

Santos Brasil (STBP3): Atualização do modelo; Novo preço-alvo de R\$ 11

Apresentando nosso novo preço-alvo de R\$ 11; Reiteramos a Compra

Neste relatório revisamos nossas estimativas para a Santos Brasil, incorporando: (i) o guidance divulgado recentemente para 2021; (ii) os volumes financeiros (até o quarto trimestre) e operacionais mais recentes (para Santos, até maio); e (iii) nossa tarifa atualizada e previsões de volume, já refletindo a renovação do contrato com a Maersk na semana passada. Com relação ao novo terminal portuário em Itaqui que Santos venceu no leilão na sexta-feira passada, estamos incorporando o VPL do ativo diretamente em nosso valuation de patrimônio líquido por meio de Soma das Partes. Resumindo, estamos aumentando nosso preço-alvo para R\$ 11 (de R\$ 6 anteriormente), com potencial de valorização de 57%. Estamos aumentando nossas receitas líquidas de 2021E e 2022E em 36% e 45%, o EBITDA em 47% e 59% e o lucro líquido em 17% e 147%, respectivamente. Negociando a pouco exigentes 8,5x EV/EBITDA 2022 (abaixo da média histórica de 12x), reiteramos a Compra e classificamos a STBP3 como nosso Top Pick em Infraestrutura.

Contrato com a Maersk assinado na semana passada; forte aumento de preço

Junto com seu guidance para 2021, a Santos Brasil também anunciou na semana passada a renovação de seu contrato com a Maersk, seu maior cliente, responsável por cerca de 60-70% do volume de movimentação do Tecon Santos. Embora a empresa não tenha divulgado o reajuste tarifário no novo contrato, seu guidance de EBITDA de R\$ 400-R\$ 450 milhões implica um aumento de preço muito mais forte do que esperávamos (nossos cálculos indicam um aumento de preço de +100%). Assim, estamos atualizando nossos números para incorporar um reajuste de preços mais forte (agora esperamos aumentos tarifários médios de 82% em 2021 e 25% em 2022). Conforme escrevemos anteriormente, a renovação do contrato com a Maersk foi uma importante redução de risco de sua relação comercial com seu cliente mais relevante, confirmando nossa tese de longo prazo de uma retomada das tarifas do Porto de Santos para níveis praticados em portos de classe mundial.

A STBP arrematou 3 dos 5 terminais recentemente leiloados

Na semana passada, o governo também leiloou 5 terminais portuários: (i) IQI03 (MA), (ii) IQI11 (MA); (iii) IQI12 (MA); (iv) IQI13 (MA) e (v) PEL01 (RS). A Santos Brasil ficou com três (IQI03, IQI11, IQI12), enquanto a Tequimar venceu o IQI13 e a CMPC ficou com o PEL01. De acordo com nossa avaliação preliminar, incluindo as taxas de concessão da STBP (total de R\$ 157 milhões) sobre os três ativos e potenciais sinergias de Opex de 20% e a economia de capex de 5% (há ganhos de eficiência relevantes da combinação de terminais no porto), alcançamos uma TIR real desalavancada combinada de um dígito alto, implicando em um VPL de ~R\$ 100 milhões (com base em nosso WACC real

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

Luiz Temporini

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

Analise.Acoes@btgpactual.com

Santos Brp (STBP3)

Data	20/04/2021
Ticker	STBP3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	11,0
Preço (R\$)	7,1
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

Market Cap. (RS mn)	6.099,99
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	29,73

Valuation:

	2021E	2022E
P/L	47,8x	15,8x
EV/EBITDA	12,3x	8,5x

Stock Performance:

Abril (%)	3,8%
LTM (%)	73,4%



atual para a empresa de 7,2%). Os novos ativos de Itaqui estão sendo incorporados em nosso valuation por meio de Soma das Partes, adicionando nosso VPL calculado diretamente ao nosso valor justo equity value justo. Destacamos que a participação da STBP no leilão esteve em linha com a postura da administração durante o follow-on de setembro passado, marcando um passo importante para a diversificação da carga, também um tema altamente debatido durante o processo de follow-on.

Estado da indústria - Compreendendo o atual congestionamento do transporte marítimo

O setor de transporte marítimo enfrentou uma severa redução de capacidade nos anos que antecederam a crise da Covid-19, impulsionada pelos preços de frete pressionados em 2017-19. Esse ajuste de capacidade se acelerou durante os primeiros meses da pandemia, impulsionado pela paralisação massiva do comércio global. No entanto, a mudança em curso nos hábitos de consumo, como a aceleração das compras online, obrigou o setor de transportes a se adaptar rapidamente à crescente demanda do e-commerce, que naturalmente pressionava a cadeia logística. Essa recuperação acentuada da demanda em um período de capacidade de transporte mais fraca causou uma disrupção do comércio global, com os volumes de transporte atingindo os níveis mais altos historicamente nos últimos meses. Além da falta de capacidade de contêineres (navios e caixas), a menor eficiência no transporte adiciona pressões adicionais ao mercado de contêineres, pois os navios se tornam menos eficientes e o tempo de parada nas operações portuárias aumenta (negativo para todo o setor). Por outro lado, a disrupção do setor foi positiva para as grandes empresas de navegação, que finalmente conseguiram retornar à lucratividade após anos de fraca demanda e preços de frete mais baixos (o que causou a redução de capacidade mencionada acima).

Muitos motivos para ser (ou permanecer) otimista - Compra

Conforme detalhado, continuamos a ver um caso de investimento sólido para a Santos Brasil, com base no seguinte raciocínio: (A) abordagem de top-down: (i) ambiente regulatório aprimorado para a indústria portuária brasileira nos últimos anos, variando de um vasto pipeline de novos portos a serem leiloados a um marco regulatório atualizado (BR do Mar e Lei dos Portos), além da decisão de privatizar as docas; (ii) forte recuperação da indústria naval nos últimos meses, levando a preços recordes de frete para as empresas de navegação e uma recuperação impressionante no volume de movimentação na maioria dos portos, incluindo o Tecon Santos; (iii) oportunidades de investimento decorrentes da extensa linha de leilões do governo, conforme demonstrado pela recente vitória da STBP sobre Itaqui há duas semanas; (B) visão bottom-up: (i) fim recente de grandes pendências regulatórias, como a remodelação de capex do Tecon Santos; (ii) recuperação operacional durante um período de forte competição em Santos (2014-19); (iii) reestruturação acionária recentemente concluída após o follow-on do ano passado; e (iv) maior posição de caixa (R\$ 1 bilhão em caixa no 4T20, -6,4x dívida líquida/EBITDA) para explorar novas oportunidades de investimento em portos e logística. Por todas essas razões, reiteramos a Compra.

