

## Cosan (CSAN3): O enigma da holding

### Um modelo comprovado

Nos últimos dez anos, o processo de diversificação da Cosan a transformou de uma companhia de puro açúcar e etanol em um dos maiores e mais bem-sucedidos conglomerados em operação no Brasil. Conforme os negócios operacionais amadurecem, a Cosan parece pronta para acelerar o crescimento mais uma vez. O foco é claramente a agenda ESG, que colocará à prova a capacidade da Cosan de fechar bons negócios e sustentar a excelência operacional em empresas novas e existentes do portfólio. Neste relatório estamos revisitando a história de crescimento da Cosan e atualizando nossas estimativas ao definir um novo preço-alvo de R\$ 39/ação.

### Desconto de holding versus prêmio de controle

Vemos a Cosan sendo negociada com um desconto de 18% sobre o valor de mercado de suas subsidiárias operacionais, considerando os custos de manutenção e a dívida líquida. Acreditamos que a capacidade de execução comprovada da Cosan por si só deve exigir um desconto menor. Contudo, mais do que isso, também acreditamos que ela ignora um dos principais pilares da Cosan como holding aberta: a capacidade de buscar oportunidades que muitas vezes não estão disponíveis para investidores de capital aberto. A recente joint venture de mineração é um exemplo disso. E existem outros. Além disso, a posição de controle da Cosan em todas as suas subsidiárias também poderia exigir um prêmio de controle.

### Elevando o preço alvo para R\$ 39/ação; potencial de valorização de 66%; Compra

O EBITDA da Cosan sob controle cresceu em média a um CAGR de 12% desde 2011. A base de capital expandiu em 90% e o ROIC foi em média de 10% nos últimos dez anos. E esperamos que surja um novo ciclo de crescimento, após o IPO da Raízen, novos negócios na Compass e o início de um novo ciclo de investimento por meio do Fundo de Investimento da Cosan. Vemos a Cosan sendo negociada a 10x P/L 2021, 6,3x EV/EBITDA 2021 e um FCF yield de 10% para 2021E, o que a coloca de volta a mínimos históricos e torna uma história de carregue atraente. Compra.

#### BTG Pactual – Equity Research:

##### Thiago Duarte

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Pedro Soares

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Bruno Lima

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

[Analise.Acoes@btgpactual.com](mailto:Analise.Acoes@btgpactual.com)

#### Cosan (CSAN3)

Data	16/09/2021
Ticker	CSAN3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	39,0
Preço (R\$)	23,5
Listagem	Novo Mercado

#### Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	43.965,8
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	214,74

#### Valuation:

	2021E	2022E
P/L	9,9x	9,0x
EV/EBITDA	6,3x	5,4x

#### Stock Performance:

Setembro (%)	6,8%
LTM (%)	25,9%



Valuation	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
RoIC (EBIT) %	20,0	13,2	20,1	18,2	18,8
EV/EBITDA	10,7	9,8	6,3	5,4	4,7
P/L	17,9	43,7	9,9	9,0	8,1
Dividend Yield %	0,0	0,0	5,0	5,6	6,1

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
Receita	72.980	67.855	98.602	104.477	113.512
EBITDA	5.906	6.791	13.127	15.560	16.951
Lucro Líquido	2.455	1.006	4.421	4.885	5.411
LPA (R\$)	1,31	0,54	1,18	1,31	1,45
DPA líquido (R\$)	0,00	0,00	2,90	2,47	3,50
Dívida Líquida/Caixa	-15.273	-18.001	-35.712	-36.095	-33.004

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\$ 23,55, em 15 de setembro de 2021.

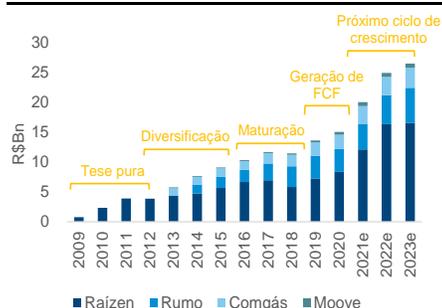
## Diversificação e crescimento tomam forma

Em algum ponto, a agilidade da Cosan e o histórico imparável de negócios nos levaram a descrevê-la como uma "metamorfose errante". Em algum outro ponto, quando o portfólio da Cosan começou a amadurecer após rodadas de integração de negócios bem-sucedidas, nós o descrevemos como "transformando-se de crescimento para valor". Os eventos recentes que culminaram na (i) conclusão da tão esperada simplificação societária, (ii) IPO da Raízen pós aquisição da Biosev, (iii) aquisição da Gaspetro da Petrobras, (iv) duas rodadas de colocação privada na Compass, e (v) a criação de uma nova joint venture no negócio de mineração de minério de ferro significa claramente para nós o início de um novo ciclo.

