

CVC (CVCB3): Revisitando a tese; Novo preço-alvo de R\$ 33

Revisitando a tese após a tempestade perfeita do ano passado. Novo preço-alvo de R\$ 33

A Covid-19 provocou um declínio sem precedentes no turismo global. E apesar de uma reabertura gradual em muitos países, esperamos que a recuperação seja um caminho longo e sinuoso, com o número de viagens só voltando aos níveis de 2019 no final de 2022/ início de 2023. E a recuperação não será homogênea, com os maiores declínios previstos para cruzeiros e viagens corporativas, levando vários anos para se recuperar. Revisamos o caso de negócios da CVC após a grande turbulência do ano passado, atualizando nossas estimativas para levar em conta um cenário atual difícil, mas com melhores perspectivas à frente. Também fornecemos um panorama detalhado do setor de turismo do Brasil.

De plataforma orientada a M&A a mais disciplina de execução

Juntamente com uma profunda revisão e reconciliação dos números contábeis dos anos anteriores, em 2020, a CVC reformulou sua estrutura, com grandes mudanças em sua gestão (85 executivos deixaram a empresa e 53 novos executivos entraram) e uma série de iniciativas para reviver o negócio após uma tempestade perfeita. O *turnaround* envolve: (i) melhorar a experiência dos consumidores em seus canais, usando ferramentas de preços dinâmicas (com um efeito positivo nos take-rates) e uma plataforma omni, digitalizando os franqueados; (ii) foco na plataforma de hotelaria (VCH - Vacation Homes Collection) desenvolvida dentro da Trend e que oferece maiores taxas de take-rate; (iii) lançamento da plataforma de venda direta; e (iv) melhorias em seu programa de fidelidade e oferta de crédito. Após uma série de aquisições até 2019, em B2B e B2C, a CVC passará a focar nas duas marcas mais fortes em cada segmento: Rextur Advance e CVC.

Fortalecendo o digital para acelerar a recuperação: a tendência irreversível e de margem inferior

A desintermediação do setor de turismo agora é uma realidade, com OTAs evoluindo para mercados digitais que conectam clientes B2B e B2C diretamente a uma gama completa de produtos de viagem. As OTAs são um híbrido de plataforma de e-commerce e agência de viagens. Graças à sua enorme escala (66% de participação no segmento B2C brasileiro e 62% no B2B), a CVC tem prosperado apesar do destaque das OTAs no Brasil, explorando seu vasto relacionamento de longo prazo com a fragmentada indústria hoteleira, e com companhias aéreas, no B2B (47% das reservas) e B2C (53% das reservas). A administração revelou iniciativas para construir uma plataforma mais omni, melhorar a experiência dos consumidores e alinhar sua base de franqueados, enquanto aproveita o conhecimento da marca atual (e sua vasta base de lojas), que será a chave para sua recuperação. Mas uma abordagem mais digital deve

BTG Pactual – Equity Research:

Luiz Guanais

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Victor Rogatis

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Luiz Temporini

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

Analise.Acoes@btgpactual.com

Cvc Brasil (CVCB3)

| | |
|------------------|--------------|
| Data | 18/05/2021 |
| Ticker | CVCB3 |
| Rating | Compra |
| Preço Alvo (R\$) | 33,0 |
| Preço (R\$) | 24,7 |
| Listagem | Novo Mercado |

Dados Gerais:

| | |
|-------------------------|----------|
| Market Cap. (RS mn) | 4.967,44 |
| Vol. Médio 12M (R\$ mn) | 131,52 |

Valuation:

| | 2021E | 2022E |
|-----------|-------|--------|
| P/L | - | 100,8x |
| EV/EBITDA | - | 15,2x |

Stock Performance:

| | |
|----------|--------|
| Maio (%) | 3,0% |
| LTM (%) | 148,8% |



significar take-rates estruturalmente mais baixos e mais investimentos em marketing.

