

Shoppings

Permanecemos otimistas no setor

Atualizando nossos números após o forte segundo trimestre e fatos recentes

Estamos revisando nossos números para Iguatemi, Multiplan e SYN devido aos resultados do primeiro semestre e uma perspectiva mais otimista para o ano (os resultados do primeiro semestre foram muito mais fortes do que esperávamos, e o segundo semestre está se desenvolvendo bem, apesar das expectativas de desaceleração). A combinação de (i) portfólios de shoppings premium (muito resilientes em meio a um cenário macro difícil); (ii) forte crescimento dos lucros (maiores receitas de aluguel mais do que compensando maiores despesas com juros); e (iii) valuations atrativos (em todas as métricas, incluindo múltiplos, TIR, valor de liquidação etc.) nos mantêm otimistas sobre o setor, embora o potencial de alta seja menor agora do que no início do ano.

Taxas de juros maiores são definitivamente um vento contrário ao setor...

Apesar do sólido desempenho operacional, a recente alta das taxas de juros (Selic em 13,75% a.a.) impediu que as ações do setor apresentassem uma recuperação mais forte – a Multiplan superou facilmente o Ibovespa no acumulado do ano (+35% vs. +12%), o Iguatemi teve desempenho inferior vs Multiplan (+21% no acumulado do ano) e a SYN teve um desempenho inferior ao Ibovespa (-23% no acumulado do ano). Como os shoppings são vistos como "proxies de títulos de long duration" e as despesas com juros são um importante "componente de custo", as ações do setor tendem a ter desempenho inferior em cenários de aumento das taxas, que desta vez foi mais do que compensado pelo forte crescimento do EBITDA (aluguéis se recuperaram bem). Além disso, as taxas de juros devem começar a cair entre o 2º e o 3º trimestre do próximo ano, o que deve ser positivo para o setor.

...mas o EBITDA vem crescendo bem com as vendas dos lojistas disparando

Como o cenário pós-Covid ainda era muito incerto até alguns meses atrás, os números recentes de SSS (vendas em mesmas lojas) foram uma agradável surpresa para a maioria dos investidores (inclusive para nós). Esse forte desempenho reforçou que: (i) o negócio de shoppings é altamente resiliente, principalmente após sair de um "teste de estresse" sem precedentes induzido pela Covid-19; (ii) o e-commerce não é uma grande ameaça aos shoppings brasileiros; (iii) portfólios de shoppings premium tendem a ter desempenho superior em cenários difíceis; (iv) as empresas listadas estão muito bem posicionadas no setor; e (v) ainda há opções de crescimento (principalmente via M&A). Assim, estamos aumentando nossos números após um 1S forte, apesar de ainda estarmos mais conservadores no 2S22.

Reafirmando nossa visão positiva do setor; Iguatemi é a nossa escolha principal

Revisamos nossos resultados e modelo de valuation para três operadoras de shopping centers (Iguatemi, Multiplan e SYN), e planejamos revisar ALSO + BRML em breve (pós-fusão). Também reiteramos nossa recomendação de Compra em Iguatemi e Multiplan devido ao forte momento operacional e valuations atrativos – a Iguatemi está sendo negociada a 12,5x P/FFO 2023E e a Multiplan a 14,2x (spread vs. benchmarks acima do nível histórico para ambos). Nossa preferência relativa é a Iguatemi devido ao seu desconto para a Multiplan (a TIR real é ~150bps maior). Também estamos revisando nossos números para a SYN (após a venda do portfólio) enquanto rebaixamos a ação para Neutro (de Compra). Embora não

Analistas

Gustavo Cambauva

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Elvis Credendio

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Bruno Tomazetto

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Luis Mollo

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

achemos que a ação pareça cara (já que está sendo negociada a 12,5x P/FFO 2023E), acreditamos que seja menos atraente do que seus pares, devido ao seu menor volume de negociação e maior alavancagem.

