

## Tegma (TGMA3): Revisão do preço-alvo

### Revisando nossas estimativas após um 3T forte; continuamos com o rating de Compra

Após o resultado acima das expectativas divulgado na última sexta-feira, decidimos revisar nossos modelos para a Tegma, incorporando os últimos resultados em nossos modelos. Também aproveitamos a oportunidade para atualizar nossas premissas gerais para a recuperação da indústria automotiva e para o pagamento de dividendos, que foram retomados recentemente. Conforme reforçado pela administração na teleconferência desta semana, os pagamentos de dividendos transmitem uma mensagem de recuperação, mostrando que o pior em termos de pressão financeira devido ao COVID já passou, portanto, nossos novos números refletem essa expectativa de uma recuperação gradual. No geral, estamos mantendo nossas receitas de 2020E estáveis e aumentando em 7% em 2021E, aumentando o EBITDA em 33% e 29% e o lucro líquido em 64% e 61%. Também estamos elevando nosso preço-alvo de R\$ 23 para R\$ 33. Nossa classificação de Compra é sustentada, principalmente com base em uma combinação de retornos resilientes, uma posição de liquidez confortável e um forte aumento de lucros após o 2T.

### Destaques da conferência de resultado do 3T; indústria automotiva deve continuar recuperando

A alta administração da Tegma realizou a teleconferência de resultados do 3T da empresa na última segunda-feira. Principais destaques: (i) a empresa acompanha os últimos dados divulgados pela associação das montadoras, ANFAVEA, que apontam para uma constante recuperação do mercado de veículos leves. Em sua opinião, devemos ver uma redução de volume de 25-30% em relação a 2019, o que é um pouco mais otimista do que a previsão atual da ANFAVEA; (ii) ao discutir o cenário do mercado automotivo para 2021, a empresa levantou os seguintes pontos adversos: (a) aumento do preço dos veículos novos, por conta da forte desvalorização do Real, prejudicando o custo dos componentes importados. As incertezas em relação ao coronavoucher e ao alto índice de desemprego também são indicadores negativos para a indústria automobilística. Por fim, a empresa também está considerando um potencial impacto de uma segunda onda de COVID no país. Por outro lado, a administração da Tegma apontou os seguintes pontos favoráveis para a indústria no próximo ano: (b) o forte desempenho das locadoras de veículos, atualizações nas pesquisas de vacinas COVID e a preferência contínua pelo transporte individual em detrimento ao transporte coletivo; (iii) a retomada do pagamento de dividendos da Tegma envia uma mensagem de que o pior já passou, em termos de pressão financeira e de liquidez, de acordo com o CFO. Nesse sentido, a empresa já caminha para retomar sua política de pagamento de dividendos regular de no mínimo 50% do lucro líquido; (iv) questionada sobre o potencial aumento da concorrência, em função da recente aquisição da Transmoreno pela JSL Logística, a administração deu uma mensagem de confiança. A Transmoreno ainda é um pequeno player do setor e não tem a mesma escala da Tegma. Na verdade, a administração disse que o surgimento

#### BTG Pactual – Equity Research:

##### Lucas Marquiori

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Fernanda Recchia

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

[Analise.Acoes@btgpactual.com](mailto:Analise.Acoes@btgpactual.com)

#### Tegma (TGMA3)

Data	12/11/2020
Ticker	TGMA3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	33,0
Preço (R\$)	23,56
Listagem	Novo Mercado

#### Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	1553,49
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	15,03

#### Valuation:

	2020E	2021E
P/L	18,4x	10,4x
EV/EBITDA	9,5x	6,3x

#### Stock Performance:

Novembro (%)	13,5%
LTM (%)	-20,4%



de outro player listado, com boas práticas de governança corporativa, é uma mudança positiva para o setor; (v) a confiança no crescimento da divisão de Logística Integrada continua forte, com a empresa buscando continuamente expandir seu portfólio de negócios no segmento.