Turismo à espera da vacinação - o que olhar com atenção

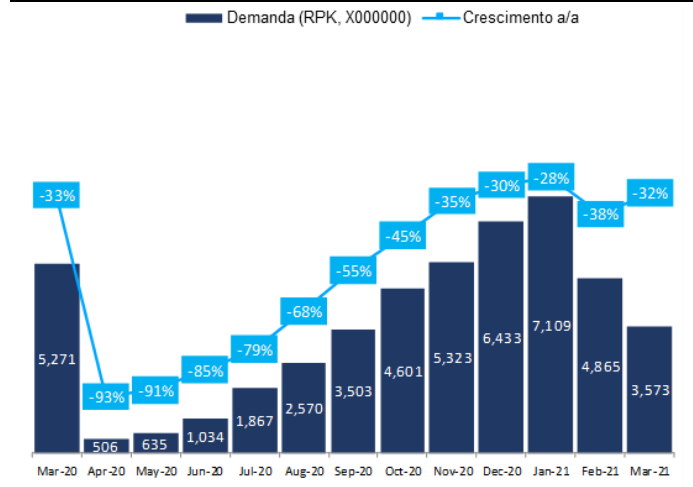
A CVC deve ser um dos principais beneficiários da vacinação. Apreciamos o *turnaround* da gestão desde o ano passado, e a enorme escala e poder de barganha da CVC com os fornecedores (principalmente operadores de hotéis). Mas vemos grandes desafios (alinhamento entre a base de franqueados e o crescimento/competição online com as OTAs), enquanto o turismo deve apresentar apenas uma recuperação gradual. Assumimos que as reservas B2C da CVC atinjam os níveis de 2019 em 2022, com as reservas B2B fazendo o mesmo em 2023. Nosso novo preço-alvo de R\$ 33 oferece 34% de potencial de valorização em relação aos níveis atuais.

| Valuation | 12/2019 | 12/2020E | 12/2021E | 12/2022E | 12/2023E |
|---------------------------------|---------|----------|----------|----------|----------|
| RoIC (EBIT) % | 8,4 | -99,1 | -33,8 | 50,4 | 240,0 |
| EV/EBITDA | 29,9 | -3,9 | -1939,2 | 15,2 | 7,0 |
| P/L | -2257,1 | -3,5 | -27,0 | 100,8 | 18,8 |
| Dividend Yield % | 0,0 | 1,4 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Resumo Financeiro (R\$ milhões) | 12/2019 | 12/2020E | 12/2021E | 12/2022E | 12/2023E |
| Receita | 1.570 | 517 | 1.008 | 1.600 | 2.004 |
| EBITDA | 344 | -1.215 | -3 | 332 | 631 |
| Lucro Líquido | -4 | -1.197 | -184 | 49 | 265 |
| LPA (R\$) | -0,02 | -5,95 | -0,92 | 0,25 | 1,32 |
| DPA Líquido (R\$) | 0,02 | 0,28 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Dívida Líquida/Caixa | -1.466 | -559 | -117 | -72 | 531 |

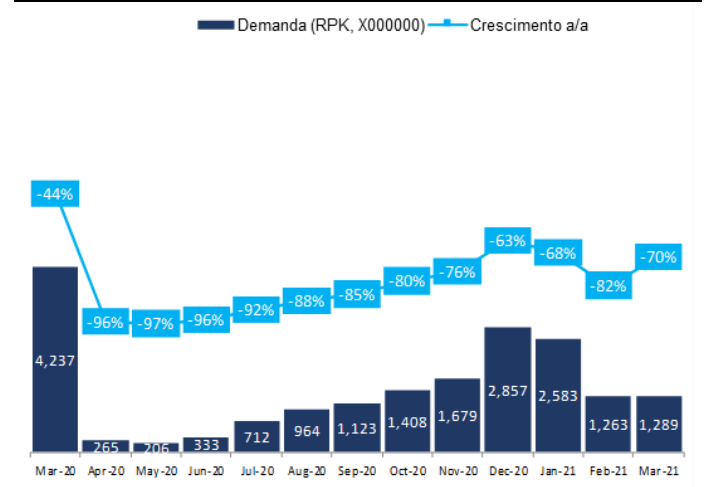
Fonte: Relatórios da empresa, Bovespa, estimativas do BTG Pactual S.A. / Valuations: com base no último preço das ações do ano; (E) com base no preço das ações de R\$ 24,70, em 17 de Maio de 2021.

Retrato do setor de turismo - uma recuperação gradual à frente

Não é novidade que o turismo brasileiro (e mundial) foi abalado por restrições relacionadas à pandemia desde o ano passado.

