Rede D'Or

BTG Pactual Equity Research
Saúde

13 de Novembro de 2026

Resultados do 3T26

Resultados do 3T recorrentes e sólidos, considerando todos os fatores

A Rede D'Or reportou um 3T26 sólido, com resultados operacionais amplamente em linha com as nossas estimativas e lucro líquido ajustado 9% acima das nossas expectativas. O EBITDA ajustado consolidado (excluindo itens não recorrentes e incluindo a receita financeira de ativos vinculados) atingiu R$3,6 bilhões (+12% a/a), enquanto o lucro líquido ajustado ficou em R$1,39 bilhão (-2% a/a). Importante, o trimestre foi relativamente limpo, sem grandes itens não recorrentes distorcendo o desempenho subjacente. Vemos esses resultados como particularmente positivos considerando a base de comparação exigente: o 3T25 foi, possivelmente, o trimestre mais forte do segmento hospitalar desde o IPO da Rede D'Or. Nesse contexto, a empresa entregou tendências operacionais resilientes, com os hospitais apresentando desempenho ligeiramente acima das expectativas e a SulAmérica seguindo sólida, apesar de um EBITDA um pouco abaixo do esperado. No geral, acreditamos que a Rede D'Or passou com sucesso no teste da base de comparação forte, e vemos os resultados de forma positiva.

Valuation	12/2024	12/2025	12/2026E	12/2027E	12/2028E
RoIC (EBIT) %	16,3	20,7	25,0	28,1	31,7
EV/EBITDA	7,7	9,5	6,9	5,8	4,9
P/L	15,6	20,0	15,0	12,6	10,3
Dividend Yield Líquido %	2,4	7,2	5,0	3,6	4,2
Financeiro (R$ milhões)	**12/2024**	**12/2025**	**12/2026E**	**12/2027E**	**12/2028E**
Receita	57.821	64.618	70.302	78.032	87.274
EBITDA	9.300	11.363	13.730	16.181	18.679
Lucro Líquido	3.658	4.540	5.113	6.105	7.423
LPA (R$)	1,63	2,03	2,28	2,72	3,31
DPA líquido (R$)	0,62	2,93	1,70	1,23	1,43
Dívida Líquida/Caixa	(14.755)	(17.455)	(17.862)	(16.680)	(14.669)

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 12 de novembro de 2026.

Rating
COMPRA

Sumário

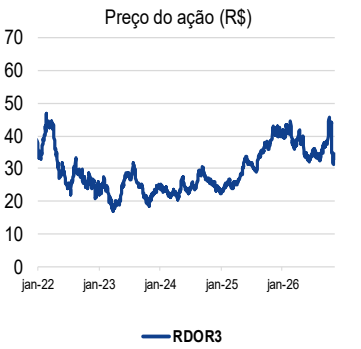
Ticker	RDOR3
Preço Alvo (R$)	58,0
Preço (R$)	34,3
Listagem	Novo Mercado
Market Cap. (R$ mn)	74.499
Vol. Méd. 12M (R$ mn)	293,33
Atualização Preço-alvo	17/08/2026

Valuation:

	2026E	2027E
P/L	15,0x	12,6x
EV/EBITDA	6,9x	5,8x

Performance:

Novembro (%)	8,2%
LTM (%)	-17,4%



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.

Hospitais: margem bruta forte e EBITDA resiliente, apesar de volumes mais fracos

A receita líquida dos hospitais aumentou 10% a/a, para R$9,15 bilhões, amplamente em linha com as nossas estimativas, sustentada principalmente pelo crescimento do ticket médio (+10% a/a), enquanto as diárias caíram 1% a/a frente a uma base de comparação forte e a taxa de ocupação atingiu 79,6% (-200bps a/a). Os volumes cirúrgicos foram mais resilientes (+4% a/a), enquanto as receitas de oncologia cresceram 18% a/a. Mais importante, a margem bruta dos hospitais expandiu expressivos 230bps a/a, para 28%, superando nossa projeção em 210bps, refletindo sólida disciplina de custos e eficiência operacional. O EBITDA reportado atingiu R$2,44 bilhões (+5% a/a; 6% acima das nossas expectativas), enquanto o EBITDA ajustado (excluindo a reversão tributária do ano passado e outros itens não recorrentes) aumentou 14% a/a (vs. nossa projeção de +8% a/a), um desempenho particularmente sólido frente a uma base de comparação excepcionalmente forte. A margem EBITDA ajustada melhorou 40bps a/a, para 27%. A forte expansão da margem bruta não resultou integralmente em expansão da margem EBITDA, em parte devido a maiores despesas com serviços de terceiros relacionadas a investimentos em tecnologia. Ainda assim, vemos o desempenho dos hospitais como um dos principais pontos positivos do trimestre.

