

Santander Brasil (SANB11): Resultado do 4T20

ROE de 20% no 4T, um pouco acima das expectativas; O LPA de 2020 caiu apenas 5% a/a...

O Santander Brasil reportou os resultados do 4T20 esta manhã, com lucro líquido de R\$ 3,96 bilhões (ROE de 20%), alta de 1% t/t e 6% a/a, em linha com o consenso. No geral, os números foram um pouco mais fracos do que o que modelamos para a NII (margem financeira) e o OPEX, mas menores provisões para perdas com empréstimos levaram o LPA a superar nossas estimativas em 8%. O lucro do ano fiscal de 2020 foi de R\$ 13,8 bilhões, queda de apenas 5% a/a e com ROE de 19%, muito melhor do que seus pares. Sim, o Santander registrou menos provisões extras do que o Itaú e o Bradesco. Mas a cada trimestre que passa, é cada vez mais consenso que, mais uma vez, eles são os com melhor performance...

...o que é impressionante, além de um desempenho superior em relação aos pares

De fato, e apesar do salto esperado nas inadimplências no 1S21, o CEO Sergio Rial permanece muito confiante de que eles terão um desempenho superior novamente. Em uma reunião recente, ele lembrou a todos que o banco vem apresentando desempenho superior há vários anos. Ele sinalizou que o Santander agora é muito mais eficiente na renegociação de dívidas e avalia que o banco fez um trabalho melhor do que seus pares aqui, reestruturando os empréstimos de forma inteligente para que os tomadores possam cumprir suas obrigações de pagamento. Quando a crise começou, ele disse que o impacto no resultado do banco seria limitado. Bem, até agora, ele estava certo de novo...

NII e OPEX um pouco abaixo de nossa projeção; Provisões para perdas com empréstimos novamente muito melhores

Para obter mais detalhes sobre o 4T, consulte a Tabela 1 e a página 2 para os principais destaques. Mas, em resumo, as provisões para perdas com empréstimos mais uma vez foram bem melhores do que esperávamos, desta vez em 25%. As provisões diminuíram 4% t/t e 17% a/a. No fim de 2020, as provisões brutas (considerando R\$ 3,2 bilhões de provisões extras contabilizadas no 2T) cresceram “apenas” 22,5%, um pouco acima do crescimento de 17% que vimos na carteira de crédito. O NIM (spread) caiu novamente, levando a uma NII menor que a estimada, enquanto as receitas de serviços (fees) foram um pouco mais fortes, ajudadas pela GetNet, que cresceu muito mais rápido do que Cielo e a Rede no 4T. O Opex foi um pouco maior devido à sazonalidade.

BTG Pactual – Equity Research:

Eduardo Rosman

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Thomas Peredo, CFA

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

Analise.Acoes@btgpactual.com

Santander BR (SANB11)

Data	03/02/2021
Ticker	SANB11
Rating	Neutro
Preço Alvo (R\$)	42,0
Preço (R\$)	41,0
Listagem	Tradicional

Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	153.040,69
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	107,89

Valuation:

	2021E	2022E
P/L	11,2x	10,5x
P/VPA	1,9x	1,7x

Stock Performance:



GetNet indo muito melhor que a Cielo / Rede

Em resumo, mais um ano e outro desempenho superior em relação aos pares. Embora não vejamos os números do 4T20 como um gatilho genuíno para as ações, destacamos a confiança da administração em seus resultados e o ROE de 2020 muito melhor vs. pares. Sim, o nível de provisões para perdas com empréstimos visto no 2S20 parece baixo e os ganhos da tesouraria continuam muito fortes. Mas o fato é que ano após ano, o Santander Brasil supera as expectativas. Devido a seu valuation premium, mantivemos um rating Neutro para a ação. Mas não há como negar que as empresas com performance superior merecem negociar com prêmio.

Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
ROE%	19,7	21,0	18,0	17,2	17,0
P/BV por ação	2,5	2,7	2,2	1,9	1,7
P/L	13,2	13,2	12,8	11,2	10,5
Dividend Yield %	4,1	5,8	2,3	5,4	5,7

Resumo Financeiro (US\$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	56.046	60.176	63.243	65.346	68.826
Lucro antes dos impostos	18.679	20.911	19.792	20.043	21.311
Lucro Líquido	12.258	14.182	13.228	13.902	14.697
LPA (R\$)	3,27	3,78	3,48	3,66	3,87
DPA líquido (R\$)	1,75	2,86	1,05	2,21	2,33
BV por ação	17,25	18,45	20,65	22,13	23,68

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\$ 41,00, em 02 de Fevereiro de 2021.

