

# Dotz (DOTZ3)

**Transformando o relacionamento com cliente**

Iniciando com compra e preço-alvo de R\$ 20,00



**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\$ 20,00**

 Iniciamos a cobertura em Dotz com recomendação de Compra, e um preço-alvo de **R\$ 20 por ação** (45% de potencial de valorização).

 A Dotz nasceu no ano 2000, como um programa de fidelidade voltado ao e-commerce. **Mas rapidamente mudou para o varejo offline**, onde acumula mais de **48m de usuários (9m ativos)**, possui uma marca forte e gerou mais de 7 bilhões de SKUs coletados de atividade de compras dos clientes.

 Com sua estratégia de expansão via parcerias com grandes redes regionais de supermercados, **seu crescimento vem com um CAC<sup>1</sup> muito baixo**. atual **objetivo é aumentar o LTV<sup>2</sup>/ARPU<sup>3</sup> do cliente**, com um plano já em andamento, em conjunto com o **super app chinês Ant Group**.

Fonte: BTG Pactual

Tabela 1: Valuation e Resumo financeiro Dotz

Valuation	2019	2020	2021E	2022E	2023E
RoIC (EBIT) %	2,8	5,0	12,6	10,0	(19,8)
EV/EBITDA	-	-	(73,4)	(126,1)	13,0
P/L	-	-	(33,6)	(140,5)	26,8
Net Dividend Yield %	-	-	0,0	0,0	0,0

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Receita	127	111	148	215	399
EBITDA	4	(3)	(22)	(12)	103
Lucro Líquido	(19)	(65)	(54)	(13)	68
LPA (R\$)	(0,19)	(0,67)	(0,41)	(0,10)	0,51
DPA líquido (R\$)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dívida Líquida/Caixa	19	(18)	209	265	483

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\$ 13,81, em 08 de julho de 2021.



# Agenda

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

# 2. Modelo de negócios

O segmento de loyalty ainda é o principal negócio da Dotz, e possui forte geração de caixa

## 2.1 O que é o segmento de Loyalty

A Dotz nasceu no ano 2000, e foi criada pelos dois irmãos, Roberto Chade (CEO) e Alexandre Chade (presidente do conselho), junto com seu pai Oswaldo Chade, começando como um programa de fidelidade.

O modelo de negócios do segmento de loyalty consiste basicamente na **emissão e venda de pontos a parceiros, como varejistas e supermercados**, que os distribuem aos clientes finais como forma de impulsionar as vendas. Com o tempo, os clientes finais acumulam pontos que **podem ser usados para adquirir mais produtos ou (mais recentemente) ser convertidos em dinheiro** por meio da conta digital Dotz. (Figura 1 e 2)

## 2.2 Estrutura de Receita e principais números

De uma "perspectiva de caixa", a **receita do segmento de Loyalty da Dotz é basicamente a diferença entre a venda dos pontos emitidos (receita de resgate) menos todos os resgates de pontos (custo de resgate).**

A possibilidade de gasto de um cliente, através de pontos, é menor do que o preço real pelo qual a Dotz vende pontos para seus parceiros, gerando um spread. Leva-se tempo para acumular pontos suficientes para uma determinada compra, gerando o floating. Sem falar que às vezes os pontos expiram, reduzindo o custo do resgate (Breakage).