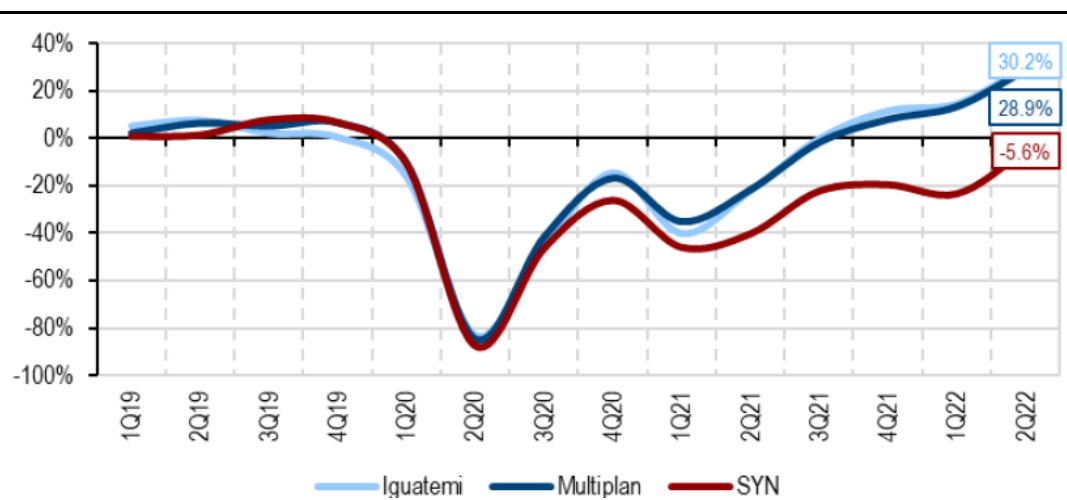
Continuamos otimistas com as ações de shoppings brasileiros

O desempenho de vendas dos shoppings tem sido sólido...

A Covid-19 levou os investidores a se preocuparem com o desempenho operacional dos shoppings globais devido a (i) restrições rígidas à mobilidade urbana; e (ii) e-commerce roubando participação de mercado dos varejistas.

Após vários meses difíceis, quando muitos shoppings foram totalmente fechados e/ou operando sob restrições estritas, as vendas dos inquilinos se recuperaram bem. Conforme demonstrado abaixo, as vendas dos lojistas dos shoppings brasileiros se recuperaram acentuadamente, com vendas/m² já superando os níveis pré-Covid no 2º trimestre para a maioria dos players.

Gráfico 1: As vendas totais se recuperaram bem (crescimento a/a)



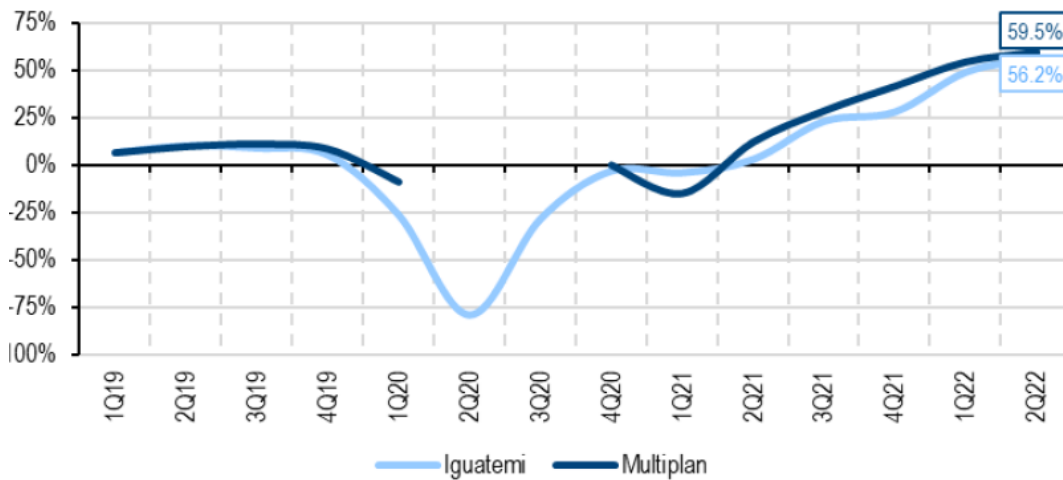
Fonte: Empresas, BTG Pactual

...conduzindo uma forte recuperação nos aluguéis...

