

## BR Partners (BRBI11)

Forte crescimento em um mercado ascendente

Iniciando com compra e preço-alvo de R\$ 32,00



**Eduardo Rosman**

*BTG Pactual S.A.*

**Ricardo Buchpiguel**

*BTG Pactual S.A.*

**Bruno Lima**

*BTG Pactual Digital*

**Vitor de Melo**

*BTG Pactual Digital*





# Agenda

- 1. Recomendação
- 2. Modelo de negócios
- 3. Tese de investimentos
- 4. Riscos

# 1. Recomendação

**Compra, com preço-alvo de R\$ 32,00**

 Iniciamos a cobertura em BR Partners com recomendação de compra, e um preço-alvo de **R\$ 32,00 por ação** (32% de potencial de valorização).

 O BR Partners foi fundado em 2009 por Ricardo Lacerda, junto com dois sócios e um grupo de 10 famílias. Atualmente, o Brasil passa por um processo de *Financial Deepening* estrutural e acreditamos que o BR Partners, com seu modelo independente e bem capitalizado, está muito bem posicionado para continuar seu forte crescimento com rentabilidade (ROE de 40% no 1T21!).


 O 1T21 foi o melhor trimestre da história do BR Partners e esperamos que ele registre níveis semelhantes no 2T21, considerando a forte carteira de negócios de IB<sup>1</sup>. A empresa também deve adicionar uma nova unidade de gestão de fortunas até o fim de 2021. Com valor de mercado de R\$ 2,5 bilhões, iniciamos a cobertura no BRBI11 com um rating de compra e um preço-alvo para o fim de 2022 de R\$ 32 (32% de potencial de valorização)

Tabela 1: Valuation e Resumo financeiro BR Partners

Valuation	2019	2020	2021E	2022E	2023E
ROE (%)	26,0	29,5	24,0	22,1	22,8
P/VPA (x)	-	-	3,4	3,1	2,9
P/L (x)	-	-	20,3	14,8	13,2
Net Dividend Yield (%)	-	-	3,0	4,4	4,9

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Receita	164	222	305	407	468
Lucro antes dos impostos	103	134	196	259	284
Lucro Líquido	77	89	125	171	191
LPA (R\$)	0,96	1,11	1,19	1,63	183
DPA líquido (R\$)	0,61	0,70	0,81	1,06	1,19
Valor patrimonial por ação	3,86	3,69	7,11	7,68	8,32

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\$ 24,17 em 27 de julho de 2021.



Fonte: BTG Pactual e companhia

# Agenda

- 1. Recomendação
- **2. Modelo de negócios**
- 3. Tese de investimentos
- 4. Riscos

# 2. Modelo de negócios

## Mais de uma década de experiência, com forte histórico de execução e rentabilidade

O BR Partners é uma das principais bancas financeiras do Brasil, e está firmemente inserida na economia, com uma ampla rede de clientes corporativos e institucionais. Está em operação há mais de 10 anos, gerando um forte histórico de lucratividade. Um dos principais diferenciais do grupo é que não possui diversas linhas de negócio como os grandes bancos (seus principais concorrentes), o que pode gerar conflitos de interesse.