Tabela 1: Demanda por passagens aéreas domésticas


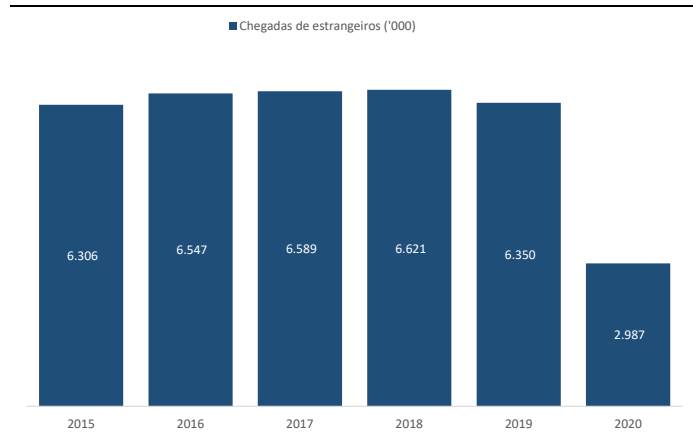
Fonte: Euromonitor, BTG Pactual

Tabela 2: Demanda por passagens aéreas internacionais


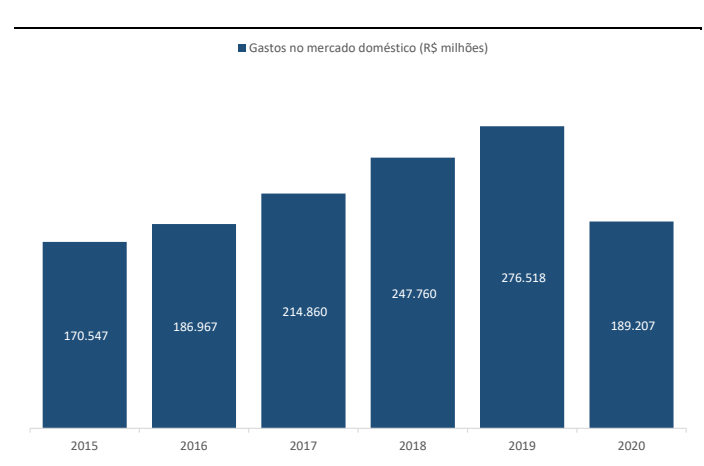
Fonte: Euromonitor, BTG Pactual

Em março de 2020, o Brasil anunciou a suspensão de todas as chegadas por “terra”, o que impactou diretamente as chegadas de mercados importantes, como outros países da América Latina, por exemplo Argentina e Chile.

Em maio-junho de 2020, os Estados Unidos anunciaram a proibição de viagens ao Brasil, com a entrada suspensa de turistas de todas as nacionalidades, inclusive brasileiros, que estivessem no Brasil 14 dias antes de sua chegada. Como os Estados Unidos é um dos principais mercados de procura por brasileiros, este foi o momento mais crítico da pandemia para saídas do Brasil com destinos internacionais.

Tabela 3: Chegadas de estrangeiros: número de viagens em 2015-20 - Brasil


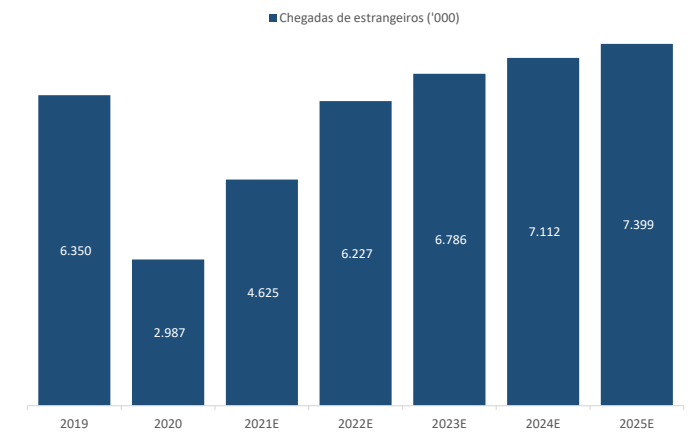
Fonte: Euromonitor, BTG Pactual

Tabela 4: Gastos no mercado doméstico: Valor 2015-20 - Brasil


Fonte: Euromonitor, BTG Pactual

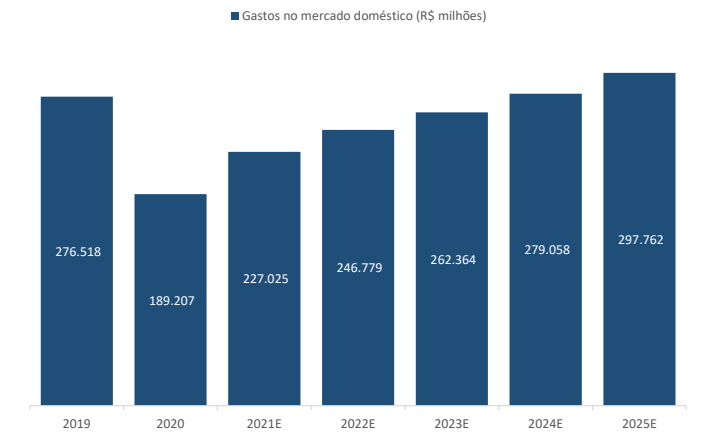
A nosso ver, a recuperação dos fluxos deve começar no 2S21, voltando aos níveis pré-COVID-19 por volta do final de 2022 / início de 2023. A expectativa é que esse processo aconteça em três fases.

