

Viveo (VVEO)

Início de cobertura

Recomendação de compra e preço-alvo de R\$ 33,00



Samuel Alves
BTG Pactual S.A.

Yan Cesquin
BTG Pactual S.A.

Bruno Lima
BTG Pactual Digital

Marcel Zambello
BTG Pactual Digital





Agenda

- 1. Recomendação
- 2. Setor de atuação
- 3. Tese de investimento
- 4. Riscos

1. Recomendação

Compra, com preço-alvo de R\$ 33,00

 Temos recomendação de Compra em Viveo e um preço-alvo de **R\$ 33 por ação** (~38% de potencial de valorização).

 A Viveo é a maior distribuidora de medicamentos e suprimentos médicos no mercado não varejista do Brasil (hospitais e laboratórios). Como um verdadeiro ecossistema de saúde, o objetivo da Viveo é ter um portfólio completo de produtos e serviços, um diferencial para consolidar o mercado de cadeia de suprimentos de saúde no Brasil, onde estimamos que as três principais empresas têm menos de 20% de participação.


 Com valor de mercado de ~ R\$ 7 bilhões e ADTV (volume médio negociado por dia) de R\$ 10 milhões, a empresa é controlada pelos fundos administrados pela DNA Capital (veículo de investimento da família Bueno) com uma participação de 59% no capital, seguido por um *free float* (ações em circulação na bolsa) de 40% e administração (1%).



Tabela 1: Valuation e Resumo financeiro da Viveo

Valuation	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
RoIC (EBIT) %	4,0	11,7	18,2	14,1	13,4
EV/EBITDA	-	18	14,6	10,3	8,7
P/L	-	34,3	24,6	16,8	13,2
Dividend Yield %	0,0	0,0	0,0	1,4	1,5

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
Receita	3.012	5.124	6.129	9.017	10.583
EBITDA ajustado	236	416	469	746	868
Lucro Líquido ajustado	116	200	280	408	521
LPA (R\$)	0,40	0,70	0,98	1,43	1,82
DPA líquido (R\$)	0,00	0,00	0,00	0,35	0,36
Dívida Líquida/Caixa	-730	-625	20	-855	-684

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\$ 23,99, em 14 de setembro de 2021.



Tabela 2: Composição acionária da Viveo

Estrutura acionária	%Total
DNA Capital	58%
GIC	9%
Free Float	33%

Fonte: Companhia e BTG Pactual

1. Recomendação

Destaques da tese

- Fornecedor nº 1 do Brasil de produtos e serviços para hospitais e laboratórios;
- Vasto portfólio de produtos / serviços (*'one-stop shop'*) com um mix de receitas cada vez mais lucrativo;
- Modelo parcialmente integrado verticalmente (fabricação de itens de higiene pessoal internamente);
- Escalabilidade do modelo de negócios, alcance e alavancagem operacional;
- Consolidador no setor de distribuição em saúde com participação de mercado menor que 10%;
- Histórico sólido na integração de vários ativos, com 12 aquisições desde 2017;
- Qualidade de serviço superior;
- Gestão de alto nível.