Revisão 4T20

- O Santander Brasil é o único grande banco que parece genuinamente estar em modo de ataque e continuou a melhorar o índice de satisfação do cliente, conforme ilustrado por um NPS de 63.
- NII (margem financeira):
 - NII gerencial pouco mudou t/t (queda de 1,7% a/a):
 - A NII de clientes melhorou 1,1% no trimestre, principalmente ajudado por maiores volumes. Porém, na comparação a/a, os volumes maiores foram neutralizados por spreads menores e um menor retomo sobre o capital de giro;
 - O NII do mercado caiu 7,8% t/t, retornando gradualmente a um nível mais normalizado após uma marca anormalmente superior no 2T.
- Receita de Serviços (*Fees*):
 - Cresceram 8,2% t/t e 6,9% a/a, impulsionados pela recuperação do consumo e crescimento da base de clientes.

- Os melhores desempenhos foram em cartões e serviços de aquisição (+ 14% t/t e 4% a/a), serviços de conta corrente (+ 3,5% t/t e + 5,6% a/a), seguros (+ 21,7% t/t e + 8,9% a/a) e operações de empréstimo (3% t/t e 7% a/a).
- Provisões:
 - Essa linha totalizou R\$ 3,0 bilhões no 3T, queda de 4% t/t e 17% a/a (25% abaixo de nossa projeção).
- OPEX:
 - OPEX total ficou um pouco acima de nossa estimativa (+ 1,6%) e aumentou 5,4% t/t. Mas em termos a/a, o OPEX ficou estável e cresceu apenas 1,3% em 2020.
- Carteira de empréstimos:
 - Os empréstimos cresceram 4% t/t (+ 17% a/a). Os empréstimos a grandes empresas ficaram estáveis, mas os empréstimos a pessoa física subiram 5,6% t/t (+ 12% a/a) e os empréstimos a PMEs aumentaram 5% t/t (+ 38% a/a);
 - O crescimento em empréstimos a PMEs compreensivelmente desacelerou (para + 4,8% t/t e + 38% a/a no 4T vs. + 15% t/t e + 41% a/a no 3T) com as linhas de crédito apoiadas pelo governo sendo eliminadas gradualmente;
 - Pessoas físicas cresceram + 5,6% t/t e + 12,2% a/a, com forte atuação no financiamento de veículos, cartões de crédito e crédito agrícola;
 - Os empréstimos para grandes empresas ficaram estáveis em t/t, mas aumentaram 2,1% se ajustarmos para o câmbio.
 - A carteira diferida totalizou R\$ 40,6 bilhões, redução de 13% t/t, uma vez que R\$ 9,2 milhões foram amortizados entre o 2T e o 4T.
 - Pessoas físicas representam 75% da carteira diferida e mais de 50% estão vinculados a garantias no segmento de pessoa física;
 - A inadimplência desta parcela da carteira atingiu 5,5%.
 - Carteira renegociada atingiu R\$ 22,9 bilhões, estável t/t e aumento de 41% a/a.
- Qualidade da carteira de crédito:
 - Após um aumento nas inadimplências iniciais no 3T, essa métrica caiu 30bps t/t, indicando uma melhora na qualidade da carteira, uma vez que a carteira renegociada ficou estável e alguns clientes cujos pagamentos haviam sido diferidos voltaram a pagar;
 - Como resultado da melhora na da inadimplência inicial, o índice de inadimplência de 90 dias ficou estável t/t em 2,1%, com estabilidade em todos os segmentos e auxiliado pela carteira de crédito diferido.

- O Índice de cobertura totalizou 297%, -10p.p. t/t.
- O *NPL creation* caiu de 1,4% no 2T para 0,8% no 4T. Porém, se excluirmos as renegociações, o *NPL creation* acelerou de 0,3% no 2T para 0,8% no 4T.
- Mas ainda é muito difícil ter uma visão clara sobre a qualidade da carteira de crédito, devido a todo o diferimento de pagamentos e ajuda financeira do governo para mitigar os efeitos da pandemia na economia.
- Capital:
 - O Capital principal recuperou 60 bps no trimestre para 12,9%.
 - Os investimentos offshore caíram 38% t/t.

Tabela 1: Revisão dos resultados do Santander no 4T20 e em 2020 (R\$ milhões)