Tabela 5: Previsão de chegadas de estrangeiros: número de viagens em 2019-25 - Brasil



Fonte: Euromonitor, BTG Pactual

Tabela 6: Projeção de gasto no mercado doméstico: Valor 2019-25 - Brasil



Fonte: Euromonitor, BTG Pactual

Os turistas brasileiros voltarão a viajar para fins considerados essenciais. A próxima fase será marcada pelo regresso às viagens domésticas de lazer com distâncias maiores, que começaram no 4T20 mas foram suspensas pela segunda onda do vírus.

De fato, olhando para a indústria hoteleira no Brasil, os dados recentes ainda mostram um cenário bastante desafiador, com o 1T21 registrando uma queda de 39% a/a nas taxas de ocupação (atualmente em 30%) e -16% no ticket médio.

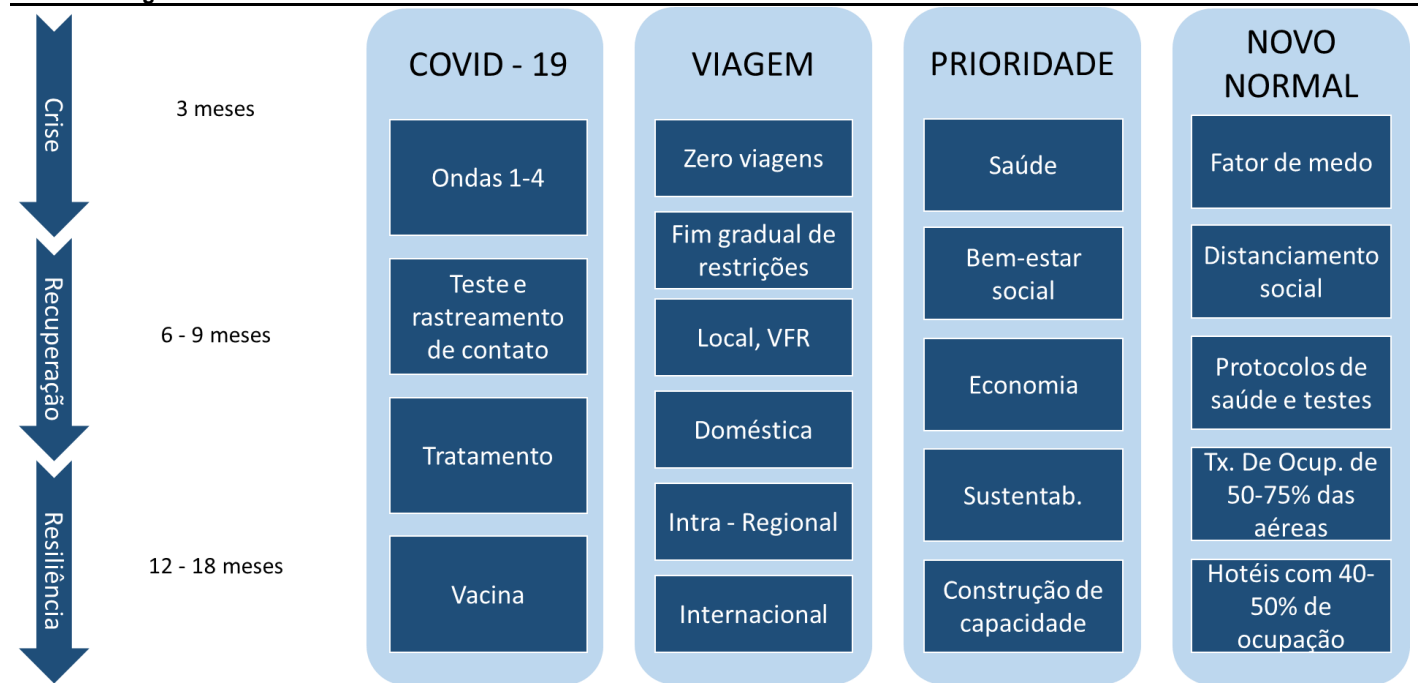
Tabela 7: Perspectivas da indústria hoteleira - Brasil

