

Companhias Aéreas – Revisão de nossas estimativas após a tempestade

Mantemos nossa preferência pelas aéreas locais

Neste relatório, revisamos nossas estimativas para as empresas aéreas em nossa cobertura. Assim, estamos incorporando nossas expectativas mais recentes de capacidade e *yields*, bem como ajustando nossas premissas operacionais e financeiras. Resumindo, estamos atualizando nosso rating para Azul de Neutro para Compra, aumentando o preço-alvo de R\$26 para R\$47 (27% de potencial de valorização). Estamos mantendo nosso rating de Compra na Gol, mas aumentando nosso preço-alvo de R\$ 27 para R\$ 31 (35% de potencial de valorização). O fluxo de notícias sobre a segunda onda de COVID representa a principal ameaça de curto-prazo para a indústria, enquanto o desenvolvimento de potenciais vacinas deve se intensificar nos próximos meses, afetando positivamente o desempenho das ações do setor. Nesse segmento binário e altamente volátil, mantemos nossa preferência por empresas domésticas como Gol e Azul.

Gol: Mantemos a compra, ainda se beneficiando de uma maior exposição doméstica

Estamos elevando nosso preço-alvo de R\$ 27 para R\$ 31, com potencial de valorização de 35%. Mantemos nosso rating de Compra e a Gol continua sendo nosso Top Pick das companhias aéreas, baseado em: (i) menor exposição internacional em comparação aos pares; (ii) maior liquidez durante a crise; (iii) melhor programa de redução da frota em relação aos seus pares; (iv) melhor posicionamento para se beneficiar do downsizing e racionalização de capacidade dos concorrentes; e (v) redução gradual do risco da tese de investimento após a conclusão do pagamento do Term Loan da Delta. Em nossa opinião, novidades relativas à concessão de empréstimo do BNDES ou alternativas de financiamento devem continuar a ser um importante catalisador de curto prazo.

Azul: Atualizando de Neutro para Compra; bom gerenciamento dos passivos

Estamos atualizando o rating da Azul de Neutro para Compra e aumentando nosso preço-alvo de R\$ 26 para R\$ 47, pois acreditamos que desde nosso relatório de início de cobertura em junho, a empresa apresentou um desempenho operacional mais forte do que o esperado e fez um bom trabalho em termos de gestão de passivos. Dentre as principais iniciativas da Azul para melhorar a liquidez, destacamos: (i) emissão de R\$ 1,7 bilhão em debêntures conversíveis; (ii) acordo com arrendadores proporcionando alívio de capital de giro equivalente a R\$ 3,2 bilhões desde o início da crise até dezembro de 2021; e (iii) acordos comerciais com múltiplos parceiros financeiros para alongar o prazo de pagamento de parte de sua dívida, retirando R\$ 657 milhões da dívida de curto prazo. A alavancagem continua sendo nossa principal preocupação de curto prazo, mas reconhecemos que a empresa não possui vencimento de dívida no curto prazo, o que nos deixa mais confortáveis com a recomendação.

BTG Pactual – Equity Research:

Lucas Marquiori

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Fernanda Recchia

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

Analise.Acoes@btgpactual.com

Tabela 1: Rating e mudanças no preço-alvo (R\$)

Empresas	Novo		Antigo	
	Rating	Preço-alvo	Rating	Preço-alvo
GOLL (R\$) ▬	Compra	31	Compra	27
AZUL (R\$) ▲	Compra	47	Neutro	26

Fonte: BTG Pactual

Tabela 2: BTG comps - 2020E e 2021E

Empresas	2020E		2021E	
	P/L	EV/EBITDA	P/L	EV/EBITDA
GOLL (R\$)	n.m	13,6x	19,0x	6,4x
AZUL (R\$)	n.m	9,1x	n.m.	7,1x

Fonte: Estimativas BTG Pactual

Tabela 3: Estimativas de Receita

Empresas	Receita Líquida		
	Novo	Antigo	Varição
GOLL (R\$)	6.470	9.806	13.705
AZUL (R\$)	5.706	9.886	12.570

Fonte: BTG Pactual

Tabela 4: Estimativas EBIT

Empresas	EBIT		
	Novo	Antigo	Varição
GOLL (R\$)	-419	400	2.201
AZUL (R\$)	-958	1.255	1.868

Fonte: BTG Pactual

Revisão das empresas aéreas: Pontos de discussão

Neste relatório, estamos aproveitando a oportunidade para atualizar nossas estimativas para as empresas aéreas que cobrimos, refletindo os números operacionais recentes, bem como nossas últimas projeções de capacidade. Antes de entrar nos detalhes de cada empresa, discutimos (i) dados de tráfego, (ii) *yields* e (iii) alavancagem.

1 – Dados de tráfego

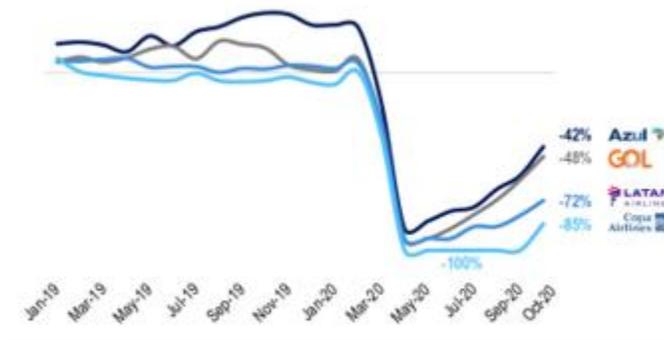
Conforme divulgado pelas empresas, os números de outubro mostraram uma melhora importante na comparação m/m, especialmente nas rotas domésticas. Abaixo, consolidamos os números das empresas nos últimos meses, mostrando uma melhoria contínua de m/m para todas as companhias aéreas. A queda anual do ASK (Assentos-quilômetro oferecidos - número de assentos disponíveis multiplicado pelos quilômetros voados) doméstico em outubro foi muito mais suave do que em setembro (+34% m/m), refletindo a melhoria das operações das empresas nos últimos meses devido à recuperação gradual da pandemia. Nas rotas internacionais, os dados de tráfego consolidados também mostraram números globais melhores em relação a setembro, uma vez que os países estão reabrindo cuidadosamente suas fronteiras para os viajantes brasileiros e as notícias sobre o baixo índice de contaminação por vírus em aviões são divulgadas. Apesar das quedas significativas em termos anuais, os dados de outubro trouxeram a recuperação esperada m/m nas rotas domésticas, uma vez que as empresas estão gradualmente expandindo sua malha de rotas com a remoção das medidas de isolamento social em diferentes regiões.

Tabela 5: Dados de tráfego mensal

Companhias	MENSAL									
	ASK (mi)					RPK (mi)				
	Out/20	Out/19	a/a	Set/20	m/m	Out/20	Out/19	a/a	Set/20	m/m
Doméstico										
 LATAM (1)	1.785	3.667	▼ -51%	1.444	▲ 24%	1.448	3.129	▼ -54%	1.173	▲ 23%
 GOL	2.316	3.705	▼ -37%	1.687	▲ 37%	1.805	3.067	▼ -41%	1.349	▲ 34%
 Azul	1.678	2.523	▼ -33%	1.187	▲ 41%	1.354	2.117	▼ -36%	958	▲ 41%
 Copa Airlines	2	10	▼ -85%	0	n.m	1	9	▼ -88%	0	n.m
Total	5.781	9.905	▼ -42%	4.318	▲ 34%	4.608	8.322	▼ -45%	3.480	▲ 32%
Internacional										
 LATAM (1)	873	6.556	▼ -87%	591	▲ 48%	373	5.438	▼ -93%	248	▲ 50%
 GOL	0	507	▼ -100%	0	n.m	0	374	▼ -100%	0	n.m
 Azul	166	644	▼ -74%	105	▲ 58%	108	550	▼ -80%	79	▲ 37%
 Copa Airlines	299	2.021	▼ -85%	0	n.m	209	1.717	▼ -88%	0	n.m
Total	1.338	9.728	▼ -86%	696	▲ 92%	690	8.079	▼ -91%	327	▲ 111%

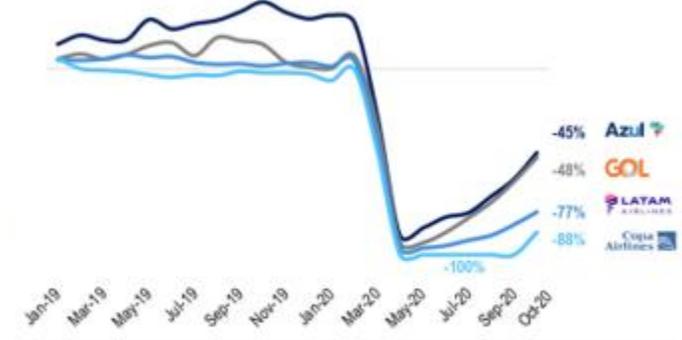
Fonte: ANAC e BTG Pactual | RPK = Passageiros-quilômetro transportados: passageiros pagantes transportados em um quilômetro. O RPK é calculado ao multiplicar-se o número de passageiros pagantes pelos quilômetros voados.

Gráfico 1: Crescimento mensal ASK m/m



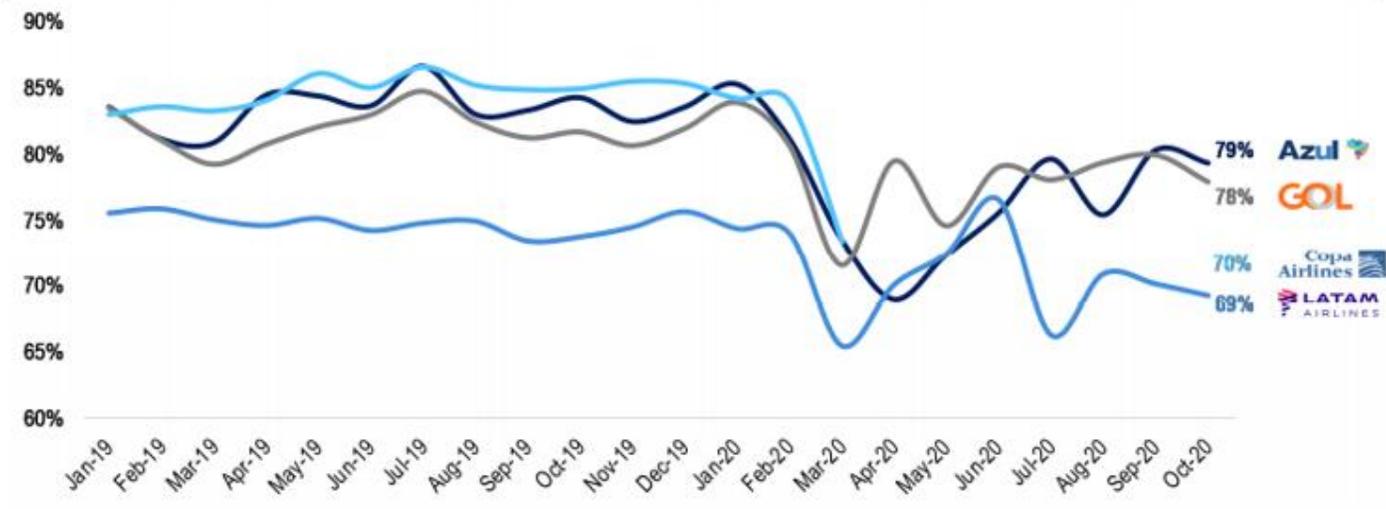
Fonte: Empresas e BTG Pactual

Gráfico 2: Crescimento mensal RPK m/m



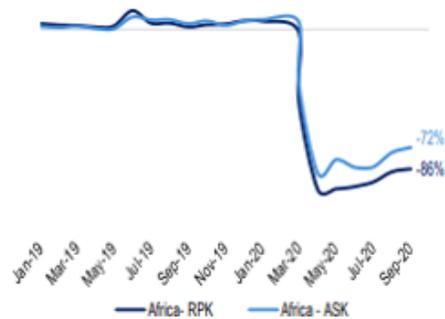
Fonte: Empresas e BTG Pactual

Gráfico 3: Evolução mensal da taxa de ocupação a/a



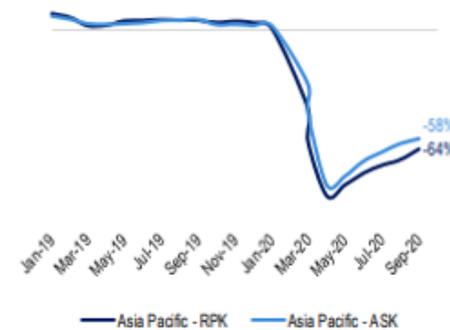
Fonte: Empresas e BTG

Gráfico 4: África - ASK e RPK crescimento a/a



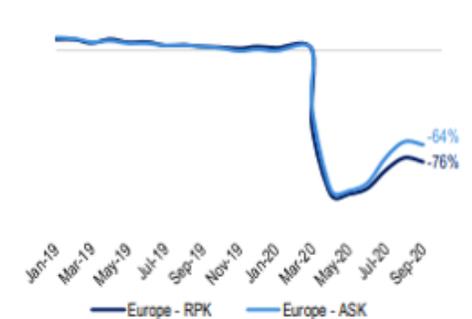
Fonte: IATA e BTG

Gráfico 5: Ásia - ASK e RPK crescimento a/a



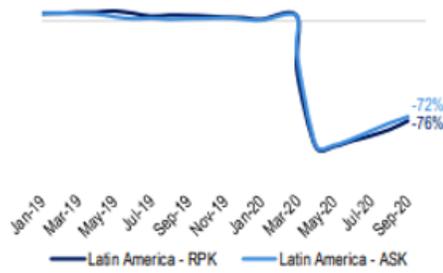
Fonte: IATA e BTG

Gráfico 6: Europa - ASK e RPK crescimento a/a



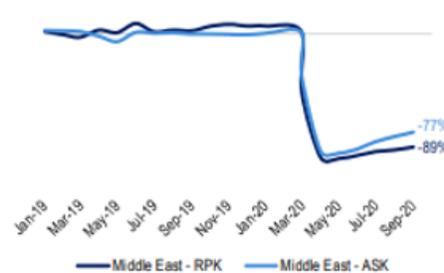
Fonte: IATA e BTG

Gráfico 7: Am. Latina - ASK e RPK crescimento a/a



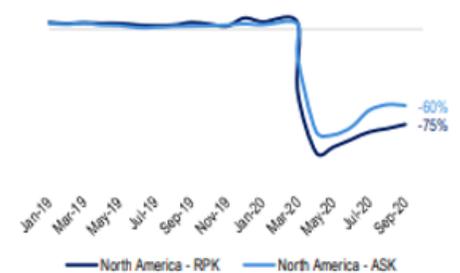
Fonte: IATA e BTG

Gráfico 8: Oriente Médio- ASK e RPK crescimento a/a



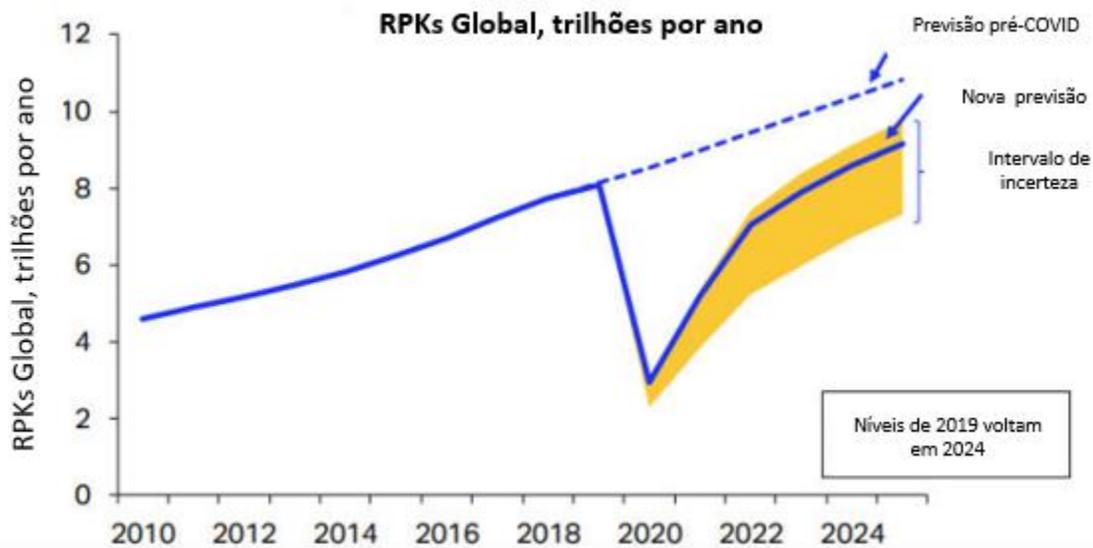
Fonte: IATA e BTG

Gráfico 9: Am. do Norte - ASK e RPK crescimento a/a



Fonte: IATA e BTG

Gráfico 10: Estimativas IATA mostram que a demanda de 2019 só irá ser alcançada em 2024

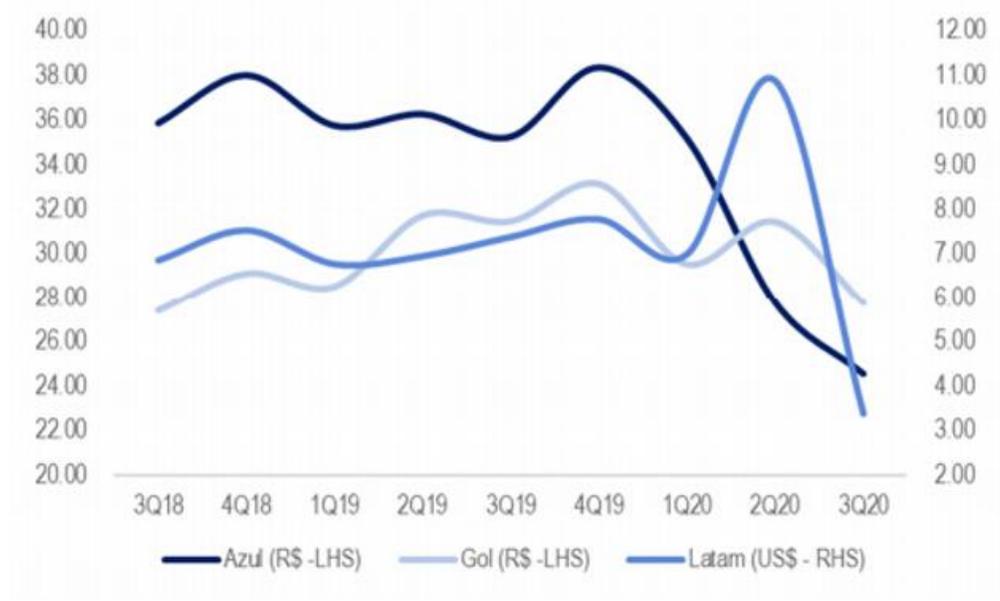


Fonte: Formulário de Relatório de Transporte Aéreo ICAO A e A - S mais estimativas ICAO e BTG Pactual

2 – Performance dos Yields

Os *yields* das companhias aéreas também foram muito impactados pela COVID, especialmente devido ao efeito da combinação (menor demanda corporativa e rotas internacionais reduzidas). Conforme mostrado abaixo, os *yields* no 3T caíram t/t, o que é explicado principalmente pela diferença no ritmo com que as companhias aéreas estão recuperando suas rotas e o tempo necessário para que as tarifas médias voadas apareçam em suas receitas. Nos últimos trimestres, Latam e Azul ofereceram os maiores descontos, enquanto a Gol ofereceu menores descontos.

Gráfico 11: Evolução trimestral dos Yields



Fonte: Empresas e BTG

3 – Alavancagem

Quando olhamos os balanços das companhias aéreas, notamos que o setor está atualmente operando em níveis elevados de alavancagem e a crise piorou consideravelmente os balanços, principalmente devido aos menores níveis de EBITDA (alavancagem média de 8,8x dívida líquida/EBITDA dos últimos 12 meses vs. 3,0x dívida líquida/EBITDA dos últimos 12 meses, antes da crise). Dentro de nossa cobertura, GOL têm a menor alavancagem, 4,0x Dívida Líquida/EBITDA, enquanto Latam e AZUL têm os maiores índices, 15,9x e 11,3x, respectivamente.

Gráfico 12: Alavancagem antes e depois da COVID (Dívida líquida/EBITDA últ. 12 meses)



Fonte: Empresas e BTG

GOL: Modelo de negócio flexível se mostra assertivo



Aumentando nosso preço-alvo de R\$27 para R\$31, Compra

Estamos elevando nosso preço-alvo de R\$ 27 para R\$ 31, com potencial de valorização de 35%. Mantemos nosso rating de Compra e a Gol continua sendo nosso Top Pick das companhias aéreas, baseado em: (i) menor exposição internacional em comparação aos pares; (ii) maior liquidez durante a crise; (iii) melhor programa de redução da frota em relação aos seus pares; (iv) melhor posicionamento para se beneficiar do downsizing e racionalização de capacidade dos concorrentes; e (v) redução gradual do risco da tese de investimento após a conclusão do pagamento do Term Loan da Delta. Em nossa opinião, novidades relativas à concessão de empréstimo do BNDES ou alternativas de financiamento devem continuar a ser um importante catalisador de curto prazo.

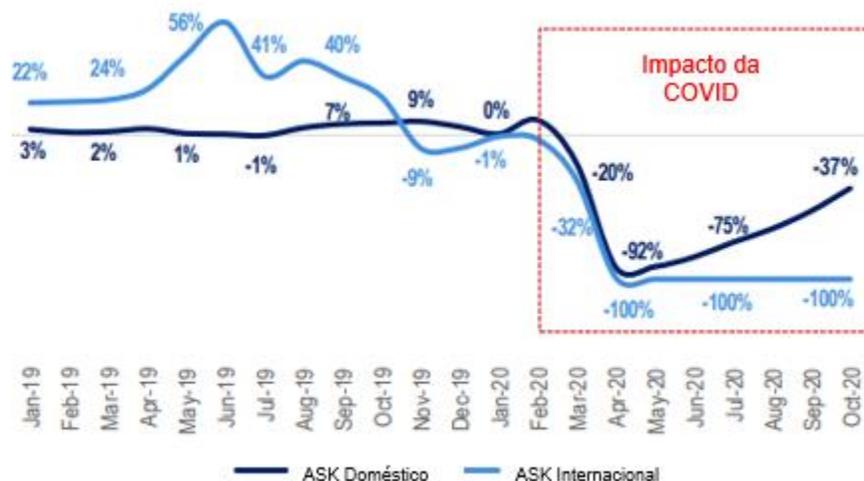
Modelo de negócios bem-sucedido; Queima de caixa estimada em R\$3 milhões/dia

Como esperado, o modelo de negócios flexível da Gol (rede menor + frota única), em conjunto com a baixa dependência de rotas internacionais, provou ser um sucesso durante a crise, garantindo uma recuperação mais rápida do que a de seus pares. A empresa também teve sucesso na implementação de várias iniciativas de redução de custos nos últimos meses, atingindo queima de caixa líquida de R\$ 1 milhão/dia (excluindo as amortizações de dívidas bancárias e juros pagos sobre títulos, uma melhoria em comparação com a queima de caixa de R\$ 3 milhões/dia). Para o restante de 2020 (novembro a dezembro), a Gol estima uma queima de caixa de aproximadamente R\$ 3 milhões/dia, um nível bastante razoável, em nossa opinião.

Capacidade deve continuar em recuperação

Em outubro, a Gol divulgou uma melhora significativa na base de comparação m/m, com ASK (Assentos-quilômetro oferecidos) crescendo 37% m/m. Em uma base anual, o ASK diminuiu 45% (vs. -60% a/a em setembro). Olhando para o futuro, a empresa espera um aumento gradual da capacidade, esperando que o ASK atinja 60% e 76% dos níveis de 2019 no 4T20 e 1T21, respectivamente; e a frota operacional média atinja 92 aeronaves no 4T20 e 102 no 1T21.

Gráfico 13: GOL - Histórico mensal ASK

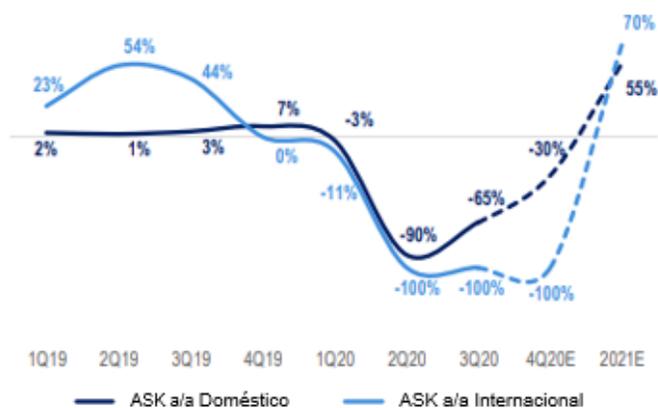


Fonte: Empresa e BTG

Novas premissas

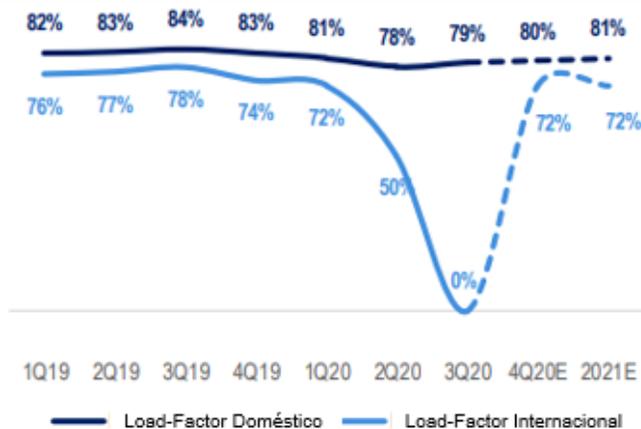
Após nossa revisão, estamos assumindo um ASK a/a consolidado de -50% e 56% durante 2020 e 2021, e uma Taxa de Ocupação (*Load Factor*) de 80% e 80% no mesmo período. Veja abaixo nosso detalhamento segmentado em doméstico e internacional.

Gráfico 14: ASK trimestral - GOL (crescimento a/a)



Fonte: Empresa e BTG

Gráfico 15: Taxa de Ocupação (Load-Factor) trimestral - GOL



Fonte: Empresa e BTG

Neste cenário, ajustamos nossas receitas líquidas 2020E e 2021E em -15% e -18% (para R\$ 6,5 bilhões e R\$ 9,8 bilhões de R\$ 7,6 bilhões e R\$ 12,0 bilhões), EBITDA em -75% e -50% (para R\$ 0,6 bilhão e R\$ 1,9 bilhão de R\$ 2,5 bilhões e R\$ 3,8 bilhões) e nosso lucro líquido em -41% e -276% (para -R\$ 6,2 bilhões e -R\$ 1,1 bilhão, de -R\$ 4,4 bilhões e R\$ 0,6 bilhões). Estamos assumindo um múltiplo alvo de 7,5x para o ano de 2022E, o que implica um preço-alvo de R\$ 31 (vs. R\$ 27 anteriormente), resultando em um potencial de valorização de 35%. Veja a tabela abaixo para mais detalhes.

Tabela 6: Resumo das mudanças com estimativas consolidadas

Financiais US\$ mi	Atual			Antigo			Diferença (%)		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
Receita Líquida	6.470	9.806	13.705	7.643	11.978	14.939	-15,4%	-18,1%	-8,3%
EBIT	-419	400	2.201	760	2.217	3.145	-155,1%	-81,9%	-30,0%
Margem EBIT (%)	-6,5%	4,1%	16,1%	9,9%	18,5%	21,1%	-16,4p.p.	-14,4p.p.	-5,0p.p.
EBITDA	617	1.923	3.806	2.470	3.830	4.427	-75,0%	-49,8%	-14,0%
Margem EBITDA (%)	9,5%	19,6%	27,8%	32,3%	32,0%	29,6%	-22,8p.p.	-12,4p.p.	-1,9p.p.
Lucro Líquido	-6.171	-1.068	431	-4.367	607	-878	-41,3%	-275,9%	-149,0%
Margem Líquida (%)	-95,4%	-10,9%	3,1%	-57,1%	5,1%	-5,9%	-38,2p.p.	-16,0p.p.	9,0p.p.

Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 7: EBIT (ano fiscal 2021) alterando Câmbio (FX) e WTI

		FX				
		4.75	5.00	5.25	5.50	5.75
WTI	39.59	863	711	559	406	254
	42.09	792	636	480	323	167
	44.59	720	560	400	240	81
	47.09	649	485	321	158	(6)
	49.59	577	409	242	75	(93)

Fonte: Empresa e BTG

Tabela 8: EBIT (ano fiscal 2021) alterando ASK e Yield

		ASK				
		46%	51%	56%	61%	66%
Yield	-8.0%	371	192	14	(165)	(344)
	-5.5%	565	386	207	28	(150)
	-3.0%	758	579	400	222	43
	-0.5%	951	772	594	415	236
	2.0%	1,145	966	787	608	430

Fonte: Empresa e BTG

Tabela 9: Preço implícito (R\$) alterando o EV/EBITDA alvo (ano fiscal 2022)

EV/EBITDA alvo (Ano fiscal 2022)	6,5x	7,0x	7,5x	8,0x	8,5x	9,0x	9,5x
EV alvo	22.837	24.740	26.643	28.547	30.450	32.353	34.256
Equity Alvo	5.287	7.190	9.093	10.996	12.899	14.802	16.705
Preço Implícito	15,00	20,00	26,00	31,00	36,00	42,00	47,00
% de potencial de valorização	-34,7%	-13%	13%	35%	57%	83%	105%

Fonte: Empresa e BTG Pactual

Azul: Mudando de Neutro para Compra; novo preço-alvo de R\$47



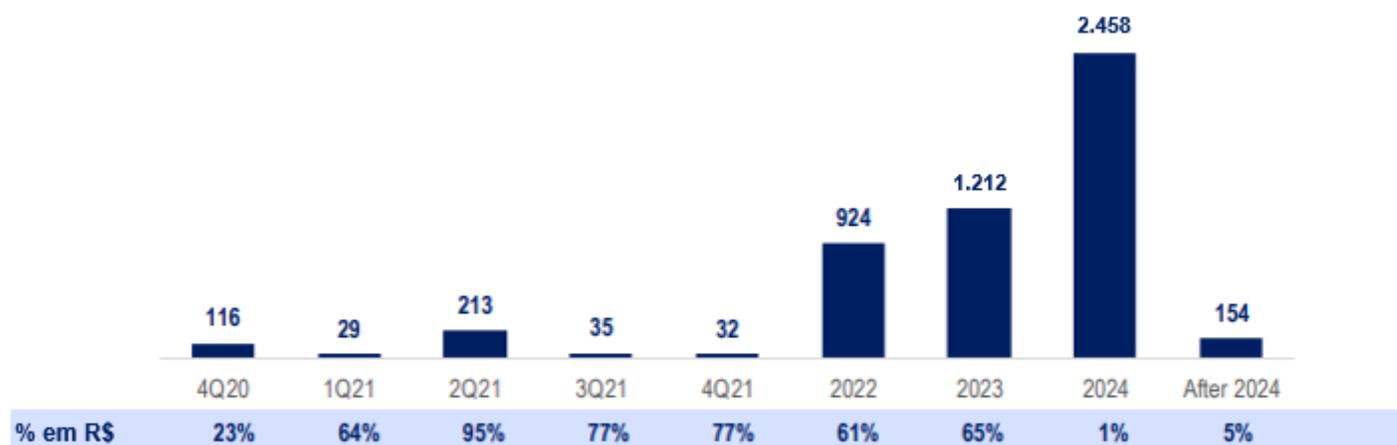
Aumentando nosso preço-alvo de R\$26 para R\$47

Estamos atualizando o rating da Azul de Neutro para Compra e aumentando nosso preço-alvo de R\$ 26 para R\$ 47, pois acreditamos que desde nosso relatório de início de cobertura em junho, a empresa apresentou um desempenho operacional mais forte do que o esperado e fez um bom trabalho em termos de gestão de passivos. Dentre as principais iniciativas da Azul para melhorar a liquidez, destacamos: (i) emissão de R\$ 1,7 bilhão em debêntures conversíveis; (ii) acordo com arrendadores proporcionando alívio de capital de giro equivalente a R\$ 3,2 bilhões desde o início da crise até dezembro de 2021; e (iii) acordos comerciais com múltiplos parceiros financeiros para alongar o prazo de pagamento de parte de sua dívida, retirando R\$ 657 milhões da dívida de curto prazo. A alavancagem continua sendo nossa principal preocupação de curto prazo, mas reconhecemos que a empresa não possui vencimento de dívida no curto prazo, o que nos deixa mais confortáveis com a recomendação.

Economia impressionante de R\$8 bilhões; expectativa de redução de queima de caixa para R\$1,5 milhão/dia

Com as iniciativas mencionadas acima, a Azul foi capaz de reduzir seu guidance de consumo médio diário de caixa para R\$ 1,5 milhão (de R\$ 2,5 milhões antes) e economizar R\$ 8 bilhões em capital de giro e queima de caixa entre março de 2020 e dezembro de 2021, sem incluir redução de custos variáveis com reduções de capacidade, número melhor do que os R\$ 7 bilhões previstos originalmente. Além disso, sinalizamos que, apesar de ter uma exposição maior do que a Gol em rotas internacionais, durante a teleconferência do 3T, a equipe de gestão da Azul mencionou que permanecerá muito conservadora em voos internacionais e se concentrará em aeronaves de fuselagem larga (Wide-body) voando internamente. Gostamos dessa decisão, dada a recuperação mais lenta esperada para voos internacionais.

Gráfico 16: Amortização da Dívida da Azul - em 30 de outubro de 2020 (R\$ milhões)



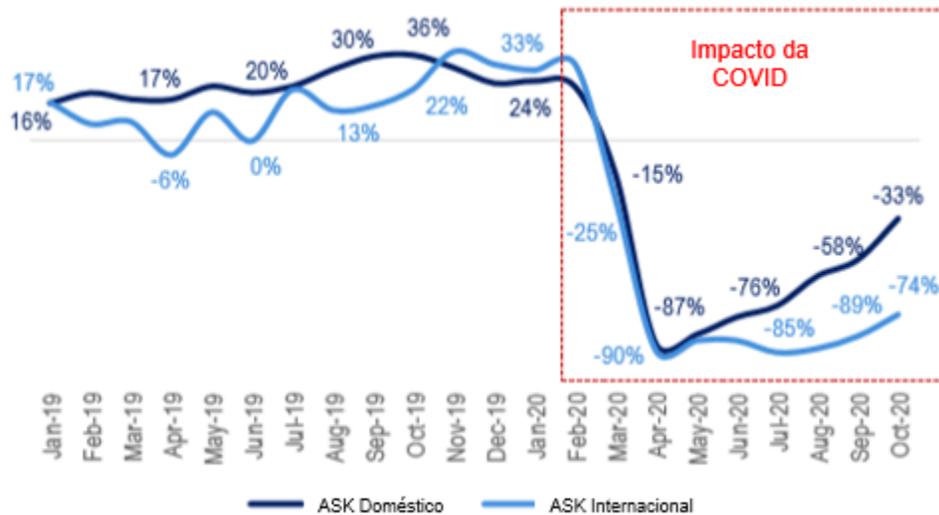
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Capacidade melhorando gradualmente; recuperação operacional mais lenta que os pares

Em outubro, os números continuaram a mostrar uma grande melhoria m/m, com ASK (Assentos-quilômetro oferecidos) caindo 42% (-46% no acumulado do ano vs. 2019), uma queda mais suave do que em setembro (-58% a/a). Para o 4T,

eles esperam uma queda de 30% a/a em base consolidada (-20% a/a para doméstico). Esta melhoria consistente em m/m confirma que o pior período em termos de ASK já ficou para trás e reforça nossa expectativa de que o desempenho do tráfego continue a se recuperar gradualmente a partir de agora, especialmente nas rotas domésticas, onde a Azul tem uma forte presença.

Gráfico 17: Azul – Histórico mensal ASK

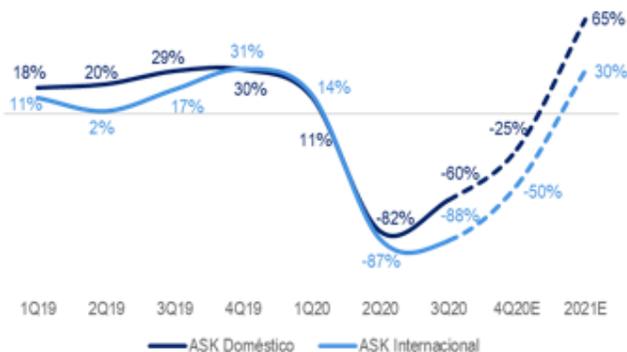


Fonte: Empresa e BTG

Novas premissas

Agora estamos assumindo um ASK anual consolidado de -44% e 59% durante 2020 e 2021, e Taxas de Ocupação (Load Factor) de 80% e 85% no mesmo período. Veja abaixo nosso detalhamento em doméstico e internacional.

Gráfico 18: Azul - ASK trimestral Azul (crescimento a/a)



Fonte: Empresa e BTG

Gráfico 19: Taxa de Ocupação (Load Factor) trimestral Azul



Fonte: Empresa e BTG

Nesse cenário, ajustamos nossas receitas líquidas de 2020E e 2021E em -9% e 25% (de R\$ 6,3 bilhões e R\$ 7,9 bilhões para R\$ 5,7 bilhões e R\$ 9,9 bilhões), EBITDA em -41% e 4% (de R\$ 1,4 bi e R\$ 2,7 bi para R\$ 0,8 bi e R\$ 2,8 bi) e nosso lucro líquido em -51% e 87% (de -R\$ 7,2 bi e -R\$ 0,4 bi para -R\$ 10,9 bi e -R\$ 0,8 bi). Estamos assumindo um múltiplo alvo de 8,0x para o ano fiscal de 2022, o que implica em um preço-alvo de R\$ 47 (vs. R\$ 26 anteriormente), um potencial de valorização de 27%. Veja a tabela abaixo para mais detalhes.

Tabela 10: Resumo das mudanças com estimativas consolidadas

Financials US\$mn	Atual			Antigo			Diferença (%)		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
Receita Líquida	5.706	9.851	12.529	6.250	7.919	12.110	-8,7%	24,4%	3,5%
EBIT	-958	1.255	1.868	25	1.372	3.241	n.m.	-8,5%	-42,4%
Margem EBIT (%)	-16,8%	12,7%	14,9%	0,4%	17,3%	26,8%	-17,2 p.p.	-4,6 p.p.	-11,9 p.p.
EBITDA	810	3.039	3.695	1.376	2.723	4.371	-41,1%	11,6%	-15,5%
Margem EBITDA (%)	14,2%	30,8%	29,5%	22,0%	34,4%	36,1%	-7,8 p.p.	-3,5 p.p.	-6,6 p.p.
Lucro Líquido	-10.914	-658	-238	-7.234	-425	847	-50,9%	-55,0%	-128,1%
Margem Líquida (%)	-191,3%	-6,7%	-1,9%	-115,7%	-5,4%	7,0%	-75,5 p.p.	-1,3 p.p.	-8,9 p.p.

Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 11: EBIT (ano fiscal 2021) alterando Câmbio (FX) e WTI

		FX				
		4.75	5.00	5.25	5.50	5.75
WTI	39.59	1,663	1,543	1,422	1,302	1,182
	42.09	1,587	1,463	1,339	1,214	1,090
	44.59	1,512	1,384	1,255	1,127	999
	47.09	1,436	1,304	1,172	1,040	907
	49.59	1,361	1,225	1,088	952	816

Fonte: Empresa e BTG

Tabela 12: EBIT (ano fiscal 2021) alterando ASK e Yield

		ASK				
		49%	54%	59%	64%	69%
Yield	-4.0%	1,229	1,069	909	749	589
	-1.5%	1,402	1,242	1,082	922	762
	1.0%	1,575	1,415	1,255	1,095	935
	3.5%	1,749	1,589	1,429	1,269	1,109
	6.0%	1,922	1,762	1,602	1,442	1,282

Fonte: Empresa e BTG

Tabela 13: Preço implícito (R\$) alterando o EV/EBITDA alvo (ano fiscal 2022)

EV/EBITDA alvo (Ano fiscal 2022)	6,5x	7,0x	7,5x	8,0x	8,5x	9,0x	9,5x
EV alvo	24.019	25.867	27.714	29.562	31.410	33.257	35.105
Equity Alvo	10.425	12.273	14.120	15.968	17.816	19.663	21.511
Preço Implícito	30,00	36,00	41,00	47,00	52,00	57,00	63,00
% de potencial de valorização	-19%	-3%	10%	26%	40%	53%	69%

Fonte: Empresa e BTG Pactual

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 de decisão 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