

## Petrobras (PETR4): Reduzindo o Rating para Neutro

### Rebaixando a PETR para Neutro

Nos últimos dois anos, defendemos que a PETR oferecia três dimensões de criação de valor: (i) crescimento da produção sustentado por ativos do pré-sal de alta qualidade; (ii) desalavancagem impulsionada pela alocação racional de capital que envolveu a venda de ativos e uma política de dividendos coerente; e (iii) redução do risco político com base na independência para buscar o IPP e vender 50% da capacidade de downstream, ambos os quais liberariam a PETR da longa carga política de controlar os preços dos combustíveis. Com os acontecimentos dos últimos dias culminando na decisão do acionista controlador de solicitar a substituição do Diretor Presidente, não temos mais a confiança de que esses pilares permanecerão.

### Desorientação

A falta de clareza para onde a PETR está indo agora é considerável. O controle do preço do combustível em meio à reflatão do preço do petróleo é um motivo óbvio de preocupação, mas pode nem ser o maior. À medida que nos aproximamos de um ano eleitoral, nossa principal preocupação agora reside no que um novo CEO e, potencialmente, uma nova equipe de gestão significará para a (i) alocação de capital, incluindo alterações na curva de capex recentemente simplificada que poderia afetar o ritmo de desalavancagem e, o mais importante, o fluxo de dividendos adiante; e (ii) programa de venda de ativos não essenciais, principalmente o ritmo de venda das refinarias e também seus respectivos preços, com potenciais compradores agora muito menos inclinados a licitar ou inclinados a licitar a um ticket muito menor.

### Se os fundamentos prevalecerem, a PETR é uma ação barata; Agora uma tese binária

Estamos aproveitando a oportunidade para ajustar as estimativas com uma nova curva de preço do petróleo, menores crack spreads para acomodar possíveis descontos de combustível, bem como uma taxa de desconto mais alta. O rebaixamento de uma ação de petróleo em meio a uma das altas mais espetaculares dos preços das commodities parece estranho: vemos PETR sendo negociado a 21% de FCF yield de 2021/2022. Mas acreditamos fortemente que os investidores não pagarão por isso enquanto as incertezas acima mencionadas permanecerem. Nosso caso base ainda é que as mudanças não serão muito dramáticas e estaremos prontos para mudar esse cenário se as circunstâncias melhorarem nos próximos meses, mas sentimos uma posição delicada caso os preços domésticos de combustível precisem continuar subindo para acompanhar o petróleo. Nosso novo preço-alvo baseado em Soma das Partes é de \$ 11/PBRa e R\$ 29/PETR4.

#### BTG Pactual – Equity Research:

##### Thiago Duarte

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Pedro Soares

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Daniel Guardiola

Colômbia - BTG Pactual

##### Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

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

#### Petrobras (PETR4)

Data	22/02/2021
Ticker	PETR4
Rating	Neutro
Preço Alvo (R\$)	29,0
Preço (R\$)	27,3
Listagem	Nível 2

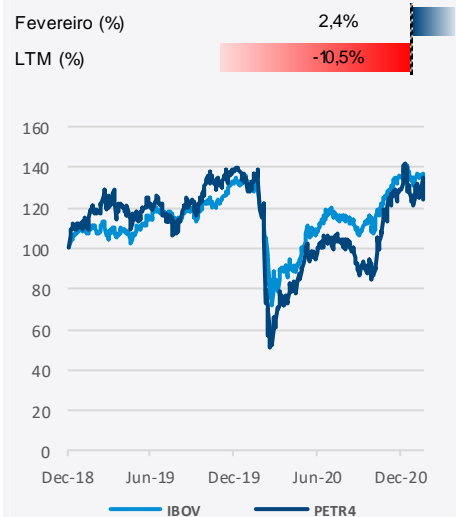
#### Dados Gerais:

Market Cap. (RS mn)	354.786,30
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	1664,94

#### Valuation:

	2021E	2022E
P/L	6,4x	7,2x
EV/EBITDA	3,4x	3,3x

#### Stock Performance:



Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
RoIC (EBIT) %	9,9	12,2	8,7	17,9	17,3
EV/EBITDA	5,0	5,0	5,3	3,4	3,3
P/L	10,7	12,8	-	6,4	7,2
Dividend Yield %	1,1	2,1	0,8	3,9	3,5

Resumo Financeiro (US\$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	95.767	76.617	52.114	73.596	72.349
EBITDA	31.413	34.145	24.593	35.971	35.404
Lucro Líquido	7.057	7.607	-7.962	10.305	9.184
LPA (R\$)	1,08	1,17	-1,22	1,58	1,41
DPA líquido (R\$)	0,13	0,31	0,09	0,40	0,35
Dívida Líquida/Caixa	-69.263	-79.071	-63.051	-55.588	-50.365

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\$ 27.33. em 19 de Fevereiro de 2021.

