

Setor de Saúde: HAPV apresenta proposta de fusão com a GNDI

Como diz o ditado, se você não pode vencê-los, junte-se a eles

Conforme fato relevante publicado, a Hapvida apresentou uma proposta não vinculativa ao Conselho da GNDI para uma potencial combinação de negócios (HAPV + GNDI). Mais precisamente, os acionistas do HAPV terão uma participação acionária de 53,1% na NewCo, enquanto os acionistas da GNDI terão uma participação de 46,9% (a relação de troca foi definida nos últimos 20 pregões antes de 21 de dezembro, além de um prêmio de 10% para as ações da GNDI). Além disso, a proposta não vinculante contempla também a ampliação do Conselho de Administração, que será composto por nove membros, dos quais dois serão indicados pela GNDI, dois serão membros independentes e cinco membros serão indicados pelos acionistas da NewCo. No fato relevante, a HAPV também expressou planos para manter o atual CEO da GNDI em uma posição estratégica, enquanto o HAPV também pretende oferecer / negociar um pacote de remuneração atraente para os principais executivos da GNDI, incluindo planos de incentivo de opções de ações de longo prazo.

Transação ganha-ganha!

Nossa opinião é direta: este negócio não poderia ser melhor para ambas as empresas, pois é altamente estratégico, com potencial para gerar grande acréscimo de valor. Como ambos os ativos são altamente complementares, uma vez que, desde os respectivos IPOs da HAPV e da GNDI, vários investidores perguntaram sobre uma possível fusão. Do ponto de vista comercial, essa fusão também poderia impulsionar o peso da NewCo no Ibovespa - GNDI3 (1,9% do Ibovespa) e HAPV3 (0,7%) juntos representam 2,6% do Ibovespa.

A Newco é simplesmente um gigante, em todos os sentidos; 18% de participação no mercado privado de saúde

Com 18% de participação de mercado em beneficiários (HAPV com 9%; GNDI com 9%), a entidade combinada terá agora um número total de beneficiários de planos de saúde (pró-forma, incluindo aquisições recentes) de 8,24 milhões (3,96 milhões da Hapvida e 4,27 milhões da GNDI). A NewCo deve ter uma receita líquida combinada em 2021 (incluindo números pró-forma de recentes fusões e aquisições) de R\$ 25 bilhões, EBITDA de R\$ 4,5 bilhões, lucro líquido ajustado de R\$ 2,69 bilhões e dívida líquida de R\$ 2,19 bilhões, com uma saudável dívida líquida / EBITDA dos últimos 12 meses de 0,5x. Após o forte desempenho positivo de sexta (HAPV3 +16,8%; GNDI3 +26,6%), o market cap combinado totalizou R\$ 118 bilhões.

BTG Pactual – EquityResearch:

Samuel Alves

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Yan Cesquim

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

Analise.Acoes@btgpactual.com

As sinergias parecem enormes; grande potencial de valorização das ações com o avanço da proposta

Considerando que a proposta não envolve um enorme prêmio de capital e as entidades separadas estavam negociando de forma semelhante (agora em cerca de ~ 44x P/L 2021), ex- sinergias, a newco estaria negociando no mesmo nível. Mas há sinergias significativas em um movimento como este. O negócio de planos de saúde é um negócio altamente escalável, portanto, as fusões e aquisições costumam gerar muitas economias, como despesas gerais e administrativas, suprimentos médicos, capex com equipamentos, entre outros. Notamos que grandes aquisições anteriores na indústria geraram uma grande quantidade de sinergias, como a São Francisco pela HAPV (R\$ 175 milhões em sinergias anuais, ou 8% da meta de receita), a América pela HAPV (R\$ 30 milhões em sinergias anuais, ou 9 % da meta de receitas) e a Greenline pela GNDI (R\$ 100 milhões em sinergias anuais, ou 10% da meta de receitas) - ver tabela 8. Portanto, um cálculo aproximado deve assumir conservadoramente 5% das receitas da GNDI como sinergias , o que significa economia anual antes de impostos na ordem de R\$ 700 milhões (como referência, isso é apenas 40% das despesas G&A anuais da GNDI), ou 15% do market cap composto da NewCo usando um múltiplo de 20x EV/EBITDA. Veja nosso exercício de sensibilidade (tabela 7) variando a proporção de sinergias como % da receita anual e do múltiplo EV / EBITDA. Esperamos que a Hapvida detalhe melhor as sinergias operacionais e fiscais preliminares em breve, mas acreditamos que o benefício fiscal do ágio também pode ser considerável.