Figura 1: História - BR Partners

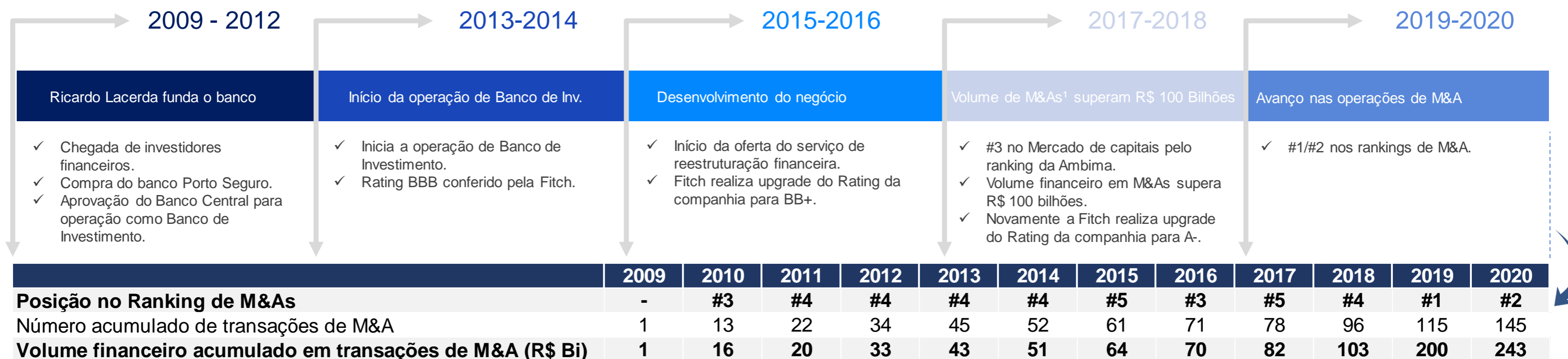
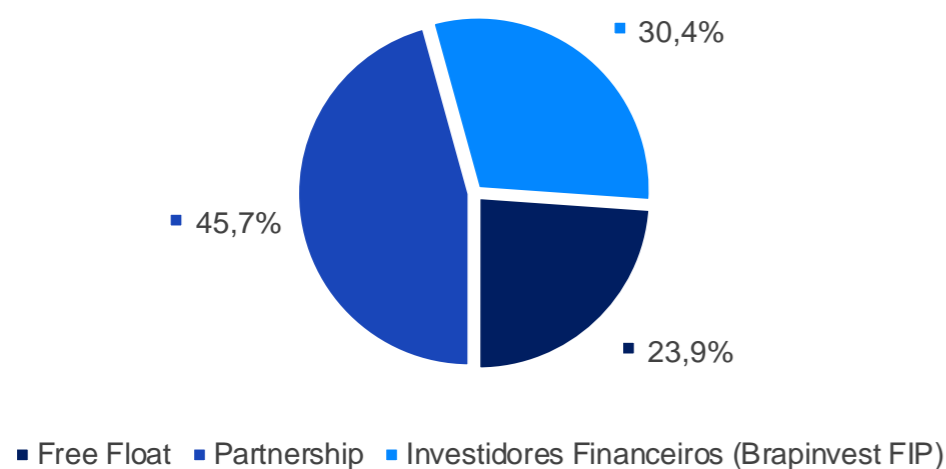


Gráfico 1: Estrutura acionária



### Inv. Financeiros (Brapinvest FIP)

### Principais linhas de negócio

1. Banco de Investimento;
2. Mercado de Capitais;
3. Sales & Trading;
4. Investimentos; e
5. Capital e Outros.

# 2. Modelo de negócios

Companhia possui 5 principais linhas de negócio, com destaque para IB (59% da receita de 2020)

Gráfico 2: Receita por linha de negócio (%)

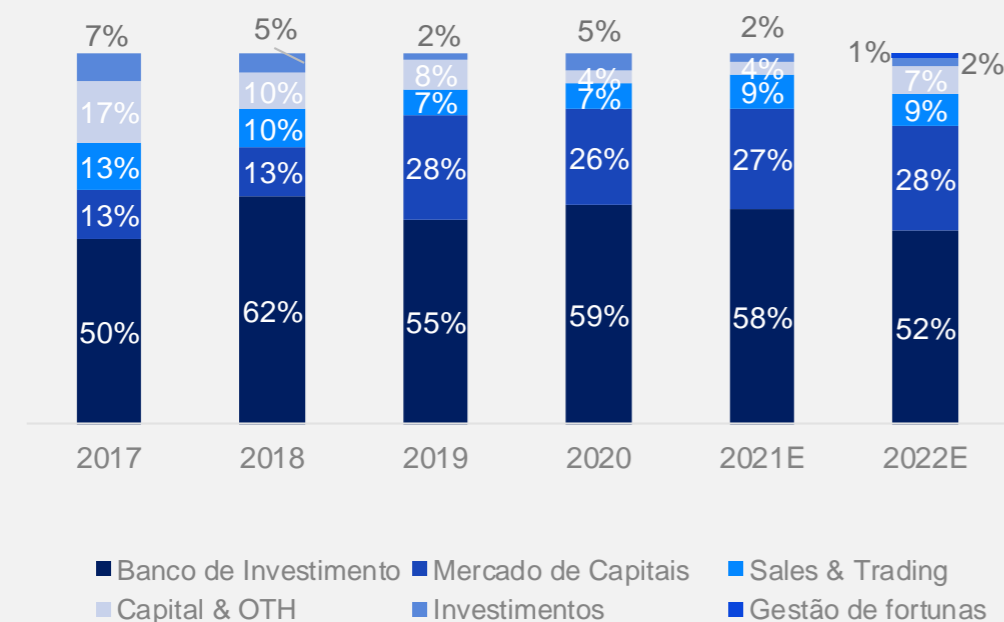


Gráfico 3: Avanço do Market Share na vertical de Banco de investimento (%)

