Vale

BTG Pactual Equity Research
Mineração & Siderurgia

18 de Novembro de 2026

O momento atual da companhia

Poucos motivos para o otimismo

A tese de investimento da Vale tornou-se cada vez mais desafiadora, pressionada pela deterioração dos fundamentos do minério de ferro, por alguns desafios bottom-up e pela inflação de custos. Com o minério de ferro se aproximando de mínimas de vários anos, abaixo de US$90/t, o momentum de resultados segue negativo, agravado por fretes elevados e por algumas decepções operacionais em Carajás, em particular em Serra Norte. Reconhecemos que a Vale se tornou menos atraente em relação às concorrentes australianas, com uma estrutura de custos menos competitiva, menor geração de fluxo de caixa livre e dividendos em queda. Estamos reduzindo nossas estimativas de EBITDA para 2027-28 em 17%/18% e o preço-alvo para R$ 75,00. Ainda assim, com as expectativas já fortemente deprimidas, acreditamos que rebaixar a recomendação agora seria um movimento tardio. Mantemos nossa recomendação de Compra, embora com menor convicção.

Por que não rebaixar a recomendação?

Reconhecemos a falta de catalisadores no curto prazo, mas acreditamos que boa parte do pessimismo já está precificada no consenso. Nossa percepção é de que as expectativas de EBITDA do buy-side para 2027 já recuaram para US$13-14 bilhões, o minério de ferro negocia próximo de mínimas de vários anos e estimamos que 10-15% da oferta global esteja operando com prejuízo. Os ajustes de oferta começam a se materializar, em especial entre os produtores brasileiros de maior custo, enquanto o posicionamento dos investidores em Vale já é fortemente underweight. Além disso, acreditamos que a ação precifica muito pouco valor para o seu pipeline de crescimento em cobre, tratando a Vale, na prática, como uma empresa puramente de minério de ferro, o que nos parece excessivo. A sazonalidade também pode se tornar mais favorável com a aproximação do 1T27, já que interrupções de oferta relacionadas ao clima no Brasil e na Austrália costumam restringir a disponibilidade de minério transoceânico. Vemos poucos motivos para adotar uma visão negativa neste ponto do ciclo.

Valuation	12/2023	12/2024	12/2025E	12/2026E	12/2027E
RoIC (EBIT) %	22,2	16,9	9,6	13,3	14,8
EV/EBITDA	4,4	3,5	4,5	4,5	4,4
P/L	8,5	6,1	23,6	7,2	6,1
Dividend Yield %	8,2	10,3	6,4	11,3	3,9

Resumo Financeiro (US$ milhões)	12/2023	12/2024	12/2025E	12/2026E	12/2027E
Receita	41.784	38.056	38.403	41.080	39.901
EBITDA	19.260	15.363	15.869	12.243	13.053
Lucro Líquido	7.983	6.166	2.352	6.151	7.310
LPA (US$)	1,87	1,44	0,55	1,44	1,71
DPA líquido (US$)	1,29	0,92	0,83	1,18	0,40
(Dívida Líquida)/Caixa	(16.867)	(16.466)	(15.574)	(17.065)	(16.654)

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 18 de novembro de 2026.

Rating
COMPRA

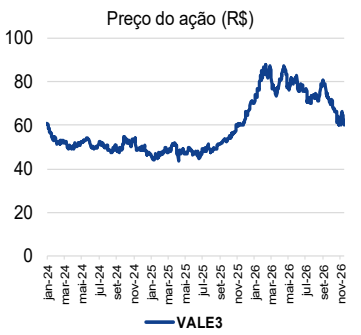
Sumário	
Ticker	VALE3
Preço Alvo (R$)	75,0
Preço (R$)	60,3
Listagem	Novo Mercado
Market Cap. (R$ mn)	256.793
Vol. Méd. 12M (R$ mn)	1.784,05
Atualização Preço-alvo	18/11/26

Valuation:

	2026E	2027E
P/L	7,2x	6,1x
EV/EBITDA	4,5x	4,4x

Performance:

Novembro (%)	-2,7%
LTM (%)	0,1%



Analistas

Leonardo Correa
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Marcelo Arazi
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Rodrigo Gotardo
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Marcel Zambello
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Carajás (Serra Norte): declínio estrutural agravado por desafios operacionais

Carajás Serra Norte segue como fonte de preocupação, com a produção recuando 27% a/a no 3T26, refletindo uma combinação de interrupções operacionais temporárias e restrições estruturais de lavra. A administração destacou problemas de confiabilidade da frota, dificuldades na partida dos caminhões autônomos, interrupções causadas por chuvas e maior teor de alumina/argila como os principais fatores da fraqueza trimestral. De forma encorajadora, a produção diária de outubro já operava cerca de 15% acima dos níveis do 3T, sugerindo alguma normalização à medida que esses problemas são resolvidos. No entanto, o quadro geral segue desafiador: a produção de Serra Norte caiu de 147Mt em 2017 para uma estimativa de 70-75Mt em 2026, com nossas projeções apontando para apenas 72Mt em 2027 (esgotamento anual de ~7% na última década). As restrições relacionadas a cavernas seguem como limitação estrutural, com a administração buscando alternativas mesmo sem mudanças regulatórias. Ainda assim, acreditamos que o declínio de longo prazo de Serra Norte segue como um grande desafio operacional para a Vale, com implicações para a qualidade dos produtos, os custos e a capacidade da companhia de sustentar o crescimento da produção total.

Minério de ferro: um mercado ainda em busca de suporte

Acreditamos que o colapso dos preços do minério de ferro para ~US$89/t reflete uma combinação de fatores negativos, e não um fato isolado. O setor imobiliário da China segue estruturalmente deprimido, o consumo de aço é fraco (queda de 4-5% no ano) e as margens comprimidas das siderúrgicas continuam entre os principais desafios. A produção chinesa de aço bruto cai cerca de 3% a/a, enquanto os estoques nos portos permanecem elevados, em ~150Mt (~42 dias de consumo). Pelo lado da oferta, Simandou está acelerando mais rápido do que o esperado, já operando acima de 30Mtpa em base anualizada, o que aumenta a pressão sobre um mercado já superofertado. Ainda assim, olhando para a curva global de custos, temos dificuldade em enxergar preços do minério de ferro abaixo de US$90/t como sustentáveis, considerando a imensa pressão financeira sobre os produtores brasileiros, as minas domésticas chinesas e as empresas privadas de maior custo. Os ajustes de oferta já começam a se materializar e, embora o momento de uma recuperação permaneça incerto, acreditamos que os preços atuais estão cada vez mais descolados da rentabilidade sustentável do setor.

A pressão de custos: o Brasil sente o impacto

Preços mais baixos do minério de ferro são apenas metade do problema: a inflação de custos e os fretes elevados adicionam pressão sobre a rentabilidade do setor. O frete spot Brasil-China, que chegou brevemente a ~US$42/t, moderou para ~US$33,85/t, mas segue bem acima dos níveis normalizados. A Vale está consideravelmente mais protegida do que as empresas privadas brasileiras, beneficiando-se de escala, produtos de maior qualidade e contratos de frete de longo prazo que cobrem ~70% das necessidades de transporte. No entanto, sua posição de custos segue estruturalmente desfavorável em relação às concorrentes australianas, enquanto seus próprios custos C1 também têm sofrido pressão, com a administração tendo como meta ~US$23/t em 2026. Aos preços atuais, consultorias estimam que mais de 120Mtpa da oferta transoceânica esteja economicamente pressionada, o que pode acelerar a racionalização do setor. Para a Vale, uma recuperação relevante das margens provavelmente exigirá alguma combinação de fretes menores, melhores prêmios de produto e melhora dos volumes de produção no Sistema Norte.