Santander Brasil	4T20A	4T20E	4TA/4TE%	3T20	4T19	t/t	a/a	2018	2019	2020	19/18	20/19
Lucro Líquido (BRGAAP)	3.858	3.663	5,3%	3.811	3.748	1,2%	2,9%	12.306	14.180	13.469	15,2%	-5,0%
Lucro Líquido ajustado BRGAAP (pre-extraordinário)	3.858	3.663	5,3%	3.811	3.633	1,2%	6,2%	12.258	14.182	13.423	15,7%	-5,4%
Lucro Líquido ajustado BRGAAP (Excluindo Goodwill)	3.957	3.663	8,0%	3.902	3.726	1,4%	6,2%	12.537	14.550	13.423	16,1%	-7,7%
Resumo DRE:												
Margem Financeira Bruta	12.517	12.800	-2,2%	12.658	13.253	-1,1%	-5,6%	44.208	48.620	51.859	10,0%	6,7%
Receitas de Prestação de Serviços e Tarifas Bancárias	5.133	5.031	2,0%	4.746	4.803	8,2%	6,9%	17.408	18.737	18.463	7,6%	-1,5%
Seguro/Previdência	135	210	-35,7%	169	260	-20,1%	-48,1%	416	649	552	56,0%	-14,9%
Outras Receitas	-2.131	-1.980	7,6%	-1.595	-2.385	33,6%	-10,6%	-5.986	-7.830	-8.039	30,8%	2,7%
Receita Total	15.654	16.061	-2,5%	15.978	15.931	-2,0%	-1,7%	56.046	60.176	62.836	7,4%	4,4%
Gastos com Pessoal	-2.914	-2.171	1,1%	-2.256	-2.449	-2,7%	-10,4%	-9.313	-9.465	-9.035	1,6%	-4,5%
Outras despesas administrativas	-4.686	-4.600	1,9%	-4.272	-4.430	9,7%	5,8%	-15.179	-16.330	-17.093	7,6%	4,7%
Despesas administrativas totais	-6.880	-6.771	1,6%	-6.528	-6.879	5,4%	0,0%	-24.492	-25.795	-26.128	5,3%	1,3%
Lucro Operacional	8.773	9.290	-5,6%	9.450	9.052	-7,2%	-3,1%	31.554	34.382	36.708	9,0%	6,8%
Provisão para Crédito de Liquidação Duvidosa	-3.004	-4.016	-25,2%	-3.142	-3.631	-4,4%	-17,3%	-13.068	-13.480	-16.513	3,1%	22,5%
Resultados não-operacionais	-13	8		16	101	-185,0%	-113,4%	193	8	70	-95,6%	730,0%
Resultado antes da Tributação sobre o Lucro	5.756	5.282	9,0%	6.323	5.522	-9,0%	4,2%	18.679	20.911	20.266	11,9%	-3,1%
Resultado extraordinário	0	0		0	116			47	-2	46	n.a.	n.a.
Impostos corporativos	-1.866	-1.549	20,4%	-2.484	-1.766	-24,9%	5,6%	-6.036	-6.334	-6.709	4,9%	5,9%
Imposto	32,4%	29,3%		39,3%	32,0%			32,3%	30,3%	33,1%		
Resumo Balanço Patrimonial:												
Total Ativos	1.002.389	1.008.678	-0,6%	982.222	857.543	2,1%	16,9%	805.819	857.543	1.002.389	6,4%	16,9%
Empréstimos Bruto	411.655	405.758	1,5%	397.385	352.028	3,6%	16,9%	305.260	352.028	411.655	15,3%	16,9%
Empréstimos Líquido	386.588	381.259	1,4%	372.384	330.620	3,8%	16,9%	286.471	330.620	386.588	15,4%	16,9%
Depósitos	390.052	399.861	-2,5%	384.218	272.928	1,5%	42,9%	252.072	272.928	390.052	8,3%	42,9%
Patrimônio Líquido	78.968	78.107	1,1%	76.766	69.773	2,9%	13,2%	65.234	69.773	78.968	7,0%	13,2%
PL ajustado ex. ágio, mas com crédito fiscal	78.968	78.107	1,1%	76.766	69.773	2,9%	13,2%	65.234	69.773	78.968	7,0%	13,2%
Indicadores de Desempenho:												
	em bps			em bps								
Spread (NIM)	6,4%	6,5%	-2,1	6,6%	8,0%	-11,8	-151,5	7,4%	7,5%	7,0%	12	-49
ROE	19,8%	18,9%	89,8	20,2%	20,9%	-34,1	-108,4	19,7%	21,0%	18,1%	128	-290
ROE ajustado com PL ajustado (ex-ágio, ex benefício fiscal)	20,1%	18,9%	117,7	20,4%	20,5%	-32,7	-44,4	19,9%	21,3%	18,0%	136	-326
ROE ajustado com PL ajustado (ex-ágio)	20,3%	18,9%	140,6	20,6%	20,8%	-31,5	-45,0	20,1%	21,6%	18,0%	143	-350
Indicadores de Qualidade:												
Índice de Inadimplência (acima de 60 dias)	3,4%	3,7%	-26,0	3,5%	4,6%	-2,6	-112,3	4,9%	4,6%	3,4%	-33	-112
Índice de Cobertura (acima de 60 dias)	177,0%	163,0%	1.380,8	181,0%	133,0%	-488,1	4.937,9	125,8%	133,3%	177,0%	747	4374
Provisões/Média de empréstimos	3,0%	4,0%	-103,0	3,2%	4,2%	-25,2	-127,9	4,5%	4,1%	4,3%	-42	22
Baixas/Média de empréstimos	2,9%	4,5%	-162,4	3,6%	3,7%	-74,6	-87,2	3,9%	4,1%	3,4%	16	-74
Endividamento:												
Empréstimos Líquidos/Ativos	38,6%	37,8%	76,9	37,9%	38,6%	65,4	1,2	35,6%	38,6%	38,6%	300	1,0
Empréstimos Líquidos/Depósitos	99,1%	95,3%	376,4	96,9%	121,1%	219,20	-2.202,6	113,6%	121,1%	99,1%	749	-2203
Nível 1	14,1%	13,5%	57,1	13,6%	14,0%	48,8	9,7	14,0%	14,0%	14,1%	1	10
Índice de Capital	15,3%	14,7%	50,3	14,9%	15,0%	39,1	21,7	15,1%	15,0%	15,3%	-3	22

