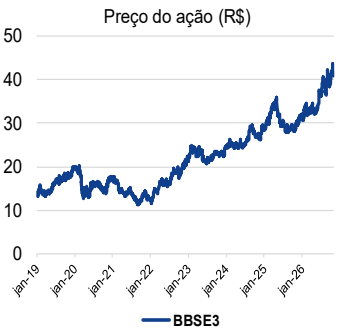
Ticker	BBSE3
Preço Alvo (R$)	40,0
Preço (R$)	40,8
Listagem	Novo Mercado
Market Cap. (R$ mn)	79.184
Vol. Méd. 12M (R$ mn)	236,61
Atualização Preço-alvo	04/08/2026

Valuation:

	2026E	2027E
P/L	9,4x	9,4x
P/VPA	7,9x	7,2x

Performance:

Novembro (%)	-1,3%
LTM (%)	38,5%



Analistas

Eduardo Rosman
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Ricardo Buchpiguel
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Antonio Pascale
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Marcel Zambello
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

BrasilSeg: resultado 3% acima do esperado, apesar de uma receita muito mais fraca

A BrasilSeg, subsidiária mais relevante da BB Seguridade, reportou lucro líquido de R$1,14 bilhão (-8% t/t; -11% a/a), 3% acima da nossa estimativa. O resultado acima do esperado, no entanto, veio apesar de uma receita particularmente fraca. Os prêmios emitidos brutos atingiram apenas R$3,57 bilhões (+1% t/t; -19% a/a), 12% abaixo da nossa estimativa. A deterioração foi generalizada, com os prêmios rurais caindo 24% a/a, o prestamista caindo 27% e o vida caindo 9%, enquanto o seguro residencial seguiu como o principal destaque positivo, crescendo 29%. A originação fraca ainda não se refletiu totalmente na DRE: os prêmios ganhos líquidos vieram 3% acima da nossa estimativa, em R$3,67 bilhões, apesar da queda de 5% a/a. Essa diferença temporal é justamente o motivo pelo qual acreditamos que a forte deterioração dos prêmios emitidos cria um importante efeito negativo de carrego para 2027 e, potencialmente, 2028.

Os sinistros mais uma vez foram o principal ponto positivo. Os sinistros ficaram 7% melhores do que a nossa projeção, com a sinistralidade em 23%, 2,6 p.p. abaixo da nossa estimativa, mesmo após subir 1,7 p.p. t/t e 0,9 p.p. a/a. Os custos de aquisição ficaram 8% piores do que a nossa estimativa, mas o melhor desempenho dos sinistros mais do que compensou, deixando o resultado operacional 6% acima da nossa projeção, em R$1,23 bilhão. O resultado financeiro, por outro lado, ficou 3% abaixo das expectativas e caiu 17% a/a, afetado por uma Selic mais baixa, um saldo de investimentos menor e custos mais altos relacionados a provisões judiciais.

BrasilPrev: operação razoável, mas o resultado financeiro explica a maior parte da surpresa

A BrasilPrev foi, de longe, a maior fonte de surpresa positiva, reportando lucro líquido de R$711 milhões (+111% t/t; estável a/a), mais de 50% acima da nossa estimativa. O quadro operacional foi razoável. As contribuições de previdência totalizaram R$13,9 bilhões (+5% a/a), praticamente em linha com a nossa projeção, enquanto as taxas de administração atingiram R$1,08 bilhão (+8% t/t; +6% a/a), 8% acima da nossa estimativa. O saldo médio de reservas cresceu 11% a/a, mais do que compensando a contínua compressão da taxa média de administração para 0,83%, ante 0,86% um ano antes. A captação líquida também seguiu sólida, em R$1,7 bilhão, ante R$3,9 bilhões de saídas no 3T25, com os índices de resgate e portabilidade nos melhores níveis em cinco anos. O resultado operacional não decorrente de juros atingiu, consequentemente, R$699 milhões, 15% acima da nossa estimativa e 3% maior a/a, enquanto o índice de eficiência melhorou 2,8 p.p. a/a, para 35,2%. Mas a maior parte da surpresa no lucro veio do resultado financeiro, que atingiu R$456 milhões, ante nossa projeção de R$177 milhões. O principal catalisador positivo foi um ganho de marcação a mercado de R$76 milhões em títulos para negociação atrelados à inflação, ante uma perda de R$46 milhões um ano antes. Esse benefício foi parcialmente compensado por um lado do passivo menos favorável: a deflação do IGP-M com defasagem de um mês foi menor do que no 3T25 (-1,9% vs. -2,1%), enquanto a revisão das premissas atuariais resultou na constituição de uma provisão complementar de cobertura, ante uma reversão no ano passado.