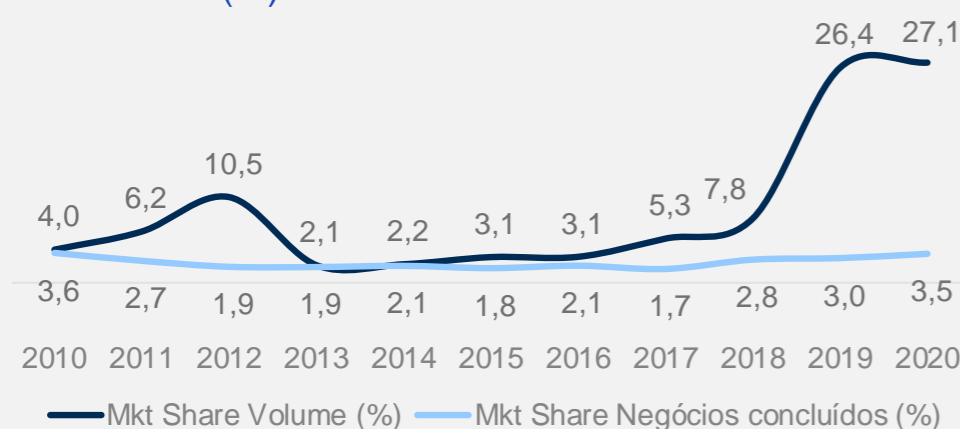


Figura 2: Linhas de negócio (continua)

### Segmento de Banco de Investimento (59% da rec. líq. em 2020)

Este segmento é composto principalmente pela atividade de M&A, reestruturações financeiras e outras pequenas linhas de receitas, nutridas por relações com grandes empresas. O negócio de Fusões e Aquisições está focado principalmente em grandes transações, competindo com grandes players do país (principalmente bancos), esta estratégia tem tido sucesso, já que a BR Partners se classificou no Top 5 do ranking de Fusões e Aquisições do Brasil nos últimos 10 anos.

A atividade de M&A tem sido intensa desde 2020. No primeiro trimestre, o IB registrou receita de R\$ 43 milhões (+17% t/t e +105% a/a). O Banco participou diretamente de três grandes negócios durante o trimestre: (i) BR Mania & Local, (ii) TPC & JSL (iii) e Biosev & Raízen. E a atividade de M&A acelerou ainda mais, com outros cinco negócios anunciados em abril e maio, incluindo o Grupo Soma & Hering e o braço de aquisição da Caixa & Firsev, o que sugere fortes receitas de IB nos próximos Trimestres.

Um importante vento de cauda para o banco este ano são as privatizações (como Eletrobras). Embora este serviço não seja muito lucrativo em comparação com M&As, ele ajuda a colocar a franquia em destaque, atrair mais clientes e estreitar o relacionamento com essas empresas para todos os tipos de negócios futuros.

### Segmento de Mercado de capitais (26% da rec. líq. em 2020)

Esta unidade é composta pela atividade de mercado de capitais de dívidas (DCM), focada em operações de baixo ticket e “mais complexas” (como CRI/CRA/FIDCs), produtos onde o BR Partners se diferencia pela forte capacidade de estruturação. E o BR Partners é um player muito relevante para esses produtos, sendo classificado como o nº1 pela Anbima em emissões de CRI (Certificado de Depósito Imobiliário) de 2017-2020, por exemplo.

Para operações maiores e “mais simples” como debêntures, possuir poder de distribuição e solidez no balanço são as principais características para atrair negócios. Uma vez que a BR Partners não tem uma base de clientes tão ampla (como grandes bancos), suas capacidades de distribuição são mais limitadas. O banco também não possui um grande balanço, assim, naturalmente não tem uma participação de mercado relevante nesses produtos “mais simples”.

No primeiro trimestre, o segmento de mercado de capitais registrou receita líquida de R\$ 23,4 milhões (+48% t/t e +79% a/a). Nos 5M21, o BR Partners participou de R\$ 1,04bi em emissões locais (+32% a/a), impulsionando a receitas do segmento.

# 2. Modelo de negócios

As outras três linhas de negócio possuem menor participação na composição da receita (16%)