Figura 1: Trilha do consumidor - offline

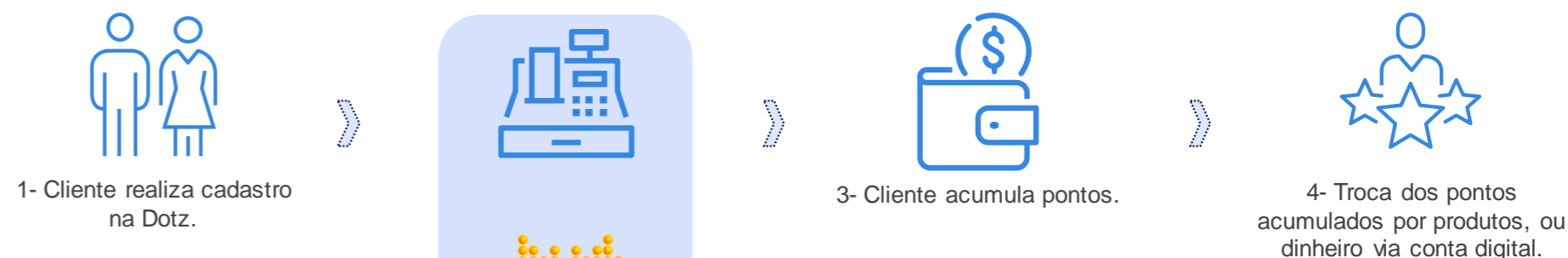
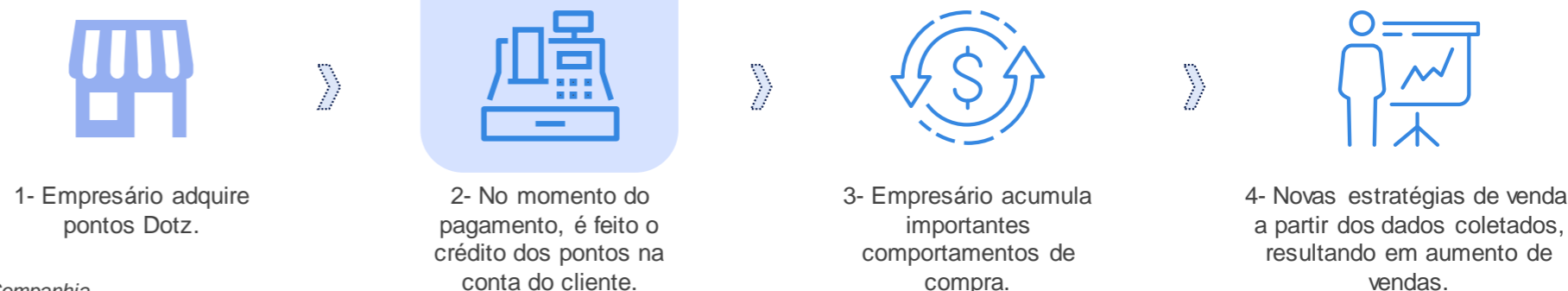
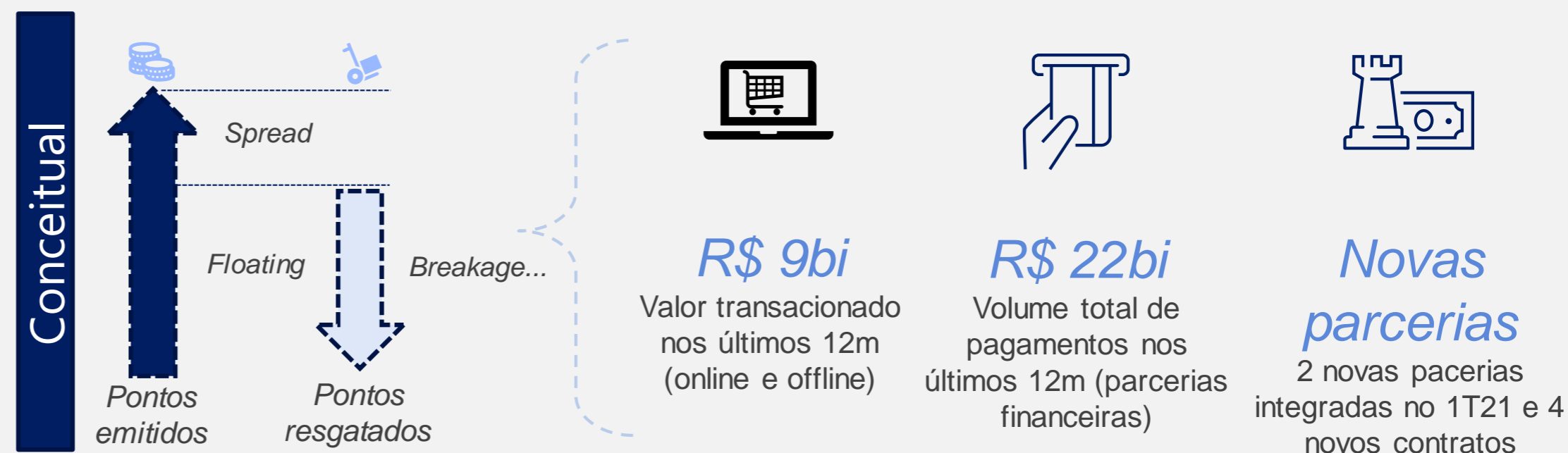


Figura 2: Trilha do Empresário - offline



Fontes: BTG Pactual e Companhia

Figura 3: Funcionamento conceitual da estrutura de receita e principais indicadores financeiros do segmento



Fontes: BTG Pactual e Companhia

# 2. Modelo de negócios

## Marketplace e Techfin, dois novos segmentos que devem guiar o crescimento da Dotz

### 2.3 Marketplace

A Dotz possui três segmentos de Marketplace: (i) Ganhe Dotz Online (GDO), (ii) Marketplace de Resgate; e (iii) Dotz Store.

- (i) **Ganhe Dotz:** GDO funciona de forma semelhante à plataforma Méliuz e foi lançada quando a empresa foi fundada em 2000. Nesta plataforma, os clientes veem os vendedores no site e são redirecionados para a loja online escolhida, **com pontos sendo distribuídos em caso de compra feita.**
- (ii) **Maketplace de Resgate:** os usuários podem fazer compras usando seus pontos (às vezes complementando-os com dinheiro), **logo é basicamente um canal para os clientes finais usarem os pontos que acumularam.**
- (iii) **Dotz Store:** No ano passado, a Dotz lançou a chamada Dotz Store, que é basicamente um marketplace com uma experiência de ponta a ponta, também concedendo pontos aos clientes, mas com monetização por meio de comissões pagas por parceiros. **Portanto, as receitas da nova vertical de marketplace (ainda muito nova) vêm apenas da Dotz Store.**

