

Oi S.A. (OIBR3): Uma oportunidade de investimento cada vez mais atraente

Investir na Oi é bem menos arriscado agora que o Plano Revisado foi aprovado

Depois que o plano de reestruturação revisado da Oi foi aprovado em uma assembleia geral de credores em 8 de setembro, decidimos reavaliar nossa tese de investimento e revisar nosso preço-alvo de soma das partes para a empresa. Nosso novo preço-alvo é de R\$ 2,80 por ação, ante R\$ 2,0 antes, indicando um potencial de valorização de 63%.

Ofertas firmes de diversos ativos + melhor visibilidade do perfil da dívida

A consequência imediata da aprovação do plano revisado é que o caso de investimento da Oi se torna muito menos arriscado, pois agora a empresa está autorizada a vender ativos que podem levantar R\$ 24 bilhões em caixa, que seria usado para pagar algumas dívidas e fornecer o capital necessário para investir em sua estratégia focada em fibra (vários desses ativos já receberam propostas firmes). O plano revisado também esclarece o verdadeiro valor da dívida reestruturada da empresa.

Elevando nosso preço-alvo de soma das partes para R\$ 2,80; Um risco/retorno muito melhor; Classificação de Compra

Em comparação com nosso exercício anterior, nós: i) ajustamos oferta pela divisão móvel para R\$ 16,5 bilhões, de R\$ 15 bilhões antes; ii) cortamos nossa estimativa de dívida bruta aplicando o desconto de 55%, aprovado na Assembleia Geral dos Credores, às dívidas de bancos e ECAs (tínhamos um desconto de 40% antes); iii) aumentamos nosso preço de venda esperado para a empresa de infraestrutura da Oi para R\$ 24 bilhões, de R\$ 20 bilhões antes; iv) revisamos nossas estimativas de VPL para a dívida da Anatel para R\$ 4,5 bilhões, de R\$ 5,0 bilhões, usando as condições da nova Lei 13.988; e v) incluímos um passivo de R\$ 3 bilhões relacionado ao contrato take-or-pay com a Globenet.

O negócio de fibra está realmente prosperando

A decisão da Oi de focar sua estratégia em fibra parece estar dando resultado, e a empresa tem sido rápida em implantar uma rede FTTH de última geração que já alcançava 6,7 milhões de residências no final do 2T20, conectando 1,3 milhão de clientes. Esperamos que a empresa termine 2020 com 2 milhões de clientes conectados e faturamento anualizado de R\$ 2 bilhões. Ao final de 2021, estimamos 3,5 milhões de clientes conectados e vendas de R\$ 3,6 bilhões. A Oi está rapidamente se transformando em um provedor nacional de soluções baseadas em fibra.

BTG Pactual – Equity Research:

Carlos Sequeira, CFA

New York – BTG Pactual US Capital LLC

Osni Carfi

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

Oi (OIBR3)

Data	22/08/2020
Ticker	OIBR3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	2,8
Preço (R\$)	1,7
Listagem	Nível 1

Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	10.364,36
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	204,71

Valuation:

	2020E	2021E
P/L	-	-
EV/EBITDA	5,2x	5,2x

Stock Performance:

Setembro (%)	12%
LTM (%)	65,4%



Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
RoIC (EBIT) %	0,6	-519,4	27,3	16,7	-8,0
EV/EBITDA	3,3	5,4	5,2	5,2	4,7
P/L	0,2	-0,6	-3,2	-4,4	-6,8
Dividend Yield %	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Resumo Financeiro (US\$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	22.059	20.136	19.171	19.296	19.659
EBITDA	5.849	3.897	5.681	6.272	7.259
Lucro Líquido	29.924	-9.095	-3.206	-2.351	-1.495
LPA (R\$)	5,03	-1,53	-0,54	-0,40	-0,25
DPA líquido (R\$)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dívida Líquida/Caixa	-11.863	-15.927	-19.545	-22.323	-23.527

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\$ 1,72, em 21 de setembro de 2020.

Preço-alvo aumentou para R\$ 2,80 após aprovação do Plano Revisado

Depois que o plano de reestruturação revisado da Oi foi aprovado em uma assembleia geral de credores em 8 de setembro, decidimos reavaliar nossa tese de investimento e revisar nosso preço-alvo de soma das partes para a empresa. Nosso novo preço-alvo é de R\$ 2,80 por ação, ante R\$ 2,0 anteriormente, indicando um potencial de alta de 63%.

Em comparação com nosso exercício anterior, nós:

- ajustamos a proposta pela divisão móvel para R\$ 16,5 bilhões, de R\$ 15 bilhões antes;
- cortamos nossa estimativa de dívida bruta aplicando o desconto de 55% aprovado na Assembleia Geral dos Credores às dívidas de bancos e ECAs (antes tínhamos um desconto de 40%);
- aumentamos nosso preço de venda esperado para a empresa de infraestrutura para R\$ 24 bilhões (vs. R\$ 20 bilhões);
- reduzimos nossas estimativas de VPL para a dívida da Anatel para R\$ 4,5 bilhões, de R\$ 5,0 bilhões antes, usando os termos de acordo com a nova Lei 13.988;
- incluímos um passivo de R\$ 3 bilhões relacionado ao contrato take-or-pay com a Globenet.

Abaixo, mostramos nosso valuation de soma das partes após incorporar essas alterações. O principal risco de alta para nossas novas estimativas vem do preço de venda da divisão de infraestrutura - não ficaríamos surpresos se ele ultrapassar nossa nova premissa de R\$ 24 bilhões.

O principal risco negativo é se as operações de legado acabarem tendo um valor negativo ainda maior do que usamos em nosso exercício de soma das partes. Depois de incluir um passivo de R\$ 3 bilhões para a Globenet, assumimos que as operações de legado valem -R\$ 3 bilhões (em nosso exercício anterior, tínhamos o negócio de legado, incluindo a Globenet, com valor zero).

Tabela 1: Valuation de soma das partes (R\$ bilhões) pós-Assembleia Geral dos Credores e licitações firmes para alguns ativos

	Valor de Firma (R\$ bilhões)
1) Oi Mobile	16,5
2) Oi Infra	24,0
3) Oi B2C FTTH	4,3
4) Passivo Globenet	-3,0
Total - Valor da Firma	41,8
Dívida Líquida no 2T20 (R\$ bilhões)	20,8
Dívida Anatel	4,5
Dívida Líquida incluindo Anatel	25,3
Market Cap	16,6
Market Cap atual	10,2
Potencial de Valorização	63%
Preço-alvo por ação	2,8

Fonte: Relatório da empresa e estimativas BTG Pactual

A outra forma de olhar o valuation é analisar a nova Oi depois de todas as vendas. Teria um negócio B2C FTTH no valor de ~ R\$ 4,3 bilhões (nossa estimativa), uma participação na Oi Infra que colocamos em ~R\$ 17,5 bilhões (R\$ 24 bilhões menos R\$ 6,5 bilhões que a Oi obterá pela venda uma participação na empresa) e um negócio de legado que agora estimamos valer -R\$ 3 bilhões. Depois de todas as vendas de ativos, a dívida líquida da Oi cairia para R\$ 2,3 bilhões (incluindo a Anatel).

Tabela 2: Nova Oi pós-vendas

	Valor de Firma (R\$ bilhões)
1) Participação na Oi Infra	17,5
3) Oi B2C FTTH	4,3
4) Passivo Globenet	-3,0
Total - Valor da Firma	18,8
Dívida Líquida pós venda de ativos	-2,2
Dívida Anatel	4,5
	2,3
Market Cap	16,6
Market Cap atual	10,2
Potencial de Valorização	63%
Preço-alvo por ação	2,8

Fonte: Relatório da empresa e estimativas BTG Pactual

Caso de investimento muito menos arriscado

A consequência imediata da aprovação do plano revisado é que o caso de investimento da Oi se torna muito menos arriscado, já que agora está autorizada a vender ativos que podem levantar R\$ 24 bilhões em caixa, que seria usado para pagar a dívida e fornecer o capital necessário para investir em sua estratégia focada em fibra.

O plano revisado também esclarece o verdadeiro valor da dívida reestruturada da empresa. Desde que o plano original foi aprovado em dezembro de 2017, tem havido uma discussão interminável sobre o valor real da dívida reestruturada da Oi.

O debate se deve ao fato de grande parte da dívida (R\$ 18,5 bilhões de uma dívida bruta de valor nominal de R\$ 42,1 bilhões, no 2T20) ter sido reestruturada com melhores termos e condições (17 anos para pagar, 6 anos de carência, 80% da taxa Selic) e não com um simples corte do valor.

O plano revisado permite à Oi antecipar o pagamento dessa dívida, que pertence a bancos e agências de crédito à exportação, com um desconto de 55%. Em outras palavras, o valor de face de R\$ 18,5 bilhões seria compensado com um pagamento à vista de R\$ 8,3 bilhões.

Na tabela abaixo, mostramos como seria a posição de dívida bruta e líquida da Oi no plano revisado, usando os números do 2T20 como base.

Tabela 3: Estimativas de dívida bruta e líquida; valor de face e valor verdadeiro

2T20, R\$ milhões	Valor de Face	Estimativas BTG
Títulos de dívida	9.484	9.484
Debêntures	3.567	3.567
BNDES	4.101	4.101
Bancos	9.305	4.187
ECAs	9.220	4.149
Não qualificado	507	507
Oferta geral	5.966	895
	42.150	26.890
Posição de Caixa	6.073	6.073
Dívida Líquida	36.077	20.817

Fonte: Relatório da empresa e estimativas BTG Pactual

Tirar os créditos da Anatel da recuperação judicial diminui ainda mais os riscos da história

Transferir os créditos da Anatel para a (recentemente aprovada) Lei 13.988 é outro importante elemento de redução do risco do caso de investimento da Oi. Desde que o plano de recuperação original foi aprovado em 2017, a Anatel questionou judicialmente a legalidade da reestruturação dos créditos públicos.

Embora os tribunais de primeira instância tenham ficado do lado da Oi, um recurso no tribunal poderia decidir de forma diferente sobre uma dívida com valor de face de R\$ 11 bilhões (preços correntes), o que assustou os investidores.

O acordo entre a Oi e a Anatel para retirar esses créditos da recuperação judicial para a (recentemente aprovada) Lei 13.988 encerraria o litígio e daria aos investidores mais visibilidade sobre como tratar essas obrigações.

A Lei 13.988 permite que empresas em recuperação judicial paguem dívidas em 84 meses (7 anos) com desconto de 50% nos juros e multas (a maior parte dos créditos da Anatel). Estimamos o valor presente líquido da dívida da Anatel, de acordo com a nova legislação, em R\$ 4,5 bilhões.

Vale ressaltar que a nova legislação em discussão no Congresso (projeto de lei nº 6.229, já aprovado na Câmara dos Deputados e em discussão no Senado) oferece às empresas em recuperação judicial ainda melhores prazos para renegociação: 120 meses para pagar (10 anos) com um desconto de 70% nos juros e multas. Se a nova legislação for aprovada, estimamos que o VPL da dívida da Anatel poderia cair outros R\$ 1,5 bilhão para ~R\$ 3 bilhões.

Globenet: O passivo não resolvido

Em 2014, a Oi vendeu sua operação de cabo submarino, Globenet, para um fundo de infraestrutura administrado pelo BTG Pactual, e assinou um contrato take-or-pay (válido até 2028) para recomprar capacidade no cabo. Com o passar dos anos, a demanda por conectividade caiu e a Oi tem pago pelo contrato mais do que efetivamente utiliza.

A empresa está tratando parte do contrato que não utiliza como passivo. Com base no relatório da Ernst & Young à frente da Assembleia Geral dos Credores, calculamos o valor presente líquido do passivo representado por este contrato (ver tabela abaixo).

Tabela 4: Contrato take-or-pay da Globenet

R\$ milhões	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Fluxo de pagamentos	1.223	1.267	1.168	1.280	1.248	1.380	1.314	1.448
Taxa de desconto (%)	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
	1,12	1,25	1,40	1,57	1,76	1,97	2,21	2,48
	1.092	1.010	831	813	708	699	594	585
VPL BRL	6.333							
% uso da Oi	40%							
VPL do passivo da Globenet	3.800							
Desconto para pré-pagamento	20%							
VPL pré-pagamento da dívida	3.040							

Fonte: Relatório da empresa, relatório Ernst & Young e estimativas BTG Pactual

Ofertas firmes para a maioria dos ativos à venda

A expectativa da Oi é levantar R\$ 24,4 bilhões com a venda de ativos, recebendo a maior parte dos recursos em 2021. Talvez mais importante, para a maioria dos ativos à venda, a Oi já recebeu ofertas vinculantes.

Dos ativos à venda, o único relevante com ofertas firmes pendentes é o da Oi Infra. A Oi espera receber ofertas vinculantes para sua empresa de infraestrutura até meados de novembro. Ativos à venda incluem:

- Divisão móvel: oferta firme de R\$ 16,5 bilhões já recebida.
- Torres: oferta firme de R\$ 1,1 bilhão já recebida.
- Data centers: oferta firme de R\$ 325 milhões já recebida.
- Oi Infra: A Oi espera levantar R\$ 6,5 bilhões com a venda de uma participação econômica que pode variar de 25,5% a 51%; o preço mínimo de venda é de R\$ 20 bilhões.

Grande parte do caixa arrecadado será usado para pagar parte da dívida bruta da Oi, um valor substancial de ~R\$ 27 bilhões. A dívida de R\$ 4,1 bilhões do BNDES deve ser cancelada imediatamente com a venda da divisão móvel. Também esperamos que os R\$ 3,6 bilhões em debêntures sejam pagos rapidamente devido ao custo extremamente alto dessa dívida (USD + 12,66% no ano 1 e USD + 13,61% no ano 2).

Em seguida, esperamos que a Oi amortize bancos e ECAs, aplicando o desconto de 55% aprovado no plano revisado de reorganização. Essa dívida, após o corte, totalizaria R\$ 8,3 bilhões.

Uma vez que esses três blocos principais de dívida sejam quitados, a dívida bruta da Oi cai para R\$ 10,9 bilhões e a dívida líquida para R\$ 4,8 bilhões, e ela ainda teria R\$ 8,4 bilhões restantes da venda de ativos para investir na expansão de seus negócios.

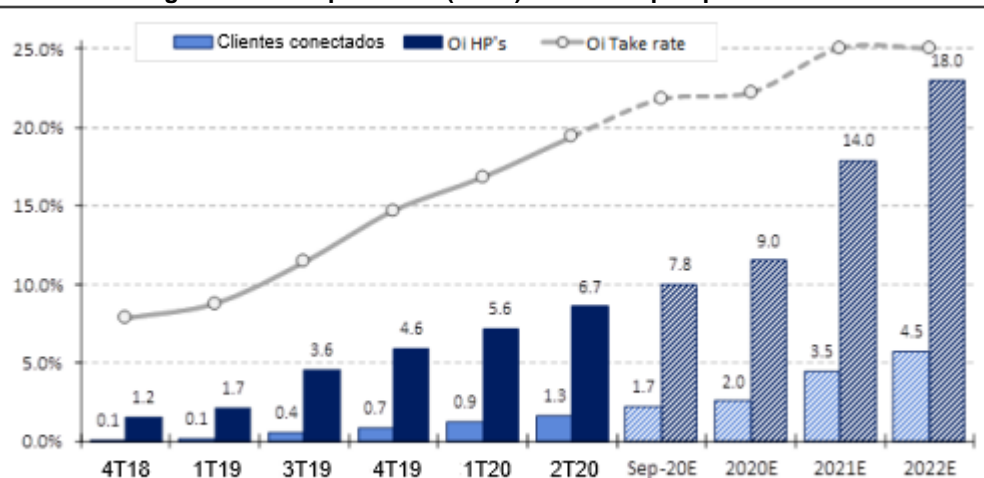
Após a venda dos ativos, a Oi teria um balanço sólido e dinheiro suficiente para investir.

O negócio de fibra está prosperando

A decisão de focar em fibra parece estar dando frutos, com a empresa implantando uma rede de fibra para casa (FTTH) de última geração que já alcançava 6,7 milhões de residências no final do 2T20 e 1,3 milhão de clientes conectados. Até o final de setembro, as casas passadas (Homes Passed) devem chegar a 7,8 milhões e os clientes conectados serão em torno de 1,7 milhões.

Até o final do ano, estimamos que 9 milhões de residências serão alcançadas pela nova rede FTTH da Oi e 2 milhões de clientes assinarão o serviço. Compare isso com o final de 2018, quando a Oi tinha apenas 1,2 milhão de HPs (Homes Passed) e 100 mil clientes.

Gráfico 1: O negócio de fibra para casa (FTTH) da Oi está prosperando



Fonte: Relatórios da empresa e estimativas do BTG Pactual

O ARPU (receita média por usuário) médio dos clientes FTTH da Oi é de ~R\$ 85 por mês. No final de 2020, a base de clientes FTTH da Oi estaria anualizando receitas de R\$ 2 bilhões (e EBITDA de ~R\$ 1 bilhão, se assumirmos a margem EBITDA de 50%).

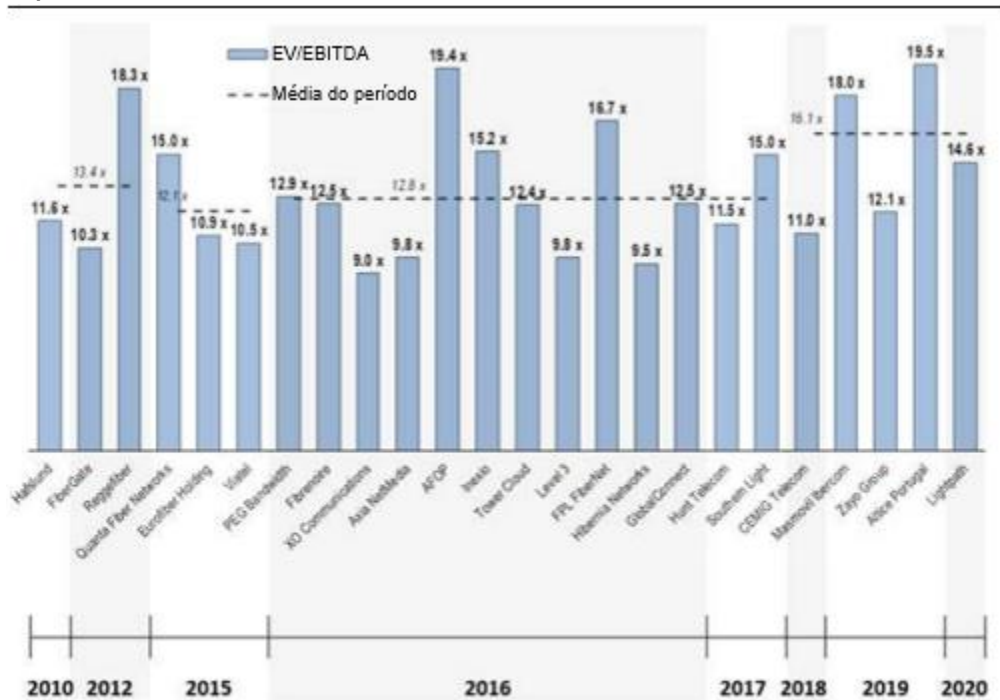
Até o final de 2021, esperamos que a rede FTTH da Oi esteja cobrindo 14 milhões de residências e a base de clientes conectados totalize aproximadamente 3,5 milhões. Se nossas premissas estiverem corretas, seu negócio FTTH estaria gerando R\$ 3,6 bilhões em receitas anualizadas no final de 2021 e produzindo EBITDA de ~R\$ 1,8 bilhão (assumindo uma margem de 50%).

Além da forte demanda por conexões de banda larga de alta velocidade baseadas em fibra dos consumidores brasileiros, prevemos uma forte demanda por capacidade de fibra associada à implantação de redes 5G - com aceleração prevista para 2021. As redes de fibra da Oi estão posicionadas de forma única para ser o principal fornecedor conectividade/capacidade para essas novas redes 5G.

Valuations mais fortes para ativos de fibra

Os valuations das empresas de telecomunicações baseadas em fibra estão aumentando globalmente. O valuation médio para + 20 M&As envolvendo empresas de telecomunicações de infraestrutura desde 2010 é de 12,5x EV/EBITDA. Com o passar dos anos, esse múltiplo se expandiu e, nos últimos três anos, o valuation médio saltou para mais de 16x EV/EBITDA.

Gráfico 2: Negociações globais de infraestrutura de telecomunicações, 2010-2020; EV/EBITDA



Fonte: Dealogic, registros da Company SEC, Fontes da Indústria e estimativas do BTG Pactual

Copel Telecom à venda no Brasil

A Copel, concessionária estatal do Paraná (sul do Brasil), anunciou oficialmente que está vendendo sua divisão de infraestrutura de telecomunicações Copel Telecom.

A Copel Telecom opera 36.000 km de fibra no Paraná, cobrindo cerca de 400 cidades. Sua empresa possui cerca de 1 milhão de residências com fibra e 200 mil clientes. Em 2019, registrou R\$ 421 milhões em vendas, R\$ 190 milhões em EBITDA e dívida líquida de R\$ 225 milhões.

O preço que a Copel está pedindo pelo ativo é de R\$ 1,4 bilhão (patrimônio líquido), o que apontaria para um valuation de 8,6x EV/EBITDA. Esperamos que a competição pelo ativo leve o valuation para acima de 10x. Em 2018, a Cemig Telecom, um ativo semelhante, foi vendida por 11x EV/EBITDA.

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