Gráfico 4: Principais indicadores

BR Partners	2017	2018	2019	2020	18/17	19/18	20/19
<b>DRE em resumo (R\$ MM)</b>							
Rec. Líquidas	110	120	164	222	9%	37%	36%
Despesas administrativas	(54)	(57)	(61)	(89)	4%	8%	46%
<b>Lucro Líquido</b>	<b>39</b>	<b>50</b>	<b>77</b>	<b>89</b>	<b>29%</b>	<b>53%</b>	<b>16%</b>
Payout	108%	90%	64%	63%	-17,8pp	-25,8pp	-0,9pp
<b>Principais indicadores</b>							
ROE	15%	18%	26%	30%	3,3pp	7,6pp	3,5pp
ROA	9%	10%	14%	14%	1,6pp	3,9pp	-0,8pp
Receita líquida por empregado	1,3	1,5	1,9	2,2	12%	26%	19%
# de empregados	82	80	87	99	-2%	9%	14%
Receita por sócio sênior	22	24	27	37	9%	14%	36%
# de sócios seniores	5,0	5,0	6,0	6,0	0%	20%	0%
<b>Balanco Patrimonial em resumo (R\$ MM)</b>							
Ativos totais	444	519	547	761	17%	5%	39%
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>264</b>	<b>281</b>	<b>307</b>	<b>294</b>	<b>7%</b>	<b>9%</b>	<b>-4%</b>
Basiléia	50%	54%	50%	40%	3,6pp	-3,9pp	-10,2pp

Figura 2: Linhas de negócio (continuação)

### Segmento de Sales & Trading (7% da rec. líq. em 2020)

Este segmento do BR Partners mantém títulos em tesouraria para serem oferecidos aos clientes com spread. Uma vez que o grupo tem um forte negócio de mercado de capitais de dívida, o grupo oferece principalmente produtos de renda fixa e derivativos para seus clientes corporativos e institucionais.

Além de gerar receita, esse negócio é muito importante para aprofundar o relacionamento com os clientes, podendo também ajudar a alavancar negócios para o IB e o mercado de capitais. As receitas neste segmento são basicamente determinadas pelo tamanho do balanço patrimonial da BR Partners. Um patrimônio mais alto significa que o grupo pode manter mais títulos em tesouraria e, assim, obter mais receitas de spread quando os clientes quiserem comprar esses títulos.

Com um balanço patrimonial mais forte pós-IPO, esperamos que essa linha se torne mais significativa para a receita geral. No primeiro trimestre, atingiu receita de R\$ 4 milhões (+170% t/t e +208% a/a).

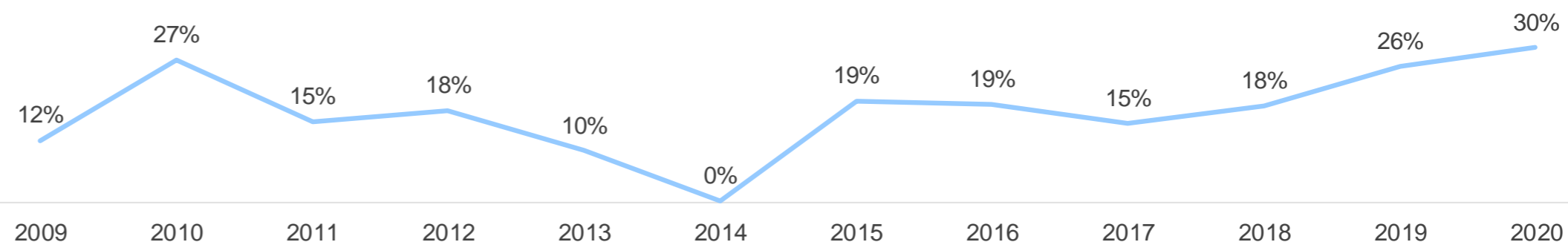
### Segmento de Investimentos (4% da rec. líq. em 2020)

A BR Partners lançou a unidade de investimento em 2012 por meio de fundos de private equity que investem principalmente em imóveis. Essa fonte de receita é basicamente baseada nos ativos sob gestão (AuM), que atingiram R\$ 504 milhões no 1T21 (+6% a/a), multiplicado pelo yield da receita. Ressaltamos que essa unidade representava apenas 4% do faturamento em 2020, devendo ser diluída ainda mais nos próximos anos.

### Segmento de Capital & Others (5% da rec. líq. em 2020)

A receita de capital é baseada na receita de juros do emprego de capital próprio, que inclui alguns títulos mantidos em tesouraria, principalmente títulos do governo, e capital próprio alocado para negócios de investimento. Com um balanço patrimonial mais forte pós-IPO, esperamos que essa linha ganhe força com o tempo. No 1T, registrou receita de R\$ 1,6 milhão (-46% t/t e -34% a/a).

Gráfico 5: ROE Médio de 17% desde a fundação e 22% desde 2017



# Agenda

- 1. Recomendação
- 2. Modelo de negócios
- **3. Tese de investimentos**
- 4. Riscos



# 3. Tese de investimento

## Marca forte e reconhecida no mercado com balanço mais robusto depois do IPO

### 3.1 Execução de qualidade, com licença bancária

Com uma marca forte e mais caixa após o IPO, o banco foi capaz de manter sua qualidade de execução, comprovada com a presença no Top 5 no ranking de M&A brasileiro nos últimos 10 anos. E foi o emissor nº1 de CRIs no mercado local de renda fixa de 2017-2020.