## **Setor de Automóveis mostrando sinais de recuperação; Segmento de carros usados continua como uma oportunidade**

Quando revisamos pela última vez nossos modelos para a Tegma em maio, a recuperação da indústria automobilística não estava clara, então assumimos uma curva de demanda conservadora para este mercado, o que consequentemente se refletiu em nossos modelos. Quase seis meses depois, os números recentes da indústria automobilística mostram sinais claros de recuperação do setor, o que nos deixa mais otimistas quanto ao desempenho da empresa neste nicho. Obviamente, nossas novas estimativas incorporam incertezas contínuas no mercado automotivo, como altas taxas de desemprego, aumento de preços de veículos novos e restrições na cadeia de suprimentos. No entanto, a forte demanda mostrada pelas locadoras de veículos após o pico do COVID significa que esperamos uma recuperação do mercado mais estável em relação à nossa estimativa anterior. Com uma visão de longo prazo na logística automotiva, a Tegma também identificou oportunidades interessantes de crescimento em sua linha de produtos principal. Com o crescimento acelerado do aluguel de automóveis nos últimos dois anos, o tamanho da frota desses participantes cresceu rapidamente. As locadoras de veículos também possuem necessidades de transporte da frota, principalmente relacionadas aos veículos das lojas de seminovos. À medida que essa demanda cresce, a Tegma está bem posicionada para brigar por esses volumes e oferecer um produto superior. As condições de preços podem diferir significativamente, mas este segmento pode oferecer grande volume de alta no médio prazo devido ao crescimento constante da indústria de aluguel de automóveis.

## **Em logística integrada, o foco continua na diversificação e expansão**

A administração continua focada em explorar novas oportunidades em logística integrada. Eles já atendem a grandes clientes da indústria de varejo, e podemos ver novos contratos neste segmento. Apreciamos essa diversificação, pois algumas linhas de produtos da logística integrada estão apresentando desempenho, em termos de volume, semelhante ao período da Black Friday, impulsionado por mudanças no comportamento do consumidor devido a COVID-19. Essa diversificação está sendo um porto seguro para as receitas enquanto o negócio automotivo encolhe (temporariamente). De maneira geral, a divisão de Logística Integrada teve impactos menores nas vendas e nos volumes, refletindo a exposição da Tegma a Alimentos e Cuidados domésticos e Pessoais, dois setores que estão apresentando desempenho superior durante a crise, em adição com o armazém localizado no Espírito Santo (com a criação de uma joint venture com a Silotec), suas margens superaram as expectativas. Os planos para expandir os serviços implicam em atender novos segmentos e replicar o forte nível de execução que a Tegma oferece aos seus clientes atuais.

## **Informações recentes: melhora na divulgação das políticas de ESG e aceleração de investimentos na TegUp**

Nos últimos trimestres, a Tegma divulgou as seguintes atualizações sobre alguns temas interessantes: (i) mudança de local: a empresa vai mudar sua operação de armazenagem de bens de consumo de Barueri/SP para um condomínio logístico em Itapevi/SP, que possui características mais adequadas para suas operações atuais, com possibilidade de expansão de capacidade e expansão para prestação de novos serviços e atendimento a clientes; (ii) ESG: a Tegma anunciou a criação de uma nova seção de sustentabilidade em seu site de RI com o objetivo de detalhar melhor suas iniciativas voltadas para o meio ambiente, segurança viária, governança e responsabilidade social; (iii) Operação Pacto: em novembro de 2019, a empresa constituiu um comitê independente para realizar uma investigação completa e metódica da Operação Pacto, que se estendeu desde a sua criação até o final do 1S20. Considerando o recente encerramento dos trabalhos investigativos do Comitê Independente e seus assessores, o Conselho de Administração da empresa recebeu, no dia 30 de julho, relatório e parecer final sobre a investigação, que concluiu pela inexistência de indícios de práticas anticompetitivas ou atos ilegais que pudesse sustentar as acusações que deram origem à Operação Pacto. Nenhuma atualização importante foi fornecida durante os números do 3T; (iv) Start-ups investidas pela TegUp: (a)

Frete Rápido: beneficiou-se do crescimento do e-commerce e conseguiu ampliar a carteira de clientes com grandes empresas nacionais e internacionais; (b) Rabbot: expandiu de forma ampla sua carteira de clientes e, ao mesmo tempo, aumentou sua receita.