SulAmérica: ainda sólida, apesar de um EBITDA um pouco abaixo do esperado

A SulAmérica entregou mais um trimestre de tendências operacionais saudáveis, com a receita líquida aumentando 5% a/a, para R$8,85 bilhões (2% abaixo das nossas expectativas), sustentada pela contínua expansão da base de beneficiários (+64 mil vidas). A base de beneficiários de seguro saúde atingiu 3,23 milhões de vidas (+4% a/a), enquanto a sinistralidade melhorou 240bps a/a e 30bps t/t, para 77,7%, ligeiramente pior que a nossa estimativa de 77,5%. No entanto, o EBITDA ajustado atingiu R$1,08 bilhão (+6% a/a), 6% abaixo da nossa projeção, refletindo principalmente maiores provisões para contingências e despesas com terceiros. Apesar do resultado um pouco abaixo do esperado, acreditamos que o desempenho subjacente seguiu bastante sólido, com crescimento orgânico consistente, contínuos ganhos de beneficiários e novas melhoras na rentabilidade da subscrição.

Geração de caixa sólida e desalavancagem adicional

O fluxo de caixa foi outro destaque positivo. A geração de caixa operacional atingiu R$2,8 bilhões (+19% a/a), sustentada por uma dinâmica saudável de capital de giro, incluindo mais uma redução sequencial dos dias de recebíveis (109 dias vs. 115 dias no 3T25). A dívida líquida (excluindo reservas técnicas) caiu R$523 milhões t/t, para R$22,3 bilhões, com a alavancagem caindo para 1,65x Dívida líquida/EBITDA (ante 1,71x no 2T26). Importante, essa desalavancagem ocorreu apesar das contínuas distribuições aos acionistas, incluindo R$368 milhões em dividendos e juros sobre capital próprio, além das recompras de ações em andamento. O capex orgânico atingiu R$811 milhões, queda de 29% a/a.

Segue como nosso Top Pick; a queda recente oferece um ponto de entrada atrativo

Seguimos muito construtivos com a Rede D'Or e aproveitaríamos a queda recente das ações, provocada pela incerteza macro no Brasil, para aumentar a exposição. O trimestre reforça nossa visão de que a empresa segue operando de maneira constante, com momentum operacional

sólido, margens resilientes e geração de caixa consistente, o que pode abrir espaço para revisões para cima dos lucros. Com a Rede D'Or negociando abaixo de 13x P/L de 2027, perto da mínima de seu intervalo histórico de valuation, vemos uma relação risco-retorno cada vez mais atrativa. Reiteramos a Rede D'Or como nosso Top Pick em saúde no Brasil.

Tabela 1: Rede D'Or - Resumo dos resultados do 3T - Hospitais

Hospitals	3Q26A	3Q26E	3Q25A	2Q26A	A / E	Y / Y	Q / Q
Gross Revenues	**10,340.7**	**10,237.7**	**9,388.3**	**9,869.1**	**1.0%**	**10.1%**	**4.8%**
Hospitals	9,093.8	9,007.8	8,333.8	8,719.6	1.0%	9.1%	4.3%
Oncology	1,246.9	1,229.9	1,054.5	1,149.5	1.4%	18.2%	8.5%
Deductions	**(1,189.6)**	**(1,156.9)**	**(1,083.3)**	**(1,131.8)**	**2.8%**	**9.8%**	**5.1%**
Glosa (Disallow ances/Cancelations)	(569.0)	(563.1)	(522.3)	(548.5)	1.0%	8.9%	3.7%
as % of gross revenues	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	*0.0 p.p*	*0.0 p.p*	*0.0 p.p*
Taxes on Gross Revenues	(620.6)	(593.8)	(561.0)	(583.4)	4.5%	10.6%	6.4%
as % of gross revenues	6.8%	6.6%	6.7%	6.7%	*0.2 p.p*	*0.1 p.p*	*0.1 p.p*
Net Revenues	**9,151.1**	**9,080.9**	**8,305.1**	**8,737.3**	**0.8%**	**10.2%**	**4.7%**
COGS	(6,588.3)	(6,732.7)	(6,173.9)	(6,423.5)	-2.1%	6.7%	2.6%
Gross Profit	**2,562.7**	**2,348.1**	**2,131.2**	**2,313.9**	**9.1%**	**20.2%**	**10.8%**
Gross Margin	*28.0%*	*25.9%*	*25.7%*	*26.5%*	*2.1 p.p*	*2.3 p.p*	*1.5 p.p*
EBITDA	**2,437.9**	**2,319.4**	**2,323.1**	**2,291.5**	**5.1%**	**4.9%**	**6.4%**
EBITDA Margin	*26.6%*	*25.5%*	*28.0%*	*26.2%*	*1.1 p.p*	*-1.3 p.p*	*0.4 p.p*
Adjustments	(47.8)	45.4	(132.2)	(8.9)	-205.3%	-63.8%	436.7%
Adj. EBITDA	**2,390.1**	**2,364.8**	**2,190.9**	**2,282.6**	**1.1%**	**9.1%**	**4.7%**
Adj. EBITDA Margin	*26.1%*	*26.0%*	*26.4%*	*26.1%*	*0.1 p.p*	*-0.3 p.p*	*0.0 p.p*
Operating Beds	10,585	10,717	10,443	10,596	-1.2%	1.4%	-0.1%
Occupancy Rates	79.6%	80.0%	81.6%	80.2%	-0.4 p.p	-2.0 p.p	-0.6 p.p
Patient Days (000`)	776.5	777.9	783.8	771.1	-0.2%	-0.9%	0.7%
Hospital Average Ticket (BTG)	11,710.6	11,579.5	10,633.2	11,308.7	1.1%	10.1%	3.6%
Oncology Infusions	79,528.0	77,476.6	72,408.0	75,818.0	2.6%	9.8%	4.9%
Oncology Average Ticket (BTG)	15,678.3	15,874.4	14,563.7	15,161.5	-1.2%	7.7%	3.4%