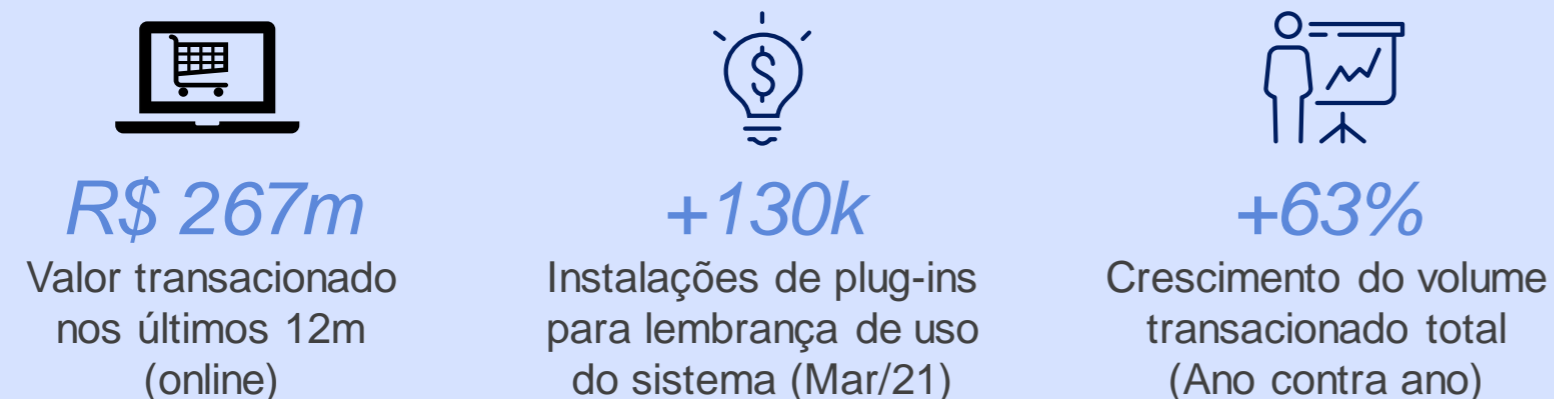
### 2.4 Techfin

**A Dotz já possuía parceria com instituições financeiras antes da criação da vertical de techfin**, fornecendo pontos para as operações de cartão de crédito de instituições como BB e BV. A Dotz também oferece **cartões co-branded**, que são cartões feitos em parceria com instituições financeiras.

No ano passado, a Dotz lançou sua nova conta de carteira digital, fortalecendo seu relacionamento com os clientes finais e basicamente monetizando-a por meio de taxas de pagamento (para compras online e offline, descontadas pelo custo das taxas de intermediação) e alguns outros fluxos de receita como taxas de saque em dinheiro.

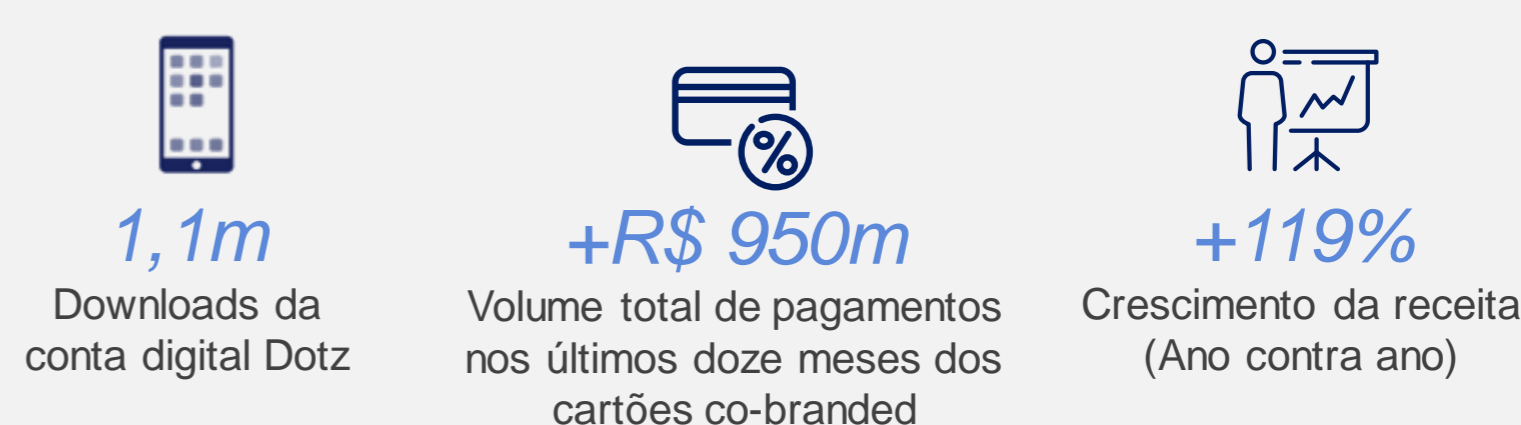
No futuro, a **empresa espera oferecer produtos financeiros como crédito e seguros em seu aplicativo**, recebendo comissões de instituições parceiras e recompensando os clientes finais com pontos. **É importante sinalizar que a Dotz não assumiria nenhum risco de subscrição.** O objetivo é explorar o grande grupo de clientes da Dotz, assim como todos os dados que a companhia possui sobre eles para ajudar os parceiros no processo de subscrição e originação, o que pode, em última análise, aprimorar a proposta de valor da Dotz.