BB Corretora também superou nossas estimativas, mas as tendências subjacentes seguem fracas

A BrasilCap reportou lucro líquido de R$91 milhões (+21% t/t; estável a/a), 24% acima da nossa estimativa. A arrecadação com títulos de capitalização ficou 7% acima da nossa projeção, mas ainda caiu 5% a/a, enquanto a receita líquida de capitalização recuou 8%. Enquanto isso, o resultado financeiro atingiu R$154 milhões, 25% acima da nossa estimativa, embora ainda em queda de 8% a/a. Dito isso, a Selic mais baixa já começou a pressionar o rendimento dos ativos e a margem financeira, que se contraiu 0,3 p.p. a/a. A BB Corretora reportou lucro líquido de R$884 milhões (+3% t/t; -6% a/a), 5% acima da nossa estimativa. As receitas de corretagem atingiram R$1,41 bilhão, 7% acima da nossa projeção, com praticamente toda a surpresa vindo das comissões de seguros. É importante destacar que as receitas de corretagem não acompanham os prêmios emitidos do período na mesma proporção. A BB Corretora reconhece as comissões ao longo do tempo e carrega um estoque relevante de comissões a apropriar de vendas de períodos anteriores, enquanto a taxa efetiva de comissão também veio acima das nossas expectativas. Portanto, a forte deterioração das novas vendas de seguros ainda não se refletiu totalmente nas receitas da BB Corretora.

Recomendação Neutra mantida; seguimos preferindo Porto e Caixa Seguridade

Há quase um mês, promovemos um evento no Rio com o CFO da BB Seguridade, Rafael Sperendio, e o RI, Felipe Peres. A mensagem transmitida foi a de que a BB Seguridade poderia encerrar 2026 acima das nossas expectativas e das do consenso, especialmente se a companhia registrar ganhos adicionais de marcação a mercado após o recente movimento na parte longa da curva de juros. No entanto, embora tudo isso seja positivo para este ano, naturalmente cria uma base de comparação maior para 2027. Os prêmios seguem fracos, o que significa que os prêmios ganhos devem cair novamente no próximo ano; a sinistralidade deve, na melhor das hipóteses, permanecer estável, mas provavelmente se deteriorará um pouco; e o resultado financeiro também deve cair, ao menos em teoria. Nesse contexto, o debate central é se os lucros cairão um dígito baixo ou um dígito alto em 2027. Assim, embora a ação ainda negocie a um dividend yield atrativo de ~9,5% para 2027E e suas características defensivas possam parecer atraentes no ambiente atual, as perspectivas de crescimento de lucros para os próximos anos seguem desafiadoras, particularmente diante da pressão no seguro agrícola, da visibilidade limitada sobre o crescimento dos prêmios ligados ao crédito e do risco de renovação do acordo exclusivo de distribuição de corretagem com o Banco do Brasil em 2033. Além disso, com o BB operando em um ambiente mais digital, ainda é difícil vislumbrar uma reaceleração do crescimento do crédito e, consequentemente, uma recuperação do crescimento dos prêmios na BB Seguridade. Portanto, mantemos nossa recomendação Neutra para a BB Seguridade e reforçamos nossa preferência por Porto Seguro e Caixa Seguridade no setor de seguros, com esta última incluída em nossa carteira 10SIM por seu perfil mais defensivo.

Tabela 1: BB Seguridade - revisão dos resultados do 3T26 (R$ milhões)

