

Aeris (AER13): Insights da visita a empresa; Aumentando o preço-alvo para R\$

Uma visão da gigantesca fábrica de Pecém; Aumentando o preço-alvo para R\$ 14/ação

Na semana passada, visitamos a fábrica da Aeris em Pecém, perto de Fortaleza, a maior fábrica de pás eólicas do mundo. Também conversamos com a alta administração e discutimos os impactos do ciclo de crescimento, evidente nos resultados do 4T da semana passada. A Aeris está em meio a uma grande expansão de capacidade (espera dobrar a capacidade de produção em dois anos) e isso teve um impacto inevitável nas margens operacionais e nos retornos de curto prazo. Mas com a maioria dos moldes já substituídos, esperamos que as margens melhorem. Testemunhamos o trabalho (em andamento) na nova instalação de produção e discutimos algumas das iniciativas recentes da Aeris para melhorar a eficiência operacional. O evento nos proporcionou uma leitura positiva do seu posicionamento no setor de energia eólica no Brasil e no exterior e aumentou nossa confiança na melhora constante dos retornos. Todas as principais vantagens competitivas (verticalização superior da planta, menores custos de logística, força de trabalho estruturalmente menor e engajada, cultura do fundador no nível de fabricação) estão muito intactas para que a Aeris se torne a referência global em termos de retorno no segmento de pás de energia eólica. Por fim, também aproveitamos a oportunidade para revisar nosso modelo e, após ajustar algumas premissas de curto e longo prazo, estamos aumentando nosso preço-alvo para R\$ 14/ação e sustentando nossa classificação de Compra da empresa, nossa Top Pick dentro de nosso universo de bens de capital.

Preferimos olhar para a curva de ROIC

A Aeris reportou uma margem EBITDA surpreendentemente fraca no 4T, gerando dúvidas dos investidores. A nosso ver, o principal impacto negativo nas margens veio da introdução de novas linhas de produção e da descontinuidade de mais 5 linhas (já maduras). Usando cálculos retrospectivos, esse mix pior impactou a margem EBITDA em 400-600bps. IPO e outros custos não recorrentes também derrubaram as margens de aproximadamente 200 bps. Embora a substituição do molde seja bastante comum nesta indústria, esperamos que sua relevância enfraqueça à medida que a Aeris esteja envolvida em uma grande migração de plataforma (OEMs de turbinas eólicas estão fazendo a transição de 3-4 MW/capacidade da turbina para +5 GW). A Aeris é um negócio orientado para o ROIC e vemos que está entrando em um ciclo positivo de retornos mais elevados, impulsionado por: (i) produtos superiores (pás mais longas), (ii) crescimento da capacidade (novas instalações) e (iii) demanda sólida por energia eólica em todo o mundo

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

Aerisenergia (AER13)

Data	17/02/2021
Ticker	AER13
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	14,0
Preço (R\$)	11,1
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	8.504,97
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	99,06

Valuation:

	2021E	2022E
P/L	43,8x	30,4x
EV/EBITDA	26,0x	16,5x

Stock Performance:



Nossa leitura sobre a ação desde o IPO; Atenção voltada a melhoria do ROIC; Compra

Apesar da recente correção (-6% desde os resultados do 4T), o movimento da ação pós-IPO é impressionante (+100%), por uma série de razões (principalmente domésticas): (i) melhores perspectivas para nomes globais de energia limpa como Aeris e Weg, principalmente após a eleição de Biden nos Estados Unidos; (ii) confirmação dos leilões de energia no Brasil em 2021; (iii) anúncio de grandes projetos eólicos no Brasil; (iv) fluxo de notícias positivo sobre o lançamento de novas turbinas aqui, como o modelo 5.X da Nordex; (v) fortalecimento do mercado livre de energia do país, tornando-se tão relevante quanto o mercado regulado; e (vi) fluxo de notícias sobre um potencial grande projeto com a Siemens-Gamesa. Entendemos a frustração do investidor com a margem operacional do 4T mais fraca do que o esperado, mas isso não muda nossa aposta de longo prazo. A Aeris está preparando um grande novo ciclo de crescimento, que traz dores de crescimento inevitáveis. Mais importante ainda, sua expansão está dentro do cronograma e deve significar retornos ainda melhores. Com ações sendo negociadas a 30x P/L 2022 (abaixo do múltiplo de 35x do TPI), mantemos nossa Compra sobre as ações e vemos a recente correção como uma oportunidade de compra.

Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
RoIC (EBIT) %	57,4	33,5	21,9	20,4	29,3
EV/EBITDA	-	-	35,2	26,0	16,5
P/L	-	-	67,7	43,8	30,4
Dividend Yield %	-	-	0,0	1,1	2,5

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	647	834	2.209	2.901	4.058
EBITDA	196	149	231	346	553
Lucro Líquido	117	89	113	194	280
LPA (R\$)	-	-	0,15	0,25	0,37
DPA líquido (R\$)	0,00	0,00	0,00	0,13	0,27
Dívida Líquida/Caixa	-206	-298	-442	-519	-609

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\$ 11,10, em 12 de Fevereiro de 2021.

Principais insights da visita ao local da fábrica de Pecém

Evidência da visita ao local nº 1 - capacidade de expansão indo conforme planejado

Vimos em andamento as obras de expansão da capacidade do novo local fabril (Pecém-III), localizado na atual unidade fabril (Pecém-I). Essa expansão foi o principal uso dos recursos do IPO da Aeris (dos R\$ 787 milhões levantados, ~R\$ 400 milhões foram para esta planta). 60% do capex de crescimento já foi implantado e o restante deve ser usado no 1T. A empresa espera que a nova capacidade de produção esteja disponível já no 2T, mas a taxa de utilização deve evoluir gradualmente depois. Mais importante ainda, a capacidade já está preparada para produzir pás mais longas (também permite expansões de capacidade modular caso o tamanho das pás continue a evoluir). Além desse novo local de produção, a Aeris tem outras proteções para expansão de capacidade, como melhor alavancagem operacional nas operações atuais e melhor utilização no Pecém-II (antiga instalação da Wobben, adquirida no 3T).

Figura 1: Evolução do local de fabricação da Aeris desde 2010


Fonte: Aeris e BTG Pactual

Figura 2: Nova capacidade de produção da Aeris em Pecém


Fonte: Aeris e BTG Pactual

Evidência da visita ao local nº 2 - melhor mix de produção (incluindo participação em moldes maduros) em 2021

Também vimos que a maioria dos moldes maduros foram substituídos, o que deve melhorar o desempenho operacional nos próximos trimestres. A administração explicou o *modus operandi* tradicional, pelo qual o ROIC e as margens são pressionados na fase de crescimento (refletido nos números do 4T). A participação de moldes não maduros atingiu o pico em 2020, impulsionada por grandes atualizações de plataformas por grandes clientes (a indústria de energia eólica do Brasil está se preparando para a entrada de turbinas maiores e mais potentes, com capacidade nominal de turbina evoluindo do antigo ciclo de 3-4MW para o novo padrão + 5GW). Como a maioria dos novos moldes já foram instalados em 2020, a participação das linhas não maduras deve cair para 30-40% (de 70-75%), de acordo com nossa estimativa (já considerando potenciais novos clientes), apoiando nossa tese de melhores margens a/a.

Tabela 1: Mix de linhas de produção da Aeris nos últimos trimestres

Destaques Operacionais	4T20	3T20	2T20	1T20	4T19	Var. (4T20/4T19)	Var. (4T20/3T20)
Linhas de produção ativas¹	14	19	16	16	15	-7%	-26%
Linhas maduras²	8	9	6	8	9	-11%	-11%
Linhas não-maduras	6	10	10	8	6	0%	-40%

Fonte: Aeris e BTG Pactual

Notas: (1) quantidade de linhas de produção (moldes) em desenvolvimento no final do período e (2) refere-se a linhas de produção instaladas, no final do período, há mais de 12 meses.