### **A Tegma está ameaçada pela entrada da JSL no setor? Na verdade, não.**

No início de agosto, a JSL Logística anunciou a aquisição da Transmoreno, uma pequena empresa de logística de veículos novos com uma pequena participação no mercado automotivo onde a Tegma atua. Inevitavelmente, muitos clientes nos perguntaram se os movimentos de consolidação recentes representam uma ameaça para a Tegma. Nesse sentido, decidimos lançar alguma luz sobre as características dos contratos da Tegma com as montadoras. A logística de novos veículos é impulsionada pela razão de eficiência de custo/escalada montadora, o que geralmente parece minimizar o custo por carro e por viagem. Porém, operar tal negócio em larga escala exige uma experiência relevante de sistemas, já que as montadoras também exigem um alto nível de qualidade, que inclui SLA (Service Level Agreement - Prazos), compreendendo tempo de trânsito, nível de falhas, consistência de entrega e economia operacional. O alto nível de serviço levou a Tegma a construir uma malha altamente granular e de abrangência nacional, o que reforça sua competitividade no sistema de rotas. Essa rede também é aprimorada pelo fato de a Tegma operar por meio de uma abordagem multimarca, o que cria escala suficiente para fornecer um serviço de entrega frequente para seus clientes. Uma vez estabelecida esta rede, os custos de troca do provedor do serviço podem ser relevantes para os clientes, o que é evidenciado pelo fato de a última troca de contrato reportado pela Tegma ter sido em 2015, de um pequeno cliente importador. Nesse sentido, apesar das preocupações de curto-prazo com relação ao acirramento da concorrência, continuamos vendo a Tegma se beneficiando de seu sólido posicionamento da indústria no negócio de logística para o setor automotivo. Embora a JSL provavelmente vá impulsionar o crescimento da Transmoreno, não vemos isso prejudicando o posicionamento de mercado consolidado da Tegma.

### **Novas estimativas: recuperação mais rápida no setor automotivo; sem mudanças significativas em logística integrada**

Nesse cenário, estamos ajustando nossas premissas operacionais e financeiras. Em suma, agora estamos assumindo os volumes automotivos caindo 25% a/a em 2020 e crescendo 27% em 2021 (vs. -22% a/a e + 16% a/a antes). Não estamos fazendo alterações relevantes em nossas premissas de rendimento. Com isso, agora estimamos receitas líquidas de 2020E e 2021E de R\$ 920 milhões e R\$ 1.218 milhões, respectivamente (de R\$ 928 milhões e R\$ 1.141 milhões antes) e EBITDA de R\$ 113 milhões e R\$ 205 milhões, respectivamente (de R\$ 76 milhões e R\$ 156 milhões antes). Na divisão de logística integrada, consideramos a receita líquida de 2020E e 2021E aumentando em 8% para R\$ 167 milhões e 6% para R\$ 186 milhões (de R\$ 156 milhões e R\$ 175 milhões) e EBITDA de 2020E e 2021E aumentando em 15% para R\$ 61 milhões e 21% para R\$ 63 milhões (de R\$ 53 milhões e R\$ 52 milhões). Somando tudo, alcançamos uma receita líquida consolidada para 2020E e 2021E de R\$ 1,1 bilhão e R\$ 1,4 bilhão, EBITDA de R\$ 177 milhões e R\$ 268 milhões e lucro líquido de R\$89 milhões e R\$159 milhões. Estamos assumindo 25% e 50% de pagamentos em dividendos em 2020E e 2021E, respectivamente. Nosso novo preço-alvo é de R\$ 33 contra R\$ 23 antes, gerando um potencial de valorização de 32%. Para obter mais detalhes, consulte a tabela 1.

Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
RoIC (EBIT) %	35,8	29,9	19,6	31,7	31,1
EV/EBITDA	9,4	11,2	9,5	6,3	5,8
P/L	12,2	23,2	18,4	10,4	9,5
Dividend Yield %	4,2	4,2	1,4	4,8	5,3

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	1.292	1.347	1.087	1.404	1.587
EBITDA	201	231	177	268	288
Lucro Líquido	149	107	89	159	173
LPA (R\$)	2,25	1,62	1,35	2,41	2,62
DPA líquido (R\$)	1,15	1,57	0,34	1,20	1,31
Dívida Líquida/Caixa	-77	-100	-39	-46	-23

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\$ 24,93, em 11 de novembro de 2020.

Tabela 1: Estimativas novas vs. antigas

Consolidado IFRS R\$ milhões	Novo			Antigo			Variação		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
<b>Receita Líquida</b>	<b>1.087</b>	<b>1.404</b>	<b>1.587</b>	<b>1.084</b>	<b>1.316</b>	<b>1.480</b>	<b>0,3%</b>	<b>6,7%</b>	<b>7,2%</b>
<i>% de crescimento</i>	-19,3%	29,1%	13,0%	-19,6%	21,4%	12,4%	0,3 p.p.	7,7 p.p.	0,6 p.p.
<b>EBITDA</b>	<b>174</b>	<b>268</b>	<b>288</b>	<b>130</b>	<b>209</b>	<b>235</b>	<b>34,2%</b>	<b>28,5%</b>	<b>22,5%</b>
<i>Margem EBITDA (%)</i>	16,0%	19,1%	18,1%	12,3%	15,9%	15,9%	3,7 p.p.	3,2 p.p.	2,3 p.p.
<b>Lucro líquido</b>	<b>89</b>	<b>159</b>	<b>173</b>	<b>55</b>	<b>99</b>	<b>116</b>	<b>63,5%</b>	<b>61,1%</b>	<b>48,6%</b>
<i>Margem Líquida (%)</i>	8,2%	11,3%	10,9%	5,0%	7,5%	7,9%	3,2 p.p.	3,8 p.p.	3,0 p.p.