Figura 4: Principais indicadores do segmento Marketplace – 1T21



Fontes: BTG Pactual e Companhia

Figura 5: Principais indicadores do segmento Techfin – 1T21



Fontes: BTG Pactual e Companhia

# Agenda

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

# 3. Tese de investimento

## Exposição a segmentos com rápido crescimento e importantes parcerias estratégicas

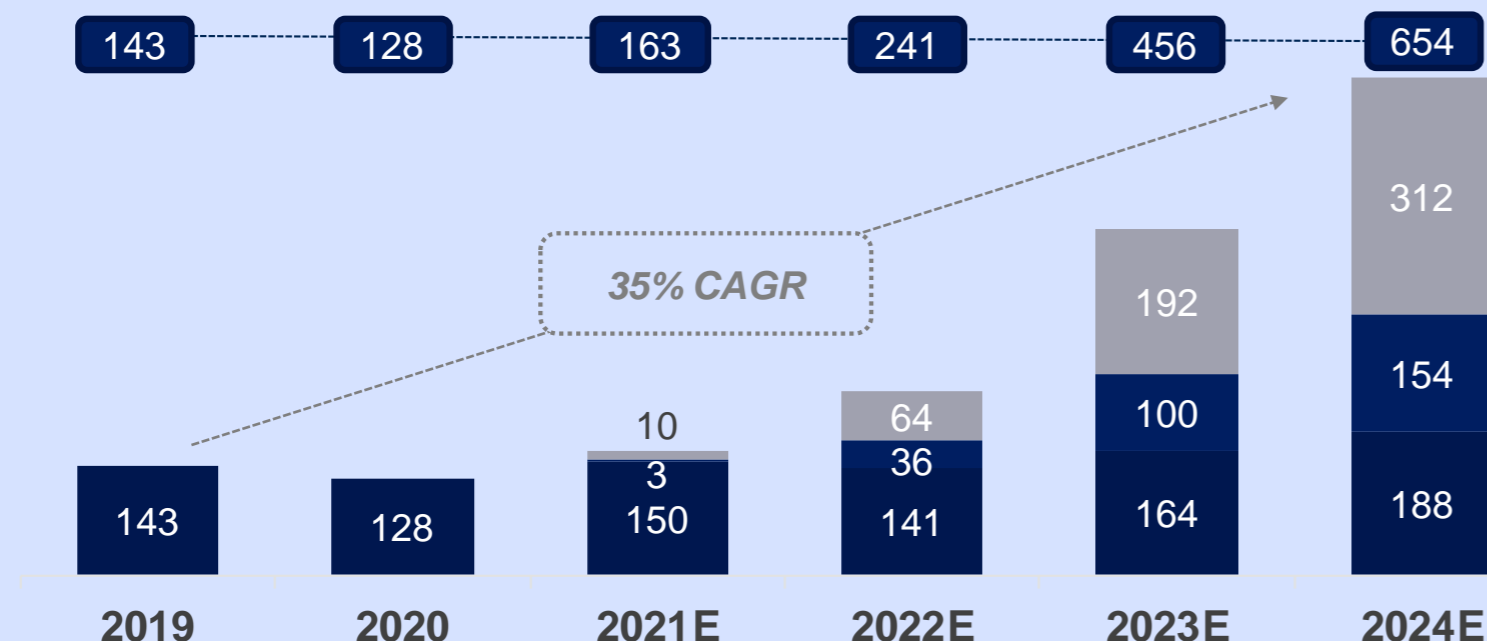
### 3.1 Exposição a segmentos com rápido crescimento

Embora o segmento de loyalty seja, por natureza, um forte gerador de caixa, com geração de engajamento e que levou a Dotz ao seu patamar atual, **é importante ressaltar que os últimos cinco anos foram desafiadores por uma variedade de razões:** (i) a profunda recessão no Brasil, que teve forte impacto no varejo físico; (ii) COVID-19, que impactou o uso do cartão e a emissão de pontos por seu parceiro-chave Banco do Brasil; e (iii) provavelmente alguns problemas internos relacionados à expansão de suas operações.

Com uma visão holística, parecia que a companhia estava perdendo força em seu segmento de loyalty. Assim, em 2018 a administração decidiu incorporar duas verticais adicionais (marketplace e techfin) em um único aplicativo. Do nosso ponto de vista, o segmento de loyalty deve ser visto como o motor/meio para atrair/envolver usuários e gerar dados, **com a maior parte da monetização provavelmente sendo capturada pelas duas novas verticais daqui em diante.**

E com as novas verticais ligadas ao negócio de fidelização, elas também podem aumentar a emissão de pontos, potencializando o engajamento e gerando mais dados, o que acabará por fortalecer o ecossistema em um ciclo perpétuo.

Gráfico 1: Receita bruta – Quebra por segmento (R\$ Milhões)



Fontes: BTG Pactual e Companhia

■ Loyalty ■ Marketplace ■ Techfin

### 3.2 Importantes parcerias estratégicas

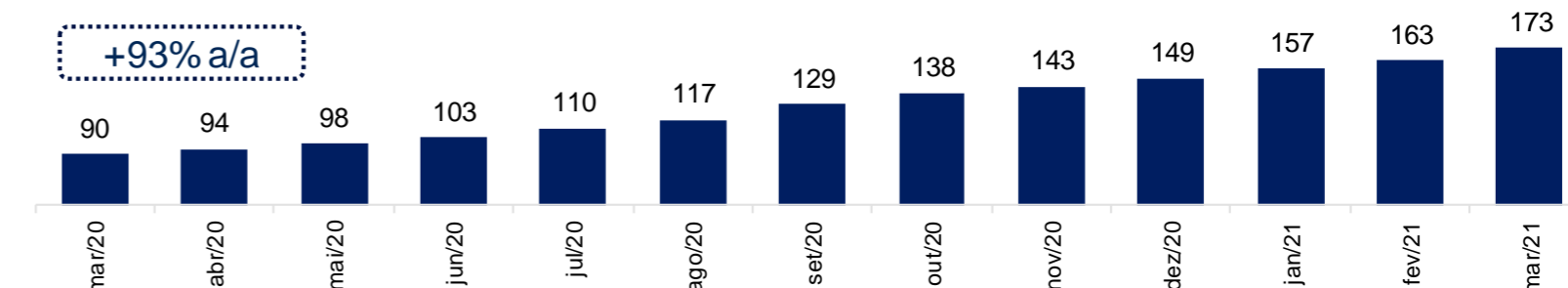


A parceria da Dotz com o Banco do Brasil foi lançada em 2009, sendo lançada nacionalmente em 2011, e **permite que os clientes do banco acumulem pontos nas compras com cartão para aumentar o uso.** No ano passado a Dotz também passou a oferecer cartões co-branded em parceria com o banco. Alguns meses antes do IPO, a Dotz anunciou que conseguiu cadastrar mais de **1 milhão de clientes do BB.** O Banco do Brasil é um parceiro comercial de extrema importância, representando cerca de 50% do faturamento da Dotz.



**Alguns meses antes do IPO, a Vivo, reforçou sua parceria com a Dotz, comprando 1% do capital da empresa.** A Vivo já usa os pontos Dotz para impulsionar as vendas, principalmente para os seus planos de celular pré-pago, e com a parceria promete trazer mais clientes para a Dotz, reforçando as promoções com pontos Dotz. Na verdade, a participação de 1% só será concedida se a Vivo contribuir com pelo menos ~R\$ 100 milhões em faturamento nos próximos 5 anos, com **potencial aumento para 2%** se o grupo conseguir trazer 2 milhões de clientes ativos para Dotz em dois anos.

Gráfico 2: Cartões de crédito - Co-branded (Em milhares de usuários)



Fontes: BTG Pactual e Companhia

Tabela 2: Indicadores chave (Em milhões)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Base de membros - Fim do período	45,1	48	50,6	51,6	52,6	52,6
Total de clientes ativos (últimos doze meses)	10,3	8,8	10,1	15,5	18,4	19,5
Pontos emitidos	14,9	10	12,8	24,2	33,2	38,8
Pontos resgatados	11,1	10,2	10,3	13	18,2	23,8

Fontes: BTG Pactual e Companhia



# 3. Tese de investimento

## Acionistas estratégicos + conselho de administração estelar

### 3.3 Fortes acionistas estratégicos

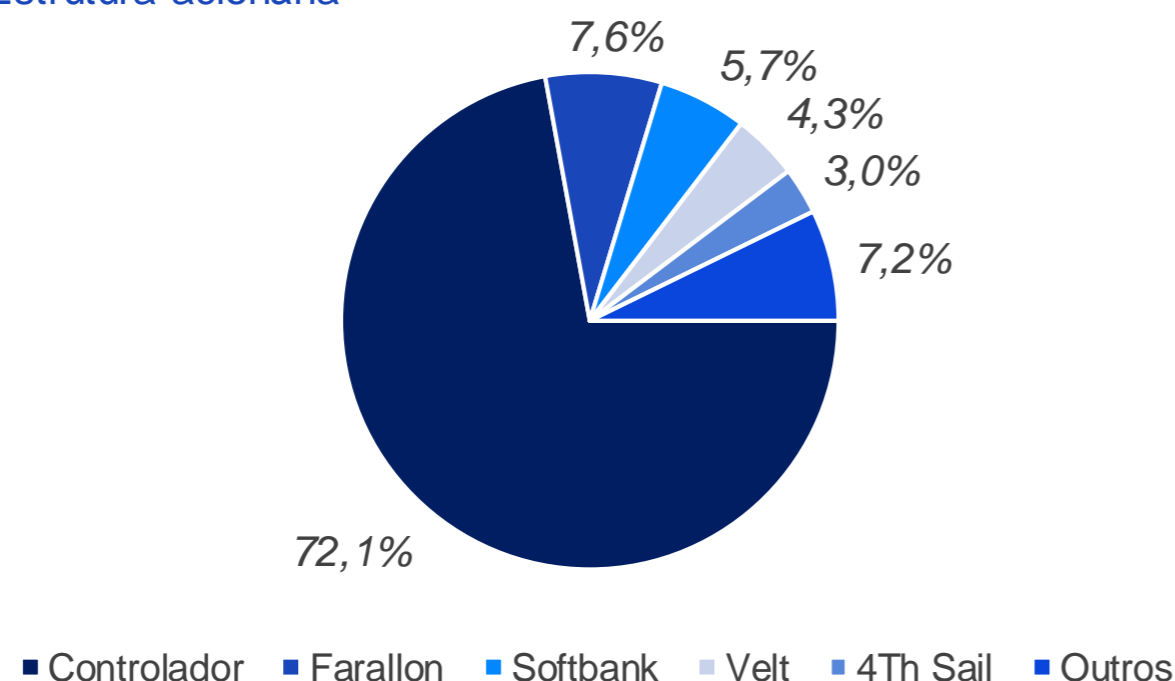
**Ant Group, fintech chinesa do Alibaba, decidiu comprar uma participação de 5% na Dotz dos controladores pouco antes do IPO ser concluído**, também comprando uma opção de compra para outros 10% - apenas diluindo os controladores.

Vemos este investimento como estratégico para a Ant, visto que o Grupo indicou Douglas Feagin, seu vice-presidente responsável pela estratégia offshore, para participar do conselho de administração da Dotz. Portanto, entendemos que a Ant está realmente apostando na Dotz. **Esta aposta, vindo de um dos benchmarks mundiais de super apps, certamente aumenta a confiança na tese da Dotz.**

A equipe do Ant também ajudará Dotz em alguns comitês estratégicos, inicialmente auxiliando no desenvolvimento de sua vertical techfin, algo que o Ant conhece muito bem.

**Além do Ant Group, destacamos outros fortes acionistas, como Softbank, Farallon e VELT.**

Gráfico 3: Estrutura acionária<sup>1</sup>



Fontes: BTG Pactual e Companhia. 1- A posição da Ant ainda não está formalizada, entretanto diluirá apenas o acionista controlador

### 3.4 Conselho de administração estelar

Destacamos que Douglas Feagin da Ant, não é o único “nome forte” no conselho de administração da Dotz. Há também **Daniel Goldberg**, ex-presidente do Morgan Stanley Brasil e CEO da Farallon, **Luis Fleury**, ex-CEO da adquirente Rede e Cetip (antes da fusão com a B3), e **Roberto Mussnich**, CEO da Atacadão, rede brasileira de hipermercados atacadistas. Nomes que devem ajudar com visão estratégica de alto nível para os vários aspectos dos negócios da Dotz. **Nomes deste calibre, sem dúvidas, reforçam a nossa confiança na tese de investimento.**

Figura 6: Conselho de administração da Dotz

Alexandre Chade – Presidente do Conselho

Daniel Goldberg - VP

Luiz Fleury – Cons.

Roberto Mussnich – Cons.

Roberto Chade – Cons.



Fontes: BTG Pactual e Companhia

# 3. Tese de investimento

## Valuation atrativo, com 45% de valorização potencial

**Iniciamos a cobertura com recomendação de compra e preço-alvo de R\$ 20 por ação!**

Nosso preço-alvo deriva de um fluxo de caixa para o acionista que vai até 2030. De 2020 a 2024, estimamos uma taxa de crescimento composta anual (CAGR) de receita de **51%**, com queda para **17% de 2024 a 2028**, e mais uma queda para **8% na perpetuidade**, com custo de capital para o acionista de **12,7%, nominal em reais**.

Tabela 3: Comparação com pares

8-jul-21	Market Cap <sup>1</sup> (US\$ Mi)	Preço/Vendas			Preço/Lucro			Vendas (CAGR 22E 20)	Valor da Firma/Vendas		
		2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E		2020	2021E	2022E
Dotz*	347	13,0x	12,3x	8,5x	-22,2x	-33,6x	-140,5x	39,3%	14,5x	10,9x	7,5x
Dotz* (Vendas antes dos custos com resgates)	347	7,1x	7,0x	5,1x				32,5%	8,0x	6,2x	4,5x
Méliuz*	1.299	47,3x	22,7x	12,9x	335,2x	630,4x	145,0x	94,8%	47,4x	21,9x	12,5x
Inter	11.739	n.a.	n.a.	n.a.	1595,6	349,8	90,3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
PagSeguro	16.860	13,0x	8,9x	7,0x	59,5x	53,3x	35,4x	51,7%	n.a.	n.a.	n.a.
Stone	20.046	31,8x	20,0x	12,1x	126,8x	79,0x	43,4x	89,8%	n.a.	n.a.	n.a.
XP Inc	22.028	14,2x	10,2x	8,0x	50,1x	34,0x	24,8x	46,6%	n.a.	n.a.	n.a.
Magazine Luiza	27.084	5,1x	3,9x	3,2x	353,5x	194,0x	136,1x	25,6%	5,2x	3,9x	3,3x
Via Varejo	4.510	0,9x	0,7x	0,6x	33,4x	34,8x	28,7x	19,8%	0,9x	0,7x	0,6x
Mercado Libre	77.519	20,0x	12,1x	8,8x	1145,9x	3877,7x	315,5x	51,1%	19,9x	12,1x	8,7x
PayPal	352.665	16,5x	13,6x	11,2x	79,1x	63,5x	51,2x	21,1%	n.a.	n.a.	n.a.
Square	110.149	11,6x	5,5x	4,7x	321,2x	157,8x	117,1x	56,4%	n.a.	n.a.	n.a.
Lemonade	5.966	64,1x	49,9x	31,1x	n.a.	n.a.	n.a.	43,7%	n.a.	n.a.	n.a.
Shopfy	186.589	65,1x	42,2x	31,9x	404,9x	337,3x	305,9x	42,9%	n.a.	n.a.	n.a.
Rakuten	18.296	1,4x	1,2x	1,1x	n.a.	n.a.	n.a.	12,5%	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Média do Setor</b>		<b>24,2x</b>	<b>15,9x</b>	<b>11,1x</b>	<b>409,6x</b>	<b>528,3x</b>	<b>117,6x</b>	<b>46,3%</b>	<b>18,3x</b>	<b>9,7x</b>	<b>6,3x</b>

Fontes: BTG Pactual e Companhia \*Valuation Pre-Money para Dotz e Méliuz em 2020 e post-Money em 21E e 22E

Conforme mostrado na tabela acima,  **vemos Dotz sendo negociado a 7,0x Preço/Vendas 2021E** (ajustado para os custos de resgate), em comparação com 22,7x para Méliuz. É importante fazer este ajuste na comparação das receitas das duas empresas, uma vez que os custos de resgate são contabilizados como deduções da receita na Dotz, enquanto as despesas de cashback (semelhantes aos custos de resgate, mas no modelo de cashback) são contabilizadas como despesas operacionais pela Méliuz.

# 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) Baixa liquidez do papel,
- (ii) Risco de execução, devido ao atual cenário competitivo, e;
- (iii) Alta exposição ao Banco do Brasil, com 50% do faturamento proveniente deste parceiro.

# Anexos



# Anexo 1

## Principais estimativas para demonstração de resultados

Tabela 4: Principais estimativas para demonstração de resultados

Demonstração de resultados (R\$ Milhões)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Receita bruta	143	128	164	243	456	654
Loyalty	143	128	151	142	163	187
<i>Resgates</i>	182	123	145	176	248	324
<i>Custo de resgates</i>	-144	-101	-123	-155	-219	-286
<i>Spread</i>	37	36	56	58	61	61
<i>Breakage</i>	67	69	73	63	73	88
<i>Outras taxas</i>	1	3	0	0	0	0
Marketplace	0,0	0,0	3	36	100	154
Techfin	0,0	0,0	10	64	192	312
Deduções	-16	-17	-16	-27	-57	-84
% Deduções	11%	14%	10%	11%	12%	13%
Receita líquida	127	111	148	215	399	570
Receita líquida (Antes do custo de resgate)	271	212	271	371	617	856
Custo do produto vendido	-8	-11	-27	-69	-140	-275
Despesas de vendas, gerais e administrativas	-115	-103	-143	-159	-155	-172
EBITDA	4	-3	-22	-12	103	123
<i>Margem EBITDA</i>	3%	-3%	-15%	-6%	26%	22%
Lucro antes dos impostos	-18	-63	-54	-20	89	116
% <i>Imposto efetivo</i>	-1%	-3%	-1%	34%	24%	24%
Lucro líquido	-19	-65	-54	-13	68	88
% <i>Margem líquida</i>	-14.6%	-58.3%	-36.6%	-6.0%	17.0%	15.5%

Fontes: BTG Pactual e Companhia

# Anexo2

## Principais estimativas para o Balanço Patrimonial

Tabela 5: Principais estimativas para o Balanço Patrimonial

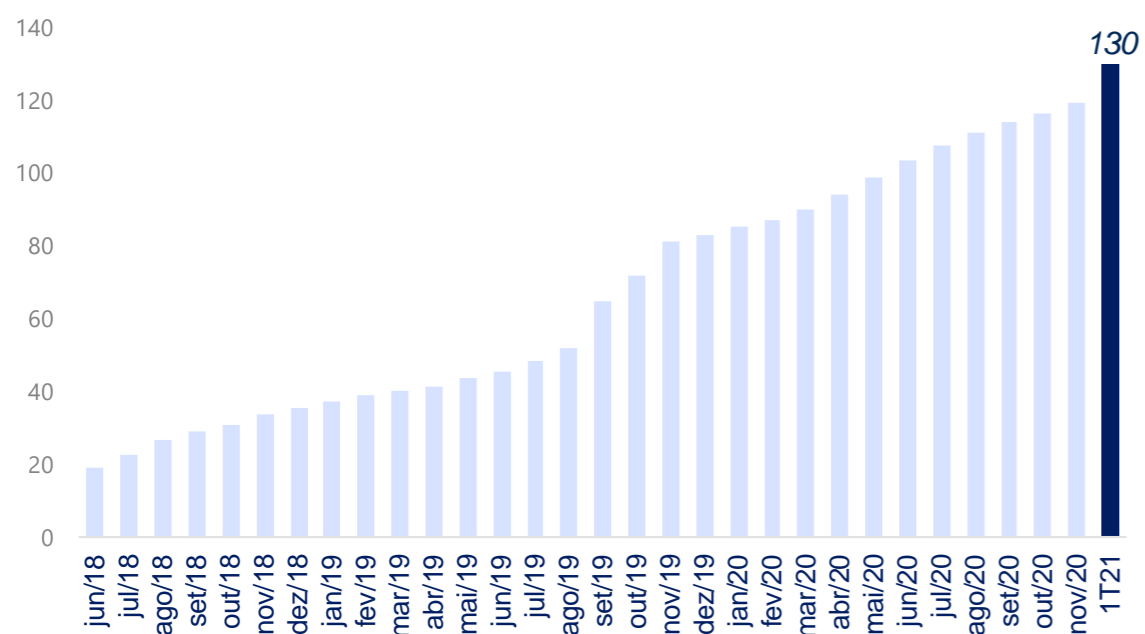
Balanço Patrimonial (R\$ milhões)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Ativos totais	264	200	345	434	685	940
Passivos totais	568	568	383	485	668	857
Patrimônio líquido	-304	-368	-38	-51	17	83
Passivo + Patrimônio líquido	264	200	345	434	685	940

Fontes: BTG Pactual e Companhia

# Anexo3

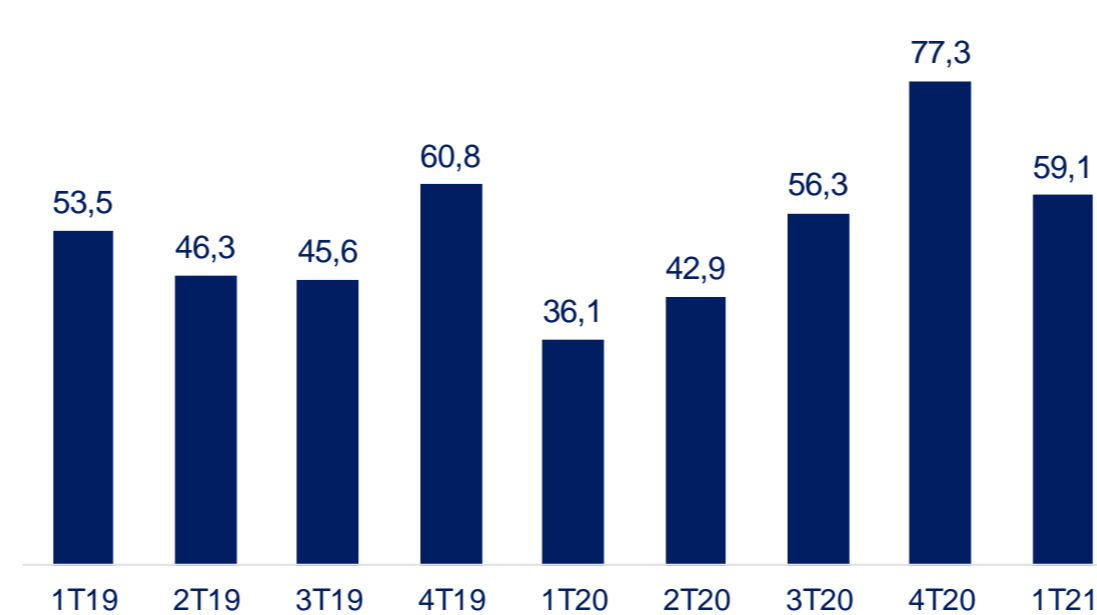
## Gráficos operacionais

Tabela 6: Plug-ins ativos – GDO (Em milhares de usuários)



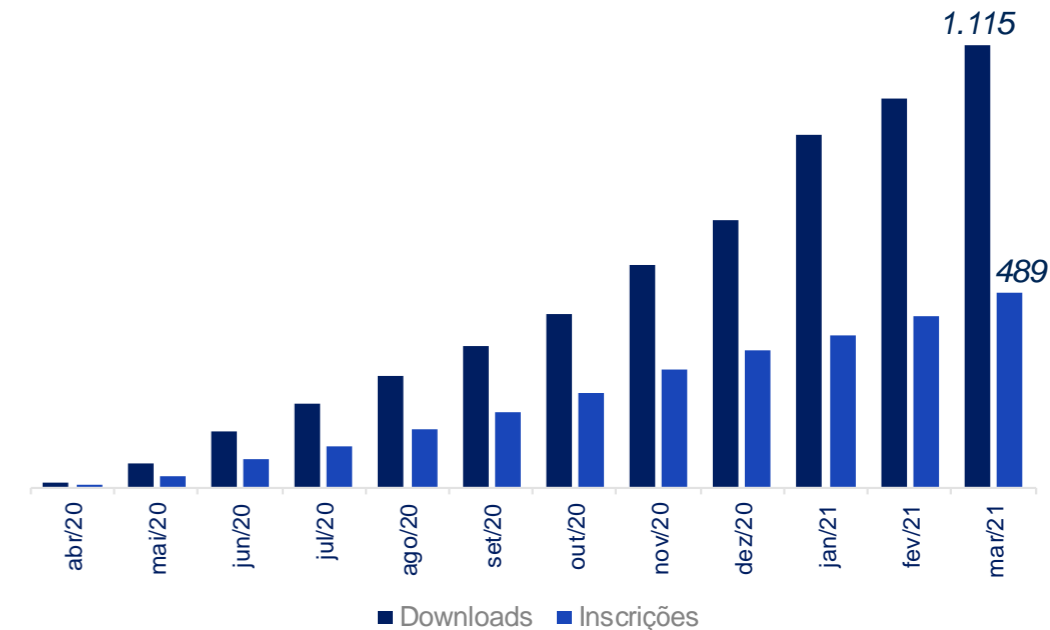
Fontes: BTG Pactual e Companhia

Tabela 7: Volume total transacionado – GDO (R\$ milhões)



Fontes: BTG Pactual e Companhia

Tabela 8: Contas digitais (Em milhares de usuários)



Fontes: BTG Pactual e Companhia





# 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)