Tendências favoráveis da indústria: maior terceirização de pás e agenda política mais “verde”

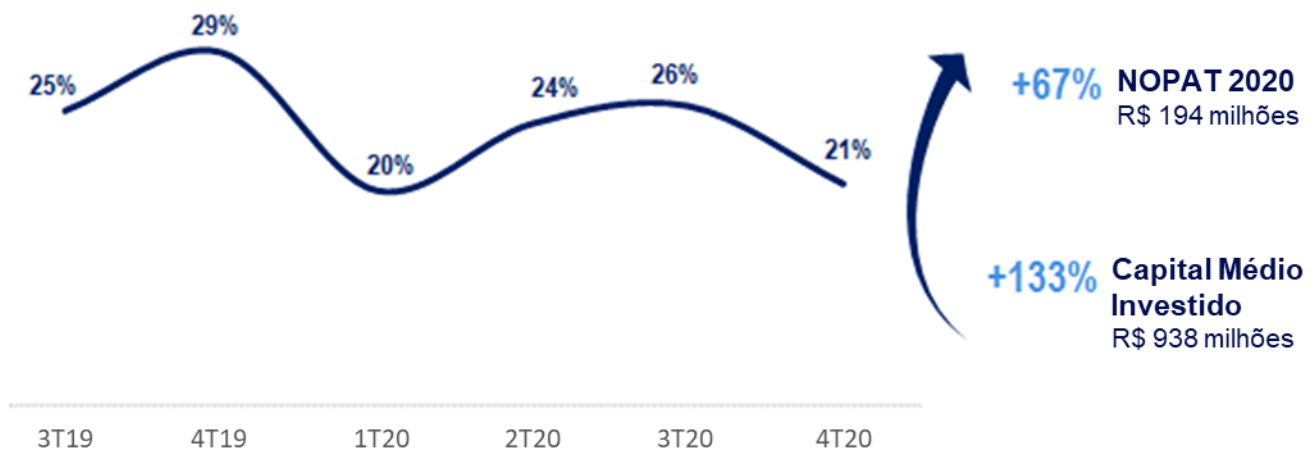
Também discutimos outros tópicos de longo prazo: (i) a terceirização da fabricação de pás é uma tendência irreversível em todo o mundo, pois os maiores fornecedores (incluindo a Aeris) podem alcançar eficiências operacionais muito superiores em relação aos OEMs; (ii) a adoção generalizada de agendas políticas mais verdes deve reforçar as perspectivas otimistas para a energia eólica. Temas como neutralidade de carbono e mercado de crédito de carbono estimularão a migração da matriz energética mundial para fontes renováveis; (iii) A Aeris fortaleceu sua liderança no Brasil nos últimos anos, tornando-se um dos principais facilitadores da expansão da capacidade instalada da indústria local. Tem como objetivo aumentar sua presença também no mercado externo e está bem posicionada para se beneficiar da

capacidade crescente nas Américas (os EUA já são um grande mercado e outras regiões estão aumentando sua capacidade, como Uruguai e Argentina).

Nossos dois centavos na margem EBITDA do quarto trimestre falham - preferimos olhar para as tendências da curva de ROIC

A Aeris reportou uma margem EBITDA surpreendentemente fraca no 4T, gerando dúvidas dos investidores. A nosso ver, o principal impacto negativo nas margens veio da introdução de novas linhas de produção e da descontinuidade de mais 5 linhas (já maduras). Usando cálculos retrospectivos, esse mix pior impactou a margem EBITDA em 400-600bps. O IPO e outros custos não recorrentes também derrubaram as margens em aproximadamente 200 bps. Embora a substituição do molde seja bastante comum nesta indústria, esperamos que sua relevância enfraqueça à medida que a Aeris esteja envolvida em uma grande migração de plataforma (OEMs de turbinas eólicas estão fazendo a transição de 3-4 MW / capacidade da turbina para + 5 GW). A Aeris é um negócio com foco para o ROIC e vemos que está entrando em um ciclo positivo de retornos mais elevados, impulsionado por: (i) produtos superiores (pás mais longas), (ii) crescimento da capacidade (novas instalações) e (iii) demanda sólida por energia eólica em todo o mundo.

Gráfico 1: ROIC de Aeris por trimestre



Fonte: Aeris e BTG Pactual

Destaques da teleconferência do 4T - Margens devem melhorar nos próximos trimestres

Na semana passada, a Aeris realizou sua teleconferência no 4T. Principais destaques: (i) se ajustarmos a margem EBITDA para despesas não recorrentes (custos do IPO e derivativos), ela aumenta para 8% (de 6% reportado). As margens das linhas de produção não maduras (6%) são muito menores do que as maduras (14%). Normalizando a margem EBITDA para o impacto das linhas de produção não maduras, o número sobe para dois dígitos baixos; (ii) a administração disse que as margens permanecerão pressionadas devido ao crescimento de novas linhas de produção, mas o mix de produção para 2021 deve realmente melhorar (participação das linhas não maduras em 30-40%); (iii) ROIC mais baixo no 4T foi impactado por maior capital investido (impulsionado por pior capital de giro e investimentos intensos em expansão de capacidade). A empresa espera que o ROIC melhore nos próximos trimestres, visto que a maior parte do capex de expansão já foi realizado; (iv) apesar de representar um evento chave de redução do risco para a indústria global de energia eólica, a eleição de Biden deve levar tempo para se traduzir em pedidos maiores para a Aeris e para indústria. A empresa espera ver impactos mais claros em 2022-23. Em suma, a teleconferência foi importante para abordar as preocupações

dos investidores sobre o desempenho da margem EBITDA de curto prazo, que deve melhorar gradualmente. Também vemos os níveis de ROIC entrando em um ciclo positivo nos próximos trimestres, uma vez que a maior parte do capex de expansão já está feito.

Verificações de setor da indústria de turbinas eólicas; Estudando as perspectivas de crescimento para a indústria de energia eólica

Recentemente, realizamos reuniões com os principais players do setor de turbinas eólicas para obter uma verificação do setor sobre as perspectivas para o segmento em 2021. O feedback foi construtivo, com a contínua expansão da capacidade energética e a crescente relevância do mercado livre de energia.

- A indústria de turbinas eólicas do Brasil passou por uma grande consolidação na última década. Os principais players são produtores globais altamente capitalizados e voltados para o produto, como Vestas, GE, Siemens Gamesa e Nordex (também são os maiores players globais). Outras plataformas menores também estão presentes (por exemplo, Weg e Goldwind - este último por meio de importações), mas sua participação no volume é relativamente menor. A capacidade de produção local combinada supera 4 GW/ano.

- A relevância do mercado livre de energia (agora + 70% da carteira de energia nova no país) está aumentando de forma consistente, reduzindo a dependência de leilões regulados. Desenvolvedores, produtores de turbinas e fornecedores estão se adaptando às novas dinâmicas do mercado. O segmento também está vendo uma diversificação mais ampla de participantes, já que os produtores tradicionais de commodities (por exemplo, a indústria de Petróleo & Gás) também estão migrando para a energia renovável para mitigar sua pegada de carbono.

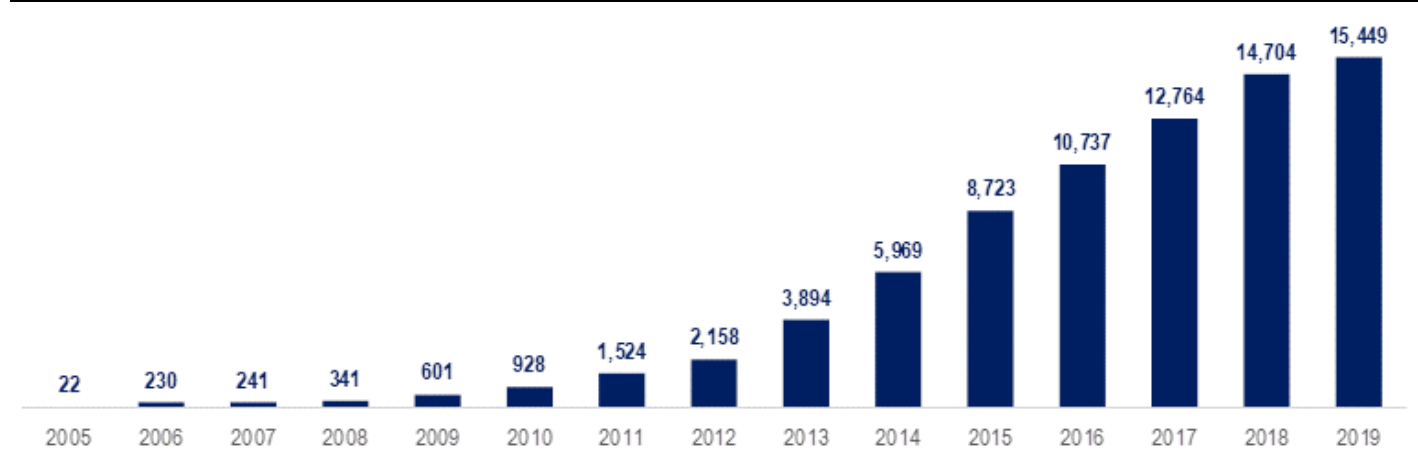
- Forte carteira de pedidos de produtores de turbinas eólicas top de linha no Brasil, que já se estende pelos próximos 2-3 anos. Carteiras maiores e visibilidade de produção estendida favorecem investimentos contínuos em atualizações de máquinas por OEMs.

- O mercado brasileiro deve continuar experimentando a evolução das turbinas observada em mercados maduros, que inclui aumento da capacidade de geração de máquinas e estruturas maiores (torres e pás). As novas turbinas podem representar desafios logísticos adicionais, como transporte e falta de componentes (sem ameaças aos volumes ou ritmo de produção, apenas alguns fornecedores usando o crescimento do volume para passar por grandes aumentos de preços). Para os produtores, é importante ter uma carteira de pedidos sólida para garantir a capacidade de produção dos principais fornecedores de componentes (como produtores de pás).

- Pás eólicas: a produção do Brasil já é totalmente terceirizada, dividida entre Aeris (único player independente) e LM Wind Power (controlada pela GE). A terceirização ganhou relevância mundial recentemente, conforme os OEMs adotaram um modelo de negócios mais leve em ativos (*asset-light*). A terceirização da produção de pás também ajuda os produtores de turbinas a se concentrarem nos principais componentes e têm equipes de engenharia dedicadas. Alguns OEMs preferem manter uma base diversificada de fornecedores para ter melhor acesso à tecnologia e maior flexibilidade de produção quando necessário.

- O desenvolvimento do mercado de energia eólica offshore é um tema distante, segundo os players do setor, visto que as condições eólicas onshore no Brasil são altamente competitivas. As soluções offshore são mais adequadas em países com falta de terras disponíveis e custos de energia mais elevados (já que os custos de instalação da energia eólica offshore são muito mais elevados do que onshore). O mercado de repotenciação continua sendo uma tendência de médio/longo prazo, visto que a frota de turbinas eólicas do Brasil ainda é jovem em comparação com países maduros. Quanto mais velha a turbina, melhor a viabilidade econômica para repotenciação. No entanto, em outros mercados, como os EUA, esse segmento já é muito relevante. Os serviços de repotenciação compreendem a substituição de componentes-chave, como pás.

- Tendências de longo prazo: sentimos mais otimismo na hibridização: a combinação de equipamentos solares, eólicos e de armazenamento de energia no mesmo local de produção. A regulamentação sobre este tema ainda está em estágio inicial e os players ainda estão aprendendo sobre as tecnologias disponíveis. A localização é fundamental para essa energia, pois a produção precisa corresponder à capacidade de energia necessária.

Gráfico 2: Histórico de crescimento da capacidade eólica instalada no Brasil

Fonte: ABEEOLICA e BTG Pactual

Evento recente digno de nota #1: Nordex anuncia nova turbina eólica para o mercado brasileiro

Em meados de janeiro, o Valor Econômico informou que a Nordex (fabricante alemã de turbinas eólicas) fechou um grande contrato para trazer ao Brasil seu último modelo, uma turbina eólica com potência flexível de + 5MW. Além de lançar no Brasil sua mais moderna série, a montadora também “nacionalizou” o novo equipamento, adequando-o ao conteúdo e às exigências de fabricação local do BNDES, cuja aprovação dá aos compradores acesso a atrativas linhas de crédito para financiar a compra de equipamentos. Esta semana, foi divulgado um acordo com a norueguesa Statkraft para fornecer 91 aerogeradores para um projeto eólico na Bahia, apresentando o modelo N163/5.X da plataforma Delta4000, lançado em 2019 pela Nordex. O pedido (518,7 MW) é o maior até agora para o modelo e o primeiro fora da Europa. Segundo Felipe Ramalho (diretor da Nordex), a novamáquina atende à busca dos investidores por turbinas eólicas cada vez mais potentes, normalmente + 4MW. Equipamentos maiores permitem que as empresas produzam mais energia em um espaço menor, reduzindo os investimentos em obras civis e linhas de conexão. Outros grandes fornecedores do segmento eólico já produzem aerogeradores desta “nova geração”, entre eles Vestas, Siemens Gamesa e WEG. A notícia reforça o momento positivo para o mercado eólico, o principal driver de nossa tese de investimento para a Aeris. Também gostamos que a OEM foi capaz de ajustar o novo equipamento ao conteúdo e aos requisitos de fabricação local do BNDES, o que requer fornecimento local de alguns componentes-chave. A Nordex é cliente da Aeris e, embora não seja divulgado nas notícias, esperamos que a compra da Nordex envolva as pás da Aeris, dada a posição de liderança da empresa no mercado (~ 70% de participação de mercado).

Evento recente digno de nota #2: Contrato de R\$ 2,5 bilhões com a Siemens-Gamesa? Um grande evento para a ação

Em janeiro, alguns jornais locais disseram que a Aeris estava perto de assinar um contrato de R\$ 2,5 bilhões com a Siemens Gamesa para fornecer pás de rotor para suas turbinas eólicas (ainda não há confirmação de nenhuma das partes, embora Aeris tenha dito em fato relevante que está em negociações). O acordo, válido até 2023, prevê a entrega de pás de rotor com capacidade para produzir 3GW de energia, mais do que os 2GW que a Aeris entregou de janeiro a setembro de 2020, gerando receita de R\$ 1,4 bilhão. O contrato pode ser estendido até 2025, o que também aumentaria as entregas da Aeris. A notícia afirma que as pás do rotor da Siemens serão utilizadas principalmente no mercado externo. Embora não haja confirmação oficial de nenhum dos lados, a Siemens é o único grande OEM com o qual a Aeris não tem um contrato de fornecimento. Para o mercado interno, dada a falta de capacidade interna de produção de pás de rotores no Brasil, a produtora hispano-alemã precisa se unir aos fabricantes locais para produzir componentes para suas turbinas. Para o mercado de exportação, a competitividade de custos da Aeris significa que ela também é um parceiro de plataforma de exportação altamente competitivo. Portanto, apesar de sua relevância para a carteira de pedidos da Aeris, a mudança

já era esperada e alinhada com os comentários de diversificação de clientes da Aeris durante o IPO. A Aeris continua comercialmente ativa, participando de campanhas comerciais para expandir sua base de clientes no mercado global.

