

Arezzo (ARZZ3): Uma plataforma de marcas

Resiliência combinada com novos caminhos de crescimento

Há anos, a Arezzo é vista como uma empresa premium no varejo brasileiro, justificando seu valuation mais caro, com execução superior na gestão da marca e na operação com sucesso de seu modelo de franquia asset light. Sua alta participação no mercado de calçados brasileiros (em seu nicho) pode significar menos espaço para crescimento no mercado local, apesar de manter um ritmo sólido de abertura de lojas. Mas o movimento do ano passado para se tornar distribuidor exclusivo de Vans no Brasil e recente aquisição da Reserva (no segmento de vestuário) abrem novos caminhos de crescimento. Nossa tese positiva reflete: (i) expansão resiliente no mercado local (ajudada pelo e-commerce e crescimento multicanal nos próximos anos), também ajudada no próximo ano por uma potencial recuperação do consumo das classes de renda mais alta; (ii) novas marcas a bordo, como Vans e Reserva e (iii) resultados mais saudáveis na operação nos Estados Unidos, com base nos canais de atacado e e-commerce.

Crescendo além do core business; Brasil é um país difícil para players estrangeiros

Após anos desenvolvendo marcas de sucesso do zero, usando sua expertise em franquia, sourcing local e estrutura de logística, a Arezzo anunciou em outubro de 2019 um acordo de 5 anos para se tornar o distribuidor exclusivo da “Vans” no Brasil. Além de adicionar aproximadamente R\$ 240 milhões em receitas (a partir de 2019), o negócio criou outra via de crescimento. Como o Brasil é um ambiente difícil para players estrangeiros operarem por conta própria, vemos muitas oportunidades para a Arezzo, que anunciou recentemente a aquisição da marca de vestuário brasileira Reserva (R\$ 435 milhões em vendas no ano passado) em um negócio que totaliza R\$ 715 milhões, a ser pago aos acionistas da Reserva, aumentando seu mercado endereçável para R\$ 40 bilhões (vs. seu mercado atual de R\$ 11 bilhões), em linha com sua estratégia de construir uma plataforma de marca mais ampla.

Construindo um marketplace de marcas como um player multicanal de e-commerce

Embora o e-commerce (pré-pandemia) representasse apenas cerca de 10% das vendas totais da Arezzo (12% na Schutz e 15% na Fiever), a empresa fez um rápido progresso e a vemos bem posicionada para alavancar sua vasta base de lojas e seu reconhecimento de marca (que geralmente leva a um CAC mais baixo), como há muito tempo argumentamos, é o caso de players de nicho (multicanal) de sucesso no Brasil. No terceiro trimestre, a Arezzo disse que o click-and-collect estava disponível em 64% das lojas (vs. 56% no 2T20), com o envio saindo da loja em 33% das lojas (vs. 26% no 2T20 e 29% no 1T20), enquanto a venda remota atingiu 100% das lojas (quando a loja vende produtos enviando um link de pagamento com cartão de crédito via WhatsApp). Enquanto

BTG Pactual – Equity Research:

Luiz Guanais

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Gabriel Savi

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

Analise.Acoes@btgpactual.com

Arezzo Co (ARZZ3)

Data	19/11/2020
Ticker	ARZZ3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	80,0
Preço (R\$)	68,7
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	6.248,81
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	36,56

Valuation:

	2020E	2021E
P/L	353,1x	32,0x
EV/EBITDA	46,6x	19,2x

Stock Performance:

Novembro (%)	13,9%
LTM (%)	15,4%



isso, após um lançamento suave de sua plataforma de mercado em agosto, a empresa lançará oficialmente ZZMALL em 19 de novembro, com suas próprias 7 marcas (1P) e 30 marcas (de terceiros) no negócio 3P (e 500 mil SKUs), que deve incluir segmentos como calçados, vestuário e joias.

Valuation	12/2018E	12/2019E	12/2020E	12/2021E	12/2022E
RoIC (EBIT) %	34,9	33,9	8,0	30,1	34,7
EV/EBITDA	20,8	19,1	46,6	19,2	16,0
P/L	34,6	35,6	353,1	32,0	27,2
Dividend Yield %	2,3	1,9	0,9	2,1	2,2

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2018E	12/2019E	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	1.527	1.679	1.504	2.478	2.699
EBITDA	231	301	138	380	450
Lucro Líquido	142	162	18	214	252
LPA (R\$)	1,59	1,80	0,19	2,02	2,38
DPA líquido (R\$)	1,28	1,19	0,58	1,43	1,52
Dívida Líquida/Caixa	124	17	-252	-317	-218

Fonte: Relatórios da empresa, Bovespa, estimativas do BTG Pactual S.A. / Valuations: com base no último preço das ações do ano; (E) com base no preço das ações de R\$ 68,70, em 18 de Novembro de 2020.