Nos últimos dez anos, o processo de diversificação da Cosan a transformou de puro açúcar e etanol em um dos maiores e mais bem-sucedidos conglomerados em operação no Brasil. Conforme os negócios operacionais amadurecem, a Cosan parece pronta para acelerar o crescimento mais uma vez. O foco é claramente a agenda ESG. Coloca à prova a capacidade da Cosan de fechar bons negócios e sustentar a excelência operacional em empresas existentes e novas do portfólio.

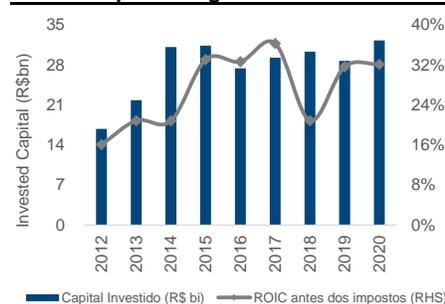
Gostamos de pensar nos processos de crescimento e amadurecimento da Cosan em fases. Depois de crescer o negócio principalmente por meio da diversificação até 2015, os negócios começaram a amadurecer. A Raízen tornou-se um forte negócio de geração de fluxo de caixa junto com Compass, Rumo e Move. Fluxos de caixa mais fortes, liderados por um ROIC mais alto, permitiram aos investidores reconhecer o valor mais forte do portfólio e o preço das ações também refletiu isso. O EBITDA sob controle cresceu em média a um CAGR de 12%. A base de capital expandiu 90% e o ROIC foi em média 10% nos últimos dez anos.

**Gráfico 1: Após diversificar e amadurecer o portfólio, a Cosan está pronta para embarcar em uma fase de desbloqueio de valor e crescimento**



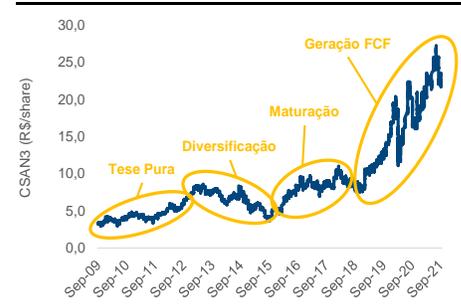
Fonte: Empresa, BTG Pactual

**Gráfico 2: Após aumentar sua base de capital investido até 2014, a Cosan tem sido capaz de melhorar o retorno sobre o capital à medida que os negócios amadurecem**



Fonte: Empresa, BTG Pactual

**Gráfico 3: Criamos o desempenho implícito da ação de todo o grupo Cosan (CSAN3 + CZZ antes da reestruturação)**



Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

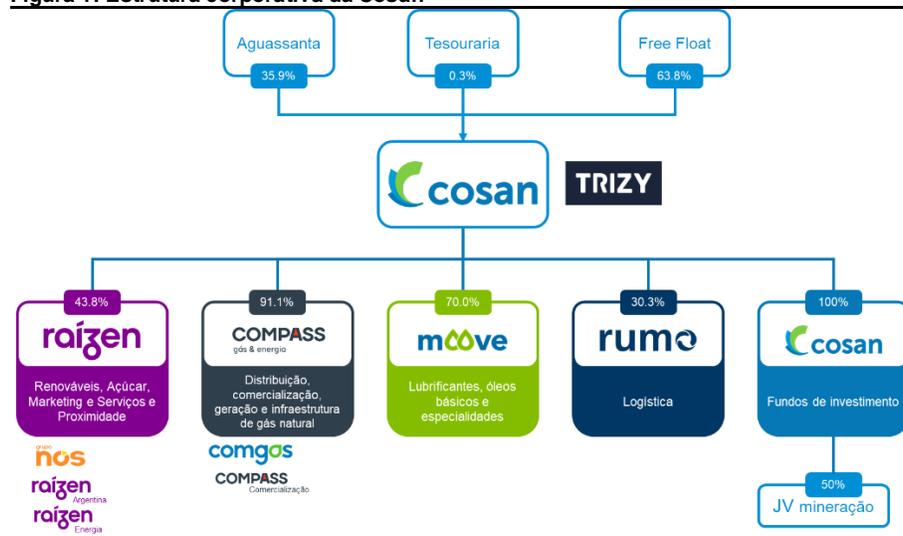
Então, quais são os desafios? Historicamente, a capacidade da Cosan de buscar o crescimento retendo e promovendo talentos enquanto construía parcerias em áreas onde era necessário construir novas competências era um ponto forte. No futuro, à medida que traz uma postura mais vanguardista para alguns de seus investimentos (energia renovável, lojas de proximidade, iniciativas digitais, novo mercado de gás, transição energética e um novo projeto - greenfield - de produção de minério de ferro), seus novos empreendimentos demandarão capacidade para desenvolver competências internas. Além disso, à medida que a Cosan cresce e se torna mais difícil para a holding supervisionar todos os aspectos de cada negócio, a independência e a capacidade das empresas operacionais de alocar capital, tempo e estratégia de forma eficiente serão colocadas à prova.