BB Seguridade (Numbers in R$ millions)	3Q26A	3Q26E	3QA/3QE%	2Q26	3Q25	QoQ %	YoY %
Net Profit	**2,432**	**2,133**	**14.0%**	**2,152**	**2,562**	**13.0%**	**-5.1%**
Net Profit (Pre-Extraordinary)	**2,432**	**2,133**	**14.0%**	**2,152**	**2,562**	**13.0%**	**-5.1%**
EPS	1.25	1.10	14.0%	1.11	1.32	13.0%	-5.1%
EPS (Pre-extraordinary)	1.25	1.10	14.0%	1.11	1.32	13.0%	-5.1%
Summary Income Statement							
Income from brokerage	1,409	1,316	7.0%	1,371	1,481	2.7%	-4.9%
Equity Income	**1,442**	**1,223**	**17.9%**	**1,223**	**1,533**	**18.0%**	**-5.9%**
BrasilSeg (Life, Mortgage & Rural)	*849*	*821*	*3.3%*	*919*	*940*	*-7.7%*	*-9.7%*
BrasilPrev (Pension Plans)	*533*	*353*	*51.0%*	*253*	*532*	*110.5%*	*0.2%*
BrasilCap (Premium Bonds)	*60*	*49*	*24.0%*	*50*	*61*	*21.2%*	*-0.8%*
Total Revenues	**2,851**	**2,540**	**12.3%**	**2,594**	**3,014**	**9.9%**	**-5.4%**
Personnel Expenses	(24)	(25)	-2.7%	(26)	(24)	-6.4%	3.2%
Admin and Other Expenses	(226)	(201)	12.0%	(225)	(238)	0.4%	-5.3%
Total Expenses	**(250)**	**(226)**	**10.4%**	**(251)**	**(262)**	**-0.3%**	**-4.5%**
Financial Income	337	263	28.1%	279	324	20.7%	3.9%
Pre-Tax Income	**2,938**	**2,576**	**14.0%**	**2,622**	**3,076**	**12.0%**	**-4.5%**
Extraordinary Result	0	0	n.a.	0	0	n.a.	n.a.
Corporate Taxes	(506)	(443)	14.1%	(470)	(515)	7.5%	-1.7%
Tax Rate	15%	16%	-0.6pp	17%	16%	-1.2pp	-0.1pp
Summary Balance Sheet							
Total Assets	19,412	19,021	2.1%	20,468	19,324	-5.2%	0.5%
Shareholder`s Equity	12,125	11,568	4.8%	9,435	11,752	28.5%	3.2%
Profitability			in pp			in pp	
Net Margin	85.3%	84.0%	1.3pp	83.0%	85.0%	2.3pp	0.3pp
Adjusted ROAA	48.8%	43.2%	5.6pp	44.5%	51.8%	4.3pp	-3.0pp
Adjusted ROAE	90.2%	81.2%	9.0pp	83.2%	97.1%	7.0pp	-6.8pp

Fonte: BTG Pactual, relatórios da empresa.

Tabela 2: BrasilSeg - revisão dos resultados do 3T26 (R$ milhões)