CAGR de lucro líquido de 18% nos próximos 5 anos justifica múltiplos maiores em comparação com os pares

Estamos ajustando nossos números e incorporando a Reserva ao nosso modelo (ela acrescenta R\$ 9/ação ao nosso preço-alvo). De acordo com nossas novas estimativas, alcançamos um CAGR de lucro líquido de 18% para os próximos 5 anos, justificando múltiplos mais altos em comparação com os pares de varejo. Nosso preço-alvo de R\$ 80/ação (vs. R\$ 50/ação anteriormente) reflete as perspectivas de maior crescimento após uma queda em 2020 para as bandeiras da Vans e da Arezzo, bem como a incorporação da Reserva, implicando em um potencial de valorização de 16% em relação aos preços atuais, com a ARZZ3 atualmente sendo negociada a 32x P/L 2021 e 27x P/L 2022.

Vários caminhos de crescimento para uma empresa premium

Há anos, a Arezzo é vista como uma empresa premium no universo do varejo brasileiro, justificando um múltiplo superior ao setor, com execução superior na gestão da marca e no sucesso da operação de seu modelo de franquia asset light.

Nossa tese positiva é baseada em três pilares: (i) expansão resiliente no mercado local (ajudada pelo e-commerce e crescimento multicanal nos próximos anos), também ajudada no próximo ano por uma potencial recuperação no consumo das classes de renda mais alta; (ii) integração de novas marcas, como Vans e Reserva e (iii) resultados mais saudáveis na operação nos Estados Unidos, com base nos canais de atacado e e-commerce.

Enquanto a já elevada participação de mercado da Arezzo em calçados brasileiros (em seu nicho) significa menos espaço para o crescimento de suas marcas principais no mercado local (que deve ser ajudado por um ritmo sólido de abertura de lojas e investimentos em e-commerce). A mudança no ano passado para se tornar distribuidor exclusivo de Vans no Brasil e a recente aquisição da Reserva dão um vislumbre de uma nova avenida de crescimento.

No caso da Vans, a Arezzo anunciou em outubro do ano passado que fechou um acordo para se tornar distribuidora exclusiva da marca no Brasil. A Vans, que faz parte da VF Corporation, está presente em 84 países por meio de uma rede de subsidiárias, distribuidores e lojas parceiras. Possui mais de 2.000 lojas em todo o mundo, incluindo lojas próprias, franquias e multimarcas.

Com o acordo, a Arezzo passou a ser distribuidora exclusiva da Vans, pelo prazo inicial de 5 anos, com possibilidade de prorrogação por mais 2 anos, dependendo do cumprimento de determinadas métricas operacionais e financeiras.

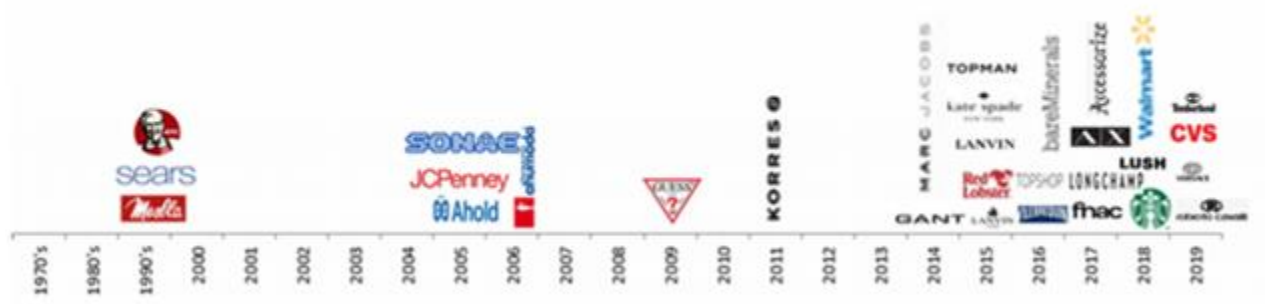
Nos termos do Contrato de Distribuição, a companhia pode: (i) abrir e operar, por conta própria, lojas de Vans; (ii) conceder a terceiros o direito de abrir e operar lojas de Vans; (iii) estabelecer relacionamento com revendedores autorizados (multimarcas); e (iv) operar por meio de sites aprovados. A Vans teve vendas de ~R\$ 240 milhões no ano passado, com margem EBITDA de ~15% (sem incluir royalties que a Arezzo terá de pagar a partir de agora).