O que mudou em nossos números? Revisão de estimativas e premissas

Revisamos nossos modelos e as principais mudanças foram: (i) cortamos a margem EBITDA para 2021 e 2022 para refletir o ponto de partida do ano abaixo do esperado. Esperamos que as margens melhorem a/a devido a um melhor mix de produção. Nossa nova margem EBITDA para 2021 e 2022 é de 11,9% (vs. 13,6% antes) e 13,6% (vs. 14,9% antes), respectivamente; (ii) nossa receita líquida de 2022 está praticamente estável, enquanto a aumentamos ligeiramente para 2023, principalmente para refletir o novo contrato da Nordex para produzir a lâmina N163, não originalmente em nossos modelos; (iii) já assumimos uma grande parte dos volumes indo para um novo cliente (Siemens-Gamesa); (iv) reduzimos nosso capex de longo prazo devido à melhor eficiência do ferramental de novos moldes; (v) cortamos nosso custo de capital, reduzindo nosso WACC para 9,6% (de 10,1%), que ainda consideramos um custo de capital conservador (vs. nosso WACC de 8,7% para Weg). Nosso menor custo de capital reflete uma grande redução do risco do segmento global de energia limpa, evidente após a eleição de Biden. Outras iniciativas importantes, como o compromisso de carbono neutro da China até 2060 e o rápido aumento no número de países que aderem às metas de descarbonização, mostram a menor percepção de risco relacionado à energia limpa (eólica).

Nossa leitura sobre a movimentação das ações desde o IPO; Atenção voltada para a melhoria do ROIC; Compra

Apesar da recente correção (-6% desde os resultados do 4T), a movimentação das ações pós-IPO é impressionante (+100%), por uma série de razões (principalmente domésticas): (i) melhores perspectivas para nomes globais de energia limpa como Aeris e Weg, principalmente após a eleição de Biden nos Estados Unidos; (ii) confirmação dos leilões de energia no Brasil em 2021; (iii) anúncio de grandes projetos eólicos no Brasil; (iv) fluxo de notícias positivo sobre o lançamento de novas turbinas aqui, como o modelo 5.X da Nordex; (v) fortalecimento do mercado livre de energia do país, tornando-se tão relevante quanto o mercado regulado; e (vi) fluxo de notícias sobre um potencial grande projeto com a Siemens-Gamesa. Entendemos a frustração do investidor com a margem operacional do 4T mais fraca do que o esperado, mas isso não muda nossa tese de longo prazo. A Aeris está preparando um grande novo ciclo de crescimento, que traz dores de crescimento inevitáveis. Mais importante ainda, sua expansão está dentro do cronograma e deve significar retornos ainda melhores. Com ações sendo negociadas a 30x PL 2022 (abaixo do múltiplo de 35x do TPI), mantemos nossa Compra sobre as ações e vemos a recente correção como uma oportunidade de compra.

Tabela 2: Estimativas novas vs. antigas do BTG

Em R\$ milhões	Antigo			Em R\$ milhões	Novo			Em R\$ milhões	Variação		
	2021E	2022E	2023E		2021E	2022E	2023E		2021E	2022E	2023E
Produção (em MW)	5.562	6.451	7.419	Produção (em MW)	4.250	5.440	6.256	Produção (em MW)	-24%	-16%	-16%
Nº de conjuntos faturados	1.160	1.578	1.799	Nº de conjuntos faturados	1.049	1.295	1.490	Nº de conjuntos faturados	-10%	-18%	-17%
Receita Líquida	3.014	4.164	4.710	Receita Líquida	2.901	4.058	5.022	Receita Líquida	-4%	-3%	7%
Crescimento	36%	38%	13%	Crescimento	31%	40%	24%	Crescimento	-5,1 p.p	1,7 p.p	10,7 p.p
EBITDA	410	619	744	EBITDA	346	553	771	EBITDA	-15%	-11%	4%
Margem EBITDA	13,6%	14,9%	15,8%	Margem EBITDA	11,9%	13,6%	15,4%	Margem EBITDA	-1,7 p.p	-1,2 p.p	-0,4 p.p
Lucro Líquido	230	322	421	Lucro Líquido	194	280	442	Lucro Líquido	-15%	-13%	5%
Margem Líquida	7,6%	7,7%	8,9%	Margem Líquida	6,7%	6,9%	8,8%	Margem Líquida	-0,9 p.p	-0,8 p.p	-0,1 p.p

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 o 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