Reiteramos nossa classificação de Compra em HAPV e GNDI

O market cap de HAPV é agora de R\$ 62,3 bilhões, enquanto o market cap de GNDI é de R\$ 55,7 bilhões. Portanto, com um market cap combinado de R\$ 118 bilhões, o percentual da HAPV é de 52,8%, enquanto o da GNDI é de 47,2%, o que não é muito diferente da relação justa proposta (53,1% para os acionistas do HAPV e 46,9% para a GNDI). Embora a proposta inicial não incorpore nenhum prêmio importante (vs. o preço atual das ações), não temos motivos para acreditar que os acionistas da GNDI (no futuro) não aprovarão a transação (já que a geração de valor parece óbvia, para dizer o mínimo). A GNDI é uma empresa íntegra, na qual a empresa de private equity Bain detém apenas 11% do capital. A Hapvida, um grupo familiar, é a empresa que lidera esta operação, e seu acionista controlador (família Pinheiro), conforme a relação de troca justa, deverá ter 37,5% do capital da NewCo (enquanto a Bain terá 5,3% de participação).

O CADE não deve representar um grande risco

A mágica desse negócio é que ele combina altas sinergias com grande complementaridade, que aborda quaisquer riscos antitruste potenciais. Mais precisamente, a sobreposição entre as duas empresas parece muito pequena, pois é apenas em dois estados (Minas Gerais e São Paulo) que a concentração de mercado deve levar a um aumento regional de participação de mercado acima de 4p.p. - consulte as tabelas 1-2. Em outras palavras, a Hapvida não está presente no principal pólo de crescimento da GNDI, que é a cidade de SP, onde esta última possui cerca de 25% de participação de mercado. Da mesma forma, a GNDI não tem praticamente nenhuma exposição às regiões Norte e Nordeste, que abrigam mais de 60% da carteira do HAPV. Portanto, vemos apenas uma sobreposição considerável na cidade de Belo Horizonte, onde a Medisanitas da GNDI (adquirida este ano) tem cerca de 120 mil beneficiários no plano de saúde, enquanto o Promed da Hapvida (também adquirido recentemente) deve ter mais de 200 mil beneficiários no plano de saúde.

Implicações de negócios e de mercado desse potencial de fusões e aquisições

Embora contraintuitivo, acreditamos que as implicações do setor para outras empresas na indústria são realmente positivas! O mercado de seguros de saúde é altamente fragmentado, e a combinação dos dois maiores consolidadores deve trazer alguma disciplina ao setor. Na área de M&A, tanto HAPV quanto GNDI costumavam competir entre si por aquisições (aliás, essa é mais uma sinergia decorrente desse negócio). Em outras palavras, acreditamos que os valuations dos alvos de M&A agora podem diminuir. Isso pode funcionar para hospitais, operadores de planos de saúde ou mesmo laboratórios. Não por coincidência, todo o setor de saúde teve um desempenho positivo na sexta-feira.

Uma aquisição transformacional... Este é um xeque-mate!

Em nossa opinião, não havia dúvida de que Hapvida e GNDI se casariam um dia. Honestamente, essa é uma pergunta que ouvimos em qualquer discussão do setor. No entanto, o timing veio como uma surpresa, especialmente devido à recente oferta secundária da GNDI, quando a Bain vendeu uma participação acionária de ~7%, então pensamos que esse negócio estava guardado para o futuro. Após intensa atividade de M&A em 2020 (HAPV e GNDI juntas adquiriram 1,7 mil leitos e 1,1 milhão de beneficiários de planos de saúde, ou ~2% da base de membros da indústria), o desenvolvimento de hoje significa simplesmente um xeque-mate na indústria. A fusão desses dois gigantes com histórico de muito sucesso deve garantir força suficiente para manter uma posição de liderança clara no mercado de seguros de saúde do Brasil.