O anúncio da parceria com a Vans, um modelo de negócio diferente do *Modus Operandi* da Arezzo de (com sucesso) desenvolver marcas do zero, é positivo, aumentando as avenidas de crescimento no mercado doméstico da ARZZ por meio de uma marca complementar (ARZZ já tem 20% das vendas de calçados casuais), e no que poderia ser o primeiro passo para a empresa tornar-se um verdadeiro portfólio de marcas (além de Arezzo, Schutz, Ana Capri, Alexandre Birman, Fiever e Alme).

De fato, olhando para a história das marcas internacionais que operam no Brasil, o país tem sido um mercado difícil para players estrangeiros, o que favorece parcerias com players locais como a Arezzo.

As questões regulatórias, as complexidades do sistema tributário e os gargalos de logística fizeram com que os players de sucesso no exterior (por exemplo, Amazon, Zara e Walmart) lutassem para ganhar força no país.

Figura 1: Cronograma de fechamento de lojas de varejistas internacionais no Brasil



Fonte: BTG Pactual

Os impostos para varejistas de vestuário podem chegar a 20% a 35% do preço das roupas no Brasil. Somando-se todos os impostos de uma indústria têxtil, um produto de jeans, por exemplo, tem cerca de 40% de seu valor final referente a impostos. Para produtos internacionais, a carga tributária de importação chega a 35% para roupas e calçados.

Embora acreditemos que um sistema tributário mais simples e menos caro no futuro possa encorajar varejistas estrangeiros a expandir ou iniciar operações no Brasil (para alguns deles, parece mais uma volta), acreditamos na natureza fragmentada da indústria brasileira de vestuário e calçados torna difícil para os players sem uma estrutura de cadeia de abastecimento nacional estabelecida para prevalecer.

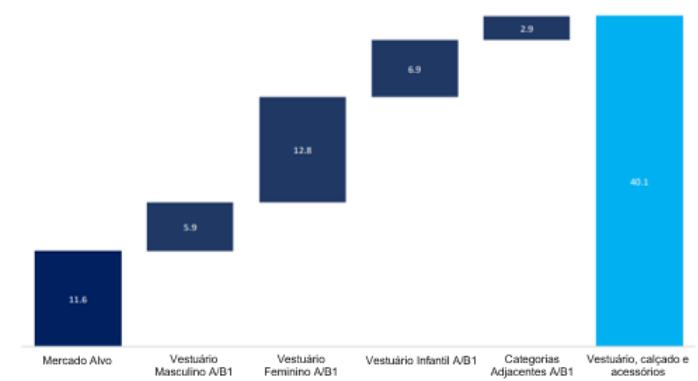
A Arezzo terceiriza 90% da produção, mas principalmente na região Sul do Brasil (Vale dos Sinos), aproveitando seu porte para negociar a compra de matéria-prima em conjunto com fornecedores locais.

Mas, além dos desafios para as marcas internacionais, a atual fragmentação do mercado de vestuário e calçados também abre espaço para uma maior consolidação entre os players locais. No caso da Reserva, a Arezzo anunciou a aquisição da marca brasileira de confecções em outubro deste ano, em uma transação que totalizou R\$ 715 milhões a serem pagos aos acionistas da Reserva (parte em dinheiro, com R\$ 175 milhões após o fechamento do negócio e R\$ 50 milhões após um ano e o restante em ações da Arezzo). Após a transação, os acionistas da Reserva deterão 8,7% da Arezzo (com novas ações a serem emitidas), enquanto os fundadores da Arezzo deterão 45,8% (contra 50,3% anteriormente).

A transação implica um múltiplo passado EV / Vendas de 1,65x para a Reserva (considerando R\$ 435 milhões em vendas no ano passado, ou ~20% das vendas da ARZZ, e R\$ 33 milhões em dívida líquida). A transação também implica um EV / EBITDA 2019 de 14,3x-17,9x para Reserva (vs. 22,3x de ARZZ3) e deve trazer ~R\$ 80 milhões em VPL de ágio (não incluído nos múltiplos da transação).