Após a forte recuperação nas vendas dos lojistas, as operadoras de shopping centers eliminaram gradualmente os descontos concedidos aos lojistas durante a pandemia, impulsionando uma forte recuperação nas receitas de aluguel. Conforme mostrado abaixo, os aluguéis das mesmas lojas (SSR) são significativamente maiores do que os níveis pré-covid (o SSR do 2T22 foi de +56% vs. 2T19 para Iguatemi e +60% para Multiplan).

Mais importante, as empresas listadas conseguiram repassar quase toda a inflação do IGP-M acumulada nos últimos 3 anos (2T19-2T22), um feito notável para qualquer setor, principalmente em um cenário de inflação tão alta nos últimos anos. E no segundo trimestre, o SSR estava acima do IGP-M, mostrando um sólido crescimento real de aluguel.

Gráfico 2: Aluguéis das mesmas lojas também tem sido sólido (crescimento anual)



Fonte: Empresas, BTG Pactual

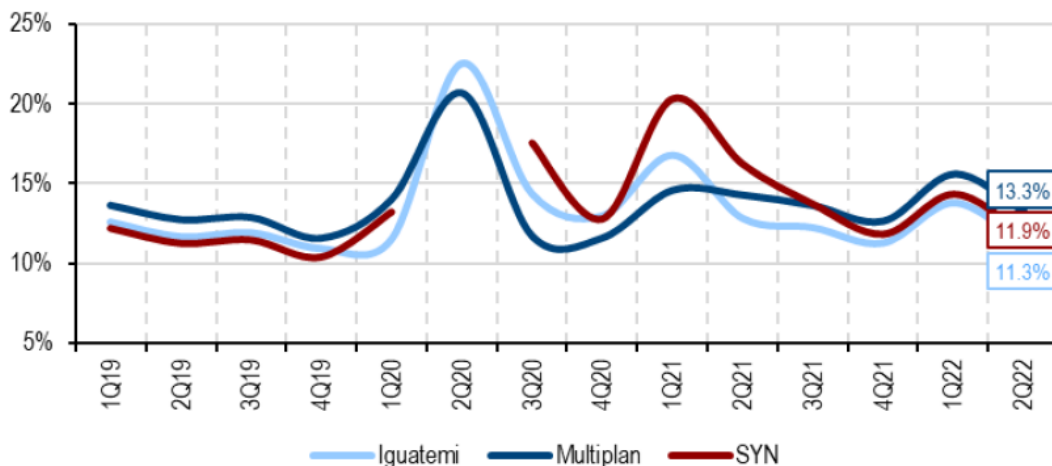
...mantendo portfólios de shopping saudáveis

Apesar do forte aumento dos aluguéis, os operadores de shoppings têm conseguido manter fortes indicadores operacionais em todas as métricas. Os custos de ocupação dos inquilinos (em % das vendas) já voltaram aos níveis pré-covid, enquanto as taxas de inadimplência e ocupação estão também muito saudáveis, reforçando que o aumento de aluguel é sustentável.

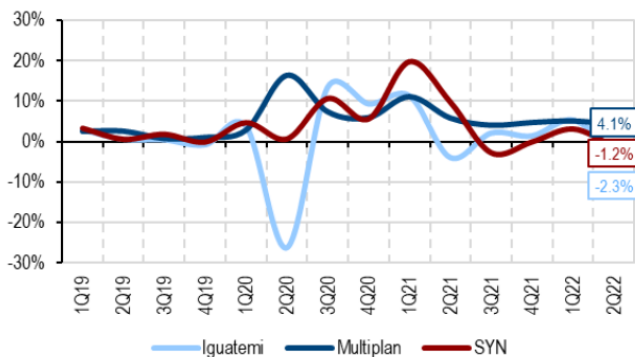
Com um bom cenário para a maioria dos indicadores operacionais (como dito acima, todas as empresas que cobrimos têm registrado fortes números), acreditamos que o momento de resultados deve permanecer sólido para os shoppings, com o lucro líquido continuando a surpreender positivamente os investidores. Assim, reiteramos nossa visão positiva sobre o setor, especialmente para os shoppings voltados para o consumidor de alta renda.

Acreditamos que o 2S22 deve ser mais desafiador em termos de crescimento da receita devido a: (i) base de comparação mais difícil do que o primeiro semestre (menos restrições do Covid-19 durante o 2S21); e (ii) a desaceleração econômica esperada (taxas de juros mais altas), embora isso deva ser parcialmente compensado pelos “vouchers” de consumo no 2S.