Com uma licença bancária, a BR Partners pode usar seu balanço patrimonial para reter títulos corporativos de emissões no mercado de capitais, o que é muito importante para atrair o fluxo de negócios, bem como para operações de Sales & Trading. Porém, como sempre possuiu um baixo patrimônio líquido (R\$ 294 milhões em 2020) em relação às operações high-ticket demandadas por seus clientes (no segmento de grandes empresas/empresas), principalmente de debêntures, acabou não tendo condições de aproveitar todos os benefícios que a licença bancária pode trazer. Entretanto, é importante ressaltar que a licença traz forte diferencial para a casa, principalmente quando disputa negócios com outras boutiques de M&A.

### 3.2 Cultura meritocrática com exposição ao Financial Deepening

A BR Partners possui um modelo de sociedade para seus colaboradores semelhante ao do BTG Pactual. Os sócios compram as ações da holding a 1x Valor Patrimonial, vendendo-as pelo mesmo múltiplo, sendo o ROE a principal remuneração dos sócios.

Gostamos que o BR Partners tenha um modelo de sociedade baseado na meritocracia, e que tem funcionado bem em seus mais de 10 anos de história. Após o IPO, a sociedade passou a deter 46% do capital da empresa, e ressaltamos que esse modelo ajuda a atrair/reter talentos e aumentar o alinhamento entre a equipe e os acionistas. Vemos uma eventual forte diluição da sociedade como um risco potencial para a tese.

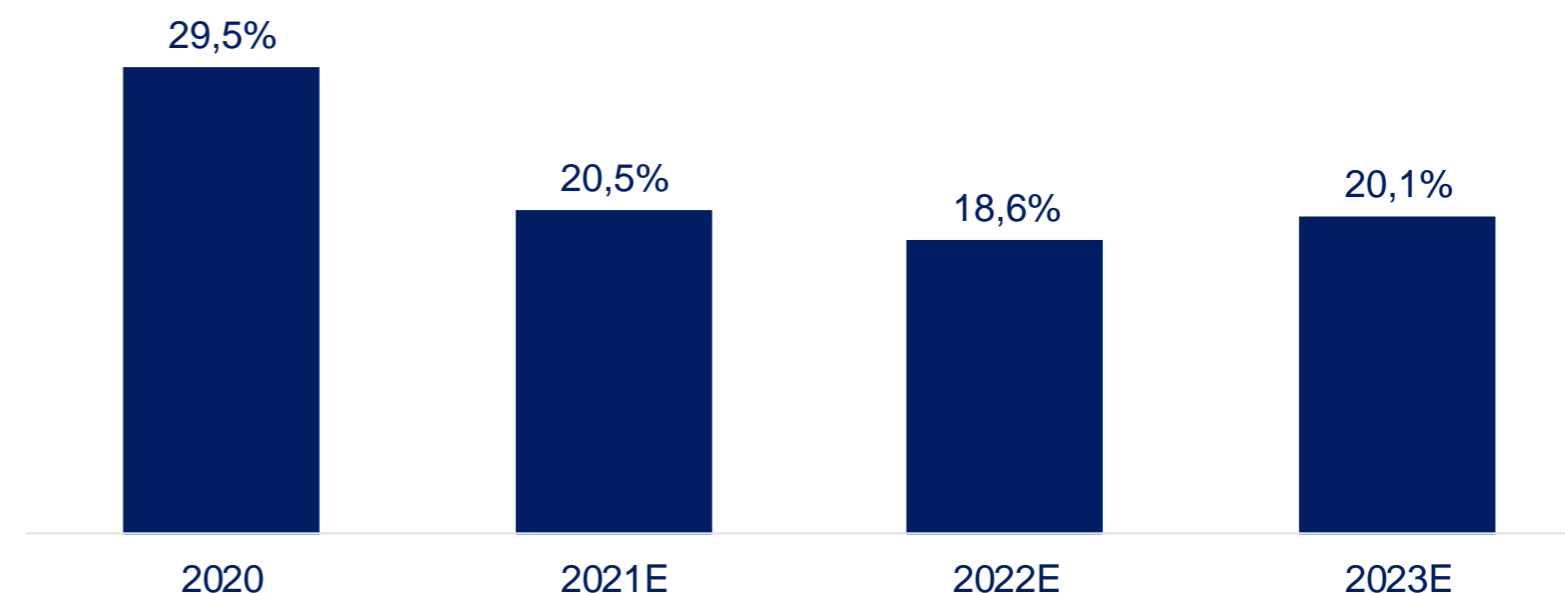
Também vemos o BR Partners como uma forma “mais barata” (vs. XP por exemplo) de estar exposto a tese de Financial Deepening no Brasil.