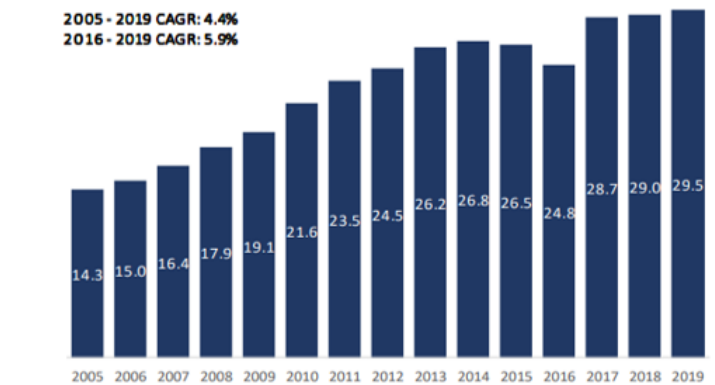
A Reserva possui 78 lojas no Brasil (excluindo 33 franquias), opera em mais de 1,5 mil lojas multimarcas e já tem 25% das vendas totais no canal online. A Arezzo implantará seu modelo de gestão de franquias nas seis marcas da Reserva, que inclui a bandeira Reserva (78 lojas próprias e 33 franquias); uma marca infantil, Reserva Mini (14 lojas); Reserva Oficina (3 lojas); a marca de moda feminina Eva (8 lojas); Reserva Ink., que imprime camisetas personalizadas e vende online; e a Reserva Go, conceito de loja de calçados lançado recentemente pela Reserva.

Gráfico 1: Arezzo & Co TAM (mercado endereçável total) - R\$ bi

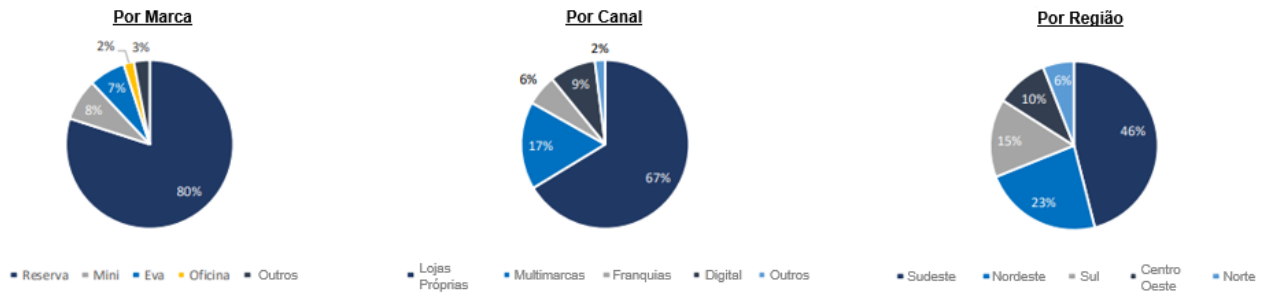


Fonte: Empresa e BTG Pactual

Gráfico 2: Mercado de moda masculina no Brasil (R\$ bilhões)



Fonte: Euromonitor e BTG Pactual

Gráfico 3: Composição de vendas da Reserva


Fonte: Empresa e BTG Pactual

De acordo com nosso cálculo, a Reserva adiciona R\$ 9 ao nosso preço-alvo, assumindo um CAGR de lucro líquido de 15% nos próximos cinco anos, com o e-commerce sendo responsável por 15% das vendas totais da marca e uma margem EBITDA de ~ 13% até 2025.