BrasilSeg (Numbers in R$ millions)	3Q26A	3Q26E	3QA/3QE%	2Q26	3Q25	QoQ %	YoY %
Net Profit	**1,138**	**1,101**	**3.3%**	**1,232**	**1,272**	**-7.7%**	**-10.6%**
Net Profit (Pre-Extraordinary)	**1,138**	**1,101**	**3.3%**	**1,232**	**1,272**	**-7.7%**	**-10.6%**
Summary Income Statement							
Gross Written Premiums	**3,574**	**4,067**	**-12.1%**	**3,550**	**4,413**	**0.7%**	**-19.0%**
Net Reinsurance Ceded	(138)	(285)	-51.7%	(213)	(303)	-35.3%	-54.5%
Net Written Premiums	**3,436**	**3,783**	**-9.2%**	**3,337**	**4,110**	**3.0%**	**-16.4%**
Change in Unearned Premiums	238	(216)	-209.9%	368	(256)	-35.4%	-192.9%
Net Premiums Earned	**3,674**	**3,566**	**3.0%**	**3,705**	**3,855**	**-0.8%**	**-4.7%**
Claims	(847)	(914)	-7.3%	(792)	(855)	7.0%	-0.9%
Acquisition Costs	(1,237)	(1,144)	8.2%	(1,259)	(1,262)	-1.8%	-1.9%
Administrative Expenses	(210)	(206)	2.0%	(212)	(220)	-1.1%	-4.8%
Other Revenues / Expenses	(146)	(142)	3.1%	(147)	(160)	-0.7%	-8.9%
Total Underwriting Expenses	**(2,440)**	**(2,404)**	**1.5%**	**(2,410)**	**(2,497)**	**1.3%**	**-2.3%**
Underwriting Results	**1,233**	**1,162**	**6.2%**	**1,295**	**1,358**	**-4.7%**	**-9.2%**
Non-Insurance Revenues / Expenses	0	0	n.a.	0	0	n.a.	n.a.
Operating Results	**1,233**	**1,162**	**6.2%**	**1,295**	**1,358**	**-4.7%**	**-9.2%**
Investment Income	269	276	-2.6%	285	325	-5.8%	-17.3%
Pre-Tax Income	**1,500**	**1,435**	**4.5%**	**1,577**	**1,679**	**-4.9%**	**-10.7%**
Extraordinary Result	0	0	n.a.	0	0	n.a.	n.a.
Corporate Taxes	(350)	(322)	8.8%	(330)	(392)	6.0%	-10.7%
Tax Rate	23%	22%	0.9pp	21%	23%	2.4pp	0.0pp
Summary Balance Sheet							
Total Assets	26,140	25,516	2.4%	25,286	26,640	3.4%	-1.9%
Shareholder`s Equity	2,915	4,103	-28.9%	3,002	3,348	-2.9%	-12.9%
Profitability			in pp			in pp	
Net Margin	31.0%	30.9%	0.1pp	33.3%	33.0%	-2.3pp	-2.0pp
Adjusted ROAA	17.7%	17.3%	0.4pp	19.3%	19.3%	-1.6pp	-1.6pp
Adjusted ROAE	153.8%	124.0%	29.8pp	159.3%	150.8%	-5.5pp	3.0pp
Underwriting Ratios			in pp			in pp	
Loss ratio	23.1%	25.6%	-2.6pp	21.4%	22.2%	1.7pp	0.9pp
Comission Ratio	33.7%	32.1%	1.6pp	34.0%	32.7%	-0.3pp	0.9pp
G&A ratio	9.4%	9.8%	-0.3pp	9.7%	9.5%	-0.3pp	-0.1pp
Combined Ratio	66.2%	67.5%	-1.3pp	65.1%	64.4%	1.1pp	1.8pp

Fonte: BTG Pactual, relatórios da empresa.

Tabela 3: BB Corretora - revisão dos resultados do 3T26 (R$ milhões)

BB Broker (Numbers in R$ millions)	3Q26A	3Q26E	3QA/3QE%	2Q26	3Q25	QoQ %	YoY %
Gross Revenues	**1,409**	**1,316**	**7.0%**	**1,371**	**1,481**	**2.7%**	**-4.9%**
BrasilSeg	1,111	1,020	8.9%	1,123	1,159	-1.1%	-4.1%
Mapfre	40	43	-8.2%	39	38	3.4%	4.6%
Brasilprev	152	149	2.0%	107	142	42.5%	6.7%
Brasilcap	97	96	0.7%	94	135	2.4%	-28.6%
Other Revenues	9	8	15.7%	8	6	11.1%	54.0%
Net Revenues	**1,409**	**1,316**	**7.0%**	**1,371**	**1,481**	**2.7%**	**-4.9%**
Gross Profit	**1,409**	**1,316**	**7.0%**	**1,371**	**1,481**	**2.7%**	**-4.9%**
Operating Expenses	(243)	(236)	2.8%	(246)	(267)	-1.3%	-9.2%
Operating Profit	1,166	1,080	7.9%	1,125	1,213	3.6%	-3.9%
EBITDA	**1,166**	**1,080**	**7.9%**	**1,125**	**1,213**	**3.6%**	**-3.9%**
EBITDA Margin	82.8%	82.1%	0.7pp	82.1%	81.9%	0.7pp	0.8pp
Financial Revenues	171	176	-2.8%	168	207	1.8%	-17.3%
Non operational revenues	0	0	n.a.	0	0	n.a.	n.a.
Net Income	**884**	**842**	**5.0%**	**858**	**943**	**3.0%**	**-6.2%**
Effective Tax	34.0%	33.0%	1.0pp	33.7%	33.7%	0.2pp	0.2pp
Adj Net Income	884	842	5.0%	858	943	3.0%	-6.2%
Net Income	**884**	**842**	**5.0%**	**858.4**	**943.0**	**3.0%**	**-6.2%**
Summary Balance Sheet							
Total Assets	7,937	9,181	-13.5%	8,686	8,277	-8.6%	-4.1%
Shareholder`s Equity	890	848	5.0%	6	949	14716.6%	-6.2%

Fonte: BTG Pactual, relatórios da empresa.