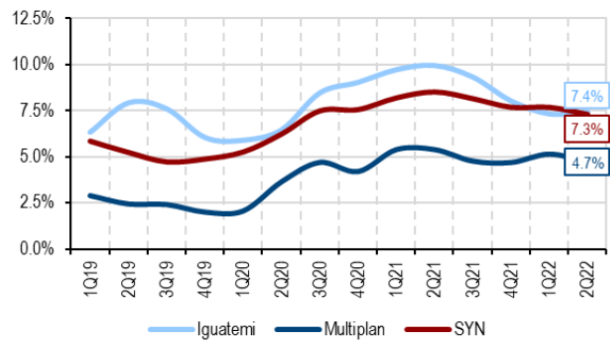
Gráfico 3: Custo de ocupação dos inquilinos (como % das vendas)



Fonte: Empresas, BTG Pactual

Gráfico 4: A taxa de inadimplência está diminuindo...


Fonte: Empresas e BTG Pactual

Gráfico 5: e a vacância já voltou aos seus mínimos


Fonte: Empresas e BTG Pactual

Revisando nossas estimativas para Iguatemi, Multiplan e SYN

Devido às perspectivas positivas do setor, estamos ajustando nossas estimativas de resultados e modelos de valuation para Iguatemi, Multiplan e SYN. Reiteramos nossas recomendações de Compra em Iguatemi e na Multiplan devido (i) ao forte momento dos resultados; (ii) portfólios de shoppings premium; e (iii) valuations atrativos. Enquanto isso, estamos rebaixando a SYN para Neutro devido a múltiplos menos atraentes, maior alavancagem e menor liquidez.

Conforme mostrado abaixo, estamos aumentando nossa estimativa de EBITDA ajustado para 2022-23, principalmente devido (i) à incorporação dos fortes resultados do 2T22 da empresa em nossos modelos; (ii) maior repasse da inflação; (iii) margens sólidas com base no rígido controle de custos; e (iv) atividade recente de M&A no setor. Dito isso, maiores despesas com juros compensaram parcialmente nossas estimativas de FFO.

Gráfico 6: Iguatemi - Principais mudanças em nossas projeções (2022-2024E)

	2022			2023			2024		
	New	Old	Chg %	New	Old	Chg %	New	Old	Chg %
Net Revenues	1,102	849	30%	1,283	926	38%	1,396	937	49%
Adjusted EBITDA	722	608	19%	870	668	30%	969	677	43%
FFO	390	357	9%	515	419	23%	656	502	31%

Fonte: Empresas, BTG Pactual

Gráfico 7: Multiplan - Principais mudanças em nossas projeções (2022-2024E)

	2022			2023			2024		
	New	Old	Chg %	New	Old	Chg %	New	Old	Chg %
Net Revenues	1,891	1,492	27%	2,053	1,686	22%	2,204	1,807	22%
Adjusted EBITDA	1,356	1,079	26%	1,532	1,260	22%	1,655	1,359	22%
FFO	954	858	11%	1,007	952	6%	1,164	1,040	12%

Fonte: Empresas, BTG Pactual

Gráfico 8: Multiplan - Principais mudanças em nossas projeções (2022-2024E)

	2022			2023			2024		
	New	Old	Chg %	New	Old	Chg %	New	Old	Chg %
Net Revenues	322	443	-27%	401	499	-20%	450	572	-21%
Adjusted EBITDA	154	284	-46%	238	328	-27%	279	375	-26%
FFO	(20)	179	-111%	62	207	-70%	112	246	-55%

Fonte: Empresas, BTG Pactual

Mantemos nossa recomendação de Compra em Iguatemi e na Multiplan, pois os valuations parecem atrativos em todas as métricas: (i) ações são negociadas abaixo do valor de liquidação (NAV e EV/m²); (ii) P/FFO e cap rate estão atrativos; e (iii) TIR real de dois dígitos oferece spread altos nas taxas de juros. No entanto, também estamos rebaixando a SYN para Neutro devido a (i) índices de alavancagem mais altos; (ii) múltiplos de valuation mais elevados; e (iii) menor liquidez.