Tabela 1: Análise financeira da Reserva

R\$ milhões	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Receita Bruta		553,9	644,3	736,2	839,5	956,4
- Impostos sobre Receita		-103,2	-120,1	-137,2	-156,5	-178,3
Receita Líquida		450,6	524,2	599,0	683,0	778,1
- CPV		-235,7	-274,2	-313,3	-357,3	-407,0
= Lucro Bruto		214,9	250,0	285,7	325,8	371,1
- Despesa de Vendas		-119,0	-135,9	-152,2	-170,2	-190,0
- Desp. Gerais e & Adm		-44,4	-51,6	-59,0	-67,2	-76,6
- Depreciação		-20,9	-24,3	-27,8	-31,7	-36,1
= EBIT		30,6	38,2	46,7	56,7	68,4
+ Depreciação		20,9	24,3	27,8	31,7	36,1
= EBITDA		51,5	62,6	74,5	88,3	104,5
- Despesas Financeiras (Receitas)		-4,9	-5,7	-6,5	-7,4	-8,4
= EBT		46,6	56,9	68,0	81,0	96,1
- Imposto de Renda		-15,9	-19,3	-23,1	-27,5	-32,7
= Lucro Líquido		30,8	37,5	44,9	53,4	63,4
Crescimento						
Receita		27%	16%	14%	14%	14%
EBITDA			21%	19%	19%	18%
Lucro			22%	20%	19%	19%
Margem Bruta		47,7%	47,7%	47,7%	47,7%	47,7%
Margem EBITDA		11,4%	11,9%	12,4%	12,9%	13,4%
Margem Líquida		6,8%	7,2%	7,5%	7,8%	8,2%
Número de lojas próprias	78	88	98	108	118	128
Lojas Próprias						
Lojas abertas		10	10	10	10	10
Lojas fechadas		0	0	0	0	0
Números de Franquias	32	42	52	62	72	82
Lojas de Fraquia						
Lojas abertas		10	10	10	10	10
Lojas fechadas		0	0	0	0	0
R\$ milhões	2021	2022	2023	2024	2025	
Lucro Líquido (R\$ milhões)	30,8	37,5	44,9	53,4	63,4	
+ Depreciação	20,9	24,3	27,8	31,7	36,1	
- Capex	-11,2	-11,7	-12,2	-12,7	-13,3	
- Capital de Giro	-128,0	-20,9	-21,2	-23,9	-27,0	
FCF	-87,5	29,2	39,2	48,5	59,3	
Câmbio	5,1	4,6	4,5	4,4	4,5	
FCF (US\$ milhões)	-17,2	6,4	8,7	11,0	13,0	
Número de anos	0,0	1,0	2,0	3,0	4,0	
Valor presente (US\$ milhões)	-17,2	5,9	7,4	8,7	9,5	
Valor por ação (R\$ milhões)	9,0					

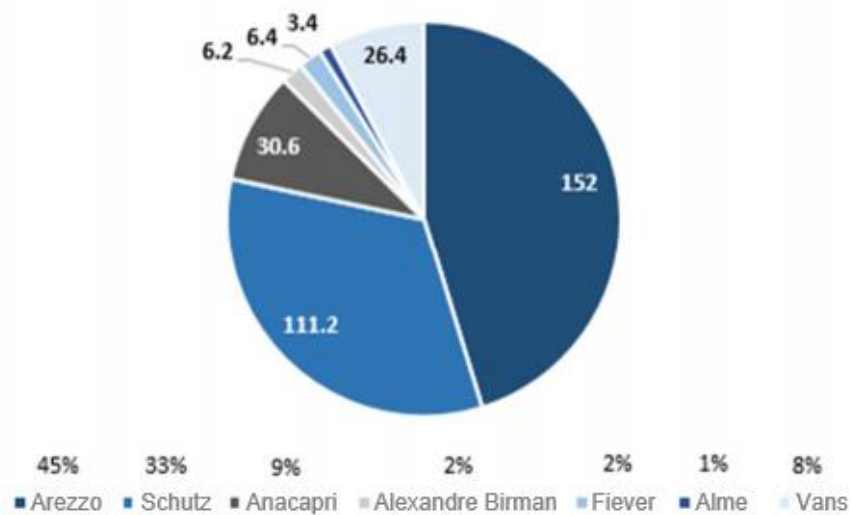
Fonte: BTG Pactual

Sucesso como um player de nicho multicanal

Com novas marcas abrindo uma avenida de crescimento adicional para a Arezzo, a empresa também investiu no aprimoramento de sua estrutura de cadeia de suprimentos e na proposta multicanal.

Depois de abrir um novo CD especificamente para e-commerce em 2019, a empresa pretende escalar sua proposta multicanal. Antes da pandemia, a plataforma multicanal da Arezzo já apresentava um crescimento resiliente em todas as suas marcas, com as vendas de e-commerce representando 10% das vendas totais na Arezzo, 12% na Schutz e 15% na Fiever.