Tabela 1: Distribuição geográfica dos beneficiários da HAPV e GNDI

Estado	GNDI	HAPV	HAPV + GNDI	Indústria
AC	44	1.202	1.246	42.545
AL	614	74.121	74.735	366.562
AM	636	251.107	251.743	528.745
AP	34	122	156	61.219
BA	17.436	376.496	393.932	1.551.798
CE	2.061	548.683	550.744	1.242.432
DF	14.460	12.646	27.106	920.714
ES	4.889	1.647	6.536	1.126.222
GO	12.895	308.086	320.981	1.179.662
MA	5.747	103.139	108.886	480.738
MG	415.833	473.826	889.659	5.177.833
MS	672	93.879	94.551	602.987
MT	695	32.401	33.096	595.399
PA	20.247	187.016	207.263	799.902
PB	840	53.598	54.438	423.250
PE	7.063	492.224	499.287	1.335.464
PI	511	39.030	39.541	338.070
PR	283.832	3.710	287.542	2.861.179
RJ	290.743	2.709	293.452	5.293.569
RN	1.066	160.229	161.295	509.254
RO	131	110	241	152.619
RR	8	44	52	29.454
RS	32.567	3.836	36.403	2.528.424
SC	128.604	34.179	162.783	1.456.529
SE	725	85.018	85.743	310.995
SP	3.072.728	720.597	3.793.325	17.151.523
TO	300	294	594	113.010
XX	478	44	522	23.989
Brasil	4.315.859	4.059.993	8.375.852	47.204.087

Fonte: ANS (Números de Outubro)

Tabela 2: Participação de mercado - Análise de sobreposição

Estado	GNDI	HAPV	HAPV + GNDI
AC	0%	3%	3%
AL	0%	20%	20%
AM	0%	47%	48%
AP	0%	0%	0%
BA	1%	24%	25%
CE	0%	44%	44%
DF	2%	1%	3%
ES	0%	0%	1%
GO	1%	26%	27%
MA	1%	21%	23%
MG	8%	7%	17%
MS	0%	16%	16%
MT	0%	5%	6%
PA	3%	23%	26%
PB	0%	13%	13%
PE	1%	37%	37%
PI	0%	12%	12%
PR	10%	0%	10%
RJ	5%	0%	6%
RN	0%	31%	32%
RO	0%	0%	0%
RR	0%	0%	0%
RS	1%	0%	1%
SC	9%	2%	11%
SE	0%	27%	28%
SP	18%	4%	22%
TO	0%	0%	1%
XX	2%	0%	2%
Brasil	9%	9%	18%

Fonte: ANS (Números de Outubro)

Tabela 3: Principais números HAPV + GNDI

2021E	HAPV	GNDI	HAPV + GNDI
Indicadores Operacionais			
Beneficiários de Planos de Saúde ('000)	4.248,4	4.625,4	8.873,8
<i>Beneficiários de Planos de Saúde pro forma* ('000)</i>	<i>3.965,1</i>	<i>4.271,6</i>	<i>8.236,7</i>
Beneficiários de Planos Odontológicos ('000)	3.072,2	2.887,0	5.959,2
N° de leitos	3.930,1	3.871,0	7.801,1
Indicadores Financeiros (R\$ milhões)			
Receita Líquida	10.517,1	14.457,2	24.974,3
Sinistralidade médica	(6.050,9)	(10.024,2)	(16.075,1)
<i>Sinistralidade Caixa (%)</i>	<i>57,5%</i>	<i>69,3%</i>	<i>64,4%</i>
Lucro Bruto	4.024,9	3.956,6	7.981,5
<i>Margem Bruta (%)</i>	<i>38,3%</i>	<i>27,4%</i>	<i>32,0%</i>
Despesa de Vendas	(967,6)	(726,9)	(1.694,5)
Despesas Gerais & Adm.	(1.555,4)	(1.588,9)	(3.144,3)
EBITDA	2.329,8	2.200,3	4.530,0
<i>Margem EBITDA (%)</i>	<i>22,2%</i>	<i>15,2%</i>	<i>18,1%</i>
Lucro Líquido ajustado	1.503,1	1.189,3	2.692,4
Balço Patrimonial (R\$ milhões)			
Caixa	3.218,3	1.470,2	4.688,5
Dívida	3.479,7	3.402,3	6.882,0
Dívida Líquida, IFRS 16	261,4	1.932,2	2.193,5
Dívida Líquida / EBITDA	0,1x	0,9x	0,5x
Ações em circulação	3.714,9	609,8	-
Preço	16,8	91,4	-
Market Cap	62.336,5	55.734,6	118.071,1
Múltiplos implícitos, pré-sinergias			
P/L 21	41,5x	46,9x	43,9x
EV/EBITDA 21	26,9x	26,2x	26,5x
P/L 22	33,7x	35,5x	-
EV/EBITDA 22	21,5x	20,9x	-

Fonte: HAPV, GNDI, BTG Pactual

* Números do 3T20 + M&As

Tabela 4: Relação de troca de HAPV e GNDI a preço justo, conforme fato relevante

Fair Price	HAPV	GNDI	Total
Mkt Cap (R\$ bn)	62.695.8	55.375.3	118.071.1
Swap Ratio	53.1%	46.9%	100.0%

Fonte: BBG, BTG Pactual

Tabela 5: Razão de troca de HAPV e GNDI ao preço de hoje

Today	HAPV	GNDI	Total
Mkt Cap (R\$ bn)	62,336.5	55,734.6	118,071.1
Swap Ratio	52.8%	47.2%	100.0%
Vs. Fair	-0.3%	0.3%	
Vs. Yesterday	-1.6%	1.6%	

Fonte: BBG, BTG Pactual | Fair = Justo

Tabela 6: Razão de troca de HAPV e GNDI ao último preço

Yesterday	HAPV	GNDI	Total
Mkt Cap (R\$ bn)	53,123.5	44,551.1	97,674.6
Swap Ratio	54.4%	45.6%	100.0%

Fonte: BBG, BTG Pactual

Tabela 7: Análise de sensibilidade - impacto no EV das sinergias antes dos impostos na fusão HAPV-GNDI

Impacto no EV (R\$ milhões)

		EV/EBITDA estimado					
		20,0x	21,0x	22,0x	23,0x	24,0x	25,0x
Sinergias como % das receitas GNDI 2021E	1%	2.891	3.036	3.181	3.325	3.470	3.614
	3%	8.674	9.108	9.542	9.975	10.409	10.843
	5%	14.457	15.180	15.903	16.626	17.349	18.071
	7%	20.240	21.252	22.264	23.276	24.288	25.300
	9%	26.023	27.324	28.625	29.926	31.228	32.529
	11%	31.806	33.396	34.986	36.577	38.167	39.757

Equity Accretion (como % do market cap da NewCo)

		EV/EBITDA estimado					
		20,0x	21,0x	22,0x	23,0x	24,0x	25,0x
Sinergias como % das receitas GNDI 2022E	1%	2%	3%	3%	3%	3%	3%
	3%	7%	8%	8%	8%	9%	9%
	5%	12%	13%	13%	14%	15%	15%
	7%	17%	18%	19%	20%	21%	21%
	9%	22%	23%	24%	25%	26%	28%
	11%	27%	28%	30%	31%	32%	34%

Fonte: BTG Pactual

Tabela 8: Transações precedentes HAPV e GNDI

Adquirente	Ativo	EV Pago (R\$ mn)	Receita	Benefic. Saúde (mil lives)	EV/EBITDA pós-sinergias	Sinergias anuais estimadas	Sinergias / Receitas
	São Francisco	5.000	2.100	1.800	10,6x	175	8,3%
	América	427	320	190	5,3x	30	9,5%
	Promed	58	600	31	13,2x	-	-
	Greenline	1.168	956	464	7,4x	100	10,5%
	Clinipam	2.642	635	133	26,5x	-	-
	Medisanitas	1.000	572	340	12,5x	-	-

Fonte: Empresas e BTG Pactual

Tabela 9: Família Pinheiro deve ter 37,5% de participação acionária na NewCo

Divisão Societária (R\$ mn)	HAPV	GNDI	HAPV + GNDI	%
Família Pinheiro	44.379,4	-	44.379,4	37,6%
Bain Company	-	6.251,9	6.251,9	5,3%
Free float	18.315,5	49.123,5	67.439,0	57,1%
Total	62.695,8	55.375,3	118.071,1	100,0%
Divisão justa	53,10%	46,90%		

HAPV	%	Ações	Div. Societária (R\$ mn)
Família Pinheiro	70,8%	2.629,6	44.125,2
Diretores	0,0%	0,0	0,7
Tesouraria	0,0%	0,0	0,0
Free float	29,2%	1.085,3	18.210,6
Total		3.714,9	62.336,5