## O enigma do desconto de holding

Outro aspecto importante da Cosan como empresa de capital aberto é como nós e os investidores lidamos com os descontos frequentemente associados às holdings. A compensação entre possuir uma participação nas entidades operacionais diretamente vis-à-vis uma participação na holding é um debate diário. No Brasil, nossa percepção é que as holdings costumam negociar com um desconto de cerca de 20% sobre o valor de sua soma das partes. Acreditamos que isso decorra do fato de os investidores exigirem um desconto por possuir uma participação em uma empresa que está pelo menos um passo à frente do fluxo de dividendos gerado pelas subsidiárias operacionais. No caso da Cosan, acreditamos que esse debate merece uma discussão mais criteriosa.

Em relação ao projeto de reforma do imposto de renda em análise no Congresso Nacional, onde os dividendos poderiam passar a ser tributados em 15% (conforme o último projeto apresentado e votado), nosso entendimento é que a Cosan receba dividendos isentos de impostos dada a sua posição de controle na todas as suas subsidiárias, e que os dividendos só devem ser tributados quando a Cosan distribuir seus próprios dividendos aos acionistas.

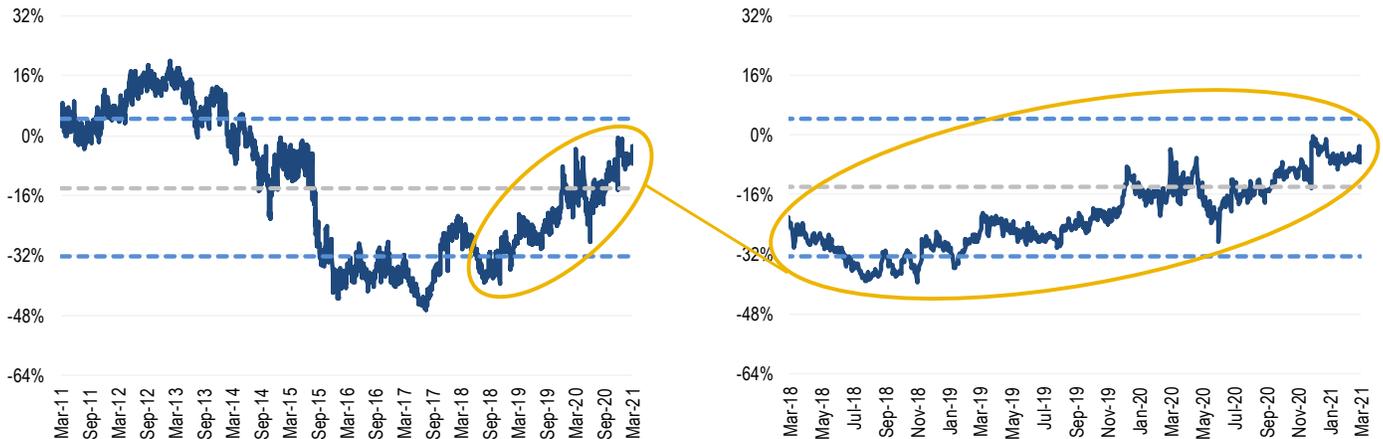
Figura 1: Estrutura corporativa da Cosan



Fonte: Empresa, BTG Pactual

A Cosan recentemente descreveu seu portfólio como tendo duas partes: (i) um portfólio permanente, compreendendo suas posições de longo prazo na Raízen, Compass / Comgás, Moove e Rumo; e (ii) um novo fundo de investimento. Esta última é, sem dúvida, uma posição em que a Cosan buscará investimentos oportunistas em empreendimentos onde acredita que pode agregar valor. É o caso da nova JV de Mineração. Portanto, mais do que investir em uma holding, os investidores da Cosan estão investindo em um gestor comprovado, muitas vezes capaz de encontrar e lidar com oportunidades que os investidores de ações públicas não fariam.

**Gráfico 4: O desconto médio de 10 anos entre CZZ e sua op. cos foi de 14%; e perto de zero com a conclusão da reestruturação societária da CSAN**



Fonte: Empresa, Bloomberg, BTG Pactual

**Tabela 1: Vemos a CSAN3 atualmente sendo negociada com um desconto de 18% em relação ao preço de mercado para suas subsidiárias operacionais**

Desconto CSAN para o valuation de Soma das Partes	Valor, R\$MM	WI	CSAN particip., R\$MM
Raízen @ market	74.952	44%	<b>32.979</b>
Rumo @ market	33.748	30%	<b>10.124</b>
Compass @ capitalização recente	18.750	88%	<b>16.500</b>
Moove @ BTGe NAV	7.646	70%	<b>5.352</b>
Holding 2T21 div. líquida + NPV de despesas corporativas	(11.204)	100%	<b>(11.204)</b>
<b>CSAN3 Soma das Partes</b>			<b>53.751</b>
<b>CSAN3 @ market</b>			<b>43.991</b>
<i>Desconto de mercado</i>			<i>-18%</i>

Fonte: Empresa, Bloomberg, BTG Pactual

## Avaliando a Cosan

Por vários anos, nossa visão da Cosan era de uma história de expansão de múltiplo, ou seja, que o mercado ainda não havia percebido como cada subsidiária operacional havia se transformado em fortes geradores de fluxo de caixa que desalavancariam e reduziriam o risco da empresa controladora listada. Agora, não apenas a história de reavaliação permanece em vigor (marcada por um rendimento de fluxo de caixa de 10%), como também vemos muito valor a ser capturado pela capacidade de alocação de capital da Cosan para seu próximo ciclo de crescimento.

**Raízen.** Estamos incorporando o valor de nosso relatório de iniciação publicado recentemente no RAIZ4, onde avaliamos a Raízen em R\$ 115 bilhões, ajustado pela participação econômica da Cosan de 44%. Não estamos assumindo nenhum prêmio de controle, embora isso possa ser conservador no longo prazo, visto que vemos o controle da Shell sobre a Raízen potencialmente aumentando substancialmente ao longo do tempo. A Shell é uma empresa petrolífera potencialmente desesperada por mais exposição às energias renováveis. Acreditamos que isso pode potencialmente mudar a percepção de valor que a Cosan e a Shell têm sobre a Raízen.

**Compass.** Atualmente, estamos apenas incorporando o valor da Comgás em nosso modelo, enquanto deixamos o valor de Compass e as atividades de comercialização fora da conta (opcionalidades). Também não estamos assumindo qualquer acréscimo de valor a partir da aquisição da Gaspetro, pendentes de aprovações regulatórias e potenciais direitos de

preferência de outros acionistas da Gaspetro e/ou governos estaduais. Dito isso, gostamos muito do modelo de negócios construído em torno da Compass e da aquisição da própria Gaspetro, que vemos como uma plataforma única para conectar de maneira eficiente a oferta e a demanda de gás em um cenário regulatório cada vez melhor do mercado de gás. Assim que tivermos dados mais granulares para prever as receitas de comercialização e comercialização da Compass, nós o faremos. A Cosan agora deve deter 88% do capital da Compass, após duas rodadas recentes de aumento de capital privado. O Compass também é um potencial IPO que abre ainda mais valor para a Cosan, semelhante ao que a Raízen fez.

**Rumo.** Após a reestruturação societária recentemente concluída, a Rumo agora é uma subsidiária da Cosan, com uma participação de 30%. As ações da Rumo (RAIL3) são cobertas pela equipe de Transportes do BTG Pactual, com uma recomendação de Compra e um preço alvo de R\$ 27/ação, que estamos incorporando em nossa avaliação de soma das partes.

**Moove.** Estamos fazendo alguns ajustes em nossas estimativas aqui, após vários trimestres de resultados melhores do que o esperado. Moove também é um potencial IPO no médio prazo que também pode desbloquear mais valor da Cosan.

**Tabela 2: Nosso novo valuation de Soma das Partes resulta em um preço-alvo de R\$ 39/ação para CSAN3, implicando em um potencial de valorização de 66%**

CSAN3 (R\$m)	WI	Equity value R\$ m i	R\$/ação	Implícito	2022E	Comentários
Ativos totais						
Raízen	44%	51.009	27,3	EV/EBITDA	8,7	Renováveis, Açúcar, Distribuição de Combustíveis e Proximidade
Comgás	88%	17.081	9,1	EV/EBITDA	7,9	Concessão de distribuição de gás
Moove	70%	5.352	2,9	EV/EBITDA	11,1	Lubrificantes
Rumo	30%	14.945	8,0	EV/EBITDA	13,2	Ferrovia e logística
Outros Negócios	100%	(15.501)	(8,3)	EV/EBITDA	23,1	Despesas corporativas + dívida detida pela controladora.
<b>Net asset value</b>		<b>72.887</b>	<b>39,0</b>			<b>Valuation Soma das Partes</b>
<b>Preço-alvo</b>		<b>72.887</b>	<b>39,0</b>			<b>Rounded 12-month forward TP</b>
<b>Mkt Cap</b>		<b>43.991</b>	<b>23,6</b>			
<b>Potencial de valorização</b>			<b>66%</b>			