Gráfico 4: Vendas de e-commerce da Arezzo por marca no 2T20 (R\$ milhões e como % das vendas totais)

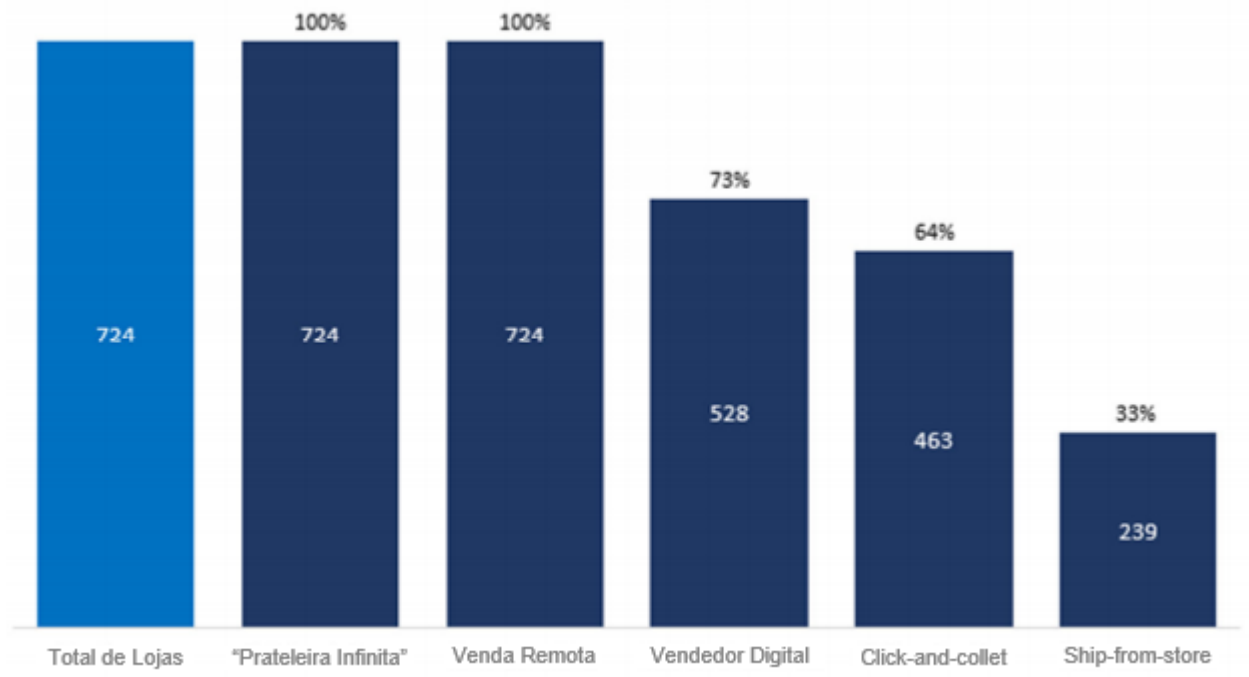


Fonte: Empresa e BTG Pactual

A partir do 3T20, a transformação digital continua a evoluir na Arezzo, com as opções de click-and-collect (disponível em 64% das lojas no trimestre vs. 56% no 2T20), expedição saindo da loja (33% no 3T20 vs. 26% no 2T20 e 29% no 1T20), venda remota em 100% das lojas (quando a loja vende seus produtos enviando um link de pagamento com cartão de crédito via WhatsApp) e prateleiras infinitas (100% das lojas).

Após um lançamento suave de sua plataforma de marketplace em agosto, a empresa deve lançar oficialmente ZZMALL em 19 de novembro, com suas próprias 7 marcas (1P) e 30 marcas (de terceiros) no negócio 3P (e 500 mil SKUs).

Gráfico 5: Implementação das iniciativas omnichannel da Arezzo a partir do 3T20 (por número de lojas)



Fonte: Empresa e BTG Pactual

No terceiro pilar do caso da Arezzo, o crescimento no mercado dos EUA teve um caráter indefinido no passado. Antes da pandemia, enquanto a empresa aumentava a sua penetração no canal atacadista (56% das vendas totais), revisitando o sortimento e a política de preços, na operação da B&M (26% das vendas totais) ainda procurava encontrar o modelo certo.

