

## Centauro (CNTO3): Novo preço-alvo de R\$ 39/ação

### Atualizando nossos números; oportunidades valiosas de longo prazo em seu ecossistema

Estamos atualizando nossos números em resposta a um cenário mais difícil do que o esperado em 2020, devido aos principais impactos da Covid-19, enquanto reforçamos nossa visão positiva de médio/longo prazo, com base em quatro pilares: (i) posição de liderança no setor fragmentado de varejo de artigos esportivos no Brasil, com ampla variedade de produtos e abordagem centrada no cliente; (ii) plataforma omnichannel de rápido crescimento (referência como player de nicho), com 41% das vendas já no canal online e 17% nas vendas O2O (online-to-offline) nos 9 meses de 2020; (iii) transação com a Nike, reforçando a CNTO como plataforma one-stop-shop e adicionando R\$ 8,00 ao nosso preço-alvo; e (iv) evolução como plataforma de venda social, com a recente aquisição da NWB (focada na produção de conteúdo).

### Negociação da Nike deve desbloquear (gradativamente) R\$ 8/ação para Centauro

No início de dezembro, a CNTO concluiu a aquisição da Nike no Brasil por R\$ 1,03 bilhão, após aprovação regulatória. Em fevereiro passado, anunciou o acordo para ser: (i) o distribuidor exclusivo de produtos Nike em seu canal de varejo online por um período inicial de 10 anos; e (ii) a operadora varejista de loja física exclusiva da Nike no Brasil por um período inicial de 5 anos, sob um Master Store Agreement (MSA). A CNTO também anunciou que estava adquirindo a Nike do Brasil, sua subsidiária para distribuição de produtos no atacado no Brasil, que registrou em 2019 uma receita operacional líquida de ~ R\$ 2 bilhões. Como a CNTO ainda integra a Nike (cuja divisão dentro da Centauro se chama Fisia), significando um impacto positivo gradativo ao longo do tempo (margem EBITDA de 1% em 2021 vs. 9% no longo prazo), a aquisição de uma das marcas mais fortes do setor no segmento de bens esportivo adiciona novos canais de contato para suas soluções omnichannel - onde vemos grandes sinergias, pois a Nike ainda não é multicanal.

### Um comércio mais social e vivo

O consumidor moderno quer ser informado, gosta de estar na vanguarda e saber opiniões antes de comprar um produto. A incorporação do e-commerce nas mídias sociais é poderosa, pois permite que os clientes descubram marcas por meio de conteúdo social. Mostrando o surgimento dessa tendência, o eMarketer estima que 11,6% das vendas de e-commerce no varejo na China são impulsionadas pelo comércio social. Em meados de dezembro, a CNTO anunciou a aquisição do Grupo NWB por um valor estimado de R\$ 60 milhões. A empresa produz e lança ~150 novos vídeos por semana, em média, teve mais de 10 bilhões de visualizações em seu canal no YouTube e desde o lançamento em 2013 e é a maior base de público no mercado de entretenimento esportivo do Brasil. Embora pequena em termos de receita, a NWB ajudará no

#### BTG Pactual – Equity Research:

##### Luiz Guanais

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Gabriel Savi

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Victor Rogatis

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

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

#### Centauro (CNTO3)

Data	01/02/2021
Ticker	CNTO3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	39,0
Preço (R\$)	25,5
Listagem	Novo Mercado

#### Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	6.166,12
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	63,96

#### Valuation:

	2021E	2022E
P/L	52,0x	24,7x
EV/EBITDA	12,6x	8,5x

#### Stock Performance:

Janeiro (%)	-14,2%
LTM (%)	-38,7%



envolvimento dos usuários dentro da plataforma O2O da CNTO e construirá um banco de dados mais rico na jornada dos consumidores, criando um efeito de rede entre o conteúdo produzido e o e-commerce.

### Novo preço-alvo de R\$ 39/ação. Não é uma boa perspectiva de curto prazo, mas o pior já passou

Nosso novo preço-alvo de R\$ 39 (incluindo R\$ 8 da Nike) vs. R\$ 42 antes reflete uma empresa que ainda terá dificuldades no curto prazo imediato devido aos efeitos da Covid-19 no tráfego de lojas e sua alta exposição aos shoppings (tornando-se uma tese muito mais de médio/longo prazo), mas totalmente compensada pela expansão online, seguida por ganhos contínuos de participação de mercado em sua plataforma multicanal.

Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
RoIC (EBIT) %	60,6	66,1	-4,6	21,0	32,6
EV/EBITDA	-	12,6	43,9	12,6	8,5
P/L	-	27,9	-91,7	52,0	24,7
Dividend Yield %	-	0,0	0,0	0,0	0,5

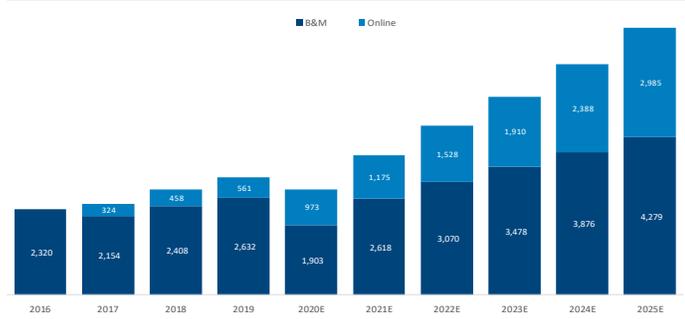
  

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	2.268	2.545	2.272	4.584	5.434
EBITDA	253	669	171	521	752
Lucro Líquido	141	305	-78	120	252
LPA (R\$)	0,58	1,26	-0,32	0,50	1,04
DPA Líquido (R\$)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,12
Dívida Líquida/Caixa	-116	71	-329	-311	-132

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\$ 25,75, em 28 de Janeiro de 2021.

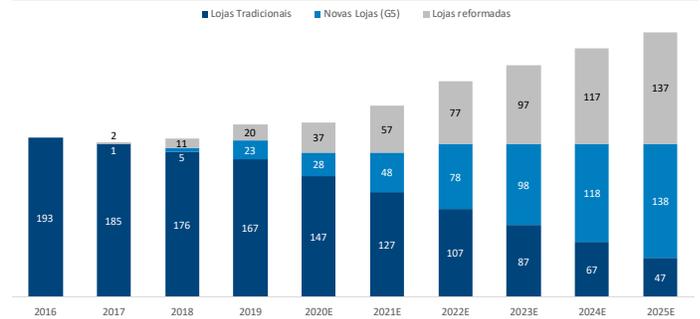
## Análise da Centauro (ex-Nike)

