

## Hapvida (HAPV3) & GNDI (GNDI3): Empresas chegam a um acordo

### HAPV e GNDI chegam a um acordo para a fusão transformacional

Conforme fato relevante publicado por ambas as empresas no fim de semana, a HAPV finalmente chegou a um acordo com a GNDI para uma possível combinação de negócios (HAPV + GNDI). Pelos novos termos, os acionistas da GNDI receberão até R\$ 4 bilhões em dinheiro (potencialmente por meio de dividendos extraordinários) e o restante na forma de ações da HAPV3. Após todos os ajustes (aumento de capital em ambas as empresas relacionadas a *stock options* e outras aquisições e dividendos), os acionistas do HAPV deterão uma participação acionária de 53,6% na NewCo e os acionistas da GNDI 46,4% da participação (ou seja, relação de troca de ações de 5,249). Como um M&A altamente estratégico e sinérgico, apreciamos o acordo e esperamos uma reação positiva do mercado para ambos os nomes após a recente realização de lucros.

### Parte do negócio deve ser pago em dinheiro em um melhor valuation para os acionistas da GNDI

Conforme o acordo, o valuation foi definido utilizando os últimos 20 pregões de ambas as empresas de antes de 21 de dezembro mais um prêmio de 15% para as ações da GNDI (vs. 10% inicialmente proposto), atingindo R\$ 14,85/ação (R\$ 55,7 bilhões) para HAPV3 e R\$ 83,49/ação (R\$ 51,8 bilhões) para GNDI3. Para a porcentagem da transação paga em dinheiro/dividendos (R\$ 4 bilhões, ~8% do valuation da GNDI), o patrimônio líquido da GNDI foi avaliado em R\$ 60 bilhões (ou R\$ 17,2/ação da HAPV3). Portanto, em termos econômicos (ou seja, considerando a parcela paga em dinheiro para a GNDI em um valuation de R\$ 60 bilhões), estimamos que os acionistas da GNDI deveriam ter uma participação econômica de 48,4% na NewCo, enquanto HAPV deveria ter os 51,6% restantes (vs. participações propostas inicialmente de 46,9% e 53,1%). Nas últimas semanas, fomos questionados sobre a proporção justa final. Os investidores não devem se sentir desconfortáveis com o acordo de divisão, já que a proporção final de participação econômica está muito próxima da proporção atual HAPV-GNDI (52% HAPV; 48% GNDI).

### Boa demonstração de governança corporativa: dois CEOs e um conselho diversificado

Embora a família Pinheiro (o acionista controlador da HAPV com uma participação acionária de 71%) terá a maioria das ações da NewCo (participação acionária de 37,5%), vemos uma boa governança corporativa demonstrada pelas empresas. A NewCo terá dois co-CEOs (CEO do HAPV Jorge Pinheiro e CEO da GNDI Irlau Machado). O Conselho de Administração contará com pelo menos nove membros, sendo dois indicados pela GNDI e cinco pela HAPV (incluindo o Presidente), além de dois membros independentes (um de cada um nomeado pela HAPV e GNDI). Após a aprovação dos acionistas das empresas,

BTG Pactual – Equity Research:

**Samuel Alves**

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

**Yan Cesquim**

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

**Ricardo Cavalieri**

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

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

a transação está sujeita à análise e aprovação do CADE (autoridade antitruste) e ANS (regulador do setor de saúde).

## **Newco: simplesmente um gigante em todos os sentidos; 18% de participação no mercado privado de saúde**

Com 18% de participação de mercado em beneficiários (HAPV com 9%; GNDI com 9%), a entidade combinada terá um número total de beneficiários de saúde (pró-forma, incluindo aquisições recentes) de 8,24 milhões (Hapvida 3,96 milhões + GNDI 4,27 milhões), receita líquida de 2021 (incluindo números pró-forma de recentes fusões e aquisições) de R\$ 25 bilhões, EBITDA de R\$ 4,5 bilhões, lucro líquido ajustado de R\$ 2,69 bilhões e dívida líquida de R\$ 2,19 bilhões, com uma saudável dívida líquida/EBITDA dos últimos 12 meses de 0,5x. Assumindo R\$ 4 bilhões em dividendos extraordinários, estimamos a dívida líquida da NewCo em R\$ 6,4 bilhões, ou 1,4x EBITDA dos últimos 12 meses, portanto, não descartamos a NewCo levantando capital para financiar este negócio.