Tabela 4: BrasilPrev - revisão dos resultados do 3T26 (R$ milhões)

BrasilPrev (Numbers in R$ millions)	3Q26A	3Q26E	3QA/3QE%	2Q26	3Q25	QoQ %	YoY %
Net Profit	**711**	**471**	**50.9%**	**337**	**709**	**110.6%**	**0.2%**
Net Profit (Pre-Extraordinary)	**711**	**471**	**50.9%**	**337**	**709**	**110.6%**	**0.2%**
Summary Income Statement							
Pension Plan Contributions & VGBL premiums	**13,908**	**13,821**	**0.6%**	**10,166**	**13,290**	**36.8%**	**4.7%**
Retained Pension Plan Contributions & VGBL premiums	3	5	-27.3%	3	4	-1.1%	-11.3%
Income from AuM fees	1,081	1,002	7.9%	997	1,021	8.4%	5.8%
Net Premiums Earned	**52**	**68**	**-23.8%**	**51**	**56**	**1.0%**	**-6.7%**
Total Underwriting expenses	**(384)**	**(404)**	**-5.0%**	**(391)**	**(396)**	**-1.6%**	**-2.9%**
Other Revenues/Expenses	(53)	(60)	-11.7%	(47)	(6)	12.7%	785.3%
Operating Results	**699**	**610**	**14.5%**	**614**	**679**	**13.7%**	**2.9%**
Investment Income	456	177	158.4%	(49)	468	-1022.9%	-2.6%
Pre-Tax Income	**1,155**	**787**	**46.8%**	**565**	**1,147**	**104.5%**	**0.7%**
Extraordinary Result	0	0	n.a.	0	0	n.a.	n.a.
Corporate Income Taxes	(440)	(311)	41.3%	(223)	(433)	97.5%	1.5%
Tax Rate	38%	40%	-1.8pp	40%	38%	-1.8pp	0.0pp
Summary Balance Sheet							
Total Assets	521,397	512,441	1.7%	502,720	465,843	3.7%	11.9%
Shareholder`s Equity	5,900	4,917	20.0%	4,851	5,531	21.6%	6.7%
Profitability			in pp			in pp	
Adjusted ROAE	52.9%	38.6%	14.3pp	26.8%	50.1%	26.1pp	2.8pp

Fonte: BTG Pactual, relatórios da empresa.

Tabela 5: BrasilCap - revisão dos resultados do 3T26 (R$ milhões)

BrasilCap (Numbers in R$ millions)	3Q26A	3Q26E	3QA/3QE%	2Q26	3Q25	QoQ %	YoY %
Net Profit	**91**	**73**	**23.9%**	**75**	**91**	**21.3%**	**-0.9%**
Summary Income Statement							
Capitalization Bond Income	**1,761**	**1,645**	**7.0%**	**1,618**	**1,849**	**8.8%**	**-4.8%**
Provisions	(1,578)	(1,465)	7.7%	(1,441)	(1,650)	9.5%	-4.4%
Net Capitalization Income	**183**	**180**	**1.6%**	**177**	**199**	**3.2%**	**-7.8%**
Total Underwriting expenses	**(186)**	**(186)**	**0.0%**	**(183)**	**(218)**	**1.7%**	**-14.3%**
Operating Results	**(3)**	**(6)**	**-45.2%**	**(6)**	**(19)**	**-44.3%**	**-82.3%**
Investment Income	154	124	24.6%	132	167	16.5%	-7.7%
Pre-Tax Income	**151**	**117**	**28.2%**	**126**	**148**	**19.4%**	**1.9%**
Extraordinary Result	0	0	n.a.	0	0	n.a.	n.a.
Corporate Income Taxes	(56)	(42)	35.3%	(48)	(52)	16.1%	7.5%
Tax Rate	37%	35%	2.0pp	38%	35%	-1.1pp	2.0pp
Summary Balance Sheet							
Total Assets	14,135	13,035	8.4%	14,010	14,176	0.9%	-0.3%
Shareholder`s Equity	973	1,034	-5.9%	961	1,023	1.3%	-4.9%
Profitability			in pp			in pp	
Adjusted ROAE	37.5%	29.3%	8.1pp	32.4%	37.4%	5.1pp	0.1pp

Fonte: BTG Pactual, relatórios da empresa.

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