Valuation	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
RoIC (EBIT) %	6,4	4,2	16,5	33,0	35,6
EV/EBITDA	25,9	18,3	12,3	8,5	6,9
P/L	367,7	-326,4	47,8	15,8	13,5
Dividend Yield %	0,1	0,0	0,8	2,5	3,0

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
Receita	972	930	1.542	1.911	2.219
EBITDA	222	212	439	631	759
Lucro Líquido	16	-14	126	380	444
LPA (R\$)	0,02	-0,02	0,15	0,44	0,52
DPA Líquido (R\$)	0,01	0,00	0,06	0,18	0,21
Dívida Líquida/Caixa	-11	637	586	633	781

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\$ 7,00, em 16 de Abril de 2021.

Atualização do modelo

Revisão de caso de investimento; passando pelos principais eventos de desbloqueio de valor

Revisamos nosso modelo de valuation da Santos Brasil e reavaliamos os principais pilares de sua tese de investimento. Neste documento, fornecemos uma revisão abrangente do caso da empresa a fim de incorporar os eventos que ocorreram nos últimos anos, todos culminando na importante renovação do contrato com a Maersk anunciada na semana passada. Desdobramos esses eventos ao longo das páginas a seguir, dividindo nossa análise nas seguintes seções: **(1) Bottom-up**, na qual explicamos o contexto de mudança da dinâmica competitiva no Porto de Santos. Também comentamos sobre a melhoria do desempenho operacional da empresa, o fim do imbróglio de seus acionistas, a compensação de suas pendências regulatórias de longa duração, seu aumento de caixa significativo no ano passado e seu objetivo de fazer novos movimentos estratégicos. **(2) Top-down**, em que comentamos as recentes melhorias no ambiente regulatório, a vasta lista de projetos portuários a serem leiloados pelo governo e a decisão de privatizar empresas de docas como a SPA (antiga Codesp). **(3) Análise da indústria de navegação global**, na qual fornecemos evidências da atual disrupção no ambiente de mercado, como as restrições de transporte global, preços de frete recorde, volumes portuários recuperando, consolidação potencial e retomada de pedidos de novos navios. **(4) Renovação do contrato Maersk**, no qual comentamos sobre a renovação do contrato e seus principais impactos. **(5) Os riscos**, onde comentamos sobre os riscos potenciais para nossa tese, como o leilão do imenso terminal Saboó em Santos.

Tabela 1: Comparáveis de Valuation

Empresa	País	Preço (Local FX)	Market Cap (US\$ mn)	ADTV (US\$ mn)	P/L		EV / EBITDA	
					2021E	2022E	2021E	2022E
Santos Brasil	BR	7,00	1.080	8,13	47,8x	15,8x	12,3x	8,5x
Log-In	BR	19,00	359	2,21	10,2x	9,4x	6,2x	5,7x
SAAM	CI	65,00	899	0,25	34,2x	23,8x	10,2x	7,6x
Média América Latina					30,7x	16,3x	9,6x	7,3x
China Merchants	HK	12,82	6.040	11,44	9,9x	9,2x	20,5x	19,1x
COSCO Pacific	HK	6,24	2.662	4,62	8,2x	7,5x	15,9x	14,5x
Hamburger Hafen und Logistik	DE	19,92	1.237	1,41	20,4x	16,1x	6,3x	5,7x
ICTSI	PH	127,90	261.467	183,86	22,8x	18,4x	8,3x	7,7x
Port of Tauranga	NZ	7,43	7.077	1,53	52,3x	47,3x	32,8x	30,8x
Shanghai International Port	CH	4,63	107.294	189,73	11,4x	10,7x	10,7x	10,4x
Maersk	DC	15.300,00	294.617	482,81	8,3x	12,9x	5,1x	6,3x
Hapag-Lloyd	GY	145,30	25.538	3,95	10,8x	17,0x	7,2x	9,4x
Evergreen Marine Corp	DC	63,30	330.524	12.339,53	4,5x	7,6x	3,7x	6,3x
Média Global de Portos de Contêineres					16,5x	16,3x	12,3x	12,2x

Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Bottom-up

Neste ponto, exploraremos eventos recentes da longa histórica da Santos Brasil.

(1) O contexto - um longo período de oferta / demanda desequilibrada

O Porto de Santos enfrentou um longo período de volumes estáveis e excesso de capacidade de movimentação de contêineres que criaram uma tempestade perfeita para terminais da região, como o Tecon Santos da STBP. O excesso de capacidade ficou claro após o início da operação de dois terminais de contêineres em 2013: (i) BTP, uma joint venture entre a APM Terminals, uma empresa da Maersk, e a TIL, uma empresa MSC; e (ii) Empraport, na época uma Joint venture entre Odebrecht e DP World. Os dois recém-chegados desafiaram o domínio do Tecon Santos (o primeiro terminal de contêineres privatizado em Santos em 1997 e operado pela STBP) e outros terminais de contêineres já estabelecidos como o Libra (da família Torrealba) e o Tecondi (adquirido pela Ecorodovias em 2012, tornando-se EcoPorto). De 2013 a 2016, o porto registrou um CAGR de volume de apenas 2,8%, enquanto a capacidade expandiu em um CAGR de 11,1%, criando, conseqüentemente, um ambiente de preços competitivo no porto.

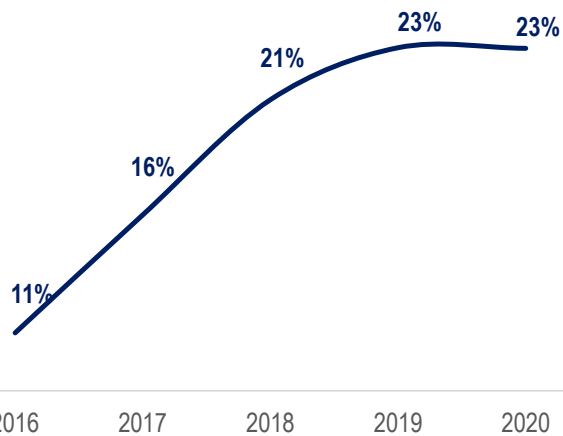
A competição acirrada por volumes entre os terminais começou a diminuir depois que as condições financeiras para alguns portos se deterioraram dramaticamente. O primeiro grande player de contêineres a enfrentar problemas foi o terminal de Libra, que anunciou o fechamento de suas operações em meados de 2019 por conta de uma reestruturação financeira e responsabilidade regulatória com a Codesp (antiga denominação da atual Autoridade Portuária de Santos, SPA). A Libra foi então leiloada pela ANTAQ (reguladora de água do Brasil), sendo convertida em 2 novos terminais de celulose (vencidos pela Eldorado e Bracell) e removendo permanentemente cerca de 10-15% da capacidade de contêiner de Santos. O segundo ajuste competitivo relevante ocorreu quando a DP World adquiriu os 66,7% restantes da Empraport da Odebrecht Transporte (OTP), renomeando o terminal para DP World Santos. Por ser o único terminal privado de contêineres (TUP) em Santos, a DP World conseguiu dar o impulso inicial na campanha comercial do ativo. Parte da sua retomada comercial se deu por meio da movimentação de outros tipos de cargas, como celulose (conforme contrato firmado com a Suzano em 2017) e grãos (conforme contrato firmado com a Rumo no ano passado), aumentando a utilização do terminal. Com o abastecimento mais equilibrado, as tarifas de contêineres em Santos começaram a se recuperar nos últimos anos, favorecendo os dois maiores terminais de contêineres da região: Tecon Santos e BTP.