Recentemente, vimos um declínio nas taxas reais de longo prazo (-50bps) que não se refletiu totalmente no desempenho das ações, tornando os valuations mais atraentes. E como o Iguatemi parece mais atraente em termos relativos (após o desempenho superior de MULT3, o IGT11 está sendo negociado com descontos P/FFO de 25% para 2024E), é nosso nome preferido neste momento.

Iguatemi (Recomendação de Compra; Preço-alvo de R\$ 29/ação)

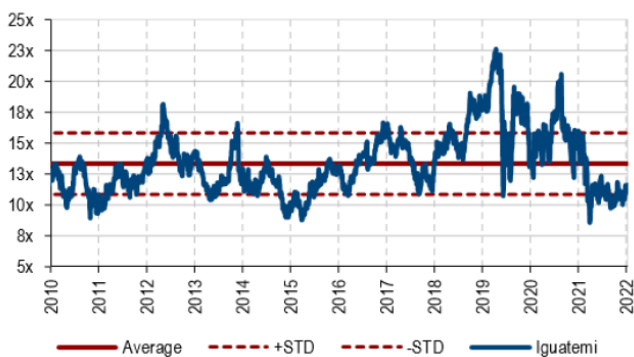
Na tabela abaixo, apresentamos nossas projeções de resultados revisadas para a Iguatemi. Com base em nossas estimativas, a ação está sendo negociada a 9x EV/EBITDA 2023E e 12,5x P/FFO 2023E, o que parece bastante atraente. Mas, mais importante, vemos as ações sendo negociadas a uma TIR implícita de 10,5%, um spread de ~ 450bps na taxa de referência.

Estamos definindo nosso preço-alvo de 12 meses em R\$ 29/ação, oferecendo um sólido potencial de 35% sobre o último preço de fechamento e justificando nossa recomendação de Compra em Iguatemi. Nosso preço-alvo é baseado em DCF, utilizando um custo de capital próprio de 13,9% e um crescimento de perpetuidade de 4,8%, ambos em reais nominais.

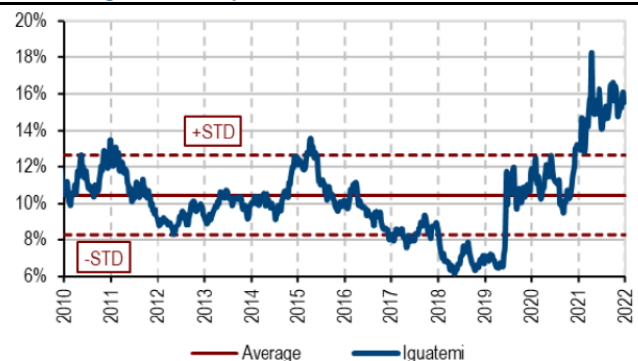
Gráfico 9: Iguatemi - Resumo das nossas estimativas de P&L (em R\$ milhões)

DRE	2021	2022E	2023E	2024E
Receita Líquida	758.768	1.101.591	1.282.930	1.395.720
Custos operacionais	(386.705)	(447.836)	(516.688)	(554.182)
Resultados brutos	372.063	653.755	766.242	841.538
Despesas operacionais	(49.816)	(91.934)	(102.013)	(106.887)
EBIT	322.247	561.821	664.229	734.651
EBITDA	478.605	721.830	869.847	969.167
Resultado Financeiro Líquido	(136.610)	(264.747)	(270.402)	(184.977)
Lucro antes dos impostos (EBT)	425.223	41.082	393.826	549.674
Imposto de Renda/Contribuição Social	(81.141)	(62.718)	(78.765)	(122.744)
Participação dos minoritários	(2.113)	(4.756)	(5.252)	(5.509)
Lucro Líquido	341.969	(26.392)	309.809	421.421
Fundos de Operações (FFO)	258.741	389.609	515.427	655.937
Margem EBITDA	63,1%	65,5%	67,8%	69,4%
Margem FFO	34,1%	35,4%	40,2%	47,0%
LPA	1,295	(0,094)	1,033	1,405
FFOPS	0,980	1,383	1,718	2,187
Lucro Operacional Líquido (NOI)	677.717	889.923	1.028.319	1.112.293
NOI incluindo key money	705.782	914.492	1.057.023	1.142.133

Fonte: Empresas, BTG Pactual

Gráfico 10: Iguatemi - Histórico 2 anos de P/FFO


Fonte: Empresas e BTG Pactual

Gráfico 11: Iguatemi - Cap rate histórico de 2 anos


Fonte: Empresas e BTG Pactual

Multiplan (Recomendação de Compra; Preço-alvo de R\$31/ação)

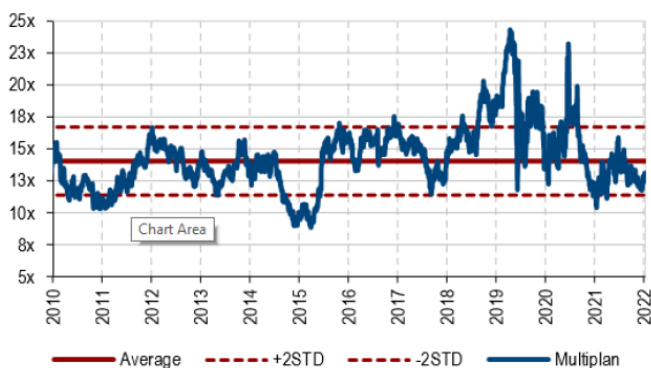
Também estamos revisando nossas estimativas para a Multiplan (gráfico 12 abaixo). Vemos as ações negociando em 10x EV/EBITDA 2023E e 14,2x P/FFO 2023E, o que parece atraente. Além disso, de acordo com nossas estimativas, a ação é negociada a uma sólida TIR real ~9% (~300bps spread na taxa de referência local).

Nosso novo preço-alvo de 12 meses é de R\$ 31/ação (25% de potencial de alta sobre o último preço de fechamento), o que vemos como um excelente ponto de entrada para a Multiplan, justificando a nossa classificação de Compra da ação. Nosso preço-alvo é baseado em DCF, utilizando um custo de capital próprio de 13,0% e crescimento de perpetuidade de 4,8%, ambos em reais nominais.

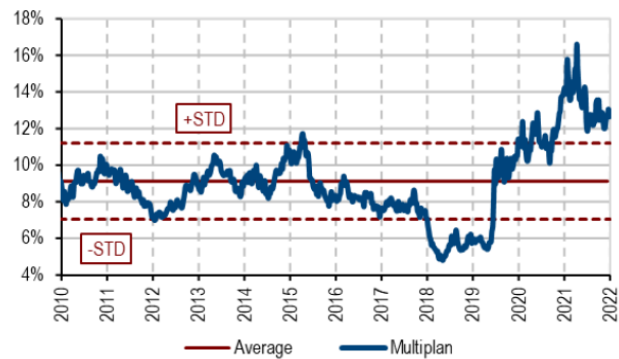
Gráfico 12: Multiplan- Resumo das nossas estimativas de P&L (em R\$ milhões)

DRE	2021	2022E	2023E	2024E
Receita Líquida	1.362.492	1.890.574	2.053.354	2.204.219
Custos operacionais	(392.417)	(462.542)	(446.162)	(469.203)
Resultados brutos	970.075	1.428.031	1.607.192	1.735.016
Despesas operacionais	(264.813)	(278.975)	(290.499)	(300.533)
EBIT	705.262	1.149.056	1.316.693	1.434.483
EBITDA	863.737	1.356.446	1.531.715	1.654.981
Resultado Financeiro Líquido	(113.956)	(272.637)	(302.261)	(227.479)
Lucro antes dos impostos (EBT)	494.033	854.261	1.014.431	1.207.004
Imposto de Renda/Contribuição Social	(41.334)	(98.692)	(222.026)	(263.463)
Participação dos minoritários	402	(134)	(149)	(157)
Lucro Líquido	453.101	755.436	792.257	943.384
Fundos de Operações (FFO)	653.827	953.955	1.007.278	1.163.882
Margem EBITDA	63,4%	71,7%	74,6%	75,1%
Margem FFO	48,2%	51,6%	49,1%	52,8%
LPA	0,765	1,318	1,384	1,648
FFOPS	1,104	1,665	1,760	2,034
Lucro Operacional Líquido (NOI)	1.171.893	1.637.068	1.836.811	1.976.952
NOI incluindo key money	1.157.873	1.652.361	1.871.332	2.022.838

Fonte: Empresas, BTG Pactual

Gráfico 13: Multiplan- Histórico 2 anos de P/FFO


Fonte: Empresas e BTG Pactual

Gráfico 14: Multiplan- Cap rate histórico de 2 anos


Fonte: Empresas e BTG Pactual

SYN (Recomendação Neutro; Preço-alvo de R\$ 6,5/ação)

Estamos revisando a nossa tese de investimento para a SYN após a grande venda do portfólio no 1T22 (a empresa vendeu a maior parte de seus edifícios de escritórios AAA e agora possui mais de 70% de seu lucro operacional no segmento de shopping centers). No geral, acreditamos que o portfólio de shoppings da SYN é demorando mais para se recuperar do que seus pares (SSS e SSR estão performando pior), e o cenário para o segmento de escritórios de classe B é mais incerto.

Após as revisões de nossas estimativas de lucros, vemos as ações sendo negociadas a 6,5x EV/EBITDA 2023E e 12,5x P/FFO 2023E, o que implica uma TIR real de 12%.

Embora a TIR pareça atraente (spread sobre as taxas de juros locais), achamos que é uma relação de risco-retorno relativamente pior do que os pares (que têm maior liquidez e menor endividamento), então estamos rebaixando a ação para Neutro (de Compra).

Nosso novo preço-alvo é de R\$ 6,5/ação (R\$ 12). Embora vejamos um potencial de alta decente na ação, achamos que parece menos atraente do que os seus

pares. Nosso preço-alvo é baseado em DCF, utilizando um custo de capital próprio de 16,0% e crescimento de perpetuidade de 4,5%, ambos em reais nominais.

Gráfico 15: SYN- Resumo das nossas estimativas de P&L (em R\$ milhões)

DRE	2021	2022E	2023E	2024E
Receita líquida	335.475	322.011	401.239	450.464
Custos operacionais	(154.172)	(157.023)	(154.132)	(162.282)
Resultados brutos	181.303	164.989	247.108	288.183
Despesas operacionais	(36.922)	(45.048)	(43.115)	(45.297)
EBIT	144.381	119.941	203.992	242.885
EBITDA	191.904	154.112	238.313	278.729
Resultado Financeiro Líquido	(110.130)	(143.405)	(129.358)	(115.534)
Lucro antes dos impostos (EBT)	1.304.018	(23.458)	74.772	127.500
Imposto de Renda/Contribuição Social	(24.635)	(31.122)	(47.549)	(51.667)
Participação dos minoritários	(12)	(28)	(30)	(31)
Lucro Líquido	1.279.371	(54.609)	27.193	75.801
Fundos de Operações (FFO)	56.339	(20.293)	61.513	111.646
Margem EBITDA	57,2%	47,9%	59,4%	61,9%
Margem FFO	16,8%	-6,3%	15,3%	24,8%
LPA	8,381	(0,358)	0,178	0,497
FFOPS	0,369	(0,133)	0,403	0,731
NOI	247.842	241.287	270.090	298.836

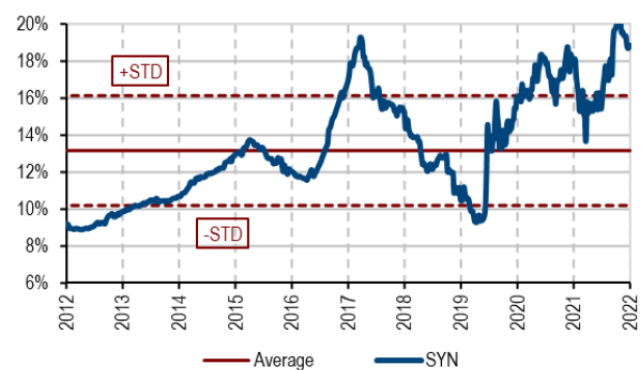
Fonte: Empresas, BTG Pactual

Gráfico 16: SYN- Histórico 2 anos avante P/FFO



Fonte: Empresas e BTG Pactual

Gráfico 17: SYN- Cap rate histórico de 2 anos



Fonte: Empresas 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 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