### O medo tem dois significados: 'Esqueça tudo e fuja' ou 'Enfrente tudo e cresça'.

PETR pode mais do que nunca se tornar uma história binária. Por um lado, temos um setor favorável e um cenário macro para uma empresa que simplificou substancialmente as operações e o balanço patrimonial ao longo dos últimos anos, e agora é mais lucrativa do que nunca em sua unidade de upstream. Mas, por outro lado, a PETR poderia estar em uma posição em que uma perspectiva mais forte do preço do petróleo poderia impactar negativamente os lucros e o sentimento em relação à sua capacidade de continuar a maximizar o retorno para os acionistas.

Além disso, acreditamos que as mudanças na governança corporativa e uma possível mudança estratégica também representam riscos para outros aspectos-chave do caso de investimento hoje: (i) a capacidade, a vontade ou pelo menos a velocidade com que seguirá em frente com a venda de refinarias; e (ii) riscos de como a geração de fluxo de caixa será implementada no futuro.

Com o Brasil precisando importar mais de 10-20% para atender à demanda doméstica de diesel/gasolina antes da pandemia, a política de preços abaixo do IPP poderia levar a um problema ainda maior: a escassez de combustível. Esse argumento tem dois lados: (i) a PETR é forçada a buscar o IPP independentemente da vontade política para que o mercado seja incentivado a importar combustível para atender ao excesso de demanda de diesel e gasolina; (ii) A PETR usa sua geração de fluxo de caixa excedente para, de alguma forma, subsidiar as importações e manter os preços domésticos abaixo do IPP, em detrimento do valor para o acionista.

Curiosamente, um atenuante potencial é que hoje existem muitos mais mecanismos para proteger a PETR de má gestão e decisões que podem ser consideradas prejudiciais aos acionistas minoritários. Mas não temos certeza de até que ponto essas medidas serão eficazes e se em tempo hábil.

Rebaixar uma ação de petróleo em meio a uma das mais espetaculares altas dos preços das commodities parece estranho. O valuation da ação da PETR parece pouco exigente em praticamente qualquer métrica, assumindo que as mudanças em seus negócios não serão muito dramáticas. Mas acreditamos fortemente que os investidores não pagarão por isso enquanto as incertezas acima mencionadas permanecerem. Estaremos prontos para mudar isso se as circunstâncias melhorarem nos próximos meses, mas, conforme nos aproximamos de um ano eleitoral, sentimos uma posição delicada no caso de os preços domésticos dos combustíveis precisarem continuar subindo para acompanhar o petróleo.

## Próximas etapas: mais perguntas do que respostas

Na última sexta-feira, a PETR informou que o Ministério de Minas e Energia enviou carta solicitando à empresa a convocação de Assembleia Geral Extraordinária com o objetivo de “promover a eleição e substituição de um membro do Conselho de Administração e indicar Joaquim Luna para substituir Roberto Castello Branco”.

A PETR e os estatutos brasileiros definem que o Conselho de Administração tem o direito de decidir sobre qualquer mudança de CEO. Mas, como o governo nomeia sete dos 11 membros do Conselho, parece improvável que o Conselho não vote com o governo. Curiosamente, a carta também propõe que “todos os membros do Conselho de Administração sejam imediatamente reconduzidos na Assembleia Geral Extraordinária para cumprir o resto dos seus respectivos mandatos”, indicando que o governo não está - pelo menos não inicialmente - disposto a implementar radicais mudanças na estratégia da PETR. O mandato de Castello Branco vigorará até 20 de março.