2) Eficiência e recuperação operacional

Nos últimos anos, a Santos Brasil realizou com sucesso um turnaround operacional. Este foi o principal fator por trás da expansão da margem EBITDA de 11% em 2016 para 23% em 2020. Olhando para o futuro, esperamos que o melhor ambiente competitivo continue impulsionando melhorias na margem EBITDA.

Nos últimos anos, a Santos Brasil executou com sucesso uma reviravolta operacional. Recorde-se que em 2017 a empresa assinou a prorrogação do contrato de Vila do Conde (até 2033), permitindo-lhe implementar várias melhorias operacionais, incluindo uma expansão de capacidade e ganhos de produtividade através de: (i) a recuperação do pátio de armazenagem; (ii) novas edificações administrativas; e (iii) aquisição e reposição de equipamentos. Como parte deste programa de investimento, o terminal de Vila do Conde expandiu sua capacidade portuária nominal de ~ 140 mil TEU em 2016 para ~217 mil TEU em 2020. O porto estava entregando uma expansão de volume consistente, com volume total de 102 mil caixas em 2020 (mais que o dobro das 45 mil caixas em 2015), até o início da pandemia, o que a levou a apresentar uma deterioração de 5% a/a nos volumes. No entanto, esperamos que Vila do Conde se recupere, com os volumes crescendo 5% a/a em 2021, graças ao bom desempenho esperado da agro produção na região.

Além disso, a melhoria descrita anteriormente no ambiente competitivo no Porto de Santos levou a ganhos de market share e preços mais racionais para a STBP, apoiando sua recuperação operacional. Este foi o principal fator por trás da expansão da margem EBITDA de 11% em 2016 para 23% em 2020. Olhando para o futuro, esperamos que o melhor ambiente competitivo continue impulsionando melhorias na margem EBITDA.

Gráfico 1: Evolução da Margem EBITDA


Fonte: Empresa e BTG Pactual

Gráfico 2: Evolução do tempo de permanência (dias)


Fonte: Empresa e BTG Pactual

3) Extinção de imbrógllo de ex-acionista

Recapitulando, em 2010 os principais acionistas da Santos Brasil (Opportunity e Multi STS da família Klien - que formava o bloco de controle da empresa na época) entraram em um conflito que durou muitos anos, com várias tentativas fracassadas de arbitragem. Na verdade, a disputa costumava ser uma das principais pendências nas ações da empresa.

Em 2014, finalmente anunciaram que haviam resolvido suas divergências, sinalizando a intenção de migrar a Santos Brasil para o Novo Mercado (mais elevados padrões de governança corporativa), que foi finalizado em agosto de 2016 com a conversão das ações preferenciais em ordinárias (Proporção 1:1). Por fim, o recente follow-on foi a última etapa do processo de reestruturação acionária. Após a oferta, o Opportunity e a família Klien passaram a deter 48% e 5% do capital social da Santos Brasil, respectivamente.

4) Resolução de pendência regulatórias anteriores

a) Aprovação final do processo de reescalonamento de capex do Tecon Santos

No dia 3 de janeiro, a Santos Brasil divulgou fato relevante informando ao mercado que obteve a aprovação final do processo de reescalonamento de capex iniciado em 2017, permitindo à STBP reorganizar seu programa de investimentos no terminal do Tecon Santos. O reescalonamento foi um tópico importante em 2018 e 2019, quando os investidores estavam preocupados com o acordo de capex no terminal. Conforme fato relevante, o novo cronograma de investimentos mantém a equação econômico-financeira original, mantendo o valor do investimento e o prazo do arrendamento inalterados e mantendo os termos originalmente pactuados, que incluem disposições sobre movimentação de cargas, precificação e produtividade. Dentre as mudanças, destacamos: (i) o cronograma de investimentos a ser concluído até o final de 2031; e (ii) um investimento mínimo de R\$ 360 milhões até o final de 2022, dos quais a empresa já investiu aproximadamente R\$ 313 milhões. Lembramos que o reescalonamento já havia sido aprovado pela ANTAQ e SNP (Secretaria Nacional dos Portos) no início de 2020, então a assinatura final já era um tanto esperada. Nosso novo modelo já reflete a nova curva de capex e os termos finais não trouxeram alterações.

b) Renovação da concessão do terminal de Vila do Conde

Em novembro de 2017, o aditivo contratual para o terminal de contêineres da Santos Brasil em Vila do Conde (no Pará) foi finalmente aprovado pelo Ministério dos Transportes, estabelecendo uma renovação antecipada da concessão por mais 15 anos (setembro de 2033 vs. setembro de 2018 originalmente). Embora o terminal de Vila do Conde fosse um ativo

relativamente pequeno na época (~8,5% dos volumes gerais da STBP), o investimento foi importante para aumentar o poder de receita do terminal, já que os investimentos pendentes em equipamentos estavam limitando seu posicionamento competitivo. O valor total do investimento acordado na prorrogação do contrato foi de R\$ 129 milhões, com R\$ 37 milhões previstos para investimentos até o final de 2019. A empresa antecipou a maior parte desse investimento necessário para 2018, acelerando seus planos de melhoria de capacidade no terminal.

5) Follow-on de R\$ 790 milhões

Em setembro de 2020, a Santos Brasil arrecadou R\$ 790 milhões por meio de um follow-on. Os recursos são destinados principalmente para: (i) novas oportunidades portuárias; (ii) verticalização da logística de terceiros; e (iii) fusões e aquisições de operadores de terminais de contêineres. Mais detalhes abaixo:

(i) Novas oportunidades em Portos: Entre as várias oportunidades que existem nos portos, o foco principal da Santos Brasil está no pipeline de projetos de infraestrutura atraente. A empresa espera altas TIRs nos leilões de novos terminais portuários e se vê em uma boa posição para licitar nos próximos leilões, graças ao seu (i) profundo conhecimento regulatório; (ii) sólido histórico de execução; e (iii) administração altamente experiente. A execução bem-sucedida de novos projetos será positiva para a empresa, proporcionando bons ativos e diversificação geográfica.

(ii) Verticalização da logística de terceiros: a Santos Brasil já possui uma operação 3PL que oferece uma solução logística de porto a porta para alguns de seus clientes, que pretende ampliar para capturar valor agregado por meio de uma atuação mais ampla de valor agregado na cadeia e um aumento na participação da carteira e na retenção do cliente por meio de vendas cruzadas. Com esse modelo, a empresa pode se conectar diretamente com os donos da carga e agregadores de demanda sem a necessidade de altos investimentos, além de gerar sinergias de redução de custos ao consolidar serviços e diminuir o papel dos intermediários.

(iii) M&A de operadores de terminais de contêineres: Vemos a empresa bem posicionada para aproveitar as oportunidades de consolidação que devem surgir a partir do esperado aumento da atividade de contêineres no Brasil. Enquanto isso, a BR do Mar também deve trazer um potencial positivo, aumentando os volumes da cabotagem e melhorando o posicionamento comercial das operadoras. Combinado com o *know-how* único da Santos Brasil, o relacionamento de longo prazo com clientes e capacidade de lançar inovações tecnológicas (já testadas no Tecon Santos), isso garantirá importante alavancagem comercial e operacional em seus novos ativos potenciais. De acordo com a empresa, sua estratégia é baseada em um modelo de aquisição *plug-and-play* orientado por dois critérios principais: (i) baixa competição e (ii) demanda latente. A nosso ver, isso não só gerará diversificação geográfica, mas também a ajudará a se consolidar como uma operadora portuária relevante na América Latina.

6) Aproveitando novas oportunidades estratégicas

As oportunidades que vemos são: (a) Primeira autorização temporária na Área de Saboó, Porto de Santos, (b) Segunda autorização temporária na Área de Saboó, no Porto de Santos, (c) Aquisição de 3 terminais portuários líquidos no Itaqui, estado do Maranhão.

7) Prévia do 1T21 - Trimestre forte, impulsionado pelo crescimento do volume e melhor mix

Esperamos que a Santos Brasil reporte bons resultados no 1T21, impulsionados por um sólido desempenho operacional, apoiado por (i) forte aceleração no comércio global nos últimos meses, significando maiores volumes nos principais portos do mundo; (ii) cadeias de suprimentos globais se recuperando gradualmente das interrupções causadas pelo bloqueio do COVID-19, criando uma demanda sólida de reabastecimento para muitas indústrias; e (iii) melhor mix, incluindo maiores volumes de importação e participação de caixas cheias movimentadas em Santos. De acordo com os dados preliminares coletados no site da STBP (com relação à movimentação do cais), os volumes no Tecon Santos aumentaram 22% a/a no 1T (acima de nossas expectativas iniciais de recuperação de volume no 1T). Para o trimestre, projetamos receita líquida de R\$ 311 milhões (+ 39% a/a), EBITDA de R\$ 96 milhões (+ 151% a/a), implicando na manutenção da forte margem observada no 4T de 31%, e um lucro líquido de R\$ 27 milhões (vs. prejuízo de R\$ 13 milhões no ano passado). Além dos

resultados, esperamos que os investidores acompanhem (i) as negociações dos contratos com outros clientes, após concluir com sucesso sua renegociação com a Maersk; (ii) integração dos portos de Itaqui que a empresa adquiriu na semana passada e (iii) nova alocação de capital, que pode incluir participação adicional em novos leilões e movimentos de M&A. Reiteramos a Compra em Santos Brasil.

Tabela 2: Prévia do 1T21 da Santos Brasil

(R\$ mi, IFRS)	1T20E			1T20A		4T20A	
	BTGP	Consenso	%	STBP	a/a	STBP	t/t
Receita Líquida	311	270	▲ 15%	224	▲ 39%	261	▲ 19%
EBITDA	96	74	▲ 30%	38	▲ 151%	81	▲ 18%
Margem EBITDA	31%	27%	▲ 3,5p,p,	17%	▲ 13,8p,p,	31%	▼ -0,3p,p,
Lucro Líquido	27	10	n.m.	-13	▼ -304%	14	n.m.
Margem Líquida	9%	4%	▲ 4,9p,p,	-6%	▲ 14,6p,p,	5%	▲ 3,2p,p,

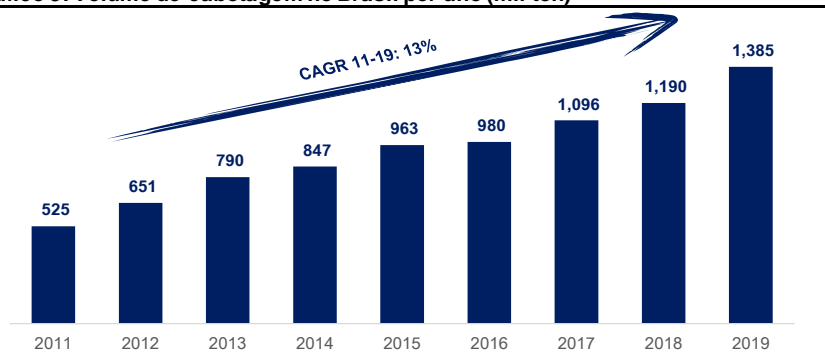
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Top-down

Neste ponto destacamos as melhorias recentes no ambiente regulatório. Na indústria de infraestrutura, os investidores costumavam ver os marcos regulatórios de rodovias e ferrovias como mais avançados, enquanto a indústria portuária estava atrasada em termos de modernização. No entanto, vimos mudanças importantes na regulamentação portuária nos últimos anos, melhorando a visibilidade de longo prazo do setor, melhorando a governança, transparência e cenário de investimento da indústria. Dentre as principais mudanças, destacamos: (1) a introdução da nova regulamentação da cabotagem no país (BR do Mar); (2) o anúncio de um vasto pipeline de ativos portuários a serem transferidos ao setor privado por meio de leilões; e (3) a decisão de privatizar empresas de administração portuária, incluindo a Autoridade Portuária de Santos (SPA, anteriormente conhecida como Codesp).

1) Nova regulamentação de cabotagem BR do Mar

O programa pró-cabotagem “BR do Mar” pode reduzir o preço do frete entre os portos brasileiros em mais de 15%, segundo novo estudo da Empresa de Planejamento e Logística (EPL) vinculada ao Ministério da Infraestrutura. De acordo com o noticiário local, o fluxo de contêineres na rota Manaus-Santos tem um custo médio de R\$ 0,0423/tku (tonelada útil transportada por quilômetro) na viagem de 6.112 km. A implementação das medidas previstas em “BR do Mar” permitiria que esse valor fosse reduzido para R\$ 0,0360/tku. Ressaltamos que muitas cadeias produtivas do país deverão se beneficiar dos menores custos de transporte, como os setores automotivo, químico e agrícola. Já para os players portuários, apesar de serem menos rentáveis, maiores volumes de cabotagem devem contribuir para melhorar a eficiência de seus terminais.

Gráfico 3: Volume de cabotagem no Brasil por ano (mil ton)


Fonte: ABAC e BTG Pactual

Em nossa opinião, apesar da complexidade envolvida na BR do Mar, acreditamos que um acordo deve ser alcançado em breve, uma vez que o governo tem dado muito apoio ao tema, pois espera-se reduzir o custo logístico do Brasil e a relevância do transporte rodoviário (que tem sido foco do atual governo). O projeto ainda aguarda apreciação do Senado Federal e esperamos aprovação até o final do semestre.

2) O renascimento de uma indústria - Lista de novos ativos a serem leiloados

Com o governo federal planejando rodadas de licitações para cobrir 18 terminais portuários, o ritmo dos leilões deve acelerar ainda mais em 2021. Um ponto importante nesta próxima rodada de leilões é a diversificação da carga das concessões, com terminais dedicados a carga geral indo para grãos, minério de ferro, líquidos e contêineres. O programa de privatização de portos do governo federal deve incluir um total de 39 terminais portuários nos próximos anos, espalhados por 11 estados, com investimentos totais de R\$ 10,7 bilhões. Durante 2020, foram leiloados oito terminais portuários: 1 em Vila do Conde (Pará), 1 em Mucuripe (Ceará), 2 em Santos (SP), 1 em Paranaguá (Paraná), 1 em Maceió (Alagoas) e 2 em Aratu (Bahia): um para minério de ferro e outro para grãos. Para o próximo ano, o governo planeja leiloar um total de 20 terminais portuários, dos quais 8 devem ter seus editais lançados até o final do ano. Os primeiros 8 terminais a serem leiloados no próximo ano são: quatro terminais de granéis líquidos em Itaqui (Maranhão), um de farelo de soja em Macapá (Amapá), um de grãos em Mucuripe (Ceará), um terminal de açúcar em Maceió (Alagoas) e um terminal de madeira no Rio Grande (RS).

3) Decisão de privatizar as empresas de administração portuária

Além dos leilões de novos ativos, esperamos também que outro tema domine a indústria portuária em 2021: a privatização das administradoras portuárias. O Ministério da Infraestrutura já explicou que os estudos de privatização de portos em andamento têm um objetivo claro de melhorar a eficiência geral do segmento. O governo está atualmente trabalhando na privatização da CODESA (administra três portos localizados no estado do Espírito Santo), que deverá ser leiloadada no 2S21. Em seguida, está a aguardada privatização do Porto de Santos (leilão atualmente previsto para 2S22). Maior eficiência deve advir de uma melhor gestão dos contratos portuários, como a reestruturação das negociações de acessos ferroviários e rodoviários, planejamento de infraestrutura de longo prazo e uma (muito desejada) melhoria na transparência.

Em nossa opinião, o processo de privatização em curso da Autoridade Portuária de Santos (SPA) é um fator positivo para a tese de investimento de longo prazo da indústria portuária, dados os grandes ganhos de eficiência que devem advir de uma melhor gestão dos contratos portuários. Além disso, a privatização também poderia ajudar a atrair mais investimentos para os portos.

Análise da indústria de transporte global

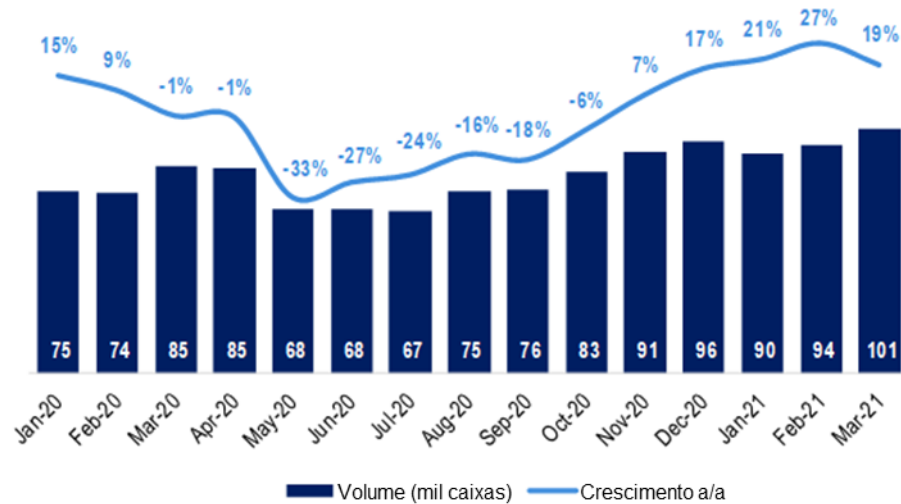
Realizamos uma reunião no início de fevereiro com o especialista da indústria portuária e há muito tempo executivo/membro do conselho dos principais players do setor, José Antonio Balau. Sua experiência vai desde o atendimento a grandes empresas de transporte até operadores de terminais portuários, além de gerenciamento de projetos para diversos players do setor. Vimos o evento como uma oportunidade interessante para discutir o cenário atual do setor portuário brasileiro. Nesse sentido, o Sr. Balau comentou sobre o recente aumento na demanda global de contêineres impulsionada pela rápida recuperação do comércio global durante o segundo semestre do ano passado. O crescimento nos volumes de embarque e os preços mais altos do frete marítimo permitiram que as companhias de navegação restaurassem sua lucratividade após um longo período de resultados negativos. O cenário para os terminais portuários também melhorou, uma vez que as taxas de utilização mais altas refletem a recuperação dos volumes. Também discutimos a grande diferença de preços entre Santos e outros portos em todo o mundo. Por fim, discutimos outros temas como os benefícios da privatização das empresas da autoridade portuária e como identificar as melhores oportunidades de investimento nos leilões portuários esperados para este ano. Abaixo, fornecemos nossos principais insights:

- O setor de transporte marítimo enfrentou uma severa redução de capacidade nos anos anteriores à crise da Covid-19, impulsionada pelos preços de frete pressionados em 2017-19. O ajuste de capacidade se acelerou durante os primeiros meses da pandemia, graças ao fechamento massivo do comércio global;

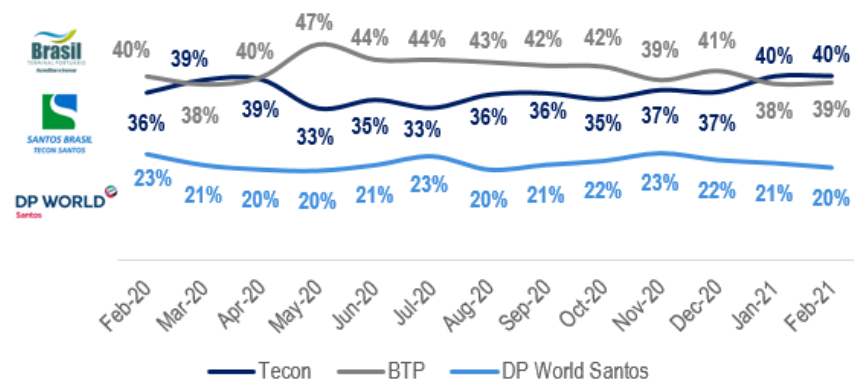
- No entanto, a mudança em curso nos hábitos de consumo, como a aceleração das compras online, obrigou o setor de transportes a se adaptar rapidamente à crescente demanda do e-commerce, que naturalmente pressionava a cadeia logística;
- Essa recuperação acentuada da demanda em um período de capacidade de transporte mais fraca levou à disrupção no setor de comércio global que vemos hoje, com os volumes de transporte atingindo níveis históricos nos últimos meses. Além da falta de capacidade de contêineres (navios e caixas), a menor eficiência de embarque traz pressão adicional ao mercado de contêineres, pois os navios se tornam menos eficientes e o tempo de parada nas operações portuárias fica mais longo (negativo para todo o setor);
- Por outro lado, a disrupção do setor foi positiva para as grandes empresas de navegação, que finalmente conseguiram retornar à lucratividade após anos de fraca demanda e baixos preços de frete (o que ocasionou a redução de capacidade mencionada acima);
- Além da redução da capacidade, a crise de 2017-19 levou a uma tendência de consolidação significativa na indústria naval global. A mudança abrupta no panorama do setor deve agora trazer a dinâmica oposta, com as pequenas e médias empresas de navegação ganhando relevância devido à falta de capacidade dos grandes players;
- Ecossistema Portuário de Santos: A rápida recuperação dos volumes no segundo semestre de 2020 já é visível nas maiores taxas de utilização dos dois maiores terminais portuários de contêineres da região: Tecon Santos (STBP) e BTP. Essa maior utilização também reflete a longa racionalização da capacidade de contêineres em Santos nos últimos anos ;
- A maior utilização e capacidade ajustada criam um cenário favorável para revisões de preços em Santos, uma vez que o porto continua a praticar tarifas médias bem abaixo dos níveis nacional e global (em de números brutos, a tarifa média em Santos, ex-BTP, é de aproximadamente US\$ 70/caixa, enquanto a média global é de US\$ 150-200);
- Os melhores desempenhos financeiros empresas de navegação também são favoráveis às revisões de preços, que deverão ser implementadas de forma gradual nos próximos anos ;
- Os estudos para a privatização da Autoridade Portuária de Santos estão em andamento. A privatização da CODESA (Espírito Santo) proporcionará uma primeira leitura sobre o sucesso do modelo de privatização.

Aumento do manuseio de volume no Tecon Santos

De acordo com dados preliminares coletados no site da Santos Brasil, o volume de movimentação de contêineres da empresa na operação de cais do Tecon Santos aumentou 19% a/a em março (incluindo volumes de transferência), atingindo um total de 101 mil caixas no mês (vs. 85 mil anteriores ano e 94 mil em fevereiro). Depois de começar o ano passado com uma média de 75 mil caixas em janeiro e fevereiro, com as coisas chegando a 85 mil em março e abril, o Tecon Santos da STBP foi sacudido pela Covid-19 em maio, chegando a 68 mil caixas. Após uma recuperação gradual, este ano continuou mais forte do que o esperado, com março reportando um ganho de 19% a/a, acima de nossa estimativa já otimista (+ 15% a/a). A aceleração do comércio global resultou em um impulso surpreendente para a indústria portuária. Além disso, devido às interrupções causadas pelo surto de Covid-19, as cadeias de abastecimento globais estão se recuperando gradualmente, o que também deve aumentar os volumes de movimentação nos portos. Além disso, o setor sofre com congestionamentos e falta de contêineres, o que é positivo para a dinâmica de preços. Olhando para frente, esperamos que os volumes do Tecon Santos cresçam na casa dos dois dígitos (~ 15%), impulsionados (i) pela retomada da atividade econômica e (ii) pelo aumento da capacidade.

Gráfico 4: Manuseio de volumes do Tecon Santos por mês


Fonte: Santos Brasil e BTG Pactual

Gráfico 5: Evolução mensal da participação de mercado dos principais portos


Fonte: CODESP e BTG Pactual

Renovação de contrato com a Maersk

Conclusão da renegociação com a Maersk; Guidance de 2021

Na semana passada, a Santos Brasil divulgou dois fatos relevantes, anunciando: (1) a conclusão das negociações e o estabelecimento de um novo acordo comercial do Tecon Santos com a Maersk, seu maior cliente. Segundo a empresa, os termos e condições comerciais e operacionais pactuados substituem o reajuste contratual vencido em 31 de março de 2021, além de estabelecer novas tarifas de serviços e novo vencimento contratual para o período de 1º de abril de 2021 a 31 de março de 2023 (contrato de dois anos, menor que o anterior, que era de três anos), entre outras coisas; (2) seu guidance para 2021 estava em linha com nossas expectativas de volume e capex, mas bem acima do que tínhamos planejado para o EBITDA. Mais precisamente, a empresa divulgou volumes de 1,2-1,3 bilhão de contêineres (em linha com nossos 1,2 bilhão), o que implica um crescimento de 11-20% em volumes neste ano, junto com um EBITDA de R\$ 400-

450 milhões (bem acima de nossa projeção R\$ 299 milhões) e investimentos de R\$ 250-300 milhões (em linha com nossa estimativa R\$ 290 milhões). Apesar de não divulgar o reajuste tarifário específico do novo contrato, entendemos que o EBITDA acima do esperado está principalmente relacionado ao aumento de preços acima da expectativa - estávamos considerando um número muito menor em nossos modelos, enquanto alguns players da indústria, em nossas análises setoriais recentes, apontaram para um aumento de preços muito mais forte.

Nova guidance para 2021 divulgada após o acordo da Maersk

A assinatura do contrato com a Maersk é um marco importante para a Santos Brasil, uma vez que a Maersk continua sendo o maior cliente da STBP no Tecon Santos. A assinatura também proporcionou uma melhor visibilidade das tarifas da Maersk, o que deve permitir à STBP melhorar a dinâmica de preços com todos os seus demais clientes (a Maersk ainda terá o melhor preço do Tecon Santos devido à sua relevância em volume). Após a assinatura do contrato, a STBP também divulgou seu novo guidance para 2021: (i) crescimento de volume de 11-20%, que já apresentava uma leve desaceleração de volume desde o pico do 1T, após o início do ano ter se beneficiado maciçamente do forte recuperação do comércio global nos últimos meses, principalmente impulsionada pela sólida demanda de e-commerce; (ii) o EBITDA projetado para o ano de 2021 de R\$ 400-450 milhões (+ 89-112% a/a), bem acima do consenso de R\$ 356 milhões, com sua operação mais simplificada e a grande alta de preços sendo os principais responsáveis pelo crescimento; (iii) Capex de R\$ 250-300 milhões, que se refere principalmente às obras em andamento da Fase 1 da expansão do cais do Tecon Santos. As intensas obras do cais permitirão à empresa desbloquear uma capacidade adicional de 400 mil TEU/ano até 2023-24. Sob a atual dinâmica competitiva de Santos, a SBTP está desenvolvendo a maior parte da expansão da capacidade na região, o que deve garantir ganhos de participação de mercado.

Evento positivo; aumento de preço implícito superou as estimativas mais otimistas

Embora em parte esperado pelo mercado e muito debatido nos últimos meses, a assinatura do contrato com a Maersk ainda é positivo para a STBP por vários motivos. Primeiro, o aumento de preço superou até mesmo as estimativas de mercado mais otimistas. Usando o mesmo crescimento de volume divulgado no novo guidance (+ 11-20% a/a), tivemos que aplicar um reajuste tarifário médio de 90% (bem acima das estimativas mais otimistas) para atingir o ponto médio do guidance de EBITDA (R\$ 425 milhões). Com esse tipo de aumento de preço (excluindo o mix de produtos) e o crescimento adicional de volume médio de um dígito para 2022, nossa estimativa de EBITDA para o ano fiscal de 2022 é agora de R\$ 550-570 milhões (ainda conservadora). A preços atuais, este nível de EBITDA implicaria em um múltiplo EV/EBITDA de 9,0x no próximo ano, 30% menor do que o múltiplo histórico de 12x da STBP. Em seguida, ajuda a reduzir o risco da relação comercial entre a STBP e seu cliente mais relevante (60-70% dos volumes do Tecon Santos). Dada a turbulência na indústria global de remessas em todo o mundo, é importante para as empresas de remessas garantir contratos de serviço de longo prazo com agentes portuários eficientes como a STBP. E, por fim, confirma a tese de longo prazo de uma retomada das tarifas do Porto de Santos em patamares em linha com os portos de classe mundial.

Assim, estamos atualizando nossos números para incorporar um ajuste de preço mais forte (consideramos um ajuste de preço com a Maersk de 100%). Em nosso modelo, esperamos agora aumentos de preços de 82% em 2021 e 25% em 2022.

Sensibilidade de aumento de preço

Abaixo, mostramos a sensibilidade ao aumento de preço de nosso preço-alvo e EBITDA, variando o nível do aumento de preço com a Maersk. Conforme mostrado, para cada 10% de aumento de preço, nosso preço-alvo e EBITDA aumentam em 9% e 11%, respectivamente. Por outro lado, para cada 10% de redução de preço, nosso preço-alvo e EBITDA diminuem 9% e 11%, respectivamente.

Tabela 3: Análise de sensibilidade do EBITDA 21

		Preço				
		63%	73%	83%	93%	103%
Volume	9%	277	321	365	409	453
	14%	310	356	402	448	494
	19%	343	391	439	487	535
	24%	376	426	476	526	576
	29%	408	461	513	565	617

Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 4: Análise de sensibilidade do preço-alvo

		Preço				
		63%	73%	83%	93%	103%
Volume	9%	10	10	11	11	11
	14%	10	10	11	11	12
	19%	10	11	11	12	12
	24%	10	11	11	12	12
	29%	11	11	12	12	12

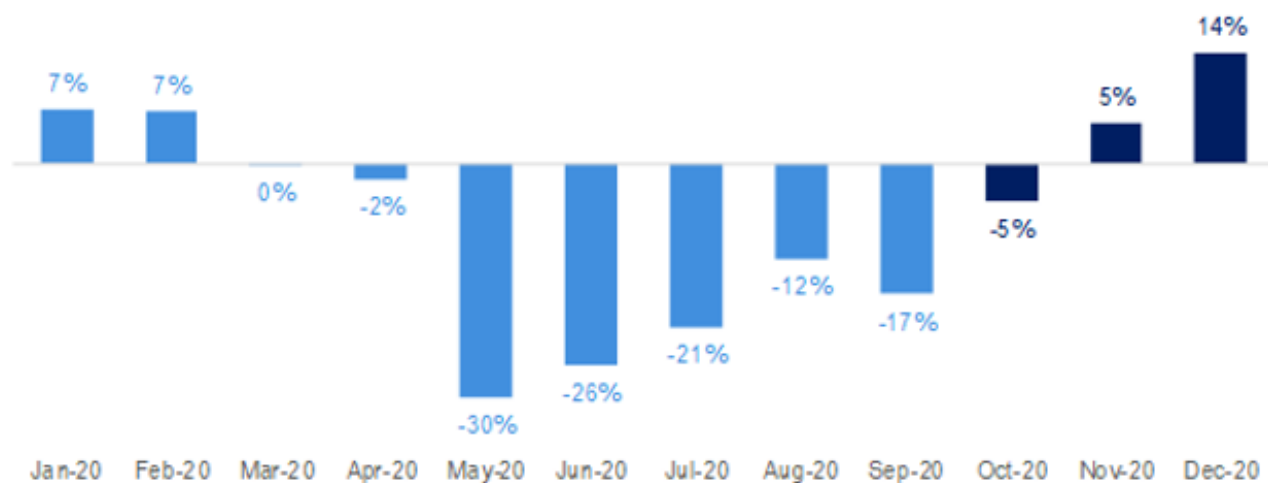
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Também realizamos uma análise de preço-alvo alterando nosso EBITDA 21 e EV/EBITDA 21 implícito no preço-alvo, veja abaixo:

Tabela 5: Análise de sensibilidade do preço-alvo

		EV/EBITDA 21				
		17.7x	18.7x	19.7x	20.7x	21.7x
EBITDA 21	339	8	8	9	9	10
	389	9	9	10	10	11
	439	10	11	11	12	12
	489	11	12	12	13	13
	539	12	13	13	14	15

Fonte: Empresa e BTG Pactual

Gráfico 6: Comparação mensal da movimentação de contêineres da Santos Brasil


Fonte: Empresa e BTG Pactual

Estimativas consolidadas

Ao todo, estamos aumentando nossas estimativas de 2021 e 2022 para a receita líquida em 36% e 45% (para R\$ 1,5 bilhão e R\$ 1,9 bilhão de R\$ 1,1 bilhão e R\$ 1,3 bilhão), o EBITDA em 47% e 59% (para R\$ 439 milhões e R\$ 631 milhões de R\$ 299 milhões e R\$ 398 milhões) e lucro líquido em 17% e 147% (para R\$ 126 milhões e R\$ 380 milhões de R\$ 107 milhões e R\$ 154 milhões), respectivamente.

Tabela 6: Resumo das principais mudanças nas projeções do BTG

Consolidado (R\$ mi, IFRS)	Atual			Anterior			Variação		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
Receita Líquida	1.542	1.911	2.219	1.135	1.316	1.467	35,9%	45,2%	51,2%
EBITDA	439	631	759	299	398	466	46,7%	58,7%	62,9%
Margem EBITDA (%)	28,5%	33,0%	34,2%	26,4%	30,2%	31,8%	2,1 p.p.	2,8 p.p.	2,5 p.p.
Lucro Líquido	126	380	444	107	154	186	17,4%	147,3%	138,5%
Margem Líquida (%)	8,1%	19,9%	20,0%	9,4%	11,7%	12,7%	-1,3 p.p.	8,2 p.p.	7,3 p.p.

Fonte: Empresa e BTG Pactual

Os riscos

Uma rápida análise sobre a capacidade de contêineres do Porto de Santos

A área de Saboó desempenha um papel estratégico no crescimento de longo prazo da capacidade de contêineres do Porto de Santos devido à atual falta de espaço disponível no porto para administrar grandes aumentos de capacidade. A principal iniciativa de expansão em andamento é da Santos Brasil, conforme explicamos anteriormente, é a ampliação do cais do Tecon Santos. De acordo com o programa oficial de investimentos da STBP firmado com a ANTAQ, sua capacidade atual de ~ 2,0 milhões de TEU/ano deve evoluir para 2,4 milhões após a conclusão da Fase I em 2024. Seguindo em frente, a Fase II (começando em 2026) aponta para uma expansão de capacidade para 3,0 milhões TEU/ano até 2030, incluindo investimentos significativos em automação. Depois da STBP, o maior terminal de contêineres de Santos é o BTP (Brasil Terminal Portuário), que já está operando quase a plena capacidade. A expansão natural do terminal para a BTP seria o terminal STS10 Saboó (que a SPA planeja leiloar no futuro). Além da STBP e da BTP, o outro player de contêineres em Santos é o DPW Santos. Como escrevemos no tópico “Bottom-up”, o DPW está usando sua capacidade excedente para lidar com novos tipos de carga, como celulose e grãos, portanto, a visibilidade sobre o crescimento da capacidade de contêineres em Santos é sem muita visibilidade.

Entendendo o valor do Saboó

Em um cenário de oferta restrita de contêineres, o terminal STS10, conhecido como Saboó, ganha importância. De acordo com o atual planejamento de longo prazo do Porto de Santos (conhecido como PDZ), sua atual capacidade de contêineres de 5,3 milhões de TEU/ano deve aumentar para 8,7 milhões em 2023. Para atingir esse nível de capacidade, a SPA pretende leiloar o terminal de Saboó como um grande projeto portuário em Santos. O porto de Saboó costumava ser dividido em vários terminais menores, como Rodrimar e Deicmar. Como os contratos de concessão desses terminais menores estavam expirando, a SPA decidiu não renová-los, com o objetivo de consolidar toda a área de Saboó em um grande novo terminal a ser leiloado no futuro. Um dos menores terminais não renovados é o EcoPorto da Ecorodovias, que expira em 2023 (a Ecorodovias anunciou no início de março que a SPA informou a empresa de sua decisão de não renovar o contrato). Assim que expirarem todos os atuais contratos de concessão e leilões de SPA da nova versão do Saboó, o porto deverá se tornar um ativo desejável para os players de contêineres, devido ao seu tamanho e posicionamento dentro de Santos.

Uma recapitulação dos planos de capacidade BTP

A Brasil Terminal Portuário (BTP) planeja entregar ainda este ano um pedido de renovação antecipada do contrato. O plano é aumentar a capacidade dentro dos limites atuais do terminal. Segundo o presidente da empresa, Ricardo Arten, a expectativa é que todo o processo, do pedido à assinatura, leve de 12 a 14 meses (capex total ainda não definido). O plano de expansão do grupo não se limita ao terminal atual, já que a BTP também se prepara para novos leilões no Porto de Santos. A principal oportunidade será um grande terminal de contêineres na região de Saboó, em uma área próxima à onde a BTP já opera. A empresa, que é candidata natural pela proximidade, já propôs a anexação da área, que passaria a fazer parte do seu processo inicial de renovação. O governo, porém, optou por um novo leilão. O grupo também estuda outras áreas das margens direita e esquerda do Porto de Santos, sempre com foco em contêineres.

Provavelmente será um leilão fortemente disputado

Com base nesse posicionamento estratégico, esperamos que os dois maiores players de contêineres de Santos (STBP e BTP) se enfrentem no leilão do Saboó, com o objetivo de controlar a expansão da capacidade do porto e, assim, ter uma mão mais forte na precificação. Além dos dois participantes de terminal puros, não descartamos a possibilidade de recém-chegados também se interessarem pelo leilão, como outros players locais de contêineres que desejam exposição ao porto mais movimentado do Brasil. Por sim, no passado, também vimos grandes empresas de transporte marítimo globais participando de leilões, uma vez que administram negócios de terminais portuários em todo o mundo (o caso da subsidiária APM Terminals da Maersk e da subsidiária da MSC TIL - que têm participações na operação da BTP em Santos). No entanto, apesar de esperarmos que a área de Saboó esteja no radar dos mais importantes players de contêineres de Santos, lembramos que o dia do leilão pode estar mais longe do que o previsto. Em sua teleconferência do 4T20, o CEO da Santos Brasil mencionou que o tempo para estruturar e desenvolver um novo terminal pode ser mais longo do que o esperado, dados os investimentos necessários para atualizar o terminal. Além disso, acreditamos que outros tipos de carga também podem entrar na disputa pela área, uma vez que o Porto de Santos está registrando uma forte demanda por mais capacidade portuária para produtos commodities como celulose, líquidos e grãos.

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 BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual digital e os seus clientes. O BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTGPactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTGPactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTGPactual 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 BTGPactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTGPactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTGPactual 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 BTGPactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTGPactual 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 BTGPactual 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