Agenda

- 1. Recomendação
- 2. Setor de atuação
- 3. Tese de investimento
- 4. Riscos

2. Setor de atuação

Fundamentos do setor de saúde

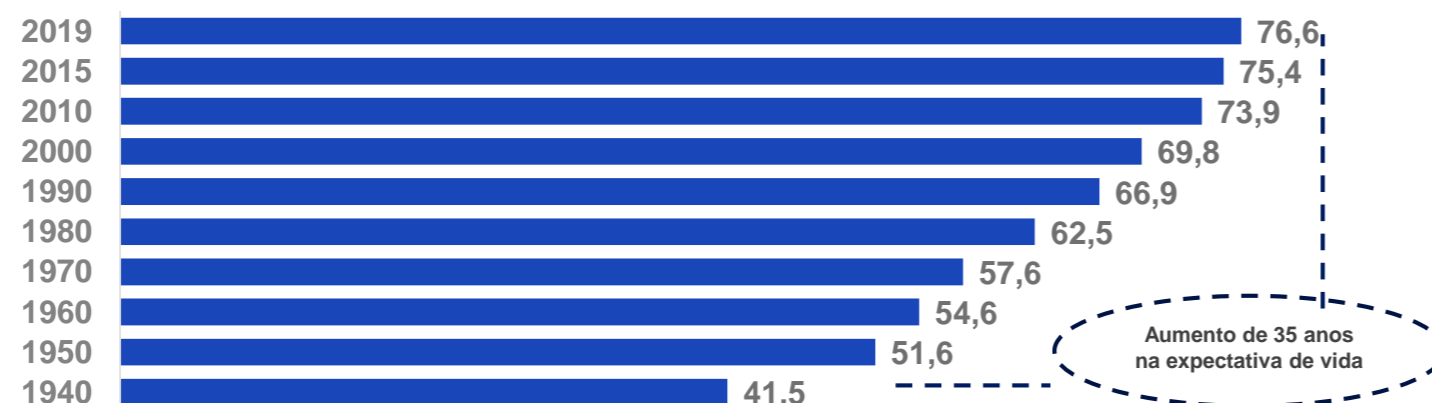


2.1 Exposto a fundamentos de alto crescimento no mercado de saúde

Como a maioria das empresas em nossa cobertura de saúde, a Viveo está diretamente exposta a catalisadores de longo prazo destinados a impulsionar a demanda do setor privado de saúde: (i) inversão da pirâmide brasileira de envelhecimento; (ii) demanda não atendida por leitos hospitalares; (iii) aumento da penetração de planos de saúde particulares; e (iv) enorme mercado endereçável para provedores hospitalares privados. Olhando para a pirâmide etária brasileira, segundo o IBGE (Instituto Brasileiro de Estatística), a população com mais de 60 anos deve representar 15% da população total em 2060 (de 3,5% em 2000), aumentando sua parcela da população nos próximos 40 anos. Desde 1945, a expectativa de vida da população brasileira aumentou em 34 anos. Outra variável-chave para rastrear essa oportunidade de crescimento é a penetração do setor privado de saúde. No Brasil, 23% da população (48 milhões de pessoas) é coberta por planos privados de saúde, bem abaixo de países desenvolvidos como os EUA (60%), Austrália (55%) ou Alemanha (33%). Como fornecedor / distribuidor nº 1 da cadeia privada de saúde, a Viveo se beneficia diretamente dessas tendências, à medida que as despesas com saúde aumentam juntamente com o envelhecimento da população, refletindo frequências mais altas de admissões hospitalares.



Gráfico 1: Expectativa de vida média dos brasileiros saltou 35 anos (para 76,6) nas últimas décadas



Fontes: BTG Pactual e Companhia.