Fonte: Empresa e BTG Pactual.

Tabela 2: Rede D'Or - Resumo dos resultados do 3T - SulAmérica

SulAmérica	3Q26A	3Q26E	3Q25A	2Q26A	A / E	Y / Y	Q / Q
Net Revenues	**8,845.6**	**8,995.6**	**8,457.1**	**8,705.9**	**-1.7%**	**4.6%**	**1.6%**
COGS	(7,429.0)	(7,465.1)	(7,216.7)	(7,319.0)	-0.5%	2.9%	1.5%
Technical Provisions	(153.4)	(189.4)	(166.1)	(181.3)	-19.0%	-7.7%	-15.4%
Gross Profit	**1,263.3**	**1,341.1**	**1,074.2**	**1,205.6**	**-5.8%**	**17.6%**	**4.8%**
Gross Margin	*14.3%*	*14.9%*	*12.7%*	*13.8%*	*-0.6 p.p*	*1.6 p.p*	*0.4 p.p*
G&A + Other Expenses	(671.2)	(656.7)	(549.5)	(634.8)	2.2%	22.2%	5.7%
EBIT	**592.1**	**684.4**	**524.8**	**570.8**	**-13.5%**	**12.8%**	**3.7%**
D&A	43.0	42.2	40.0	41.4	2.0%	7.5%	4.0%
EBITDA	**635.1**	**726.6**	**564.8**	**612.2**	**-12.6%**	12.4%	3.7%
EBITDA Margin	*7.2%*	*8.1%*	*6.7%*	*7.0%*	*-0.9 p.p*	*0.5 p.p*	*0.1 p.p*
Financial results over restricted assets	447.1	424.0	459.5	505.2	5.5%	-2.7%	-11.5%
One-offs	0.0	0.0	0.0	0.0	-	-	-
Adj. EBITDA	**1,082.2**	**1,150.6**	**1,024.3**	**1,117.4**	-5.9%	5.7%	-3.2%
EBITDA Margin	*12.2%*	*12.8%*	*12.1%*	*12.8%*	*-0.6 p.p*	*0.1 p.p*	*-0.6 p.p*
Net Adds Healthcare (000')	63.8	41.1	72.6	(10.0)	55.1%	-12.2%	-738.0%
HC membership (000')	3,227.6	3,203.2	3,098.4	3,163.8	0.8%	4.2%	2.0%
MLR	**77.7%**	**77.5%**	**80.1%**	**78.1%**	**0.2 p.p**	**-2.4 p.p**	**-0.3 p.p**

Fonte: Empresa e BTG Pactual.

Tabela 3: Rede D'Or - Resumo dos resultados do 3T - Consolidado

Consolidated P&L	3Q26A	3Q26E	3Q25A	2Q26A	A / E	Y / Y	Q / Q
Net Revenues	**17,996.7**	**18,076.4**	**16,762.1**	**17,443.2**	**-0.4%**	**7.4%**	**3.2%**
Net Revenues (ex- eliminations)	**15,405.4**	**15,604.3**	**14,583.1**	**14,910.2**	**-1.3%**	**5.6%**	**3.3%**
COGS	(14,170.7)	(14,387.2)	(13,556.7)	(13,923.8)	-1.5%	4.5%	1.8%
Gross Profit	**3,826.0**	**3,689.2**	**3,205.4**	**3,519.5**	**3.7%**	**19.4%**	**8.7%**
Gross Margin	*21.3%*	*20.4%*	*19.1%*	*20.2%*	*0.9 p.p*	*2.1 p.p*	*1.1 p.p*
SG&A + Other expenses	(1,244.1)	(1,201.5)	(886.6)	(1,163.4)	3.5%	40.3%	6.9%
Equity Income		0.0	0.0	0.0	-	-	-
EBIT	**2,581.9**	**2,487.7**	**2,318.8**	**2,356.1**	**3.8%**	**11.3%**	**9.6%**
D&A	491.2	558.4	569.0	547.6	-12.0%	-13.7%	-10.3%
Added value amortization	66.6	86.9	79.7	66.6	-23.4%	-16.5%	0.0%
EBITDA	**3,073.0**	**3,046.1**	**2,887.9**	**2,903.7**	**0.9%**	**6.4%**	**5.8%**
EBITDA Margin	*19.9%*	*19.5%*	*19.8%*	*19.5%*	*0.4 p.p*	*0.1 p.p*	*0.5 p.p*
Non recurring	339.3	424.0	291.5	436.3	-	16.4%	-22.2%
Stock Options	60.0	45.4	35.8	60.0	32.1%	67.6%	0.0%
Adj. EBITDA (RDOR)	**3,472.3**	**3,515.5**	**3,215.2**	**3,400.0**	**-1.2%**	**8.0%**	**2.1%**
Adj. EBITDA Margin	*19.3%*	*19.4%*	*19.2%*	*19.5%*	*-0.2 p.p*	*0.1 p.p*	*-0.2 p.p*
Financial Results	(715.9)	(727.6)	(524.2)	(745.0)	-1.6%	36.6%	-3.9%
Tax Income	(411.8)	(412.3)	(338.8)	(371.7)	-0.1%	21.5%	10.8%
Effective tax rate	*22.1%*	*23.4%*	*18.9%*	*23.1%*	*-1.4 p.p*	*3.2 p.p*	*-1.0 p.p*
Net Income	**1,454.2**	**1,347.8**	**1,455.8**	**1,239.4**	**7.9%**	**-0.1%**	**17.3%**
Net Margin	*8.1%*	*7.5%*	*8.7%*	*7.1%*	*0.6 p.p*	*-0.6 p.p*	*1.0 p.p*
Minority Income	(90.2)	(82.8)	(64.2)	(80.7)	8.9%	40.4%	11.8%
Net Income (after minorities)	**1,364.0**	**1,265.0**	**1,391.6**	**1,158.7**	**7.8%**	**-2.0%**	**17.7%**
Net Margin	*7.6%*	*7.0%*	*8.3%*	*6.6%*	*0.6 p.p*	*-0.7 p.p*	*0.9 p.p*
Capitalized Borrowing Costs	(22.3)	(52.8)	(31.5)	(40.5)	-57.8%	-29.3%	-45.0%
Added value amortization after tax and others	43.9	57.3	52.6	43.9	-23.4%	-16.5%	0.0%
Adj. net Income (BTG)	**1,385.7**	**1,269.5**	**1,412.7**	**1,162.2**	**9.2%**	**-1.9%**	**19.2%**
Adj. Net Margin	*7.7%*	*7.0%*	*8.4%*	*6.7%*	*0.7 p.p*	*-0.7 p.p*	*1.0 p.p*

Financials	3Q26A	3Q26E	3Q25A	2Q26A	A / E	Y / Y	Q / Q
Net Debt - Rede D'Or	**22,274.8**	**23,461.7**	**16,975.7**	**22,797.4**	**-5.1%**	**31.2%**	**-2.3%**
Net Debt - Rede D'Or (ex-provisions)	**12,564.5**	**13,770.9**	**8,553.4**	**13,296.0**	**-8.8%**	**46.9%**	**-5.5%**
ND/EBITDA	**1.65x**	**-**	**0.88x**	**1.71x**	**-**	**87.5%**	**-3.5%**
Dividends + IoE	**368.3**	**-**	**237.7**	**311.2**	**-**	**55.0%**	**18.4%**
Organic capex	**810.6**	**759.2**	**1,148.8**	**888.3**	**6.8%**	**-29.4%**	**-8.7%**
Expansion	672.3	614.6	999.5	772.1	9.4%	-32.7%	-12.9%
Maintenance	138.3	144.6	149.3	116.2	-4.4%	-7.4%	19.0%

Fonte: Empresa e 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