Gráfico 6: Lucro líquido e patrimônio líquido (R\$ Milhões)



Fontes: BTG Pactual e Companhia

Gráfico 7: ROE estimado



Fontes: BTG Pactual e Companhia

# 3. Tese de investimento

## Bem posicionado quando comparado a pares globais

### 3.3 Indicadores demonstram a qualidade de execução



Não existem outros bancos de investimento/boutiques puros como o BR Partners na bolsa de valores B3. Talvez o BTG Pactual tenha o modelo de negócios mais semelhante, já que os serviços de banco de investimento são muito relevantes para o seu lucro. Mas também existem algumas boutiques globais que têm modelos de negócios ainda mais semelhantes e divulgam seus dados financeiros.



Depois de analisar as demonstrações financeiras de seus pares, vemos o BR Partners muito bem posicionado em termos de crescimento (gráfico 8) e margem líquida (gráfico 10). Em 2020, a BR Partners teve uma margem líquida de 40% (acima da média de seus pares de 17%), enquanto as receitas têm crescido a um CAGR de 26% desde 2017 (vs. 12% da média dos pares). Dado que o BR Partners tem algumas atividades intensivas no balanço e uma baixa alavancagem (índice de Basileia em alta de 39,6% em 2020), o ROE não é tão alto quanto algumas boutiques globais com balanços mais leves.



Gráfico 8: Receita Líquida – CAGR 2017 – 2020 (%)

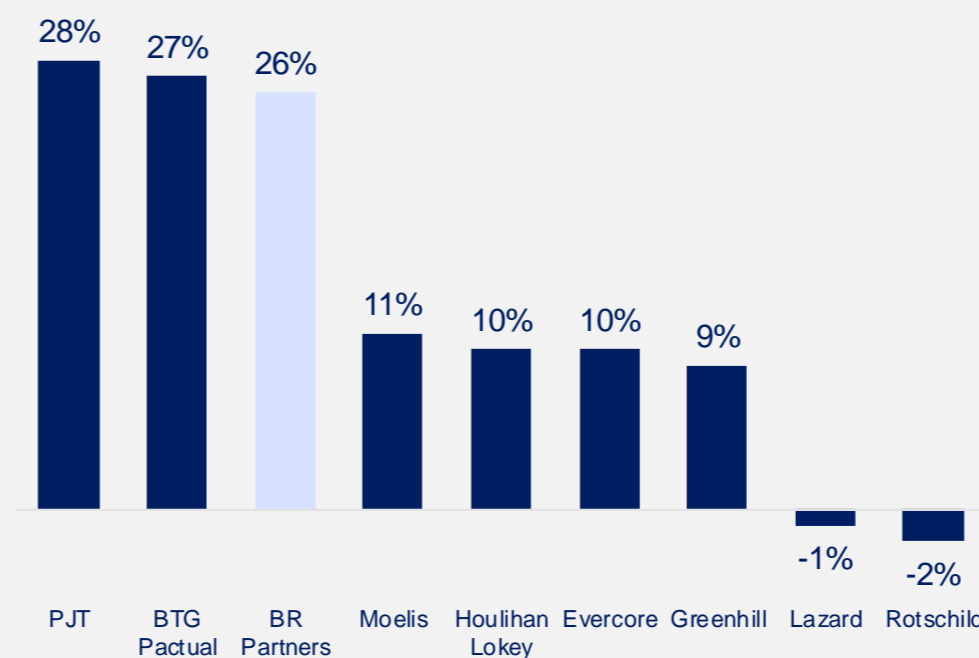


Gráfico 9: Lucro Líquido – (2020 US\$ MM)