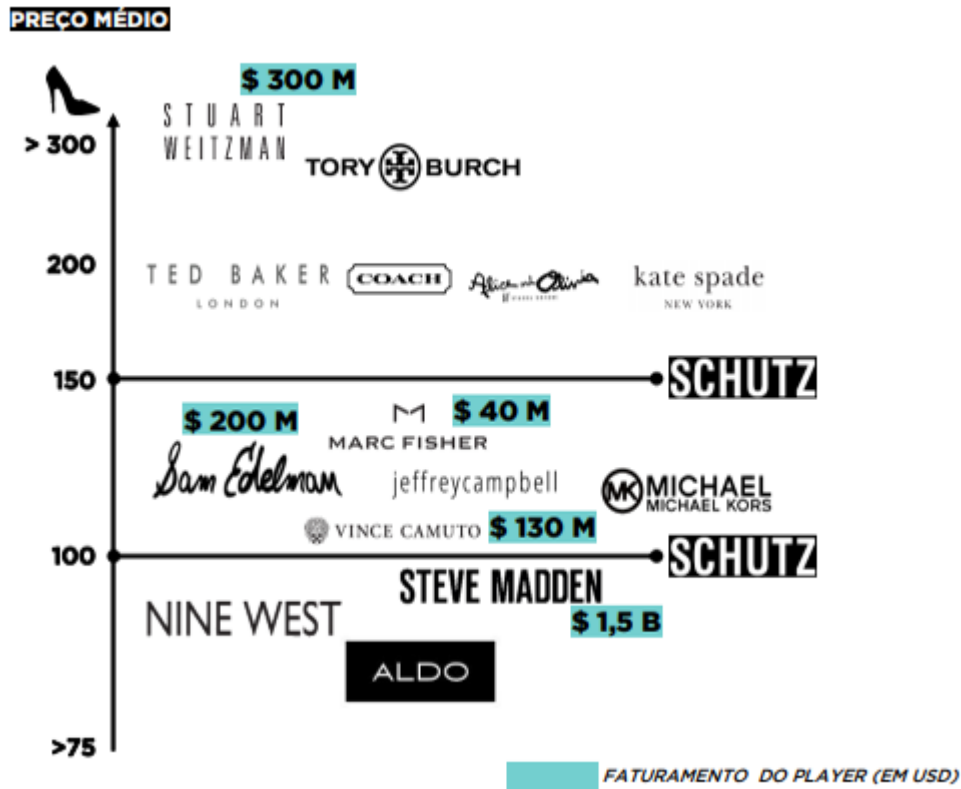
Figura 1: Linha do tempo da Arezzo nos EUA



Fonte: Empresa e BTG Pactual

Desde então, a Arezzo implementou uma nova estratégia de preços para a bandeira Schutz (reduzindo os preços de US\$ 100- US\$250 para US\$ 75 - US\$ 200), aumentando o mercado endereçável, e mudou o foco totalmente para o atacado (e atacado digital) e canais de e-commerce (com fechamento de 5 lojas e redução/otimização de sua estrutura administrativa).

Figura 2: Preço médio Arezzo vs. pares (US\$)



Fonte: Empresa e BTG Pactual

No geral, ainda existe um ambiente competitivo acirrado para a Arezzo no mercado americano, mas seu curto prazo de entrega (leva 6 semanas para o produto ser desenvolvido e chegar às lojas), o aumento do reconhecimento da marca e preços competitivos devem render frutos nos próximos anos (especialmente em canais de atacado e e-commerce), em uma estrutura mais leve (e mais saudável).

Valuation

Estamos ajustando nossos números para a Arezzo e incorporando o Reserva em nosso modelo (a principal diferença em relação às nossas estimativas anteriores). De acordo com nossas novas estimativas, alcançamos um CAGR de lucro líquido de 18% para os próximos cinco anos, o que justifica o maior múltiplo da empresa em relação aos pares de varejo. Atingimos um novo preço-alvo de R\$ 80/ação, com a Reserva respondendo por R\$ 9/ação (vs. R\$ 50/ação anteriormente).

As principais diferenças em relação às nossas estimativas anteriores (além da incorporação da Reserva) são as perspectivas de crescimento um pouco mais fortes na operação brasileira (impulsionado principalmente pelo e-commerce) e números mais saudáveis da divisão nos Estados Unidos.