| Brasil (Jan - Mar 21) | | | Taxa de ocupação | | | Média diária | | | RevPAR | | |
|-----------------------|--------|--------|------------------|-------|--------|--------------|--------|--------|--------|-------|--------|
| Região | UHs | Hotéis | 2020 | 2021 | % | 2020 | 2021 | % | 2020 | 2021 | % |
| Centro-Oeste | 6.440 | 40 | 44,45 | 34,23 | -23,0% | 215,79 | 201,01 | -6,8% | 95,92 | 68,81 | -28,3% |
| Nordeste | 9.540 | 60 | 58,48 | 40,94 | -30,0% | 234,80 | 207,92 | -11,4% | 137,31 | 85,13 | -38,0% |
| Norte | 3.342 | 23 | 49,09 | 34,66 | -29,4% | 191,00 | 175,58 | -8,1% | 93,76 | 60,86 | -35,1% |
| Sudeste | 48.357 | 290 | 47,73 | 27,42 | -42,6% | 262,83 | 208,12 | -20,8% | 125,45 | 57,06 | -54,5% |
| Sul | 11.917 | 89 | 51,07 | 28,8 | -43,6% | 229,17 | 221,22 | -3,5% | 117,04 | 63,71 | -45,6% |
| Brasil | 79.596 | 502 | 49,28 | 30,1 | -38,9% | 247,25 | 207,74 | -16,0% | 121,85 | 62,53 | -48,7% |

Fonte: FOHB e BTG Pactual | RevPAR = Receita por apartamento disponível

As viagens corporativas para eventos comerciais só vão se recuperar de forma mais consistente em 2023, ainda que com medidas de distanciamento social, sendo as saídas e chegadas de estrangeiros as últimas a apresentarem um desempenho mais robusto.

Tabela 8: Viagem no 'novo normal'



Fonte: Euromonitor, BTG Pactual

Em um debate mais estrutural, as reservas de viagens mudaram muito nas últimas duas décadas. A abordagem tradicional de usar agentes de viagens e reservar com antecedência evoluiu (para alguns consumidores) para um ambiente de reserva com ritmo mais acelerado e de “última hora”. Isso teve efeitos importantes sobre o gerenciamento de receitas nas áreas de previsão, precificação e alocações de estoque de agências de viagens online.

Frenemies: Isso resume muito bem a relação entre fornecedores da indústria de viagens e agências de viagens online (OTAs). As OTAs fornecem uma fonte constante de reservas de hotéis para preencher as disponibilidades de forma confiável, tudo sem muito esforço por parte dos fornecedores. Mas essa “demanda sem esforço” tem um custo alto: comissões de 20 a 30% em cada reserva.

Neste relatório, também fornecemos um vislumbre das principais OTAs globais, mapeando seus resultados recentes e o (principal) impacto da Covid-19: receitas e custos de marketing.

Tabela 9: Uma análise do mercado global de OTA

| Receita (Bilhões) | Booking.com | Expedia | Ctrip | Tripadvisor | trivago | eDreams | despegar | make my trip | lastminute.com | On the Beach |
|-------------------|-------------|---------|-------|-------------|---------|---------|----------|--------------|----------------|--------------|
| \$ | USD | USD | USD | USD | EUR | EUR | USD | USD | EUR | EUR |
| 2013 | 6,79 | 4,77 | | 0,95 | | 0,43 | | 0,26 | | |
| 2014 | 8,44 | 5,76 | 1,14 | 1,25 | | 0,44 | | 0,30 | | |
| 2015 | 9,22 | 6,67 | 1,68 | 1,49 | 0,49 | 0,46 | | 0,34 | 0,25 | |
| 2016 | 10,74 | 8,77 | 2,80 | 1,48 | 0,75 | 0,49 | 0,41 | 0,45 | 0,25 | 0,07 |
| 2017 | 12,68 | 10,06 | 4,10 | 1,56 | 1,04 | 0,51 | 0,52 | 0,64 | 0,25 | 0,08 |
| 2018 | 14,53 | 11,22 | 4,54 | 1,62 | 0,91 | 0,52 | 0,53 | 0,52 | 0,29 | 0,10 |
| 2019 | 15,07 | 12,07 | 5,10 | 1,56 | 0,84 | 0,56 | 0,52 | 0,53 | 0,35 | 0,15 |
| 2020 | 6,79 | 5,20 | 2,81 | 0,60 | 0,25 | 0,53 | 0,13 | - | 0,11 | 0,07 |