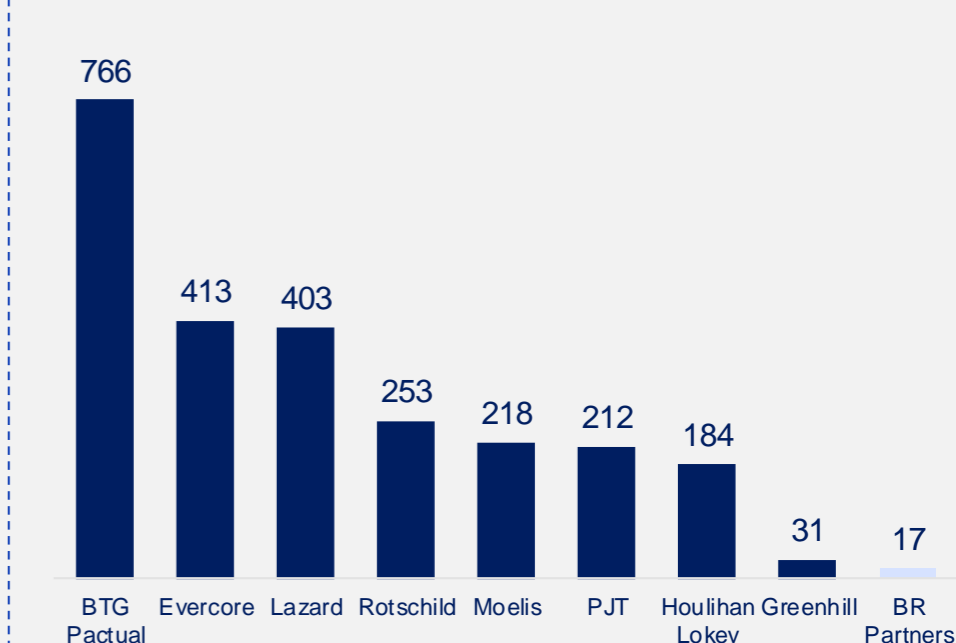


Gráfico 10: Margem líquida (% - 2020)

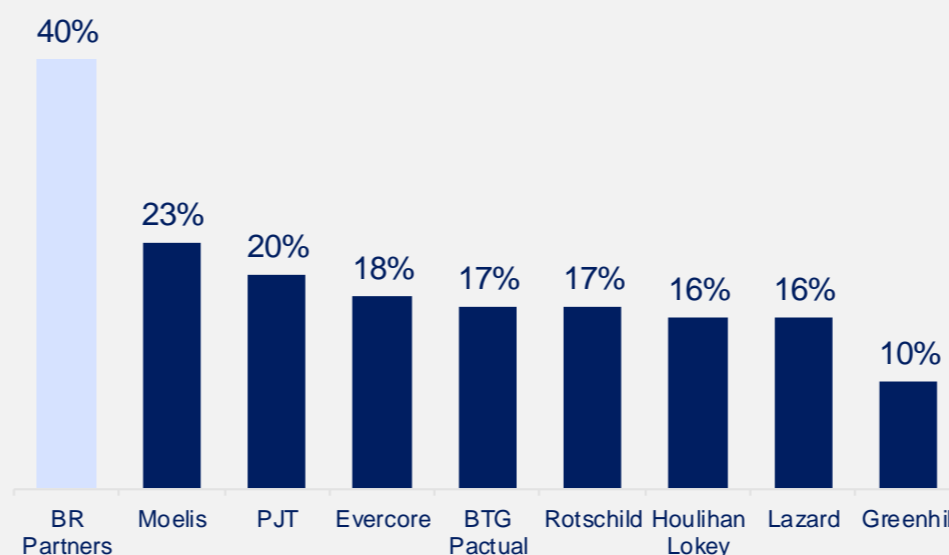
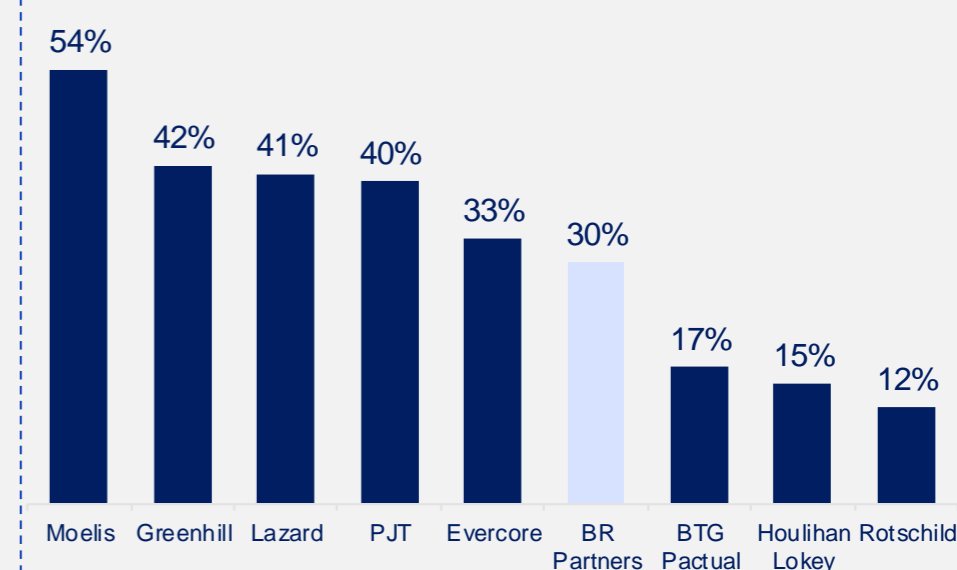