## Refinarias e dividendos: no olho da tempestade

A venda de 8 das 13 refinarias sob o controle da PETR é, em última análise, uma das razões pelas quais a política de preços dos combustíveis PETR não poderia mais ser um tópico de discussão a médio prazo. Ao transferir para o setor privado aproximadamente 50% da capacidade de refino do Brasil, os preços dos combustíveis seriam então determinados pelo mercado livre.

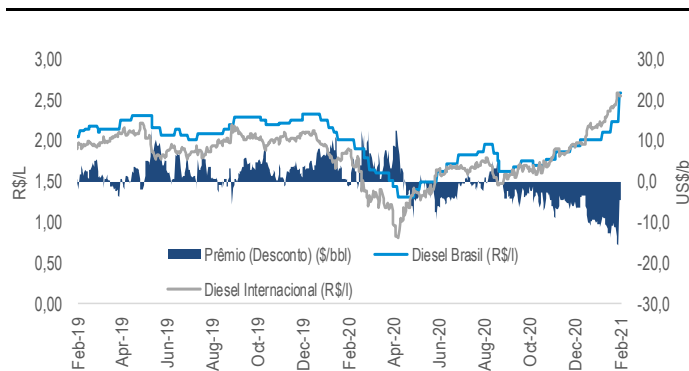
Portanto, a questão-chave agora é o que acontecerá com o programa de venda de ativos da PETR, especialmente a venda das refinarias. Um aspecto interessante é que esse programa foi baseado em um acordo firmado entre a empresa e o órgão antitruste CADE, o que provavelmente significa que o processo de venda terá que continuar. A questão é se isso pode não ser mais uma prioridade enquanto o acionista controlador estiver preocupado com as implicações políticas da volatilidade do preço do combustível. Além disso, mesmo se a venda continuar, também acreditamos que o valor de mercado dessas refinarias será muito menor.

Dependendo da direção que a PETR tomar, também pode ter implicações obscuras em outro aspecto-chave do caso de investimento: dividendos. A política atual estabelece que, assim que a dívida bruta cair abaixo da marca de US\$ 60 bilhões, o índice de distribuição de dividendos aumentará para 60% do FCF - capex. De acordo com nossas estimativas atuais, que assumem margens de downstream apenas ligeiramente menores, isso poderia ser alcançado em algum momento em 2022/23 (ou mesmo antes, dependendo do ritmo de vendas de novos ativos), gerando atraentes dividend yields de dois dígitos. No entanto, nos perguntamos se o aumento das preocupações políticas com relação à política de preços e investimentos da PETR também não significará que a empresa também retornará à postura de favorecer o crescimento em detrimento de valor.

## Estimativas e alterações de valuation

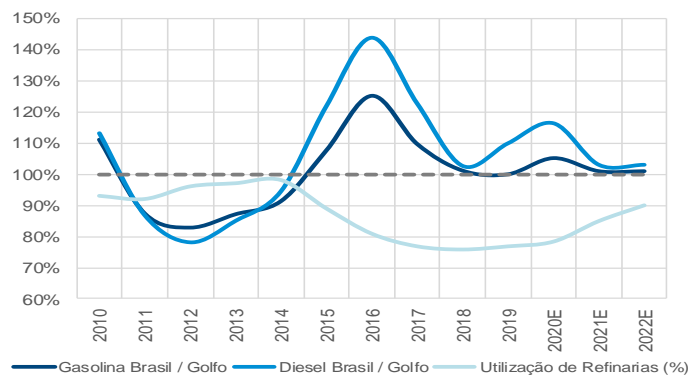
Após os aumentos dos preços dos combustíveis na semana passada (que provavelmente geraram toda a polêmica política vista nos dias que se seguiram), estimamos que os preços domésticos do diesel no Brasil estão agora 6% abaixo do IPP. Para a gasolina, estimamos que o desconto à paridade de importação seja de 11%.