Fonte: BTG Pactual

Definimos um preço-alvo de R\$ 39/ação para CSAN3, com base no valor alvo para todas as subsidiárias operacionais, bem como custos e dívida alocados no nível da holding. Não estamos assumindo nenhum tipo de desconto de holding, que acreditamos mais do que acomoda as vantagens acima mencionadas que enxergamos vindo de diferentes direções e subsidiárias, e que poderia aumentar ainda mais o valor da Cosan. Recomendamos a Compra com base em um potencial de valorização de 66%, o que a torna uma sólida história de longo prazo dentro do setor

**Tabela 3: Nossas principais estimativas para a Cosan e suas unidades de negócios**

<b>CSAN, R\$ mn</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>Receita Líquida</b>	<b>98.602</b>	<b>104.477</b>	<b>113.512</b>	<b>124.768</b>	<b>132.588</b>
CPV	(85.189)	(88.602)	(96.211)	(105.997)	(111.714)
<b>Lucro Bruto</b>	<b>13.413</b>	<b>15.875</b>	<b>17.301</b>	<b>18.772</b>	<b>20.874</b>
Desp. De Vendas, Gerais & Adm.	(5.200)	(5.566)	(5.987)	(6.274)	(6.621)
Outros	121	(129)	(134)	(139)	(145)
<b>EBITDA ajust.</b>	<b>13.127</b>	<b>15.560</b>	<b>16.951</b>	<b>18.391</b>	<b>20.406</b>
Depreciação & Amortização	5.186	5.380	5.771	6.033	6.297
<b>EBIT</b>	<b>8.334</b>	<b>10.180</b>	<b>11.180</b>	<b>12.358</b>	<b>14.108</b>
Resultados financeiros	(2.098)	(3.093)	(3.403)	(2.972)	(2.564)
Equivalência patrimonial	9	(17)	(13)	3	34
<b>Lucro antes de impostos</b>	<b>6.236</b>	<b>7.087</b>	<b>7.777</b>	<b>9.386</b>	<b>11.544</b>
Imposto de Renda	(1.651)	(1.993)	(2.151)	(3.132)	(3.906)
Minoritários	(173)	(192)	(203)	(225)	(250)
<b>Lucro Líquido</b>	<b>4.421</b>	<b>4.885</b>	<b>5.411</b>	<b>6.032</b>	<b>7.422</b>
Margem Bruta	13,6%	15,2%	15,2%	15,0%	15,7%
Margem EBITDA ajust.	13,3%	14,9%	14,9%	14,7%	15,4%
Margem Operacional	8,5%	9,7%	9,8%	9,9%	10,6%
Margem líquida	4,5%	4,7%	4,8%	4,8%	5,6%

<b>Divisões</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>Receita líquida, R\$ milhões</b>					
Raízen*	165.035	184.894	199.352	219.907	232.048
Rumo	8.438	9.497	11.176	12.410	13.644
Comgás	10.442	11.300	12.086	12.933	13.843
Moove	6.070	6.565	7.101	7.681	8.307
<b>EBITDA ajust., R\$ milhões</b>					
Raízen	12.079	16.291	16.530	17.337	19.340
Rumo	4.281	4.848	5.834	6.640	7.485
Comgás	2.948	3.052	3.369	3.615	3.878
Moove	666	679	679	738	806
Others	(210)	(204)	(216)	(227)	(238)
<b>Margens EBITDA ajust.</b>					
Raízen	7,3%	8,8%	8,3%	7,9%	8,3%
Raízen Energy* (US\$/ton)	19	26	25	25	29
Raízen Fuels Brazil (R\$/m3)	98	103	107	112	119
Raízen Argentina (US\$/m3)	59	43	39	38	37
Comgás	28,2%	27,0%	27,9%	28,0%	28,0%
Moove	11,0%	10,3%	9,6%	9,6%	9,7%

Fonte: Empresa, 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 BTGPactual 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 BTGPactual 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 e 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 BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual digital e os seus clientes. O BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTGPactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTGPactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTGPactual 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 BTGPactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTGPactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTGPactual 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 BTGPactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTGPactual 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 BTGPactual 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)