Fonte: Relatório da Empresa e BTG Pactual

Fonte: Relatórios da empresa, BTG Pactual

Reunião com o CEO Sergio Rial (13 de janeiro)

No início do ano, fizemos uma videoconferência com o CEO da subsidiária brasileira, Sergio Rial, para um Q&A com analistas sell-side, onde pudemos discutir a economia, o sistema financeiro e a estratégia do banco.

A primeira pergunta que Sergio Rial respondeu foi com relação ao crescimento esperado dos empréstimos em 2021 e depois. Ele acredita que um dígito alto é uma boa suposição para o sistema crescer e que uma desaceleração em relação a 2020 é esperada, dado o fim dos pacotes de auxílio do governo, como o Coronavoucher, que deve levar a uma alavancagem maior. Ele continua muito positivo no segmento de agro, que espera continuar crescendo dois dígitos, com o Santander potencialmente dobrando sua carteira própria em menos de 5 anos.

Apesar do salto esperado nas inadimplências no 1S21, Rial continua muito confiante de que o Santander Brasil terá um desempenho superior novamente. Ele disse que o banco vem apresentando desempenho superior há muitos anos consecutivos. De fato, ele sinalizou que a crise ajudou o Santander a se tornar muito mais eficiente na renegociação de dívidas e está muito feliz com o que foi alcançado. Em sua opinião, o banco fez um trabalho melhor do que seus pares aqui, reestruturando os empréstimos de forma inteligente para que os tomadores possam cumprir com suas obrigações de pagamento.

Ele vê os bancos brasileiros com grande capacidade de competir com os bancos / fintechs digitais. Ele até citou o exemplo dos Estados Unidos, que tem semelhanças com o Brasil. Em sua opinião, o JPM não está tendo um desempenho inferior ao de nenhum banco digital e tem tido muito sucesso em sua transformação digital. No entanto, ele reconhece que as medidas pró-concorrência, como o Open Banking e o pagamento instantâneo PIX, são mais avançadas no Brasil do que nos Estados Unidos, o que trará mais desafios para os bancos incumbentes e alguma pressão de preços. De qualquer forma, o Santander está no caminho certo para sua transformação digital, o que é naturalmente crucial para o banco. Cada vez mais as plataformas digitais oferecem produtos de bancos e o contrário também é verdadeiro. Portanto, Rial acredita que os bancos precisarão se tornar plataformas e também distribuir/vender serviços não bancários.

Questionado sobre o spin-off da GetNet, ele disse que o grupo espera desbloquear valor, com um melhor valuation na empresa de pagamentos vs. Santander Brasil. Ele acrescentou que a GetNet ajudará a franquia da América Latina e não será mais apenas parte do Brasil, justificando também o spin-off. Mas ele entende naturalmente que um spin-off pode criar outras questões, como governança corporativa e eficiências que ele não deseja minimizar, mas acredita que serão abordadas nos próximos meses, conforme o processo continua.

Naturalmente, se a Selic permanecer em níveis muito baixos por mais tempo, isso exercerá pressão adicional sobre o NIM/ROE dos bancos brasileiros. Mas, devido aos desequilíbrios fiscais, ele teme que a Selic precise subir. Quanto mais tempo o Brasil leva para cuidar de suas questões fiscais, mais a Selic pode subir. Então, ele não vê a Selic a 2% como sustentável.

Fomos nós que fizemos a última pergunta e perguntamos sobre a sucessão. Rial disse que está extremamente feliz no banco e não tem planos de sair. Ele está muito alinhado com o Santander Brasil e deixou muito claro que, quando chegar a hora, fará uma transição muito transparente e tranquila. Ele também concorda conosco que sua posição como membro do Conselho de Administração de todo o grupo Santander reduz qualquer ruído que ele possa estar movendo para se tornar o CEO na Espanha.

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