**Gráfico 1: Preços do diesel doméstico vs. preços internacionais: agora 6% de desconto para o IPP**



Fonte: Bloomberg, ANP, PETR, BTGP

**Gráfico 2: Estamos assumindo um prêmio menor para os preços globais da gasolina e do diesel, o que também deve levar a uma maior utilização da capacidade pelas refinarias**



Fonte: Bloomberg, ANP, PETR, BTGP

Como o valor e os fluxos de caixa da PETR são hoje muito mais dependentes de sua unidade de Exploração & Produção upstream (que vende petróleo bruto a preços de mercado), a sensibilidade do EBITDA a um prêmio/desconto maior de diesel ou gasolina para o IPP tem um impacto relativamente limitado. Mesmo assim, se os subsídios aumentassem para níveis mais próximos do período 2011-2013 (cerca de 80% dos preços do diesel e da gasolina do golfo), nossa estimativa de EBITDA de 2021E ficaria cerca de 20% abaixo da atual (e nossas projeções de resultados de \$ 10 bilhões em 2021E seriam cerca de 38 % mais baixos).

**Tabela 1: Sensibilidade do EBITDA ao prêmio/desconto do diesel e gasolina em relação aos preços internacionais**

Prêmio/desconto do preço da gasolina no Brasil vs. Golfo	PETR 2021 EBITDA, US\$ bi	Prêmio/desconto do preço do diesel no Brasil vs. Golfo				
		83%	93%	103%	113%	123%
81%		30,2	32,1	34,1	36,0	38,0
91%		31,1	33,1	35,0	37,0	38,9
101%		32,1	34,0	36,0	37,9	39,9
111%		33,0	35,0	36,9	38,9	40,8
121%		34,0	35,9	37,9	39,8	41,8

Fonte: BTGP

Estamos incorporando a curva Brent mais recente (à vista em \$ 63/bbl e longo prazo em \$ 52/bbl), que é a principal razão pela qual estamos acima do consenso.

**Tabela 2: Estimativas novas vs. antigas**

PETR US\$ milhões	2021E			2022E		
	Novo	Antigo	Δ	Novo	Antigo	Δ
Receita	73.596	60.288	22,1%	72.349	63.540	13,9%
EBITDA ajustado	35.971	29.467	22,1%	35.404	31.093	13,9%
Margem EBITDA	48,9%	48,9%	0bps	48,9%	48,9%	0bps
Lucro Líquido	10.305	6.488	58,8%	9.184	6.159	49,1%
Margem Líquida	14,0%	10,8%	324bps	12,7%	9,7%	300bps

Fonte: BTGP

**Tabela 3: BTGe vs. consenso**

PETR US\$ milhões	2021E			2022E		
	BTGe	Cons.	Diff.	BTGe	Cons.	Diff.
Receita	73.596	65.921	11,6%	72.349	69.618	3,9%
EBITDA ajustado	35.971	30.375	18,4%	35.404	33.105	6,9%
Margem EBITDA	48,9%	46,1%	280bps	48,9%	47,6%	138bps
Lucro Líquido	10.305	8.626	19,5%	9.184	9.483	-3,1%
Margem Líquida	14,0%	13,1%	92bps	12,7%	13,6%	-93bps

Fonte: Reuters, BTGP

Também estamos ajustando nossas estimativas para refletir incertezas substancialmente mais altas. As mudanças incluem: (i) estamos aumentando nosso  $K_e$  em cerca de 200 bps para refletir um risco mais elevado para nossas estimativas futuras de capex e desalavancagem; (ii) estamos reduzindo nossa estimativa de margem de crack spread para refletir o risco de subsídios contínuos ao preço do combustível assumindo que a curva de preço do petróleo e o câmbio continuem sob pressão.

**Tabela 4: Avaliamos a PETR com base em Soma das Partes, usando um WACC nominal denominado em USD de 8,5% e Brent de longo prazo de US\$ 52/bbl**