GNDI	%	Ações	Div. Societária (R\$ mn)
Bain	11,3%	68,8	6.292,4
Capital World Invest.	4,6%	28,2	2.574,9
Capital Research Global	5,0%	30,5	2.786,7
Blackrock	5,1%	30,8	2.814,6
Free-float	74,0%	451,5	41.265,9
Total	100,0%	609,8	55.734,6

Fonte: BTG Pactual

Tabela 10: Comparáveis históricos de M&A dos Planos de Saúde

Data	Adquirente	Alvo	EV (R\$mn)	Nº de Beneficiários ('000)	Vendas (R\$mn)	EV / benefic. (R\$)	EV/vendas	EV/EBITDA
Jul-17	São Francisco	Ampla	n.a.	40	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Aug-17	Pátria	Med Imagem	47	n.a.	26	n.a.	1,8x	n.a.
Jul-18	GNDI Group	Cruzeiro do Sul	n.a.	48	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Jul-18	GNDI Group	Samed	120	80	214	1.500	0,6x	8,0x
Jun-18	GNDI Group	Mediplan	150	80	228	1.875	0,7x	9,1x
Sep-18	Hapvida	Uniplam	30	25	30	1.200	1,0x	5,0x
Sep-18	GNDI Group	Green Line	1.200	464	956	2.586	1,3x	7,4x
Sep-18	Amil	Sobam	n.a.	108	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Sep-18	Hapvida	Free Life	25	25	31	1.000	0,8x	4,2x
Nov-18	Pátria	Samp	n.a.	200	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Nov-18	Pátria	São Bernardo	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Jan-19	São Francisco	Santa Casa SJRP	n.a.	21	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Feb-19	São Francisco	Hospital Regional de Franca	n.a.	43	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Feb-19	CNU	Unimed Feira de Santana	n.a.	75	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
May-19	Hapvida	São Francisco	5.000	800	2.100	6.250	2,4x	10,6x
May-19	Starboard	AGEMED	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
May-19	Kinea	CCG	150	175	350	857	0,4x	n.a.
Jun-19	Hapvida	América	427	190	320	2.247	1,3x	5,3x
Jul-19	Hapvida	RN Metropolitan	53	50	123	1.060	0,4x	5,3x
Oct-19	GNDI	São Lucas	312	81	229	3.852	1,4x	n.a.
Nov-19	GNDI	Clinipam	2.600	333	635	7.808	4,1x	26,5x
Nov-19	Hapvida	(15% of AGEMED members)	19	12	46	1.583	0,4x	n.a.
Nov-19	Hapvida	Medical	294	80	165	3.675	1,8x	n.a.
Dec-19	Hapvida	Plamed (portfólio)	58	31	n.a.	1.855	n.a.	n.a.
Dec-19	GNDI	Ecole	49	45	68	1.089	0,7x	4,1x
Jun-20	Sul America	Paraná Clínicas	385	90	200	4.278	1,9x	32,9x
Jun-20	GNDI	Grupo Santa Mônica (SM)	259	41	89	6.314	2,9x	18,5x
Jul-20	Hapvida	Grupo São José	320	51	219	6.275	1,5x	7,9x
Aug-20	GNDI	Climepe	168	33	74	5.091	2,3x	16,8x
Jul-20	GNDI	Bio Saúde	79	100	103	790	0,8x	n.a.
Aug-20	GNDI	Medisanitas Brasil	1.000	340	572	2.941	1,7x	12,5x
Sep-20	Hapvida	Promed	1.500	270	600	5.556	2,5x	13,2x
Sep-20	Hapvida	Samedh	20	18	n.a.	1.111	n.a.	n.a.
Sep-20	Hapvida	Plamheg	23	18	n.a.	1.278	n.a.	n.a.
Sep-20	Hapvida	Filosanitas	45	6	n.a.	8.182	n.a.	n.a.
Oct-20	GNDI	Lifeday	70	57	95	1.228	0,7x	n.a.
Oct-20	GNDI	Grupo Serpram	170	47	108	3.617	1,6x	n.a.
Nov-20	Hapvida	Premium Saúde	150	125	143	1.200	1,0x	n.a.

Fonte: 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 ao 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