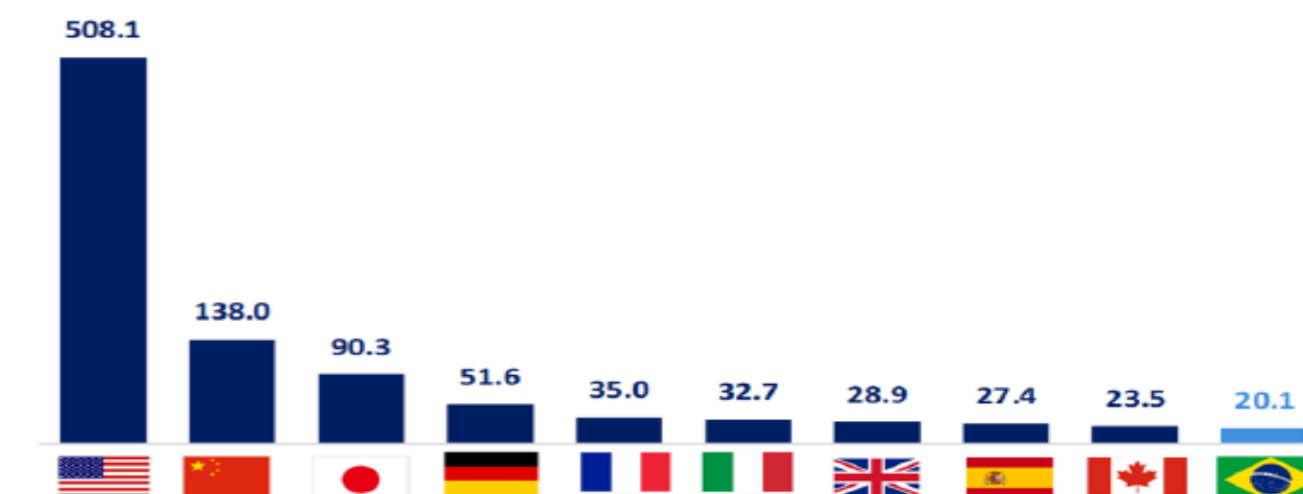


2.2 Mercado farmacêutico brasileiro

A Viveo está exposta ao mercado farmacêutico de alto crescimento, particularmente no segmento de não varejo. Mais precisamente, o segmento institucional (ou não varejista) consiste na venda de suprimentos médicos para instituições como hospitais privados, hospitais públicos e outras entidades públicas, clínicas médicas e companhias de seguros. No nos últimos cinco anos, o segmento institucional superou o segmento de varejo farmacêutico, com um crescimento de receita de 12% entre 2015-19 contra 11% para o segmento de varejo. O mercado institucional somou R\$ 47 bilhões em 2020, tendo crescido aproximadamente 9% em relação ao ano anterior. O mercado privado responde por mais de 60% do segmento institucional, atingindo cerca de R\$ 29 bilhões em 2020. O Brasil já é um dos países mais relevantes no mercado farmacêutico global e continua crescendo em um ritmo acelerado. De acordo com a Interfarma (*Brazilian Pharma Research Association*), os maiores mercados farmacêuticos globais (histórico e projetado) são os EUA, China e Japão. O Brasil oscilou entre 6º e 7º no top 10 de mercados farmacêuticos em termos de vendas.



Gráfico 2 : Brasil possui o 10º maior mercado farmacêutico do mundo, embora represente apenas 1,6% das vendas do mercado global (receitas em US\$)



Fontes: BTG Pactual e Companhia.

2. Setor de atuação

Fundamentos do setor de saúde e indicadores financeiros

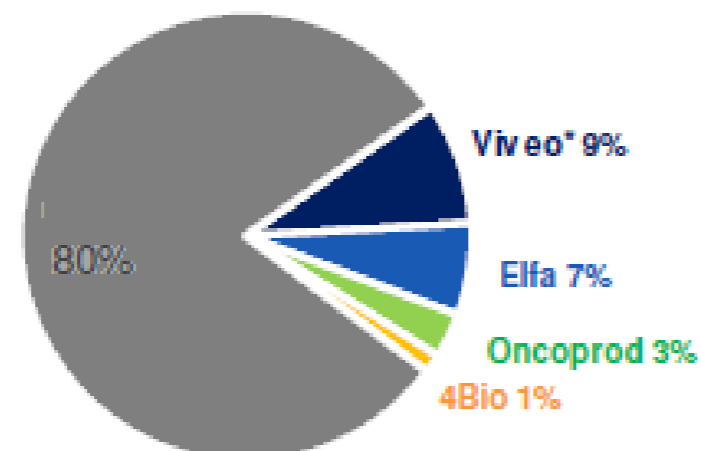


2.3 Líder de mercado com claro espaço para mais consolidação

De acordo com a IQVIA, a Viveo é líder de mercado em distribuição e a maior fabricante de materiais hospitalares e medicamentos no Brasil, com participação de mercado entre 7% e 10%, respectivamente (antes da aquisição da Profarma Specialty). Graças à sua escala e liderança de mercado, além de sua capacidade de operar em todo o Brasil, a Viveo está em uma posição favorável em um mercado fragmentado, claramente em modo de consolidação. Todas as camadas da cadeia de saúde estão claramente sendo consolidadas: hospitais privados (cinco principais empresas com ~ 18% de participação), diagnóstico (quatro principais empresas com cerca de 25% participação) e seguros (cinco principais empresas com aproximadamente 37% de participação). Nós acreditamos que a Viveo pode se beneficiar da tendência de consolidação contínua do setor de saúde. Na verdade, as empresas que estão engajadas na consolidação estão se tornando operacionalmente mais robustas e precisando de um parceiro comercial com larga escala nacional como a Viveo.



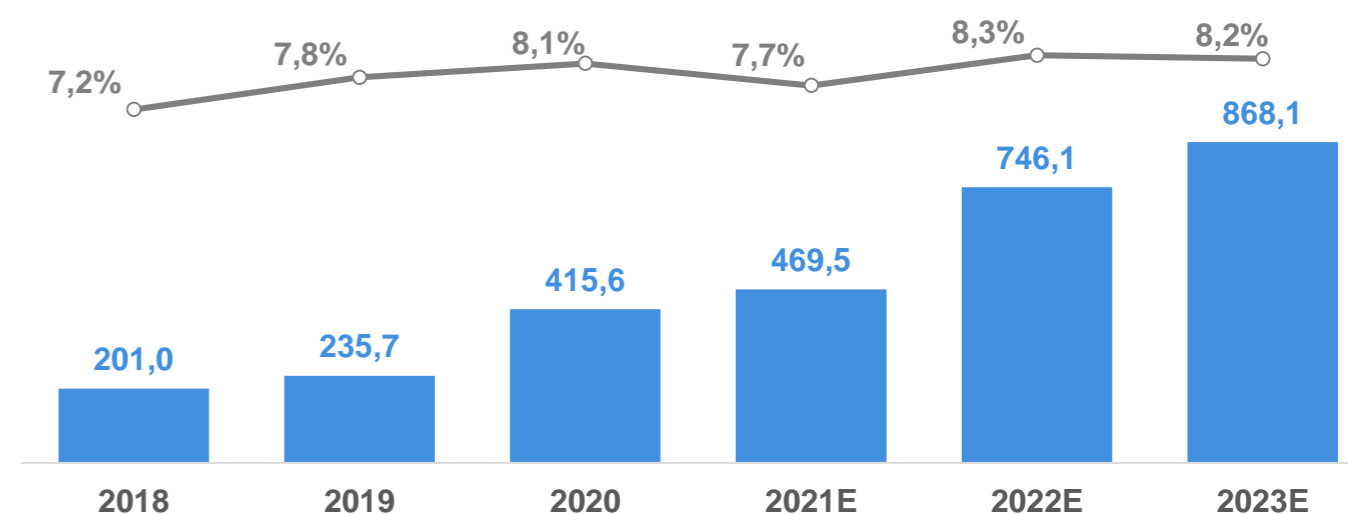
Gráfico 3: Distribuição de participação no mercado de medicamentos e suprimentos médicos no segmento não varejo, de acordo com estimativas do BTG (%)



Fontes: BTG Pactual e Companhia.



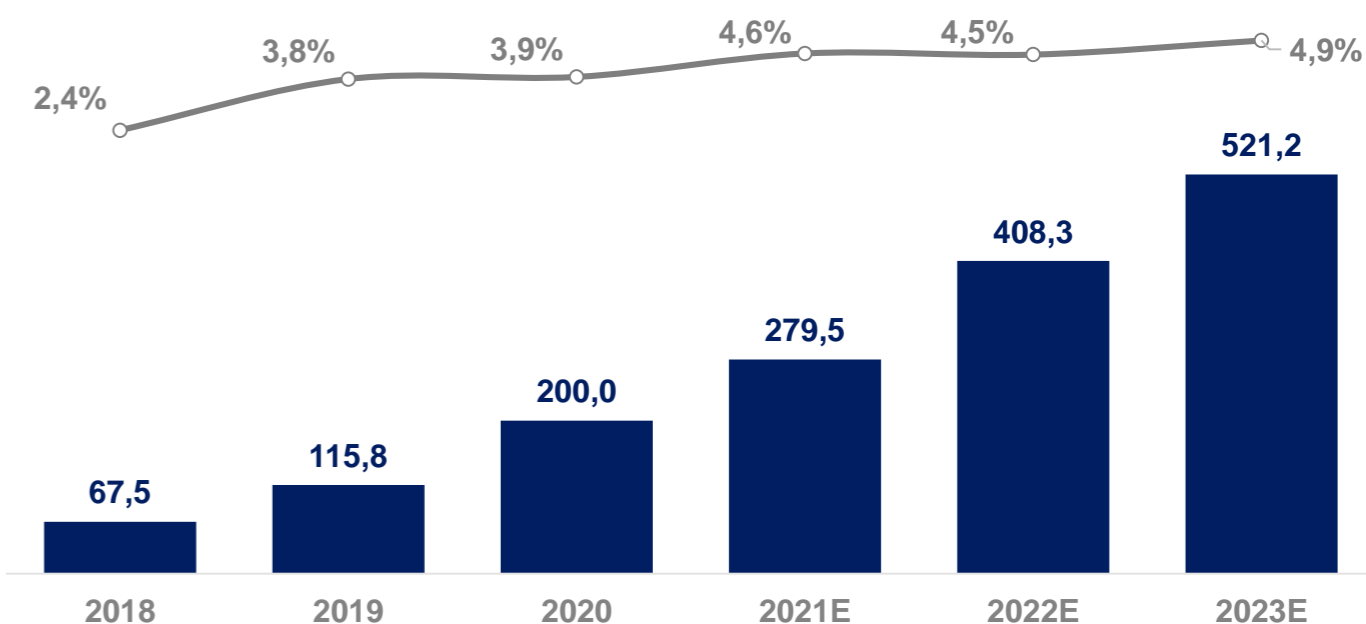
Gráfico 4 : EBITDA ajustado (R\$ milhões) e evolução da margem EBITDA ajustada (%) da Viveo



Fontes: BTG Pactual e Companhia.



Gráfico 5: Lucro líquido ajustado (R\$ Milhões) e evolução da margem líquida ajustada (%) da Viveo



Fontes: BTG Pactual e Companhia.

Agenda

- 1. Recomendação
- 2. Setor de atuação
- **3. Tese de investimento**
- 4. Riscos

3. Tese de investimento

Modelo de negócios único e alta qualidade do serviço prestado



3.1. Modelo de negócios único de saúde com integração ponta a ponta

A Viveo é o fornecedor líder de produtos e serviços de saúde para hospitais e pacientes no Brasil, e possui um conjunto singular de diferenciais competitivos. Tem um bom ecossistema, e seu objetivo final é ter um portfólio completo de produtos / serviços e atender hospitais (com alto padrão de qualidade) por meio de itens fabricados internamente ou distribuindo produtos de terceiros. O ecossistema de Viveo começou a formar-se há cinco anos em torno da Mafra Hospitalar. Desde 2017 a Viveo vem adicionando medicamentos e materiais médicos ao seu portfólio (via aquisições, integrando verticalmente a produção ou via acordos comerciais com novos fornecedores), sendo um fornecedor de referência para hospitais e clínicas. A gestão de suprimentos é altamente complexa para hospitais devido à grande variedade de itens que são necessários para operar uma unidade. Estima-se que um hospital consome, em média, mais de 12.000 unidades de estoque, ou SKUs, a cada ano, apesar do espaço de armazenamento limitado. Embora os suprimentos sejam essenciais para os hospitais, eles são uma pequena parte do total dos custos, o que é um desafio para os gestores de hospitais. Os hospitais querem reduzir o número de fornecedores, pois eles têm infraestrutura limitada para receber, gerenciar e armazenar produtos, o que é uma avenida de crescimento para a Viveo como líder de mercado na distribuição de produtos.

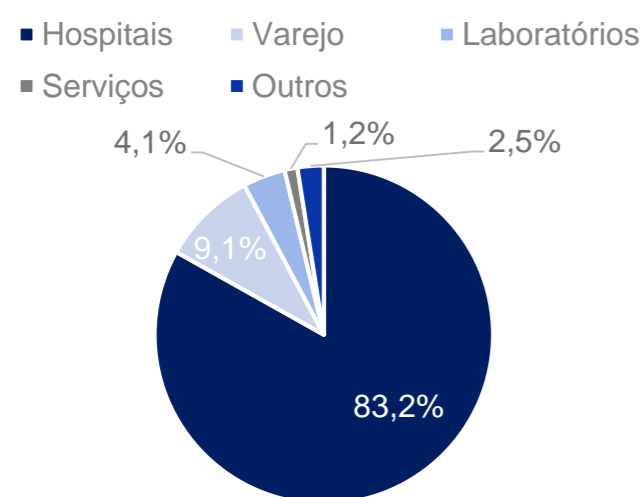


3.2 Qualidade de serviço superior é o grande diferencial

A maioria dos concorrentes da Viveo opera em nichos específicos (como na distribuição de um classe específica de medicamentos, distribuição de vacinas, distribuição de agulhas / seringas, etc.), enquanto a Viveo tem claras vantagens competitivas com sua plataforma de serviço completo (chamada plataforma one-stop-shop) com escalabilidade, alcance, alavancagem operacional superior, sem falar na melhor qualidade do serviço. Na verdade, a Viveo é uma das únicas empresas do setor a investir em sua própria frota de caminhões para garantir o controle, a confiabilidade e a qualidade das entregas. Sua frota de entrega proprietária em cidades chave, força de vendas local, soluções de armazenamento para hospitais e uma gestão de sistemas para os seus fornecedores são os principais diferenciais do setor. Não por acaso, a Viveo conseguiu aumentar sua participação de mercado nos últimos anos, principalmente quando houve interrupções na cadeia de abastecimento de todo economia. Isso aconteceu com a greve nacional dos caminhoneiros em 2018 e a primeira onda de Covid-19 no ano passado, quando a cadeia de suprimentos foi gravemente afetada, e quando a própria frota de Viveo provou ser um grande diferencial competitivo



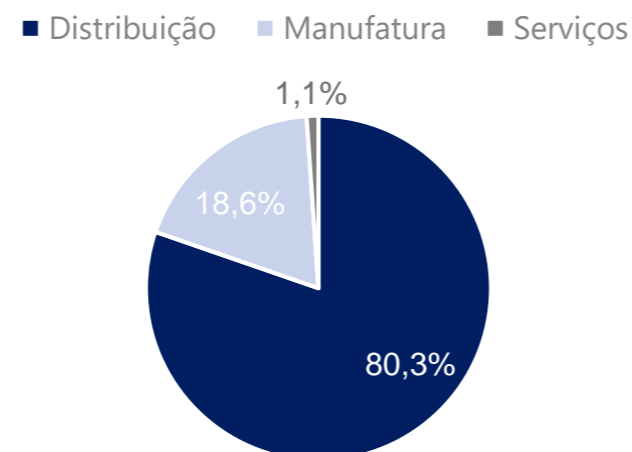
Gráfico 6: Distribuição de receita por segmento



Fontes: Companhia e BTG Pactual



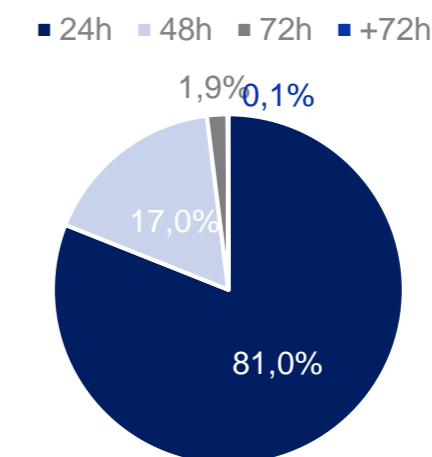
Gráfico 7: Distribuição de receita por canais



Fontes: Companhia e BTG Pactual



Gráfico 8: Viveo tem capacidade para atender 98% dos leitos privados do Brasil em um tempo máximo de 48h.



Fontes: Companhia e BTG Pactual

3. Tese de investimento

Avenidas de crescimento em potencial



3.3. Ganhos de participação de mercado na distribuição de genéricos para hospitais

Os hospitais privados dependem de empresas como a Viveo para entregar uma ampla variedade de itens. Estima-se que um hospital consome, em média, mais de 12 mil itens por ano. No mercado farmacêutico não varejista (ou farmacêutico institucional), 35% do segmento privado (Foco nº 1 do Viveo) está relacionado a medicamentos genéricos, enquanto medicamentos de referência são 65% das vendas. Mas as operações da Viveo na indústria farmacêutica são principalmente em medicamentos de referência (80%), enquanto os genéricos são apenas 20%. Acima de tudo, as margens relacionadas aos serviços de distribuição são maiores no segmento genérico, uma vez que medicamentos de referência geralmente carregam direitos exclusivos (como os medicamentos são fabricado por uma única empresa farmacêutica quando a patente ainda é válida). Então, Viveo deve capturar margens melhores se puder aumentar sua penetração no segmento de genéricos.



Gráfico 9: Mercado de distribuição não varejista no Brasil x análise Viveo. Melhores margens são concentradas no segmento genérico

Mercado Brasileiro	Total		Privado		Público	
	R\$ bilhões	%	R\$ bilhões	%	R\$ bilhões	%
Referência	15,0	60,6%	12,9	65,7%	2,1	41,0%
Genéricos	9,8	39,4%	6,7	34,3%	3,00	59,0%
Total	24,8	100,0%	19,7	100,0%	5,1	100%

Viveo	R\$ bilhões		%		R\$ bilhões		%	
	R\$ bilhões	%	R\$ bilhões	%	R\$ bilhões	%	R\$ bilhões	%
Referência	3,4	79,8%	3,2	79,1%	0,2	92,4%		
Genéricos	0,9	20,2%	0,8	20,9%	0,0	7,6%		
Total	4,2	100,0%	4,0	100,0%	0,2	100%		

Viveo	Margem Bruta
Referência	5%-10%
Genéricos	15%-20%

Fontes: Companhia e BTG Pactual



3.4 Ganhos de participação de mercado na distribuição de material médico

A Viveo tem um amplo portfólio de produtos hospitalares, incluindo medicamentos e suprimentos médicos capazes de atender 94% e 59%, respectivamente, das demandas hospitalares. Como isso aprimora gradativamente seu portfólio de materiais, o que também deve levar a maiores margens operacionais, já que a lucratividade com materiais é geralmente maior (uma vez que estes suprimentos não são tão simples como remédios).



Gráfico 10: A Viveo tem muito espaço para aumentar seu portfólio de suprimentos médicos, o que pode levar a melhores margens

■ Demanda dos hospitais atendida ■ Demanda dos hospitais não atendida



Fontes: Companhia e BTG Pactual



3.5 Portfólio aprimorado de materiais a serem vendidos no segmento B2C (Varejo)

De todos os itens de higiene e cuidados pessoais feitos internamente pela Viveo (principalmente relacionados ao portfólio integrado por meio de aquisições da Cremer, Flexicotton, FW e Daviso), 60% são direcionados a hospitais e apenas 40% vão para o canal B2C nas drogarias. Com a Viveo pronta para lançar novos produtos, sua exposição ao canal B2C pode aumentar, assim, melhorando as margens operacionais (já que o tíquete médio no varejo é geralmente mais alto). No passado recente, além de seu portfólio abrangente que inclui curativos, gazes, luvas, algodão, a Viveo passou a fabricar lenços umedecidos, máscaras e fraldas.

3. Tese de investimento

Valuation



Nosso preço-alvo para a Viveo em 2022 é de R\$ 33/ação (oferecendo 38% de potencial) com base em um modelo de fluxo de caixa descontado. Utilizamos um custo de capital de 11,7%, custo de *equity* de 14,1% e *g* (taxa de crescimento) de 6%, em reais e em valores nominais. Não assumimos qualquer aquisição em nosso modelo.



Viveo negocia a 17x Preço/Lucro em 2022 e PEG de 0,7x (CAGR de 24% de lucro por ação de 2022 a 2025).

Tabela 3: Valuation do setor de saúde (Brasil e global)