Cobre: uma história de crescimento atraente, mas é preciso ter paciência

A Vale Base Metals segue como um dos componentes mais atraentes da tese de investimento de longo prazo da Vale, com expressivo potencial de crescimento em cobre, embora vejamos poucos catalisadores no curto prazo. A administração continua mirando um aumento da produção de cobre de ~380kt para 700kt ao longo do tempo, com intensidade de capital abaixo de US$15 mil/t, sustentado por expansões brownfield e por um robusto pipeline de projetos. Entre os marcos principais estão a decisão de investimento em Alemão em 2027, com primeira produção esperada em 2030, e o avanço de Salobo CPF, que progride à frente do cronograma. Acreditamos que a capacidade de execução tem sido encorajadora, mas a realidade é que volumes incrementais e fluxos de caixa relevantes ainda estão a vários anos de distância, limitando a disposição do mercado de capitalizar esse crescimento no momento. É importante destacar que acreditamos que o valuation atual da Vale atribui muito pouco valor à sua base de ativos de cobre, tratando a companhia, na prática, como uma produtora puramente de minério de ferro. Isso nos parece cada vez mais excessivo, especialmente dado o potencial do cobre de melhorar de forma relevante o mix de resultados e o valuation da Vale nos próximos anos.

O problema do valor relativo: empresas australianas e Petrobras parecem melhores

Um dos maiores desafios da Vale é que seu apelo relativo de investimento se deteriorou, mesmo após a recente correção das ações. Em comparação com Rio Tinto, BHP e Fortescue, a Vale enfrenta uma desvantagem estrutural de frete, uma base de custos mais inflacionária e, talvez, um negócio de cobre menor do que o de BHP/RIO (= sem expansão de múltiplos pelo cobre no curto prazo). Enquanto isso, revisões negativas sucessivas de resultados comprimiram os yields de fluxo de caixa prospectivos e a capacidade de dividendos, reduzindo a atratividade da ação para investidores com foco em renda. A comparação com a Petrobras também se tornou cada vez mais desfavorável, em especial em termos de remuneração ao acionista e geração de caixa de curto prazo. Em resumo, calculamos que a Vale apresenta atualmente um yield de fluxo de caixa ao acionista de 5-7%, em grande parte em linha com as concorrentes australianas e com uma diferença de, no mínimo, 5-7 p.p. em relação à Petrobras. A dívida líquida expandida da Vale, de ~US$16 bilhões, limita ainda mais sua flexibilidade, enquanto dividendos extraordinários parecem improváveis em 2026. Acreditamos que essas desvantagens relativas ajudam a explicar por que a ação segue fora de favor, apesar das expectativas já deprimidas dos investidores.

Preço-alvo reduzido para R$ 75,00 de R$ 90,00

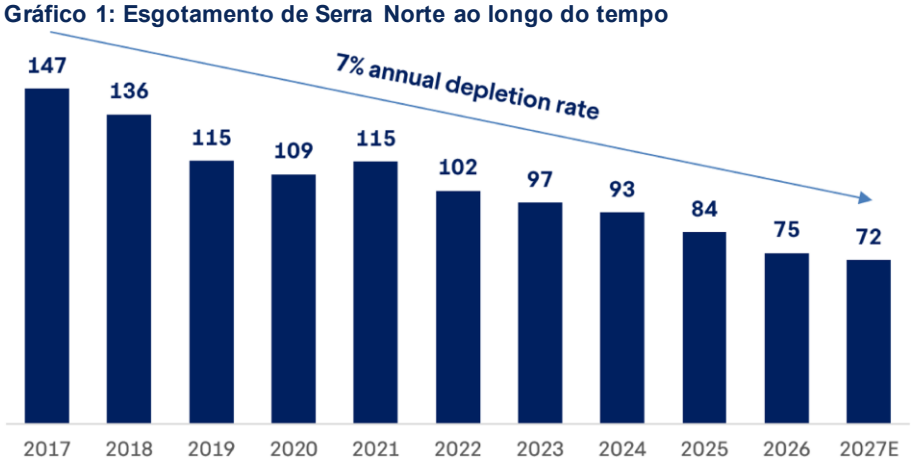
Estamos novamente reduzindo nossas estimativas de EBITDA para 2027-28 em 17%/18%, incorporando uma curva de preços do minério de ferro mais conservadora, inflação de custos persistente, menores volumes no Sistema Norte e premissas de frete atualizadas. Nossas projeções revisadas de EBITDA são de US$13,1 bilhões, enquanto nosso preço-alvo cai para R$ 75,00 de R$ 90,00. Com EV/EBITDA de 4,4x em 2027E e yield de fluxo de caixa de 5%, reconhecemos que a Vale deixou de ser uma proposta de valor óbvia em relação às concorrentes globais. No entanto, acreditamos que a ação já desconta uma combinação particularmente desfavorável de preços de commodities, desempenho operacional e opcionalidade limitada em cobre. Nossa tese de investimento depende cada vez mais de uma eventual normalização da rentabilidade do setor de minério de ferro, de algum alívio nos custos de frete e de melhorias operacionais graduais em Carajás, com o cobre oferecendo potencial de valorização no longo prazo. Não esperamos uma expansão rápida de múltiplos, mas vemos mais potencial de valorização do que de queda a partir dos níveis atuais, especialmente à medida que a racionalização da oferta ganhe tração. Mantemos nossa recomendação de Compra, com menor convicção, preferindo paciência a um rebaixamento no fim do ciclo.

Tabela 1: Estimativas novas vs. antigas

Vale	New		Old		Difference	
US$mn	2027E	2028E	2027E	2028E	2027E	2028E
Iron Ore prices (US$/t)	93	90	97	95	-4%	-5%
Revenue	39,901	40,584	42,390	43,501	-6%	-7%
Adj. EBITDA	13,053	13,344	15,677	16,277	-17%	-18%
Adj. EBITDA margin	33%	33%	40%	40%	-731 bps	-668 bps
Recurring FCF Yield	5%	6%	10%	10%	-476 bps	-446 bps
Dividend Yield	4%	4%	8%	9%	-400 bps	-480 bps

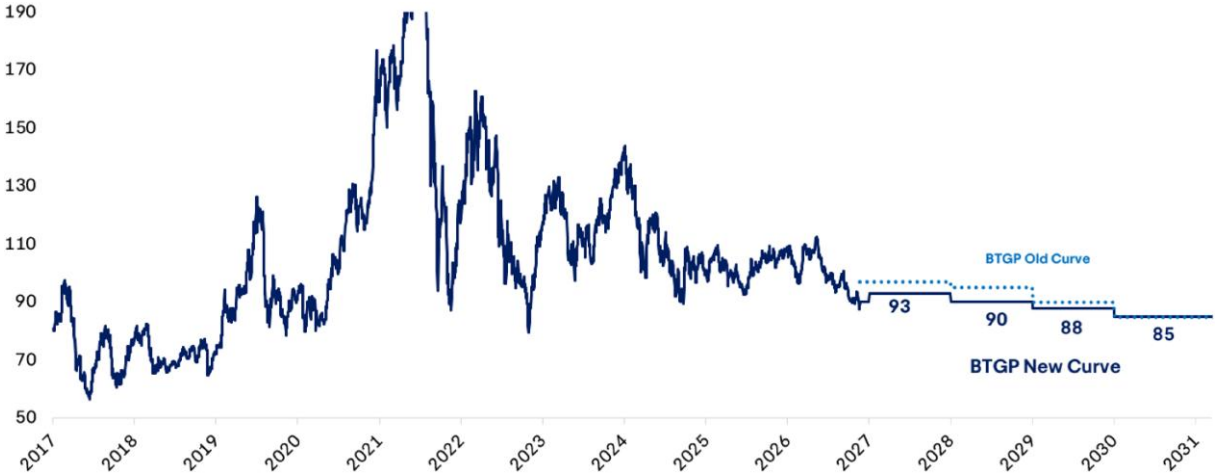
Fonte: Vale, BTG Pactual.

Gráfico 1: Esgotamento de Serra Norte ao longo do tempo



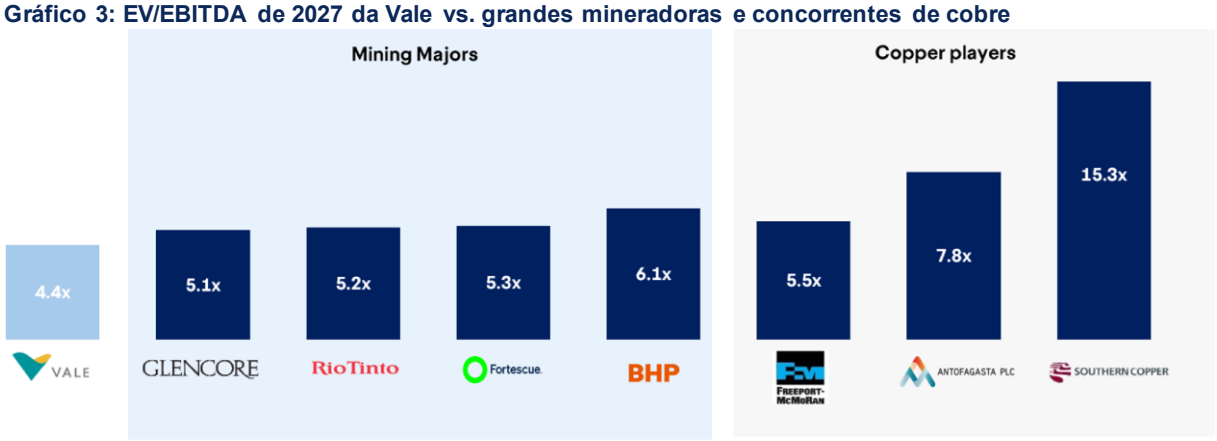
Fonte: Vale, BTG Pactual.

Gráfico 2: Perspectiva para o preço do minério de ferro (US$/t)



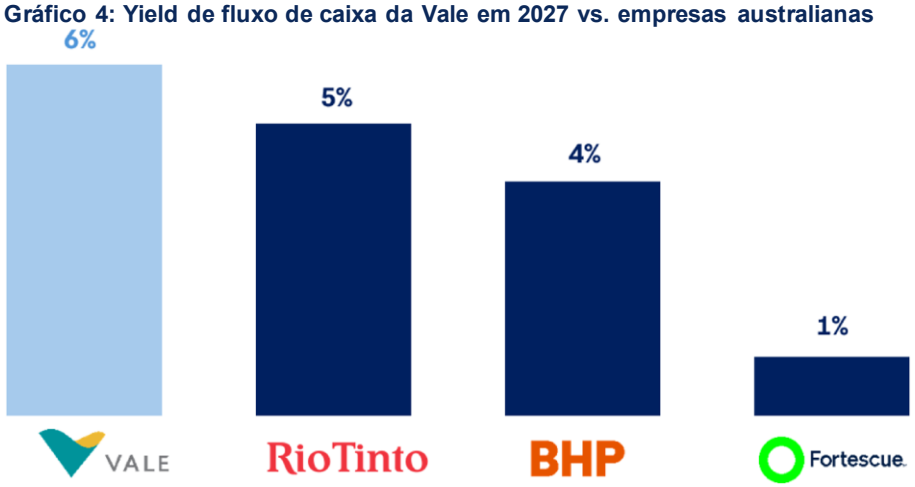
Fonte: Platts, BTG Pactual.

Gráfico 3: EV/EBITDA de 2027 da Vale vs. grandes mineradoras e concorrentes de cobre



Fonte: Bloomberg, BTG Pactual. Nota: utilizamos estimativas de consenso da Bloomberg para Fortescue, Rio Tinto e BHP.

Gráfico 4: Yield de fluxo de caixa da Vale em 2027 vs. empresas australianas



Fonte: Vale, BTG Pactual. Nota: utilizamos estimativas de consenso da Bloomberg para Fortescue, Rio Tinto e BHP.