Petrobras SOTP										
US\$m	Dados	Valor	Unidade	Múltiplo	Unidade	US\$m	US\$/ADR	R\$/ação	Comentários	
<b>Exploração &amp; Produção (2019A)</b>	<b>Reservas</b>	<b>11.235</b>	<b>mm boe</b>	<b>11,6</b>	<b>US\$/boe</b>	<b>130.139</b>	<b>20,0</b>	<b>51,9</b>		
Provas desenvolvidas (SEC)	Reservas	6.037	mm boe	18,1	US\$/boe	109.200	16,7	43,5	Ativos operacionais	
Provas não-desenvolvidas (SEC)	Reservas	2.778	mm boe	4,0	US\$/boe	11.193	1,7	4,5	Desenvolvido em 3 anos	
Prova SPE delta (SEC P1-SPE P1)	Reservas	2.419	mm boe	4,0	US\$/boe	9.746	1,5	3,9	Desenvolvido em 3 anos	
<b>Refino (DCF)</b>	<b>DCF</b>	<b>13.496</b>	<b>US\$m</b>			<b>13.496</b>	<b>2,1</b>	<b>5,4</b>		
<b>Marketing</b>	<b>Equity</b>	<b>1.796</b>	<b>US\$m</b>			<b>1.796</b>	<b>0,3</b>	<b>0,7</b>	BRDT (37.5% de particip.) - BTG NAV	
<b>G&amp;P</b>	<b>EBITDA '21</b>	<b>988</b>	<b>US\$m</b>	<b>5,0</b>	<b>EV/EBITDA</b>	<b>4.938</b>	<b>0,8</b>	<b>2,0</b>		
<b>Braskem</b>	<b>Equity</b>	<b>1.637</b>	<b>US\$m</b>			<b>1.637</b>	<b>0,3</b>	<b>0,7</b>	BRKM (36% de particip.) - BTG NAV	
<b>Projetos em construção</b>	<b>Book value</b>	<b>15.792</b>	<b>US\$m</b>	<b>-10%</b>	<b>Desconto</b>	<b>14.213</b>	<b>2,2</b>	<b>5,7</b>	3T20	
(-) Despesas gerais corporativas		(2.313)	US\$m	5,0	EV/EBITDA	(11.565)	(1,8)	(4,6)		
(-) Dívida Líquida (2021E)						(74.743)	(11,5)	(29,8)	Div. Líquida final de 2021, incluindo leases	
(+) Reembolso de capex de transferência de direitos		1.000	US\$m			1.000	0,2	0,4		
<b>NAV principal</b>						<b>80.911</b>	<b>12,4</b>	<b>32,3</b>		
(+) Passivos contingentes		(37.878)	US\$m	25%		(9.470)	(1,5)	(3,8)	Contingências de fora do balanço 3T20	
<b>NAV ajustado</b>						<b>71.441</b>	<b>11,0</b>	<b>29,0</b>		
<b>Preço-alvo PBR/A - PETR4</b>							<b>11,0</b>	<b>29,0</b>		

Fonte: BTGP

Olhando a PETR em comparação com seus pares, é fácil ver por que a ação pode ser considerada barato. Mas nossa visão por enquanto é que, conforme o ano eleitoral se aproxima em meio a intensa pressão política e social para reduzir os preços dos combustíveis, os investidores se concentrarão menos nos fundamentos e mais no risco de que a PETR possa mais uma vez enfrentar a deterioração dos lucros e da qualidade de alocação de capital, enquanto possivelmente colocando em risco seu programa de venda de ativos muito necessário e muito bem-vindo.

Tabela 5: Valuation de empresas integradas globais

Empresa	Ticker	País	Mkt Cap. US\$ mn	Corrente EV/ EBITDA	EV/BOE
Petrobras	PBR/A US	US	66,199	4.7	13.8
YPF	YPF US	US	2,827	9.2	9.4
Ecopetrol	EC US	US	24,896	6.7	20.5
<b>Latam NOCs</b>				<b>6.8</b>	<b>14.6</b>
Exxon	XOM US	US	145,134	10.6	12.9
RD Shell	RDSA LN	UK	97,740	8.1	25.2
Chevron	CVX US	US	141,392	24.1	19.5
Total	FP FP	FR	90,981	9.2	12.7
CNOOC	883 HK	HK	44,014	3.0	9.0
Equinor	EQNR NO	NO	47,451	11.1	14.0
Eni	ENI IM	IT	28,526	11.8	8.7
<b>Global Majors</b>				<b>11.1</b>	<b>14.6</b>
Rosneft	ROSN RM	RU	52,206	8.0	3.0
Gazprom	GAZP RM	RU	51,119	9.3	1.2
Lukoil	LKOH RM	RU	39,363	4.2	3.6
<b>Russia O&amp;G</b>				<b>7.2</b>	<b>2.6</b>
<b>Média Global (ex- Rússia)</b>				<b>9.8</b>	<b>14.6</b>

Fonte: Bloomberg, BTGP

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