Valuation	Preço	Valor de mercado	ADTV	Preço/Lucro ajustado			EV/EBITDA			Preço/ valor patrimonial			Rendimento dos dividendos			PEG	Crescimento de lucros
	(câmbio local)	(R\$ milhões)	(US\$ milhões)	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	22-25	22-25
Viveo	23,99	6.864	2,0	24,6x	16,8x	13,2x	14,6x	10,3x	8,7x	3,0x	2,6x	2,2x	0,0%	1,4%	1,5%	0,7x	24%
Rede D´Or	70,30	141.329	51,0	66,9x	52,1x	38,0x	25,4x	22,1x	18,5x	8,6x	8,2x	7,4x	0,1%	0,4%	0,5%	1,7x	31%
Hapvida	15,23	58.634	31,4	43,9x	30,6x	24,6x	29,9x	21,0x	17,0x	5,5x	5,4x	5,2x	0,3%	0,7%	1,2%	0,9x	32%
GNDI	84,70	52.111	50,3	100,1x	38,6x	30,5x	43,1x	21,7x	17,3x	7,3x	7,1x	7,6x	0,4%	0,4%	2,4%	1,8x	22%
Dasa	44,80	24.549	2,9	24,1x	19,7x	13,8x	24,0x	9,9x	8,0x	2,7x	2,5x	2,3x	0,7%	0,0%	1,2%	0,7x	30%
Mater Dei	19,00	6.746	2,5	43,1x	22,1x	17,6x	19,6x	12,7x	9,6x	4,4x	3,0x	2,6x	0,7%	0,5%	1,3%	1,0x	23%
SulAmérica	29,66	12.631	20,1	35,8x	11,5x	8,3x	-	-	-	1,5x	1,5x	1,5x	1,4%	4,3%	12,0%	0,5x	22%
Blau	50,75	9.104	3,0	25,4x	20,2x	16,9x	16,1x	13,3x	10,6x	5,4x	4,4x	3,7x	0,7%	1,0%	1,2%	1,1x	19%
Qualicorp	23,38	6.640	13,3	15,8x	14,4x	14,5x	8,1x	7,2x	7,1x	3,9x	3,9x	3,8x	6,5%	6,7%	6,8%	2,2x	6%
Odontoprev	13,45	7.146	2,6	19,0x	18,0x	16,8x	12,3x	12,7x	11,8x	6,7x	7,0x	7,4x	3,8%	5,5%	5,8%	2,7x	7%
Fleury	24,29	7.723	8,0	16,4x	16,2x	13,6x	8,5x	8,0x	7,4x	4,2x	4,2x	4,2x	5,6%	6,1%	7,0%	1,3x	12%
Alliar	12,23	1.447	3,3	40,6x	29,6x	18,6x	9,1x	8,0x	6,8x	1,2x	1,1x	1,1x	1,1%	2,4%	3,5%	0,8x	38%
Setor de saúde (média)				39,2x	23,9x	19,2x	19,3x	13,0x	11,1x	4,4x	4,4x	4,2x	1,2%	1,8%	3,2%	1,1x	30%
MC Kesson	203,99	31.552	216,3	11,8x	10,1x	9,7x	8,5x	7,9x	7,8x	8,9x	42,7x	14,4x	0,0%	0,0%	0,0%	n.a.	n.a.
Owens & Minor	36,25	2.736	35,0	9,3x	11,1x	10,0x	7,5x	8,4x	7,6x	2,8x	2,3x	1,9x	0,0%	0,0%	0,0%	n.a.	n.a.
Cardinal Health	52,13	15.141	131,9	8,7x	9,0x	8,4x	6,2x	6,4x	6,1x	8,0x	6,9x	5,3x	0,0%	0,0%	0,0%	n.a.	n.a.
Amerisource Bergen	123,09	25.577	98,8	13,4x	11,8x	11,2x	10,3x	8,9x	8,5x	30,5x	5,4x	4,1x	1,4%	1,5%	1,6%	n.a.	n.a.
Covetrus	20,19	2.778	15,7	21,3x	18,4x	15,7x	14,5x	12,9x	11,4x	1,7x	1,6x	1,6x	na.	na.	na.	n.a.	n.a.
Henry Schein	78,44	10.958	57,0	18,2x	17,3x	16,0x	12,3x	12,0x	11,7x	2,7x	2,4x	2,2x	na.	na.	na.	n.a.	n.a.
Patterson	31,46	3.062	32,5	15,3x	15,6x	14,6x	11,5x	11,2x	10,6x	2,2x	2,2x	2,1x	0,0	0,0	0,0	n.a.	n.a.
Média global de saúde				14,0x	13,3x	12,2x	10,1x	9,7x	9,1x	8,1x	9,1x	4,5x	0,0x	0,0x	0,0x	n.a.	n.a.

Fontes: Companhia e BTG Pactual

Agenda

- 1. Recomendação
- 2. Setor de atuação
- 3. Tese de investimentos
- **4. Riscos**

Riscos

Principais riscos para a Viveo

Como principais **riscos** para a tese de investimento em Viveo, enxergamos:



I. Ambiente competitivo: em um mercado operado com margens relativamente pressionadas, a Viveo pode enfrentar um forte ambiente competitivo, especialmente com empresas que também buscam oferecer "*one stop shop*";



II. Verticalização de fornecedores de saúde e / ou provedores de saúde: Existe o risco das empresas de saúde integrarem verticalmente as operações, incluindo os serviços de distribuição;



III. Integração de ativos : Empresas adquiridas recentemente podem não extrair as sinergias esperadas ou necessitarem de aumento de capital da Viveo.



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