Tabela 2: Sensibilidade do EBITDA de 2027 (US$ milhões)

USD / BRL \ Iron Ore pricing - US$/t	78	83	88	93	98	103	108
5.0	8,162	9,669	11,176	12,683	14,189	15,696	17,203
5.1	8,236	9,743	11,250	12,757	14,264	15,771	17,277
5.2	8,310	9,817	11,324	12,831	14,338	15,845	17,352
5.3	8,384	9,891	11,398	12,905	14,412	15,919	17,426
5.4	8,459	9,965	11,472	12,979	14,486	15,993	17,500
5.5	8,533	10,040	11,547	13,053	14,560	16,067	17,574
5.6	8,607	10,114	11,621	13,128	14,635	16,142	17,648
5.7	8,681	10,188	11,695	13,202	14,709	16,216	17,723
5.8	8,755	10,262	11,769	13,276	14,783	16,290	17,797
5.9	8,830	10,336	11,843	13,350	14,857	16,364	17,871
6.0	8,904	10,411	11,918	13,424	14,931	16,438	17,945

Fonte: Vale, BTG Pactual.

Tabela 3: Sensibilidade do EV/EBITDA de 2027

USD / BRL \ Iron Ore pricing - US$/t	78	83	88	93	98	103	108
5.0	7.3x	6.1x	5.2x	4.6x	4.0x	3.6x	3.2x
5.1	7.2x	6.1x	5.2x	4.5x	4.0x	3.6x	3.2x
5.2	7.2x	6.0x	5.1x	4.5x	4.0x	3.6x	3.2x
5.3	7.1x	5.9x	5.1x	4.5x	3.9x	3.5x	3.2x
5.4	7.0x	5.9x	5.1x	4.4x	3.9x	3.5x	3.2x
5.5	7.0x	5.8x	5.0x	4.4x	3.9x	3.5x	3.2x
5.6	6.9x	5.8x	5.0x	4.4x	3.9x	3.5x	3.1x
5.7	6.8x	5.7x	4.9x	4.3x	3.8x	3.4x	3.1x
5.8	6.7x	5.7x	4.9x	4.3x	3.8x	3.4x	3.1x
5.9	6.7x	5.6x	4.9x	4.3x	3.8x	3.4x	3.1x
6.0	6.6x	5.6x	4.8x	4.2x	3.8x	3.4x	3.1x

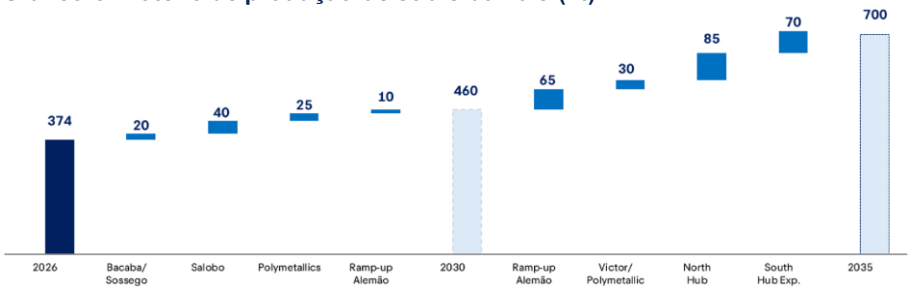
Fonte: Vale, BTG Pactual.

Tabela 4: Sensibilidade do yield de fluxo de caixa de 2027

USD / BRL \ Iron Ore pricing - US$/t	78	83	88	93	98	103	108
5.0	-3%	-1%	2%	4%	7%	10%	12%
5.1	-3%	0%	2%	5%	7%	10%	12%
5.2	-3%	0%	2%	5%	8%	10%	13%
5.3	-3%	0%	3%	5%	8%	10%	13%
5.4	-2%	0%	3%	5%	8%	11%	13%
5.5	-2%	1%	3%	6%	8%	11%	13%
5.6	-2%	1%	3%	6%	9%	11%	14%
5.7	-2%	1%	4%	6%	9%	11%	14%
5.8	-1%	1%	4%	6%	9%	12%	14%
5.9	-1%	2%	4%	7%	9%	12%	14%
6.0	-1%	2%	4%	7%	10%	12%	15%

Fonte: Vale, BTG Pactual.

Gráfico 5: Roteiro de produção de cobre da Vale (kt)



Fonte: Vale, 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