Gráfico 11: ROE Médio (% - 2020)



# 3. Tese de investimento

## Valuation atrativo, com 32% de valorização potencial

**Iniciamos a cobertura com recomendação de compra e preço-alvo de R\$ 32 por ação!**

Nosso preço-alvo deriva de um modelo de dividendos descontados que vai até 2028. De 2020 a 2024, estimamos uma taxa de crescimento composta anual (CAGR) de lucro líquido de **24%**, com queda para **10% de 2025 a 2028**, e mais uma queda **para 8% na perpetuidade**, com custo de capital para o acionista de **12,25%, nominal em reais**.

Tabela 2: Comparação com pares

27-Jul-21	Market Cap (US\$ mn)	P / E				Div. Yield (%)				EPS CAGR23E-20	P / BV				ROE %			
		2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
<b>BR Partners*</b>	489	24.0x	20.3x	14.8x	13.2x	2.6%	3.0%	4.4%	4.9%	29.1%	7.2x	3.4x	3.1x	2.9x	29.5%	24.0%	22.1%	22.8%
Itau Unibanco	56,534	15.8x	11.5x	10.2x	9.5x	1.5%	4.2%	4.9%	5.3%	18.5%	2.1x	2.0x	1.8x	1.6x	13.8%	17.8%	18.4%	18.1%
Bradesco	45,925	12.2x	8.9x	7.9x	7.4x	2.3%	5.8%	6.8%	7.3%	18.0%	1.7x	1.6x	1.4x	1.3x	14.0%	18.2%	19.0%	18.7%
Banco do Brasil	17,964	6.7x	4.9x	4.5x	4.3x	4.9%	7.8%	11.1%	11.7%	16.0%	0.7x	0.6x	0.6x	0.6x	11.8%	13.8%	13.6%	13.4%
Santander Brasil	30,128	16.8x	16.8x	16.8x	16.8x	2.1%	4.9%	5.4%	5.8%	0.0%	2.0x	1.9x	1.7x	1.6x	18.0%	20.1%	19.5%	19.0%
Banrisul	975	6.1x	4.7x	4.2x	3.8x	4.3%	8.5%	9.5%	10.5%	16.9%	0.6x	0.6x	0.5x	0.5x	10.2%	12.3%	12.7%	13.0%
Banco ABC	625	10.0x	6.8x	5.5x	4.7x	3.3%	5.9%	7.3%	8.5%	28.2%	0.8x	0.7x	0.7x	0.6x	7.7%	10.7%	12.4%	13.3%
XP inc	22,381	55.6x	42.3x	32.4x	26.8x	0.0%	0.0%	0.9%	1.9%	27.6%	10.6x	8.5x	7.2x	6.3x	23.1%	22.3%	24.0%	25.1%
BTG Pactual	23,429	30.5x	22.9x	19.3x	15.9x	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	4.5x	n.a	n.a	n.a	17.0%	17.0%	17.3%	18.5%
Vinci	711	27.6x	18.6x	13.5x	9.6x	4.8%	4.6%	5.7%	7.2%	28.1%	191.1x	2.5x	2.4x	2.2x	252.0%	26.3%	18.1%	23.9%
Patria	2,129	34.1x	16.6x	15.1x	13.5x	2.3%	4.4%	5.1%	5.7%	29.5%	36.0x	6.2x	5.6x	5.2x	84.4%	63.4%	39.1%	39.9%
<b>Sector Averages</b>		<b>20.6x</b>	<b>15.9x</b>	<b>13.7x</b>	<b>12.3x</b>	<b>1.8%</b>	<b>4.1%</b>	<b>5.0%</b>	<b>5.5%</b>	<b>14.4%</b>	<b>4.1x</b>	<b>2.3x</b>	<b>2.0x</b>	<b>1.8x</b>	<b>17.3%</b>	<b>18.7%</b>	<b>18.9%</b>	<b>19.0%</b>

Conforme descrito nas tabelas acima, vemos BR Partners negociando em 14,8x P/E22. A tabela acima compara algumas empresas brasileiras/latino-americanas do setor financeiro, já que não existem outros bancos/boutiques de investimento puros como o BR Partners na B3.

# Agenda

- 1. Recomendação
- 2. Modelo de negócios
- 3. Tese de investimentos
- **4. Riscos**

# Riscos

## Principais riscos para o case

Como principais **riscos** para a tese, enxergamos:

- (i) Alta volatilidade de receitas,
- (ii) Diluição da sociedade;
- (iii) Risco de pessoa-chave – CEO Ricardo Lacerda.



# Disclaimer

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