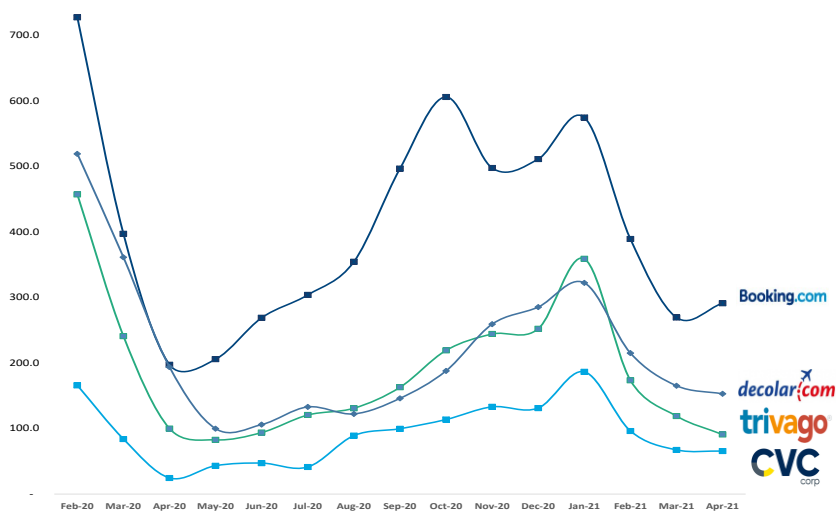
| Marketing/Receitas | Booking.com | Expedia | Ctrip | Tripadvisor | trivago | eDreams | despegar | make my trip | lastminute.com | On the Beach |
|--------------------|-------------|---------|-------|-------------|---------|---------|----------|--------------|----------------|--------------|
| 2013 | 28% | 36% | | 0% | | 59% | | 0% | | |
| 2014 | 31% | 39% | 30% | 28% | | 66% | | 0% | | |
| 2015 | 33% | 41% | 28% | 34% | 88% | 64% | | 32% | 49% | |
| 2016 | 35% | 40% | 30% | 37% | 83% | 61% | 30% | 50% | 44% | 48% |
| 2017 | 36% | 43% | 32% | 55% | 85% | 60% | 32% | 69% | 45% | 44% |
| 2018 | 34% | 42% | 32% | 48% | 80% | 65% | 33% | 47% | 40% | 39% |
| 2019 | 33% | 42% | 25% | 43% | 74% | 63% | 36% | 34% | 37% | 25% |
| 2020 | 32% | 49% | 24% | 52% | 60% | 66% | 44% | - | 47% | 32% |

Fonte: Empresas e BTG Pactual

Graças à sua enorme escala, a CVC tem prosperado apesar do destaque das OTAs no Brasil, explorando seu vasto relacionamento de longo prazo com a fragmentada indústria hoteleira, e com as companhias aéreas, em B2B (47% das reservas) e B2C (53% das reservas). Mas a tendência online é irreversível em nossa opinião.

A administração revelou iniciativas para construir uma plataforma mais omni, melhorar a experiência dos consumidores e alinhar sua base de franqueados, enquanto aproveita o engajamento da marca atual (e sua vasta base de lojas), que será a chave para sua recuperação. Mas uma abordagem mais digital deve significar take-rates estruturalmente mais baixos e mais investimentos em marketing (como mostrado pelas OTAs) para impulsionar o crescimento do canal online.

Tabela 10: Downloads mensais de aplicativos (000) *



Fonte: SimilarWeb e BTG Pactual. * A CVC considera CVC e Submarino Viagens; Apenas downloads do Google Play

Valuation

De acordo com nossas estimativas, e usando uma abordagem FCFE, atingimos um preço-alvo de R\$ 33 (vs. R\$ 64 antes), após uma revisão profunda e reconciliação dos números contábeis de anos anteriores e o grande impacto em 2020 devido à pandemia. Nosso preço-alvo oferece 34% de potencial de valorização em relação aos níveis atuais.