Logística Automotiva IFRS R\$ milhões	Novo			Antigo			Variação		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
<b>Receita Líquida</b>	<b>920</b>	<b>1.218</b>	<b>1.381</b>	<b>928</b>	<b>1.141</b>	<b>1.286</b>	<b>-0,9%</b>	<b>6,8%</b>	<b>7,4%</b>
<i>% de crescimento</i>	-22,7%	32,4%	13,4%	-22,0%	22,9%	12,7%	-0,7 p.p.	9,5 p.p.	0,7 p.p.
<b>EBITDA</b>	<b>113</b>	<b>205</b>	<b>217</b>	<b>76</b>	<b>156</b>	<b>177</b>	<b>47,6%</b>	<b>30,9%</b>	<b>23,0%</b>
<i>Margem EBITDA (%)</i>	12,3%	16,8%	15,8%	8,2%	13,7%	13,8%	4,0 p.p.	3,1 p.p.	2,0 p.p.

Logística Integrada IFRS R\$ milhões	Novo			Antigo			Variação		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
<b>Receita Líquida</b>	<b>167</b>	<b>186</b>	<b>206</b>	<b>156</b>	<b>175</b>	<b>194</b>	<b>7,6%</b>	<b>6,1%</b>	<b>6,0%</b>
<i>% de crescimento</i>	6,6%	11,1%	10,7%	-1,0%	12,7%	10,7%	7,5 p.p.	-1,6 p.p.	-0,1 p.p.
<b>EBITDA</b>	<b>61</b>	<b>63</b>	<b>70</b>	<b>53</b>	<b>52</b>	<b>58</b>	<b>15,0%</b>	<b>21,2%</b>	<b>21,1%</b>
<i>Margem EBITDA (%)</i>	36,6%	34,1%	34,2%	34,2%	29,9%	30,0%	2,4 p.p.	4,3 p.p.	4,3 p.p.

**Tabela 2: BTG x Consenso**

Consolidado IFRS R\$ milhões	BTGP			Consenso			Variação		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
<b>Receita Líquida</b>	<b>1.087</b>	<b>1.404</b>	<b>1.587</b>	<b>1.310</b>	<b>1.316</b>	<b>1.480</b>	<b>-17,0%</b>	<b>6,7%</b>	<b>7,2%</b>
<i>% de crescimento</i>	<i>-19,3%</i>	<i>29,1%</i>	<i>13,0%</i>	<i>-2,8%</i>	<i>0,5%</i>	<i>12,5%</i>	<i>-16,5 p.p.</i>	<i>28,7 p.p.</i>	<i>0,5 p.p.</i>
<b>EBITDA</b>	<b>174</b>	<b>268</b>	<b>288</b>	<b>194</b>	<b>209</b>	<b>235</b>	<b>-10,4%</b>	<b>28,3%</b>	<b>22,5%</b>
<i>Margem EBITDA (%)</i>	<i>16,0%</i>	<i>19,1%</i>	<i>18,1%</i>	<i>14,8%</i>	<i>15,9%</i>	<i>15,9%</i>	<i>1,2 p.p.</i>	<i>3,2 p.p.</i>	<i>2,3 p.p.</i>
<b>Lucro líquido</b>	<b>89</b>	<b>159</b>	<b>173</b>	<b>55</b>	<b>99</b>	<b>116</b>	<b>62,6%</b>	<b>60,4%</b>	<b>49,1%</b>
<i>Margem Líquida (%)</i>	<i>8,2%</i>	<i>11,3%</i>	<i>10,9%</i>	<i>4,2%</i>	<i>7,5%</i>	<i>7,8%</i>	<i>4,0 p.p.</i>	<i>3,8 p.p.</i>	<i>3,1 p.p.</i>

Fonte: Tegma 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, conseqüentemente, 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](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)