**Tabela 1: Receita bruta (R\$ milhões) - construção de uma plataforma omnichannel**



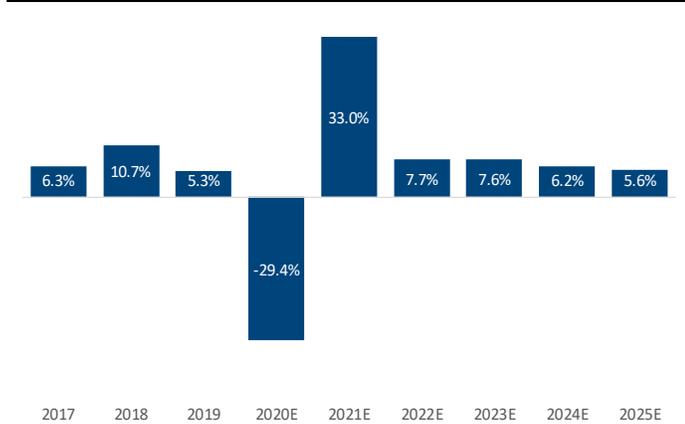
Fonte: Empresa e BTG Pactual

**Tabela 2: Número de lojas por formato (remodelando uma base depreciada)**



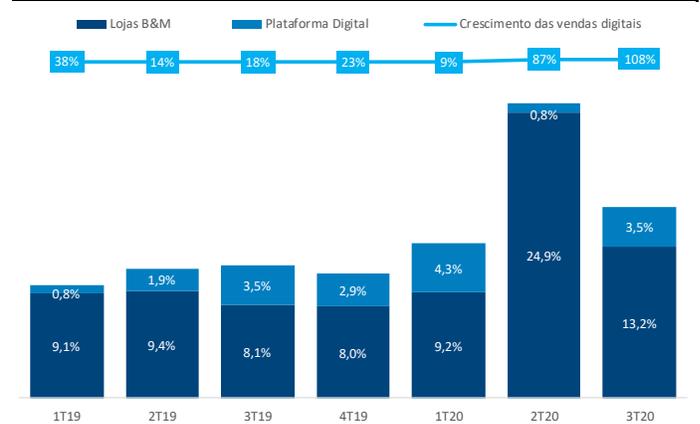
Fonte: Empresa e BTG Pactual

**Tabela 3: Crescimento do SSS (a/a) - Recuperação após um difícil 2020**



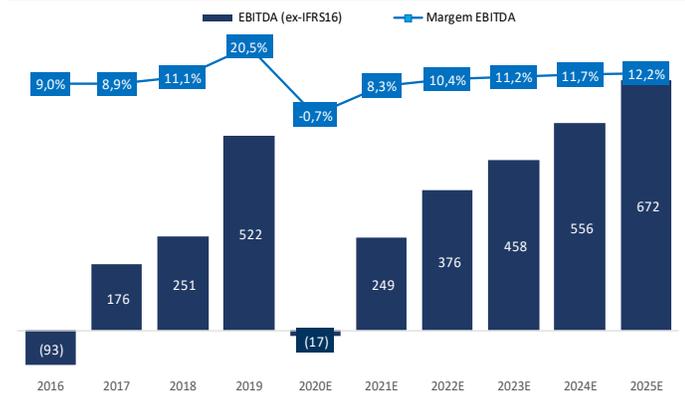
Fonte: Empresa e BTG Pactual

**Tabela 4: Vendas Omnichannel como % das vendas 1P (por fonte) e crescimento das vendas digitais da CNTO (a/a)**



Fonte: Empresa e BTG Pactual

**Tabela 5: EBITDA (ex-IFRS16) e margem EBITDA**



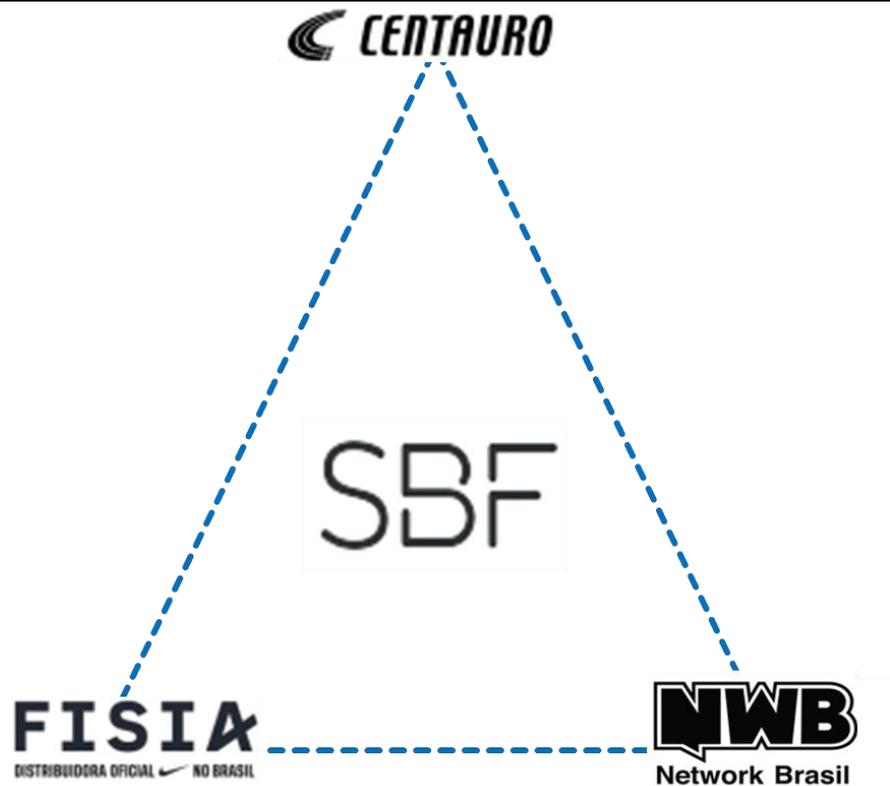
Fonte: Empresa e BTG Pactual

**Tabela 6: Lucro líquido ajustado (R\$ milhões)**



Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 7: Ecossistema CNTO



Fonte: Empresa e BTG Pactual

## Analizando as oportunidades após as dificuldades de 2020

Desde seu IPO, a CNTO desenvolveu sua plataforma multicanal (melhorando a integração das lojas com o canal online e implementando RFID), mas a Covid-19 mudou drasticamente seu *modus operandi* em 2020. Anteriormente tratava-se de uma tese baseada na ideia de expansão de lojas, remodelação de lojas antigas e desenvolvimento da plataforma de e-commerce (integrada com a sua operação de varejo físico). Mas o SSS (vendas nas mesmas lojas) das lojas físicas caiu 42% nos 9 meses de 2020, com a CNTO altamente exposta aos shoppings (que demoraram mais para se recuperar). E no 4T, com a segunda onda do Coronavírus, os resultados foram impactados pelo menor tráfego em dezembro.

Apesar do horário restrito das lojas e do menor tráfego, as iniciativas omnichannel continuam a liderar a plataforma digital da CNTO, representando 16,7% das vendas online do 1P até o 3T20 (vs. 11,7% no 3T19), enquanto seu aplicativo representou 52% das vendas digitais no mesmo período. O e-commerce já representa mais de 30% das vendas totais.

Mas 2020 também mostrou a evolução do modelo multicanal da CNTO para uma plataforma mais ampla.

Em fevereiro passado, anunciou o acordo para ser: (i) o distribuidor exclusivo de produtos Nike em seu canal de varejo online por um período inicial de 10 anos; e (ii) a operadora varejista de lojas B&M exclusiva da Nike no Brasil por um período inicial de 5 anos, sob um Master Store Agreement (MSA). A CNTO também anunciou que estava adquirindo a Nike do Brasil, sua subsidiária para distribuição de produtos no atacado no Brasil, que registrou em 2019 uma receita operacional líquida de ~ R\$ 2 bilhões.

A aquisição foi finalizada no início de dezembro (após alguns atrasos devido a um processo de aprovação mais lento pelas autoridades regulatórias brasileiras) por R\$ 1,032 bilhão (contra uma expectativa inicial de R\$ 900 milhões, que ainda estava sujeita a ajustes de preço pós-fechamento, relacionados ao câmbio e capital de giro, e aprovação do órgão antitruste do Brasil).

A CNTO também pagará royalties e taxas de marketing à Nike, que devem começar em um nível inferior e aumentar gradualmente à medida que a empresa ganhe escala.

A Nike possui 26 lojas no Brasil (06 franquias + 20 lojas próprias) e não há previsão de inaugurações nos próximos anos nem acordo para abertura de lojas. 70% de suas receitas no Brasil vêm de multimarcas (margem bruta de 20%), 10% do e-commerce (margem bruta de 50%) e 20% de B&M (margem bruta de ~30%).

Com o negócio, as duas marcas (CNTO e Nike) passarão a operar separadamente, com o objetivo de evitar conflitos de interesse e manter o mesmo relacionamento com outros fornecedores das lojas CNTO, bem como acordos da Nike com varejistas.

A CNTO será liderada por Claudio Assis (ex- COO da CNTO) e a Fisica (negócio renomeado da Nike no Brasil) será liderado por Karsten Koeler, que liderou o negócio de distribuição da Nike pré-aquisição. Pedro Zemel continuará a ser CEO da holding, o Grupo SBF.

Além de reduzir o risco da ameaça DTC (direto ao consumido – Nike vendendo diretamente por meio de seu próprio site ou marketplaces), vemos oportunidades para o CNTO se alavancar na plataforma multicanal ainda “a ser desenvolvida” da Nike.

A Nike está cada vez mais se afastando de fornecedores que não promovem fortemente a marca Nike e cortando laços com players mais fracos que não implantaram infraestrutura digital.

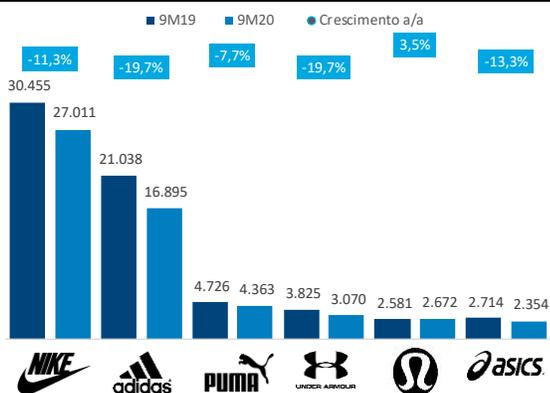
Globalmente, as vendas digitais da Nike respondem por 30% da receita (acelerada devido à pandemia), com uma meta de chegar a 50% nos próximos anos. Uma marca registrada da nova abordagem (mais digital) da Nike são as 150-200 novas lojas menores na América do Norte, que oferecem aos clientes uma experiência de compra mais premium.

Pelos nossos cálculos, a Nike adiciona R\$ 8/ação ao nosso preço-alvo com R\$ 2/ação do canal de distribuição e R\$ 6/ação das operações de e-commerce e B&M.

Para o negócio de distribuição (R\$ 1,4 bilhão em vendas em 2019, ou 70% do total), assumimos um crescimento anual de 5% na receita nos próximos anos (semelhante ao segmento de artigos esportivos nos últimos anos), enquanto modelamos um margem bruta de 20% e margem EBITDA de 6% no longo prazo (embora o EBITDA deva ser próximo a zero no primeiro ano da operação).

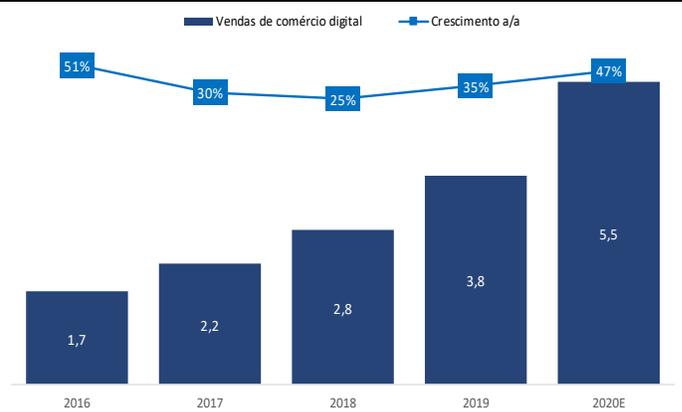
Para o varejo físico (B&M) e o e-commerce (onde vemos o principal potencial da parceria), assumimos que a empresa abrirá 5 outlets/ano nos próximos anos, enquanto a plataforma online deverá atingir 30% (vs. 10% em 2019) de vendas da Nike no Brasil até 2025.

**Tabela 8: Receitas da Nike vs. pares**



Fonte: Empresa e BTG Pactual | 9M20 = 9 meses de 2020

**Tabela 9: Vendas de e-commerce da Nike (US\$ bilhões)**



Fonte: Empresa e BTG Pactual

A plataforma de e-commerce da Nike deve ter uma margem bruta melhor do que a CNTO (50% em nossas estimativas), enquanto modelamos uma margem EBITDA de 12% na maturidade (online + operação B&M). Assumimos que os contratos de distribuição e DTC são renovados pela Nike após o vencimento.

**Tabela 10: Estimativas de negócios de distribuição da Nike**

R\$ milhões	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Receita Bruta</b>	<b>1.470</b>	<b>1.544</b>	<b>1.621</b>	<b>1.702</b>	<b>1.787</b>
Receita Bruta intercompany	671	704	739	776	815
<b>Receita Líquida</b>	<b>1.176</b>	<b>1.235</b>	<b>1.297</b>	<b>1.361</b>	<b>1.429</b>
CPV	(941)	(988)	(1.037)	(1.089)	(1.144)
Lucro Bruto	235	247	259	272	286
<b>Margem Bruta</b>	<b>20,0%</b>	<b>20,0%</b>	<b>20,0%</b>	<b>20,0%</b>	<b>20,0%</b>
Desp. Vendas, Gerais & Adm	(235)	(222)	(207)	(204)	(200)
Despesas de Vendas	(176)	(173)	(169)	(163)	(157)
% da receita líquida	-15,0%	-14,0%	-13,0%	-12,0%	-11,0%
Desp. Gerais & Adm	(59)	(49)	(39)	(41)	(43)
% da receita líquida	-5,0%	-4,0%	-3,0%	-3,0%	-3,0%
<b>EBITDA</b>	<b>-</b>	<b>25</b>	<b>52</b>	<b>68</b>	<b>86</b>
<b>Margem EBITDA</b>	<b>0,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>4,0%</b>	<b>5,0%</b>	<b>6,0%</b>
Depreciação & Amortização	-	(0)	(0)	(1)	(1)
EBIT	-	24	51	67	85
<b>Lucro Líquido</b>	<b>-</b>	<b>16</b>	<b>34</b>	<b>45</b>	<b>56</b>

Fonte: BTG Pactual

**Tabela 11: Lojas da Nike e estimativas de e-commerce**

R\$ milhões	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Receita bruta - online + offline</b>	<b>552</b>	<b>757</b>	<b>1.042</b>	<b>1.406</b>	<b>1.842</b>
<b>Vendas online</b>	<b>200</b>	<b>329</b>	<b>512</b>	<b>757</b>	<b>1.064</b>
% das vendas totais da Nike	10%	14%	19%	24%	29%
<b>Receita Líquida</b>	<b>423</b>	<b>580</b>	<b>797</b>	<b>1.076</b>	<b>1.410</b>
CPV	(249)	(336)	(455)	(603)	(776)
Lucro Bruto	173	244	343	473	635
<b>Margem Bruta</b>	<b>41,0%</b>	<b>42,0%</b>	<b>43,0%</b>	<b>44,0%</b>	<b>45,0%</b>
Desp. Vendas, Gerais & Adm	(148)	(192)	(260)	(351)	(460)
Despesas de Vendas	(127)	(163)	(220)	(297)	(389)
% da receita líquida	-30,1%	-28,1%	-27,6%	-27,6%	-27,6%
Desp. Gerais & Adm	(21)	(29)	(40)	(54)	(71)
% da receita líquida	-5,0%	-5,0%	-5,0%	-5,0%	-5,0%
<b>EBITDA</b>	<b>25</b>	<b>52</b>	<b>83</b>	<b>123</b>	<b>175</b>
<b>Margem EBITDA</b>	<b>5,9%</b>	<b>8,9%</b>	<b>10,4%</b>	<b>11,4%</b>	<b>12,4%</b>
Depreciação & Amortização	(3)	(4)	(5)	(5)	(6)
EBIT	22	48	78	117	168
<b>Lucro Líquido</b>	<b>14</b>	<b>32</b>	<b>52</b>	<b>77</b>	<b>111</b>

Fonte: BTG Pactual

Assumimos uma melhora gradual da margem nos próximos anos, com a margem EBITDA consolidada da divisão Nike em 1% em 2021, chegando a 9% em 2025, em função da mudança de mix devido ao forte crescimento da plataforma de e-commerce, que também deve ser impulsionado pelas sinergias entre a plataforma de e-commerce da Nike e as lojas CNTO nos próximos anos.

**Tabela 12: Dados consolidados da Nike - Brasil**

R\$ milhões	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Receita Bruta</b>	<b>2.022</b>	<b>2.301</b>	<b>2.662</b>	<b>3.107</b>	<b>3.629</b>
<b>Imposto sobre vendas</b>	<b>(264)</b>	<b>(318)</b>	<b>(392)</b>	<b>(485)</b>	<b>(595)</b>
	-13,0%	-13,8%	-14,7%	-15,6%	-16,4%
<b>Receita Líquida</b>	<b>1.758</b>	<b>1.983</b>	<b>2.270</b>	<b>2.623</b>	<b>3.034</b>
CPV	(1.350)	(1.492)	(1.668)	(1.877)	(2.114)
Lucro Bruto	408	491	602	746	921
<b>Margem Bruta</b>	<b>23,2%</b>	<b>24,7%</b>	<b>26,5%</b>	<b>28,4%</b>	<b>30,3%</b>
Desp. Vendas, Gerais & Adm	(384)	(414)	(468)	(555)	(660)
Despesas de Vendas	(304)	(336)	(389)	(461)	(547)
Desp. Gerais & Adm	(80)	(78)	(79)	(95)	(113)
<b>EBITDA</b>	<b>25</b>	<b>76</b>	<b>135</b>	<b>191</b>	<b>260</b>
<b>Margem EBITDA</b>	<b>1,4%</b>	<b>3,8%</b>	<b>5,9%</b>	<b>7,3%</b>	<b>8,6%</b>
Depreciação & Amortização	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
EBIT	22	72	130	185	253
<b>Lucro Líquido</b>	<b>14</b>	<b>48</b>	<b>86</b>	<b>122</b>	<b>167</b>
Valor Total Equity (BRL)	2.046				
<b>Valor Total Equity (BRL/ação)</b>	<b>8,0</b>				

Fonte: BTG Pactual

## Aumentar sua participação na jornada de compra dos consumidores

Com a mudança digital trazida pela pandemia, enquanto a maioria das marcas simplesmente fez seus aplicativos e sites de e-commerce como ferramentas de compra, os players mais bem-sucedidos entenderam que as ferramentas digitais devem fazer mais do que apenas apoiar as vendas - para realmente compensar, elas devem ser incorporadas aos estilos de vida dos clientes.

Por exemplo, a Nike ajudou a si mesma mantendo um fluxo constante de novos produtos, apesar da turbulência da cadeia de suprimentos relacionada a COVID-19, desenvolvendo aplicativos que vão muito além das compras, para incluir coisas como treinamentos físicos e construindo suas próprias lojas conforme se distancia de atacadistas, como lojas de departamentos.

Embora a CNTO ainda esteja no início de sua jornada para construir uma plataforma de venda social, as perspectivas são certamente positivas.

Em meados de dezembro, anunciou a aquisição da Network Participações S.A. (NWB Group) por um valor estimado de R\$ 60 milhões (80% em dinheiro; 20% diferido em 5 anos), sujeito a certos ajustes de preço de compra e aprovação da autoridade antitruste do Brasil.

O Grupo NWB é dono dos canais Desimpedidos (um dos maiores canais de futebol do mundo), Acelerados (maior canal automotivo do Brasil), Fatality (voltado para e-sports) e Falcão 12 (futsal), além de 80 canais afiliados com + 81 milhões de seguidores no Instagram e 73 milhões de inscritos no YouTube.

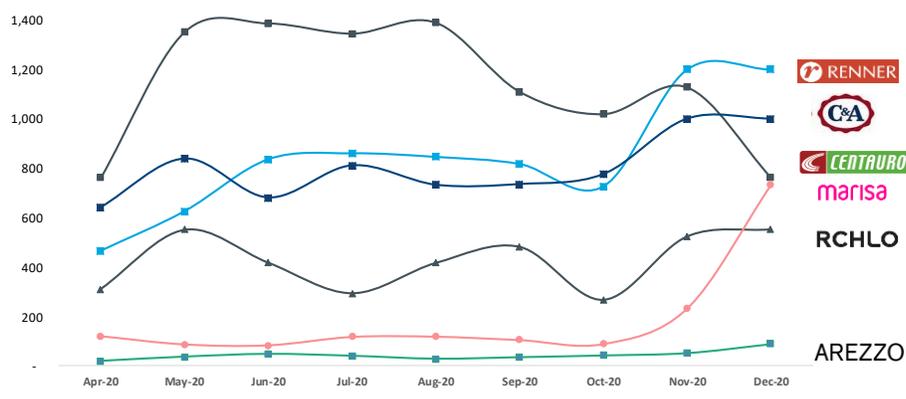
A empresa produz e lança cerca de 150 novos vídeos por semana, em média, teve mais de 10 bilhões de visualizações em seus canais do YouTube desde o lançamento em 2013, e tem a maior base de público no mercado de entretenimento esportivo do Brasil.

A NWB já gera caixa, mas suas principais fontes de receita são: (i) vendas de conteúdo; (ii) comércio social (*social commerce*) e agenciamento de influenciadores; e (iii) eventos.

Em todo o mundo, o e-commerce (e as plataformas multicanais) estão ansiosos para aumentar o engajamento dos usuários (aumentando o tempo gasto em seus sites ou lojas) a fim de coletar mais dados sobre seus padrões e aumentar as taxas de conversão e frequência, e também para reduzir (aumento consistente) custos de aquisição de clientes.

O e-commerce ficou mais “ao vivo”, como o surgimento de inúmeros influenciadores e canais para ativar clientes e promover marcas, o que deve ser especialmente importante para players de nicho como a CNTO que buscam oferecer uma experiência diferenciada, aliada a uma proposta multicanal.

**Tabela 13: Número de downloads ('000) por aplicativo**



Fonte: SimilarWeb e BTG Pactual

Assim, apesar de uma menor contribuição de curto prazo para as receitas, esperamos que a aquisição aprimore o relacionamento da SBF com seus clientes e aproveite o tráfego orgânico em suas plataformas por meio de conteúdo e promoções (comércio social) nos canais da NWB.

## Valuation

Usando um modelo DCF, alcançamos um preço-alvo de R\$ 39/ação (vs. R\$ 42/ação anteriormente).

Nosso valor patrimonial (R\$ 9,5 bilhões) incorpora o valor adicionado pela Nike (R\$ 2,0 bilhões ou R\$ 8/ação). A preços atuais, a CNTO é negociada a 52x P/L 2021 e 25x P/L 2022, com um CAGR de LPA de 54% de 2021 a 2025.

**Tabela 14: Novo vs. Antigo**

	Novo				Antigo				Variação			
	2021E	2022E	2023E	2024E	2021E	2022E	2023E	2024E	2021E	2022E	2023E	2024E
<b>Receita Bruta</b>	<b>5.815</b>	<b>6.899</b>	<b>8.051</b>	<b>9.371</b>	<b>5.574</b>	<b>6.576</b>	<b>7.611</b>	<b>8.767</b>	<b>4%</b>	<b>5%</b>	<b>6%</b>	<b>7%</b>
Receita Líquida	4.584	5.434	6.194	7.203	4.431	5.225	5.883	6.771	3%	4%	5%	6%
Lucro Bruto	1.837	2.261	2.623	3.095	1.650	2.036	2.317	2.722	11%	11%	13%	14%
<b>EBITDA</b>	<b>521</b>	<b>752</b>	<b>932</b>	<b>1.141</b>	<b>551</b>	<b>708</b>	<b>795</b>	<b>939</b>	<b>-6%</b>	<b>6%</b>	<b>17%</b>	<b>21%</b>
Margem EBITDA	11,4%	13,8%	15,0%	15,8%	12,4%	13,5%	13,5%	13,9%	-108bps	29bps	153bps	197bps
<b>Lucro Líquido</b>	<b>120</b>	<b>252</b>	<b>338</b>	<b>498</b>	<b>207</b>	<b>365</b>	<b>382</b>	<b>483</b>	<b>-42%</b>	<b>-31%</b>	<b>-12%</b>	<b>3%</b>

Fonte: BTG Pactual; Estimativas já incluem Nike

## Justificativa por trás de nossas estimativas (ex-Nike):

- Ritmo médio de abertura de 22 lojas/ano e 20 reformas/ano até 2025. Em 2025, último ano de nossa projeção, atingimos 85% das lojas no conceito G5.
- Crescimento médio do GMV do e-commerce de 24% até 2025 (e 14% em 2021). Estimamos que o e-commerce alcance 41% das vendas em 2025.
- CAGR de vendas de 18% até 2025 (ex-Nike), com SSS (incluindo o digital) crescendo 12%, em média, no mesmo período.
- Margem EBITDA de longo prazo (ex-Nike e ex-IFRS16) de 12%, com CAGR de EBITDA de 28% (de 2021 a 2025). A margem bruta deve voltar no longo prazo ao mesmo patamar de 2019 (49,3% em 2025 vs. 47,8% em 2021).
- CAGR de lucro líquido de 48% de 2021 a 2025 (em 2021, o lucro líquido deve voltar ao nível de 2019, em R\$ 105 milhões).

**Tabela 15: Valores pró-forma - Centauro + Nike**

R\$ milhões	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Receita Bruta</b>	<b>5.815</b>	<b>6.899</b>	<b>8.051</b>	<b>9.371</b>	<b>10.893</b>
<b>Receita Líquida</b>	<b>4.584</b>	<b>5.434</b>	<b>6.194</b>	<b>7.203</b>	<b>8.367</b>
CPV	(2.747)	(3.173)	(3.571)	(4.109)	(4.722)
Lucro Bruto	1.837	2.261	2.623	3.095	3.645
<i>Margem Bruta</i>	<i>40,1%</i>	<i>41,6%</i>	<i>42,3%</i>	<i>43,0%</i>	<i>43,6%</i>
Desp. Vendas, Gerais & Adm	(1.325)	(1.520)	(1.703)	(1.968)	(2.272)
Despesas de Vendas	(1.094)	(1.271)	(1.435)	(1.657)	(1.912)
Desp. Gerais & Adm	(231)	(249)	(269)	(311)	(360)
Outros	9	11	12	14	17
<b>EBITDA</b>	<b>521</b>	<b>752</b>	<b>932</b>	<b>1.141</b>	<b>1.390</b>
<i>Margem EBITDA</i>	<i>11,4%</i>	<i>13,8%</i>	<i>15,0%</i>	<i>15,8%</i>	<i>16,6%</i>
<b>EBIT</b>	<b>286</b>	<b>457</b>	<b>636</b>	<b>840</b>	<b>1.073</b>
Resultados Financeiros	(125)	(121)	(106)	(64)	(21)
<b>Lucro Líquido</b>	<b>120</b>	<b>252</b>	<b>338</b>	<b>498</b>	<b>677</b>

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 e 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](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)