Tabela 2: Estimativas novas x antigas - Arezzo (incluindo a Reserva de 2021 em diante)

R\$ milhões	Novo						Anterior						Anterior					
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2020	2021	2022	2023	2024	2025
SSS (sell-in)	-15,5%	20,6%	3,5%	6,8%	4,8%	4,8%	-10,2%	10,0%	4,6%	4,7%	4,8%	4,9%	-525 bps	1063 bps	-111 bps	204 bps	-7 bps	-19 bps
Receita Bruta	1.903	3.119	3.397	3.783	4.175	4.607	2.089	2.410	2.667	2.949	3.259	3.603	-9%	29%	27%	28%	28%	28%
Receita Líquida	1.504	2.478	2.699	3.007	3.319	3.663	1.698	1.959	2.168	2.397	2.649	2.929	-11%	26%	25%	25%	25%	25%
Lucro Bruto	699	1.162	1.270	1.420	1.567	1.730	785	910	1.012	1.123	1.247	1.384	-11%	28%	26%	26%	26%	25%
Margem Bruta	46,5%	46,9%	47,1%	47,2%	47,2%	47,2%	46,3%	46,5%	46,7%	46,9%	47,1%	47,3%	22 bps	42 bps	39 bps	36 bps	16 bps	-4 bps
EBITDA (pós-IFRS16)	138	380	450	532	610	683	259	322	374	432	496	568	-46%	18%	20%	23%	23%	20%
Margem EBITDA	9,2%	15,3%	16,7%	17,7%	18,4%	18,6%	15,2%	16,4%	17,3%	18,0%	18,7%	19,4%	-603 bps	-109 bps	-57 bps	-32 bps	-35 bps	-74 bps
Lucro Líquido	18	214	252	305	364	416	126	174	215	262	312	365	-86%	23%	17%	16%	17%	14%

Fonte: Empresa e BTG Pactual

Justificativa por trás de nossas estimativas para a Arezzo (sem considerar a Reserva, que incorporamos em um modelo separado):

- Em média, a empresa deve abrir 40 lojas franqueadas / ano até 2025, com expansão da área de vendas de 4,5%/ano e 2019 até 2025;
- Vendas no mercado doméstico crescendo 9% /ano até 2025, enquanto as vendas no mercado externo devem crescer 15% /ano de 2019 a 2025. De forma autônoma, a Vans cresce 9,5% /ano até 2025. Com isso, a receita consolidada deve aumentar em 10% /ano em média no mesmo período;
- Estimamos que a margem bruta cresça 90 bps a/a (vs. os níveis de 2019) até 2025, dada a crescente participação do e-commerce nas vendas gerais;
- EBITDA ajustado (pré-IFRS16) crescendo 12% /ano, em média, até 2025, com a margem EBITDA atingindo 18% em 2025 (vs. 15,6% em 2019);
- Lucro Líquido crescendo 14% no mesmo período (com carga tributária média de 19% devido aos pagamentos de JCP e incentivo fiscal no Estado do Espírito Santo). Lucro Líquido consolidado (incluindo a Reserva, cresce 18% ao ano).

No caso da Reserva, estimamos uma expansão de 15% /ano da receita líquida até 2025, com a margem EBITDA atingindo 13,4% (expansão de 200 bps do nosso caso base para 2021).

Nosso preço-alvo implica um potencial de valorização de 16% em relação aos preços atuais, com a ARZZ3 sendo negociada atualmente a 32x P/L 2021 e 27x P/L 2022.

Tabela 3: P&L proforma - Arezzo + Reserva

R\$ milhões	2021	2022	2023	2024	2025
Receita Bruta	3.119	3.397	3.783	4.175	4.607
Receita Líquida	2.478	2.699	3.007	3.319	3.663
CPV	-1.316	-1.429	-1.587	-1.751	-1.933
Lucro Bruto	1.162	1.270	1.420	1.567	1.730
Margem Bruta	46,9%	47,1%	47,2%	47,2%	47,2%
Desp. Vendas Gerais & Adm	-883	-938	-1.011	-1.086	-1.183
Desp. De Vendas	-615	-646	-705	762	-837
Desp. Gerais & Adm.	-214	-225	-240	-258	-277
Depreciação	-102	-118	-123	-129	-136
Outros	47	51	56	62	68
EBITDA (pós-IFRS16)	380	450	532	610	683
Margem EBITDA	15,3%	16,7%	17,7%	18,4%	18,6%
Resultado financeiro	-33	-38	-47	-44	-44
Lucro Líquido	214	252	305	364	416

Fonte: Empresa e BTG Pactual

Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTG Pactual Digital.

- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

Disclaimer Global

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual digital não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual digital não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual digital e os seus clientes. O BTG Pactual digital ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos o direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

Certificação dos analistas: Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao 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 aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, consequentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

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