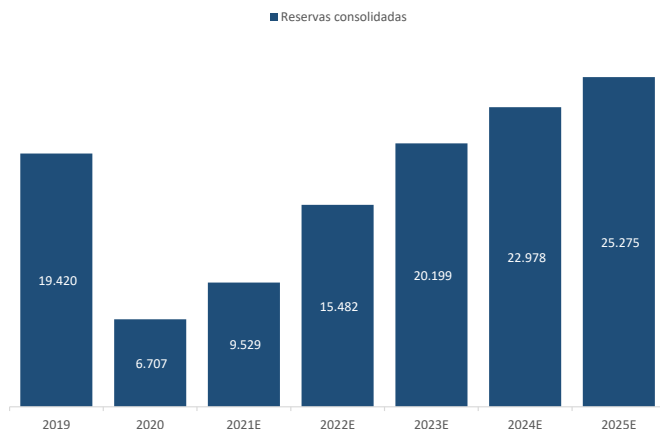
Tabela 11: Estimativas novas vs. antigas (grande impacto em 2020 e 2021 devido à pandemia)

| | Novo | | | | Antigo | | | | Variação | | | |
|--------------------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|--------|--------|--------|
| | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E |
| CVC - consolidado | | | | | | | | | | | | |
| Reservas totais | 9.529 | 15.482 | 20.199 | 22.978 | 18.859 | 20.354 | 21.954 | 23.695 | -49% | -24% | -8% | -3% |
| Receita Líquida | 1.008 | 1.600 | 2.004 | 2.291 | 1.997 | 2.151 | 2.313 | 2.488 | -50% | -26% | -13% | -8% |
| Take rate | 10,6% | 10,3% | 9,9% | 10,0% | 10,6% | 10,6% | 10,5% | 10,5% | -1bps | -23bps | -62bps | -53bps |
| EBITDA | 14 | 332 | 631 | 927 | 909 | 1.014 | 1.116 | 1.227 | -98% | -67% | -43% | -24% |
| Despesas Financeiras | (86) | (124) | (152) | (137) | (245) | (228) | (200) | (165) | -65% | -46% | -24% | -17% |
| Lucro (prejuízo) líquido | (173) | 49 | 265 | 513 | 379 | 474 | 573 | 685 | -146% | -90% | -54% | -25% |

Fonte: Empresa e BTG Pactual

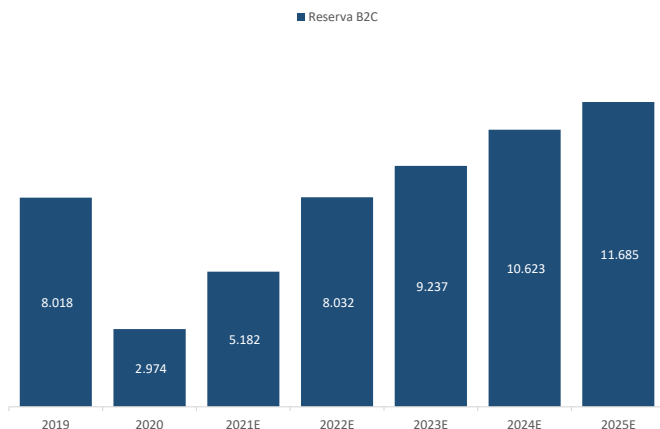
Em nossas novas estimativas (já considerando as demonstrações financeiras republicadas da CVC após os ajustes contábeis), assumimos que as reservas de B2C atingirão os níveis de 2019 em 2022, enquanto as reservas de B2B só retornarão aos níveis de 2019 em 2023.

Tabela 12: Consolidado de Reservas (2019-2025) - R\$ milhões



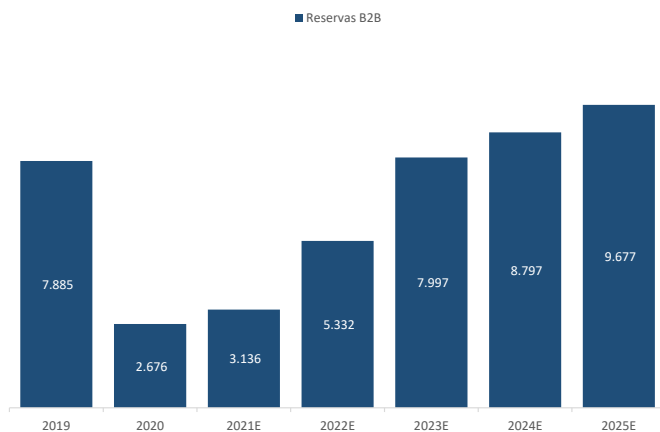
Fonte: BTG Pactual

Tabela 13: Reservas B2C (2019-2025) - Brasil (R\$ milhões)