## **As sinergias parecem enormes**

Ambos estimam os custos extraordinários relacionados à fusão em R\$ 116 milhões (não significativo vs. valor de mercado da NewCo de R\$ 112 bilhões). Mais importante ainda, o negócio desencadeia grandes sinergias. O setor de saúde é um negócio altamente escalável, portanto, as fusões e aquisições geralmente levam a muitas economias, como despesas gerais e administrativas, suprimentos médicos e investimentos em equipamentos. Como a GNDI será incorporada à Hapvida, as sinergias fiscais (principalmente relacionadas à amortização do ágio) podem ser de + R\$ 6 bilhões. Também estimamos o VPL das sinergias de custo/despesa de aproximadamente R\$ 20 bilhões, sem mencionar as sinergias de receita relacionadas aos planos nacionais de saúde (dada a vasta cobertura geográfica da NewCo) e mais planos individuais de saúde sendo vendidos na rede da GNDI.

## **O CADE não deve representar um grande risco**

O principal risco é a integração e como reter as pessoas certas, já que o CADE não deve representar grandes problemas. A mágica desse negócio é que ele combina grandes sinergias com grande complementaridade, abordando, assim, quaisquer riscos antitruste potenciais. A sobreposição é muito pequena e existem apenas dois estados (Minas Gerais e São Paulo) onde a concentração de mercado irá desencadear um 'aumento regional da participação de mercado' de + 4 p.p. A Hapvida não está presente no principal pólo de crescimento da GNDI, a cidade de São Paulo, onde a GNDI tem 25% de market share. Da mesma forma, a GNDI tem exposição quase zero para o Norte e Nordeste, que abrigam + 60% da carteira da HAPV. Portanto, vemos apenas uma sobreposição considerável em Belo Horizonte, onde a Medisanitas da GNDI (adquirida este ano) tem ~120 mil beneficiários de saúde e onde a Promed da Hapvida (também adquirida recentemente) tem + 200 mil beneficiários de saúde.

## **Reiteramos nossas classificações de Compra em HAPV e GNDI**

Continuamos com um rating de Compra em ambos os nomes e esperamos uma reação positiva do mercado. Conforme refletido pela recente realização de lucros (o valor de mercado combinado aumentou ~R\$ 32 bilhões em janeiro, mas agora está apenas R\$ 13 bilhões acima do nível do anúncio pré-negociação), os investidores estavam preocupados com atrasos nas negociações. Com o negócio em andamento, ambos os nomes permanecem bons "Buy-and-Hold" (comprar e manter) devido às suas fortes perspectivas de crescimento, especialmente considerando as grandes sinergias de receita que serão capturadas assim que os ativos forem finalmente integrados. O desenvolvimento mais recente significa simplesmente xeque-mate no altamente fragmentado setor de saúde do Brasil, já que a fusão desses dois gigantes, com um histórico de enorme sucesso, deve garantir força suficiente para manter uma posição de liderança clara no mercado de seguros de saúde do Brasil.

**Tabela 1: Dados econômicos do acordo de HAPV / GNDI**

Dados Econ. do acordo HAPV/GNDI	HAPV	GNDI	Total	Comentários
Preço/ação (R\$)	14,85	83,49	-	Preços de negociação nov-dez/2020, com prêmio de 15% para GNDI3
Ações em circulação (milhões)	3.756,5	620,3	-	Nº de ações de cada empresa, ajustado por aumentos de capital
<b>Equity Deal @ preço inicial, R\$ milhões</b>	<b>55.766</b>	<b>51.787</b>	<b>107.552</b>	<b>Equity value implícito no preço do negócio</b>
<b>Participação (%)</b>	<b>51,8%</b>	<b>48,2%</b>	<b>100,0%</b>	<b>% de participação entre os acionistas HAPV / GNDI</b>
Taxa de troca de ações (antes do pagamento em dinheiro)	-	5,624	-	Número de ações da HAPV3 para acionistas da GNDI (antes do pagamento em dinheiro)
Nº de ações de HAPV3 para acionistas existentes	3.756,5	3.488,4	-	Número de ações de HAPV3 para cada grupo de acionistas
<b>Pagamento adicional em dinheiro (@ 17,20/ação de HAPV3)</b>				
Pagamento adicional em dinheiro (R\$ bilhões)	-	4.000	-	R\$ 4 bilhões devem ser pagos em dinheiro para os acionistas da GNDI
Dinheiro por ação da GNDI3 (R\$)	-	6,45	-	Montante a ser recebido pelos acionistas da GNDI por ação
Preço por emissão (R\$/ação)	-	17,20	-	Valuation da HAPV para a parte paga em dinheiro
Componente de caixa de efeito diluitivo	-	0,37	-	-
Quantidade de ações vendidas a R\$ 17,20	-	232,6	-	Nº de ações da HAPV3 para GNDI, precificado a um valuation de R\$ 17,2/ação de HAPV3
<b>Equity value implícito para a GNDI em dinheiro (R\$ milhões)</b>	<b>-</b>	<b>60.001</b>	<b>-</b>	<b>Equity value implícito da GNDI para a parcela paga em dinheiro</b>
<b>Parte do pagamento com ações HAPV</b>				
Nº de ações da HAPV3 restantes para GNDI	-	3.256	-	Nº de ações da HAPV3 para acionistas da GNDI (após parte paga em dinheiro)
Nº de ações para os acionistas da GNDI da HAPV3	-	5,249	-	Os acionistas da GNDI terão direito a 5,2490 ações da HAPV3 para cada da GNDI3
Preço/ação da HAPV3	-	14,85	-	Preço por ação da HAPV3 conforme valuation acordado
<b>Equity value implícito para a GNDI em ações (R\$ milhões)</b>	<b>-</b>	<b>48.349</b>	<b>-</b>	<b>Equity value implícito da GNDI para a parcela paga em ações</b>
<b>GNDI valuation (100%), R\$ milhões</b>				
(+) Pagamento em ações, R\$ milhões	-	48.349	-	Parte do negócio a ser pago por meio de ações da HAPV3
(+) Pagamento em dinheiro, R\$ milhões	-	4.000	-	Parte do negócio a ser pago em dinheiro
<b>GNDI valuation (%)</b>	<b>-</b>	<b>100%</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
(+) Pagamento em ações, %	-	92%	-	% do negócio a ser pago por meio de ações da HAPV3
(+) Pagamento em dinheiro, %	-	8%	-	% do negócio a ser pago em dinheiro

Fonte: Hapvida, BTG Pactual

**Tabela 2: Dados econômicos do acordo HAPV/GNDI - Conciliação da relação final de troca de ações**

Dados Econ. do acordo HAPV/GNDI	HAPV	GNDI	Total	Comentários
<b>Negociação de ações em termos econômicos, R\$ milhões</b>	<b>55.766</b>	<b>52.349</b>	<b>108.115</b>	<b>Equity value implícito da NewCo, incluindo pagamento em dinheiro</b>
<b>Participação (%)</b>	<b>51,6%</b>	<b>48,4%</b>	<b>100,0%</b>	<b>Relação final de troca de ações</b>
Nº de ações (milhões)	3.756	620	-	Nº de ações de cada empresa, ajustado por aumentos de capital
Preço por ação (preço justo), R\$/ação	14,85	84,40	-	Preço implícito por ação de cada empresa
Razão final de troca de ações (preço justo)	-	5,69	-	Relação final de troca de ações
<b>Equity Deal @ após pagamentos em dinheiro</b>	<b>55.766</b>	<b>48.349</b>	<b>104.115</b>	<b>-</b>
<b>Participação (%)</b>	<b>53,6%</b>	<b>46,4%</b>	<b>100,0%</b>	<b>Relação após dividendos pagos (R\$ 4 bilhões), conforme divulgado em fato relevante</b>
Nº de ações (milhões)	3.756	620	-	Nº de ações de cada empresa
Preço por ação (preço justo), R\$/ação	14,85	77,95	-	Preço implícito por ação de cada empresa
Relação final de troca de ações (após dividendos)	-	5,25	-	Taxa de troca de ações, ex-pagamento em dinheiro
<b>Novo número total de ações da NewCo</b>	<b>3.756</b>	<b>3.257</b>	<b>7.013</b>	

Fonte: Hapvida, BTG Pactual

**Tabela 3: Dados econômicos do negócio HAPV / GNDI - Valuation atual e proposta inicial**

Valuation atual	HAPV	GNDI	Total	Comentários
Nº de ações (milhões)	3.756	620	-	Nº de ações de cada empresa, ajustado por aumentos de capital
Preço atual/ação (R\$)	15,50	86,72	-	Preço por ação
<b>Mkt cap, R\$ milhões</b>	<b>58.225</b>	<b>53.791</b>	<b>112.016</b>	-
Participação (%)	52,0%	48,0%	100%	-

  

Proposta inicial	HAPV	GNDI	Total	Comentários
Nº de ações (milhões)	3.756	620	-	Nº de ações de cada empresa, ajustado por aumentos de capital
Preço/ação (R\$)	14,85	79,86	-	Proposta de preço inicial
<b>Equity value, R\$ milhões</b>	<b>55.766</b>	<b>49.535</b>	<b>105.301</b>	-
Participação (%)	53,0%	47,0%	100%	-

Fonte: Hapvida, BTG Pactual

**Tabela 4: Grandes números HAPV + GNDI**

2021E	HAPV	GNDI	HAPV + GNDI
<b>Indicadores Operacionais</b>			
Beneficiários Saúde ('000)	4.396,6	4.588,5	8.985,1
<i>Beneficiários de Saúde pro forma* ('000)</i>	<i>3.965,1</i>	<i>4.260,6</i>	<i>8.225,7</i>
Beneficiários Odontológicos ('000)	3.072,2	2.887,0	5.959,2
Nº de leitos	4.067,2	3.948,2	8.015,4
<b>Indicadores Financeiros (R\$ milhões)</b>			
<b>Receita Líquida</b>	<b>10.990,9</b>	<b>14.298,4</b>	<b>25.289,3</b>
Sinistros Médicos	(6.430,3)	(9.912,9)	(16.343,2)
<i>Sinistralidade Caixa (%)</i>	<i>58,5%</i>	<i>69,3%</i>	<i>64,6%</i>
<b>Lucro Bruto</b>	<b>4.101,5</b>	<b>3.907,8</b>	<b>8.009,3</b>
<i>Margem Bruta (%)</i>	<i>37,3%</i>	<i>27,3%</i>	<i>31,7%</i>
Despesas de Vendas	(1.010,7)	(719,0)	(1.729,8)
Despesas Gerais & Administrativas	(1.606,5)	(1.578,0)	(3.184,5)
<b>EBITDA</b>	<b>2.323,9</b>	<b>2.177,4</b>	<b>4.501,2</b>
<i>Margem EBITDA (%)</i>	<i>21,1%</i>	<i>15,2%</i>	<i>17,8%</i>
<b>Lucro líquido ajustado</b>	<b>1.535,8</b>	<b>1.171,1</b>	<b>2.706,9</b>
<b>Balanco Patrimonial (R\$ milhões)</b>			
Caixa	3.087,2	1.409,0	4.496,2
Dívida	3.479,7	3.402,3	6.882,0
<b>Dívida Líquida, IFRS 16</b>	<b>392,5</b>	<b>1.993,3</b>	<b>2.385,8</b>
Dívida Líquida/EBITDA	0,2x	0,9x	0,5x
Ações em circulação	3.756,4	609,8	-
Preço	15,5	86,7	-
Market Cap	58.224,7	52.880,8	111.105,4
<b>Múltiplos implícitos, pré-sinergias</b>			
P/L 21	37,9x	45,2x	<b>41,0x</b>
EV/EBITDA 21	25,2x	25,2x	25,2x
P/L 22	37,0x	35,9x	-
EV/EBITDA 22	20,2x	20,1x	-

Fonte: HAPV, GNDI, BTG Pactual

\* Números do 3T20 + M&amp;As

**Tabela 5: Família Pinheiro deve ter 37,5% de participação acionária na NewCo**

NewCo - Estrutura de Acionistas	Ações	%
Família Pinheiro	2.629.628.260	37,5%
Free Float	4.382.805.339	62,5%
Bain Company	361.229.640	5,2%
Float HAPV	1.126.939.210	16,1%
Float GNDI	2.894.636.489	41,3%
<b>Total</b>	<b>7.012.433.599</b>	<b>100,0%</b>

Fonte: BTG Pactual

**Tabela 6: Distribuição geográfica dos beneficiários da HAPV e GNDI**

Estado	GNDI	HAPV	HAPV + GNDI	Indústria
AC	44	1.202	1.246	42.545
AL	614	74.121	74.735	366.562
AM	636	251.107	251.743	528.745
AP	34	122	156	61.219
BA	17.436	376.496	393.932	1.551.798
CE	2.061	548.683	550.744	1.242.432
DF	14.460	12.646	27.106	920.714
ES	4.889	1.647	6.536	1.126.222
GO	12.895	308.086	320.981	1.179.662
MA	5.747	103.139	108.886	480.738
MG	415.833	473.826	889.659	5.177.833
MS	672	93.879	94.551	602.987
MT	695	32.401	33.096	595.399
PA	20.247	187.016	207.263	799.902
PB	840	53.598	54.438	423.250
PE	7.063	492.224	499.287	1.335.464
PI	511	39.030	39.541	338.070
PR	283.832	3.710	287.542	2.861.179
RJ	290.743	2.709	293.452	5.293.569
RN	1.066	160.229	161.295	509.254
RO	131	110	241	152.619
RR	8	44	52	29.454
RS	32.567	3.836	36.403	2.528.424
SC	128.604	34.179	162.783	1.456.529
SE	725	85.018	85.743	310.995
SP	3.072.728	720.597	3.793.325	17.151.523
TO	300	294	594	113.010
XX	478	44	522	23.989
<b>Brasil</b>	<b>4.315.859</b>	<b>4.059.993</b>	<b>8.375.852</b>	<b>47.204.087</b>

Fonte: ANS (números de outubro)

**Tabela 7: Market Share - Análise de sobreposição**

Estado	GNDI	HAPV	HAPV + GNDI
AC	0%	3%	3%
AL	0%	20%	20%
AM	0%	47%	48%
AP	0%	0%	0%
BA	1%	24%	25%
CE	0%	44%	44%
DF	2%	1%	3%
ES	0%	0%	1%
GO	1%	26%	27%
MA	1%	21%	23%
<b>MG</b>	<b>8%</b>	<b>9%</b>	<b>17%</b>
MS	0%	16%	16%
MT	0%	5%	6%
PA	3%	23%	26%
PB	0%	13%	13%
PE	1%	37%	37%
PI	0%	12%	12%
PR	10%	0%	10%
RJ	5%	0%	6%
RN	0%	31%	32%
RO	0%	0%	0%
RR	0%	0%	0%
RS	1%	0%	1%
SC	9%	2%	11%
SE	0%	27%	28%
<b>SP</b>	<b>18%</b>	<b>4%</b>	<b>22%</b>
TO	0%	0%	1%
XX	2%	0%	2%
<b>Brasil</b>	<b>9%</b>	<b>9%</b>	<b>18%</b>

Fonte: ANS (números de outubro)

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