

Sequoia Logística (SEQL3): Um olhar de dentro; aumentando o PA para R\$38/ação

Notas da visita local em Embu (centro de distribuição); abordando os principais tópicos de discussão; novo preço-alvo

Hoje, visitamos o megacentro de distribuição da Sequoia localizado em Embu das Artes (uma região satélite da região metropolitana de São Paulo) para ouvir o VP de Transporte da empresa. Daremos feedback sobre a visita e outros tópicos da discussão da seguinte forma: (i) o evento foi uma boa oportunidade de testemunhar a complexidade das operações B2C, bem como obter melhor conhecimento da oferta de logística superior da Sequoia. Também discutimos tópicos interessantes da indústria, como consolidação e crescimento de vendedores de pequeno e médio porte; (ii) também compilamos aqui nossos comentários sobre eventos recentes envolvendo a Sequoia, como o desempenho de volume relatado durante a Black Friday e a aquisição da Prime Express. Ambos os eventos foram sinais positivos de que a empresa já estava entregando acima dos nossos números desde o IPO; (iii) abordaremos também nossos comentários sobre o tópico da verticalização do mercado, que consideramos ser mais uma oportunidade do que uma ameaça para empresas de logística dedicados como a Sequoia; e finalmente (iv) aproveitamos para revisar nosso modelo com base no bom desempenho das ações desde o IPO (+134%). Elevamos nossas premissas de crescimento orgânico e inorgânico em resposta aos números divulgados recentemente. No total, aumentamos nosso preço-alvo para R\$ 38/ação (de R\$ 23/ação) e mantivemos nossa classificação de Compra, pois acreditamos que a Sequoia continuará a negociar com um “prêmio de ecommerce” em comparação com outros nomes de logística.

Feita para o ecommerce – uma vantagem inerente ao segmento B2C

A Sequoia é uma plataforma logística desenvolvida para oferecer soluções ao mercado de entrega expressa. Embora recente, agregou diferentes tipos de soluções logísticas (B2B, soluções logísticas, serviços de outros tipos de negócios) que resultaram no posicionamento altamente competitivo que a empresa possui hoje. As soluções variam dos segmentos B2B ao B2C, considerando também diversos subnichos, como transporte de mercadorias leves e pesadas. A combinação dessa ampla gama de segmentos atendidos, com uma rede de distribuição altamente penetrada e um sistema orientado para o cliente e tecnologia, é a base do forte posicionamento da Sequoia. Empresas criadas com uma mentalidade de comércio eletrônico têm uma proposta de valor naturalmente superior para os clientes do mercado, especialmente em comparação com participantes que operam com logística tradicional que desejam migrar para B2C (os ajustes operacionais podem demorar mais do que o esperado).

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

Sequoia Log (SEQL3)

Data	03/02/2021
Ticker	SEQL3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	38,0
Preço (R\$)	29,0
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

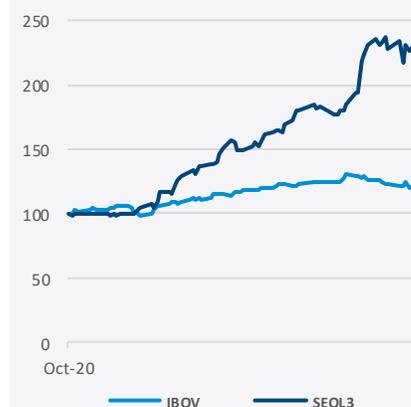
Market Cap. (R\$ mn)	3.676,82
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	31,03

Valuation:

	2021E	2022E
P/L	41,4x	27,4x
EV/EBITDA	19,5x	14,7x

Stock Performance:

Fevereiro (%)	3,6%
LTM (%)	234,0%



Um “prêmio de ecommerce” justo; nós continuamos compradores

Negociando a 22,5x PE22 (ex-ágio), a Sequoia tem um valuation inegavelmente rico em comparação com a maioria dos participantes de logística tradicionais. No entanto, acreditamos que os investidores devem continuar a atribuir um prêmio de exposição de ecommerce à Sequoia, dada sua exposição a uma indústria de crescimento tão rápido. Por se beneficiar diretamente da expansão do ecossistema de comércio eletrônico no Brasil, a empresa merece esse prêmio, ao nosso ver. Nesse sentido, a SEQL continua a oferecer uma assimetria de risco/retorno relativamente melhor em comparação com os participantes de comércio eletrônico tradicionais que negociam com valuations muito mais ricos. Em suma, reiteramos nossa postura positiva em relação ao nome, com base nos seguintes pilares: (i) exposição ao setor de comércio eletrônico, mercado de alto crescimento e pouco penetrado no Brasil; (ii) modelo incomparável de negócios com ativos leves, gerando retornos superiores no setor de logística; (iii) atuação nacional, flexível e de alta densidade, trazendo ganho de escala ao negócio; (iv) plataforma de tecnologia proprietária e escalável, uma vantagem competitiva chave em relação aos pares locais; (v) forte histórico de M&A; e (vi) crescimento ímpar do perfil no setor de logística. Continuamos compradores.

Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
RolC (EBIT) %	15.7	17.9	32.4	62.6	58.2
EV/EBITDA	-	-	28.0	19.5	14.7
P/L	-	-	223.1	41.4	27.4
Dividend Yield %	-	-	0.1	0.6	0.9

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	362	527	997	2	2
EBITDA	39	65	118	213	281
Lucro Líquido	-1	-7	13	89	134
LPA (R\$)	#	#	0.10	0.70	1.06
DPA Líquido (R\$)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Dívida Líquida/Caixa	-72	-256	-408	-467	-460

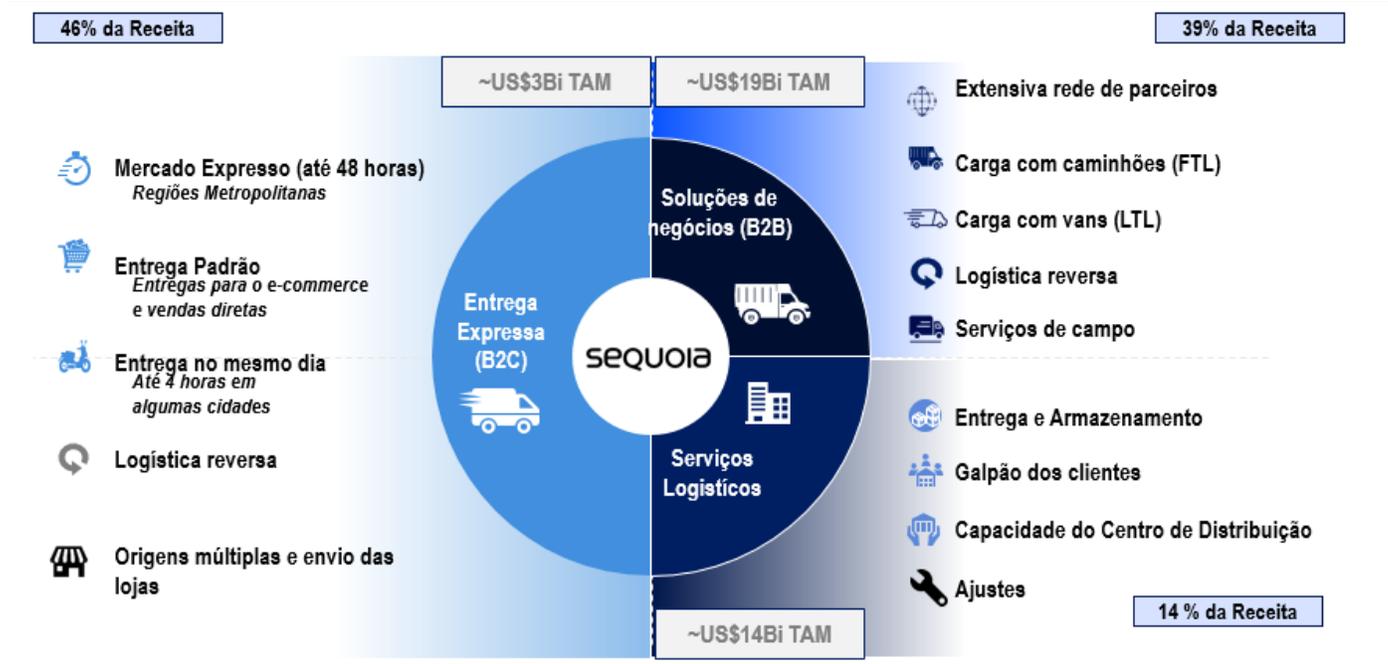
Fonte: Relatórios da empresa, Bovespa, estimativas do BTG Pactual S.A. / Valuations: com base no último preço das ações do ano; (E) com base no preço das ações de R\$ 28,97, em 02 de Fevereiro de 2021.

Comentários da visita ao centro de distribuição Embu

Por dentro do megacentro de distribuição – uma impressão positiva

Durante a visita ao megacentro de distribuição da empresa, pudemos ver a complexidade de lidar com diferentes tipos de clientes e mercadorias (a Sequoia tem uma vasta lista de clientes, de diferentes tipos de segmentos). A operação da Embu é totalmente voltada para clientes B2C leves (entrega de mercadorias e produtos mais leves para o consumidor final), devido à sua localização estratégica nas proximidades de São Paulo (a área mais populosa do Brasil). Algumas características operacionais nos surpreenderam positivamente: (i) a crescente automação do processo logístico, como a separação e embalagem de pedidos (a SEQL está investindo fortemente em novos equipamentos de classificação para aumentar sua capacidade de movimentação e melhorar a eficiência da distribuição); (ii) o controle do processo, pois a empresa monitora digitalmente todo o processo logístico; alavancado por um sistema de controle totalmente preparado para tecnologia; e (iii) seu processo operacional voltado para o cliente, um fator-chave para a retenção de clientes.

Figura 1: Plataforma integrada da Sequoia para todas as necessidades de logística e cadeia de suprimentos



Fonte: Empresa, eBIT Forrester e BTG Pactual

Discussão de algumas fortes tendências na logística do ecommerce

Discutimos algumas tendências importantes no setor de logística de comércio eletrônico com o vice-presidente de transporte da Sequoia. Ficou claro para nós que o setor de logística deve continuar em grande tendência de consolidação. A fim de acompanhar os crescentes requisitos de qualidade e processo dos mercados (que estão evoluindo rapidamente, impulsionados pela demanda em constante evolução), os provedores de logística serão forçados a fornecer um portfólio maior de serviços, o que inevitavelmente desencadeia a busca de novos alvos para aquisição. Outra tendência interessante é o crescimento contínuo de pequenos e médios vendedores, que ainda dependem fortemente de 3PL (fornecedores terceirizados de logística) para atuar no canal de varejo online.

Feita para o e-commerce – uma vantagem inerente ao segmento B2C

A Sequoia é uma plataforma logística desenvolvida para oferecer soluções ao mercado de entrega expressa. Embora recente, agregou diferentes tipos de soluções logísticas (B2B, soluções logísticas, serviços de outros tipos de negócios) que resultaram no posicionamento altamente competitivo que a empresa possui hoje. As soluções variam dos segmentos B2B ao B2C, considerando também diversos subnichos, como transporte de mercadorias leves e pesadas. A combinação dessa ampla gama de segmentos atendidos, com uma rede de distribuição altamente penetrada e um sistema orientado para o cliente e tecnologia, é a base do forte posicionamento da Sequoia. Empresas criadas com uma mentalidade de comércio eletrônico têm uma proposta de valor naturalmente superior para os clientes do mercado, especialmente em comparação com participantes que operam com logística tradicional que desejam migrar para B2C (os ajustes operacionais podem demorar mais do que o esperado).

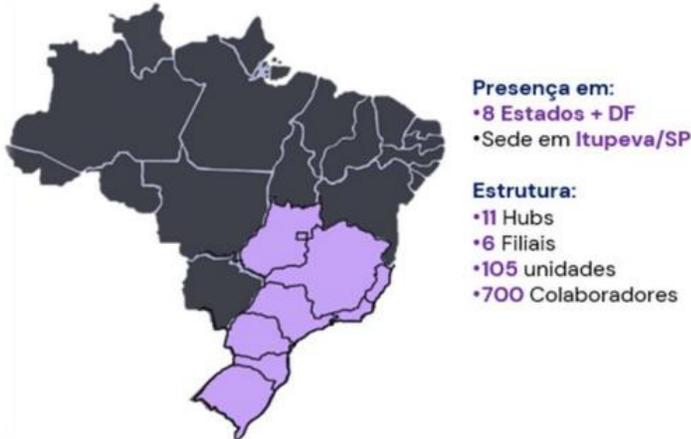
Uma pequena revisão dos últimos acontecimentos – superando previsões desde o primeiro dia

Evidência #1: Performance operacional na Black Friday

No início de dezembro, a Sequoia divulgou um comunicado ao mercado para informar seu desempenho de vendas durante o período da Black Friday. Como já era esperado, o desempenho durante o feriado foi forte, com a receita bruta preliminar crescendo 148% a/a (não auditado). Em sua teleconferência para o terceiro trimestre, a equipe de gestão já previa um aumento de volume sólido para o período, sinalizando que a empresa havia adaptado suas operações para lidar com um volume significativamente maior do que o normal. A sólida execução da Sequoia durante a temporada mais movimentada de compras online mostra a capacidade da empresa de dimensionar corretamente sua operação, com sua expansão relevante (no tempo) provando a flexibilidade de seu modelo de negócios. Embora as ações já estivessem parcialmente precificando o desempenho positivo durante a Black Friday, acreditamos que os números divulgados ainda foram um evento positivo para as ações. Eles confirmam a capacidade da empresa de dimensionar rapidamente sua plataforma de logística para a forte demanda observada no final do ano. Mais importante, a sólida execução da Sequoia durante a Black Friday deve melhorar o posicionamento comercial da empresa nos principais mercados do país.

Evidência #2: Aquisição da Prime Time Express Logística

Ainda em dezembro, a Sequoia divulgou a aquisição de 100% da Prime Logística por um valor não revelado. A Prime é um player de logística focado em entregas B2C, atuando nos negócios de logística de comércio eletrônico de médio e grande porte, com uma rede que compreende as regiões Sul e Sudeste, reforçando assim a presença da Sequoia nessas regiões. O movimento da SEQL confirmou nossa tese de uma forte tendência de consolidação do setor ocorrendo no setor de logística, conforme sugerido pelos comentários da administração durante o processo de IPO (ou seja, as fusões e aquisições são uma grande parte do uso dos recursos do IPO). Embora o valor de aquisição não tenha sido divulgado, acreditamos que provavelmente estaria em linha com o histórico recente de negócios da SEQL (preços de aquisição geralmente na faixa de 5-6x EBITDA, pré-sinergia). Ainda mais importante, prevemos um processo de integração rápido, baseado na grande rede B2C da Sequoia e na integração bem-sucedida das empresas recentemente adquiridas, como Direcional e Transportadora Americana. A aquisição também tem valor estratégico no plano de negócios da Sequoia para ganhar penetração na área (por meio de melhorias na rede), um dos principais impulsionadores de uma melhor dinâmica de preços em seus sólidos resultados do terceiro trimestre. No período de 12 meses encerrado em outubro de 2020 (LTM), a Prime registrou vendas brutas de R\$ 200 milhões (17% de nossa receita bruta esperada para a Sequoia neste ano), um aumento de 54% a/a. Em nosso modelo, estávamos considerando apenas uma nova fusão e aquisição em meados de 2021, então o negócio do Prime veio um pouco antes do esperado. Mas durante a conferência de resultados do terceiro trimestre, a administração disse que as fusões e aquisições estavam se movendo rapidamente, então esta aquisição ‘antes do esperado’ não é uma surpresa total. Por fim, as fusões e aquisições que estávamos assumindo em nosso modelo tinham R\$ 140 milhões de receita bruta, 30% abaixo do valor real (assumimos uma margem EBITDA de ~ 6% para as empresas adquiridas, o que também é conservador).

Figura 2: Visão geral das operações da Prime Express

Fonte: Empresa e BTG Pactual

Nossa visão nos tópicos chave: verticalização do marketplace

Verticalização do marketplace: mais oportunidade do que ameaça

No final de 2020, um artigo do Valor Econômico comentava que a Amazon, uma das maiores empresas de e-commerce do mundo, deu um passo fundamental para ganhar mais relevância no mercado varejista brasileiro: decidiu vender serviços logísticos para vendedores que usam sua plataforma. De acordo com a notícia, para ganhar relevância no mercado local, onde já operam alguns marketplaces como Mercado Livre, B2W e Magazine Luiza, a Amazon não cobrará do cliente parte das taxas por um ano. O pacote de serviços inclui gestão de estoque, armazenamento, entrega e assessoria na estratégia comercial do varejista, com ferramentas que auxiliam na definição de preços. Por um ano, também isentará parte dos custos de frete e armazenamento, como forma de atrair e reter lojistas. A iniciativa da Amazon junta esforços recentes de outros marketplaces para verticalizar parte de sua cadeia logística, com o objetivo de ganhar eficiência no processo de entrega expressa. Muitos clientes têm nos perguntado se essa tendência de verticalização dos mercados representa uma ameaça para empresas 3PL como a Sequoia. A nosso ver, esse ciclo de verticalização visa trazer os volumes transportados dentro da rede pública dos Correios, conhecidos por prestar um serviço abaixo da média do setor. Nesse sentido, o aumento de volumes desses grandes players (MGLU, MELI, AMZ) poderia representar volumes adicionais nas mãos de players 3PL dedicados, como a Sequoia, uma vez que os marketplaces não são capazes de operar uma rede de entrega em todo o Brasil, especialmente no interior.

Tabela 1: Histórico de M&A de logística

Ano	Comprador	Alvo	Valor da transação (R\$ mi)	EV/EBITDA
2021	 JSL	 TPC	288	5.0x
2020	SEQUOIA	 PRIME	65-85 ⁽¹⁾	5-6x ⁽¹⁾
2020	 bbm	diálogo,	82	n.a.
2020	 bbm	 XX	56	7.8x
2020	SEQUOIA	 DIRECIONAL	52	n.a.
2020	SEQUOIA	 TA	22	n.a.
2020	 JSL	 MAGNETO	310	5.3x
2020	 JSL	 FADE	159	5.2x
2019	 bbm	 TRANS/LOVATO	100	4-6x ⁽¹⁾
2019	SEQUOIA	 DORVAL	n.a.	n.a.
2018	 bbm	 KUEHNE+NAGEL	n.a.	4-6x ⁽¹⁾
2018	SEQUOIA	 texlog	n.a.	n.a.
2016	SEQUOIA	 VEP	n.a.	n.a.
2016	 JSL	 QUICK	131	n.a.
2013	SEQUOIA	 Celote	n.a.	n.a.
2012	SEQUOIA	 LINDG	n.a.	n.a.
2007	 JSL	 LUBIANI	n.a.	n.a.

Fonte: Empresas e BTG Pactual

Nota: (1) Baseado em estimativas do BTG Pactual

Conclusão da tese de investimento – mantemos a classificação de Compra

Mudanças nas estimativas – acelerando o crescimento orgânico e inorgânico

Dado o bom desempenho das ações desde o IPO (+134%), aproveitamos a oportunidade para rever o nosso modelo de valuation. Os principais ajustes em nossos números foram: (i) aumentar nossas premissas de crescimento orgânico de curto prazo, de 18% para 24% em 2021 e 17% para 21% em 2022. O desempenho dos volumes durante a Black Friday nos deu mais confiança na aceleração dos volumes orgânicos. Além disso, acreditamos que parte das sinergias das fusões e aquisições deve aparecer como crescimento "orgânico" (uma vez que as empresas adquiridas estejam conectadas à plataforma da Sequoia, as oportunidades de vendas cruzadas devem ser significativas). Por último, nossa suposição de crescimento orgânico superior compreende nossa crença de que parte da demanda online gerada durante a pandemia deve permanecer online mesmo após o fim da pandemia; (ii) incluímos a Prime Express em nossos números, pois o negócio foi concluído antes do nosso último modelo (o tamanho da empresa adquirida também era maior); (iii) também aumentamos nossa receita básica por M&A para R\$ 200 milhões (vs. R\$ 140 milhões) e diminuimos ligeiramente nosso capex de longo prazo para 1,5% da receita líquida (vs. 2%). Nossas novas estimativas refletem um CAGR de receita de 2020-2025 de 33%. Assim, estamos aumentando nosso EBITDA de 2021 e 2022 em 20% e nosso lucro líquido (ex-ágio) em 23% e 19%, respectivamente.

Um “prêmio de ecommerce” justo; nós continuamos compradores

Negociando a 22,5x PE22 (ex-intangível), a Sequoia tem um valuation inegavelmente rico em comparação com a maioria dos participantes de logística tradicionais. No entanto, acreditamos que os investidores devem continuar a atribuir um prêmio de exposição de ecommerce à Sequoia, dada sua exposição a uma indústria de crescimento tão rápido. Por se beneficiar diretamente da expansão do ecossistema de comércio eletrônico no Brasil, a empresa merece esse prêmio, ao nosso ver. Nesse sentido, a SEQL continua a oferecer uma assimetria de risco/retorno relativamente melhor em comparação com os participantes de comércio eletrônico tradicionais que negociam com valuations muito mais ricos. Em suma, reiteramos nossa postura positiva em relação ao nome, com base nos seguintes pilares: (i) exposição ao setor de comércio eletrônico, mercado de alto crescimento e pouco penetrado no Brasil; (ii) modelo incomparável de negócios com ativos leves, gerando retornos superiores no setor de logística; (iii) atuação nacional, flexível e de alta densidade, trazendo ganho de escala ao negócio; (iv) plataforma de tecnologia proprietária e escalável, uma vantagem competitiva chave em relação aos pares locais; (v) forte histórico de M&A; e (vi) crescimento ímpar do perfil no setor de logística. Continuamos compradores.

Tabela 2: Novas estimativas

Novo	2020	2021	2022	2023	2024	2025	CAGR 20-25
Receita Líquida	997	1.619	2.152	2.757	3.438	4.192	33%
EBITDA (IFRS)	118	213	281	377	489	619	39%
Margem EBITDA	12%	13%	13%	14%	14%	15%	
EBITDA Ajustado (IFRS)	131	221	295	395	511	644	37%
Margem EBITDA ajustado	13%	14%	14%	14%	15%	15%	
EBIT	59	144	197	278	373	484	52%
Margem EBIT	6%	9%	9%	10%	11%	12%	
Lucro Líquido	13	89	134	182	245	318	90%
Margem Líquida	1%	5%	6%	7%	7%	8%	
Lucro Líquido (ex-ágio)	34	113	164	217	286	366	61%
Margem Líquida (ex-ágio)	3%	7%	8%	8%	8%	9%	

Fonte: Empresase BTG Pactual

Tabela 3: Estimativas (Novas vs. Antigas)

Novo vs. Antigo	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Receita Líquida	3%	20%	26%	31%	36%	39%
EBITDA (IFRS)	-8%	20%	20%	25%	30%	33%
Margem EBITDA	-1,1p,p,	0,0p,p,	-0,6p,p,	-0,6p,p,	-0,7p,p,	-0,7p,p,
EBITDA Ajustado (IFRS)	-7%	20%	20%	25%	29%	32%
Margem EBITDA ajustado	-1,0p,p,	-0,1p,p,	-0,7p,p,	-0,7p,p,	-0,8p,p,	-0,8p,p,
EBIT	-16%	24%	22%	28%	32%	35%
Margem EBIT	-1,2p,p,	0,3p,p,	-0,3p,p,	-0,3p,p,	-0,3p,p,	-0,3p,p,
Lucro Líquido	15%	29%	20%	26%	31%	34%
Margem Líquida	0,2p,p,	0,4p,p,	-0,3p,p,	-0,3p,p,	-0,2p,p,	-0,3p,p,
Lucro Líquido (ex-ágio)	8%	23%	19%	24%	29%	32%
Margem Líquida (ex-ágio)	0,2p,p,	0,2p,p,	-0,5p,p,	-0,5p,p,	-0,4p,p,	-0,4p,p,

Fonte: Empresas e 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 BTGPactual 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 fatos 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 de cisório 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