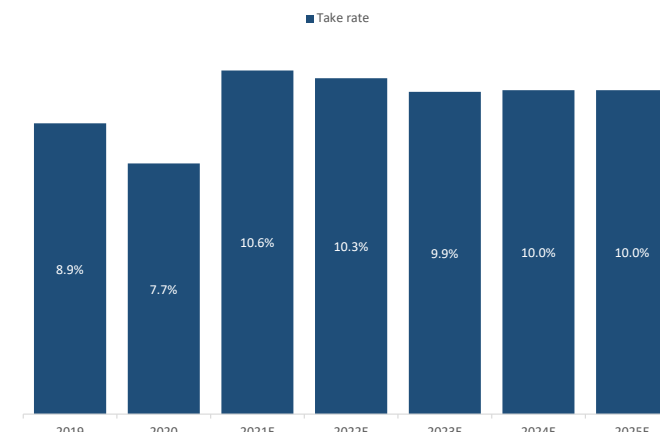
Fonte: BTG Pactual

Tabela 14: Reservas B2B (2019-2025) - Brasil (R\$ milhões)



Fonte: BTG Pactual

Tabela 1: Take-rate (2019-2025) - consolidado



Fonte: BTG Pactual

Racional por trás de nossas estimativas:

- Seguindo a tendência do setor de turismo, assumimos que as reservas B2C atingirão os níveis de 2019 em 2022, enquanto as reservas B2B só retornarão aos níveis de 2019 em 2023;
- O take-rate no segmento B2B deve ficar em 6,4% nos próximos anos, enquanto no segmento B2C estimamos um take-rate estrutural de 13,5%. Enquanto o crescimento no segmento online deve significar margens menores, a reestruturação do modelo master de franquia (que detalhamos a seguir) e a implementação do projeto de precificação dinâmica devem compensar este efeito;
- A CVC deve eliminar a estrutura de franquia master ao longo de 2021. As franquias master estão presentes em ~55% das vendas de B2C e recebem um take-rate de ~3% (enquanto o take-rate atual da CVC no segmento B2C é de aproximadamente 14%);
- Margem EBITDA deve atingir 44% em nossas estimativas até 2025 (ainda abaixo do pico antes de 2019), refletindo a alavancagem operacional no período, mas parcialmente compensada por maiores investimentos, principalmente em marketing, para alavancar a plataforma online;
- Alavancagem financeira: A CVC encerrou o 1T21 com uma posição de caixa de R\$ 750 milhões (vs. R\$ 948 milhões no 4T20), R\$ 1,9 bilhão em recebíveis (incluindo R\$ 786 milhões em adiantamentos a fornecedores) e R\$ 1,1 bilhão em dívida financeira (R\$ 107 milhões com vencimento no curto prazo após renegociação da dívida em novembro), e tem outros R\$ 1,9 bilhão em vendas antecipadas de pacotes de viagens que afetarão o FCF em 2021. A CVC disse que o saldo de viagens remarçadas atrasadas pela pandemia foi de R\$ 945 milhões no 1T21, e os pedidos de reembolso totalizaram R\$ 132 milhões;
- Para fortalecer o caixa, a CVC anunciou em julho de 2020 um aumento de capital de R\$ 301,7 milhões, que também inclui bônus de subscrição. Cada bônus deu ao seu titular o direito de subscrever 1,33 ações ordinárias, que totalizaram R\$ 364 milhões, após o exercício em fevereiro de 2021. Como resultado, o aumento de capital totalizou R\$ 665 milhões (18% do valor de mercado da CVC).

A CVC deve ser uma das principais beneficiárias da vacinação e, ao mesmo tempo, alavancar na sua relação de longo prazo (extensa) com a fragmentada indústria hoteleira, bem como com as companhias aéreas, ambas no segmento B2B, sustentando a nossa classificação de Compra.

Apreciamos a recuperação implementada pela administração desde o ano passado, e a enorme escala e poder de barganha da CVC com os fornecedores (especialmente operadores de hotéis).

No entanto, vemos grandes desafios pela frente (alinhamento entre a base de franqueados e o crescimento online/competição com as OTAs), enquanto o mercado de turismo se prepara para uma recuperação apenas gradual nos próximos trimestres.

Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTG Pactual Digital.

- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

Disclaimer Global

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual digital não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual digital não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual digital e os seus clientes. O BTG Pactual digital ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

Certificação dos analistas: Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas, conforme o caso. ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx