

Raio-X da demografia do varejo

A recuperação desigual e a fronteira de consumo

Nos últimos anos, vimos os principais varejistas do Brasil expandindo continuamente sua presença para além de seus mercados domésticos, o que inclui ir para cidades menores. Mas o varejo brasileiro ainda é um mercado fragmentado, com fortes players locais sendo os verdadeiros vencedores em algumas regiões/segmentos. Embora após três anos a maioria dos segmentos de varejo tenha voltado aos níveis pré-pandêmicos (em termos de vendas), impulsionados principalmente pelos aumentos de preços no período, a recuperação continua desigual. A intenção de compra das famílias, medido pelo CNC, que calcula o índice, encerrou 2022 em 91,3 pontos, 23% acima de dezembro de 2022. Mas segmentando por renda média, a recuperação (e nível de confiança) não foi homogênea, pois as famílias com renda média acima de dez salários mínimos tiveram um aumento de 17% a/a nas intenções de compra (para 107 pontos), enquanto as famílias com renda média abaixo de 10 salários mínimos tiveram um aumento de 24% a/a (para 88 pontos). Em 2020, quando o Coronavoucher desempenhou um papel fundamental na renda disponível, o desempenho foi igual em todos os níveis de renda. O nível de confiança desigual também representa um desafio adicional para os varejistas que crescem nacionalmente.

Posicionamento das empresas em diferentes cidades

Dada a recuperação de consumo desigual entre classes de renda e regiões, analisamos uma amostra de 17 empresas do nosso universo de cobertura, mapeando a distribuição das lojas por renda média. Muitos varejistas estão tentando 'se tornar nacional', inicialmente focando nas principais cidades, mas a penetração de lojas no interior (geralmente com menor renda média) continua baixa. Cidades com menos de 300 mil habitantes (61% da população) já representam 49% do PIB, e esperamos que essa parcela continue crescendo. 39% das lojas da nossa amostra estão em cidades com menos de 300 mil habitantes (e apenas 9% em cidades com menos de 50 mil habitantes). 35% das lojas de nossa amostra estão em cidades com renda média acima de R\$ 2 mil (maior faixa) e apenas 8% estão em cidades com renda média baixa. Empresas como LJQQ, GMAT e MGLU são as que, em nossa análise, têm maior participação de suas lojas em cidades menores (84%, 48% e 44%, respectivamente, em cidades com menos de 100 mil habitantes), enquanto players como PCAR, A SBFG e a PETZ operam principalmente em cidades mais centrais.

Varejistas de alimentos e o dilema da saturação

Analisando especificamente o varejo alimentar, o CRFB tem uma presença maior nas principais cidades com >500 mil habitantes (56% da base de lojas vs. 44% do PIB), sendo ainda mais expressivo para o GPA (74% das lojas em cidades com > 500 mil habitantes). São 100 cidades onde o Assaí e o Carrefour têm sobreposição de lojas de cash&carry. Para o segmento de cash&carry como um todo, 46% das lojas estão em cidades com mais de 500 mil habitantes, enquanto apenas 22% estão em cidades com renda média >R\$ 2.000 (maior faixa). 63% das lojas

Analistas

Luiz Guanais

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Gabriel Disselli

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Victor Rogatis

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Luis Mollo

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

cash&carry do Carrefour competem na mesma cidade com pelo menos um cash&carry do Assaí e Grupo Mateus, e 81 cidades com +100 mil habitantes ainda não possuem um cash&carry do Carrefour, Assaí ou GMAT. Vemos espaço para as operadoras de cash&carry crescerem, ainda que em um cenário competitivo mais acirrado e um mercado mais saturado, mas com projetos de expansão como o do Assaí (abertura de lojas em localizações mais premium, próximas aos centros das cidades) oferecendo uma nova via de crescimento pelo menos para os próximos anos.

Torne-se nacional e local – Varejo sem fronteiras: uma oportunidade valiosa para alguns players nacionais

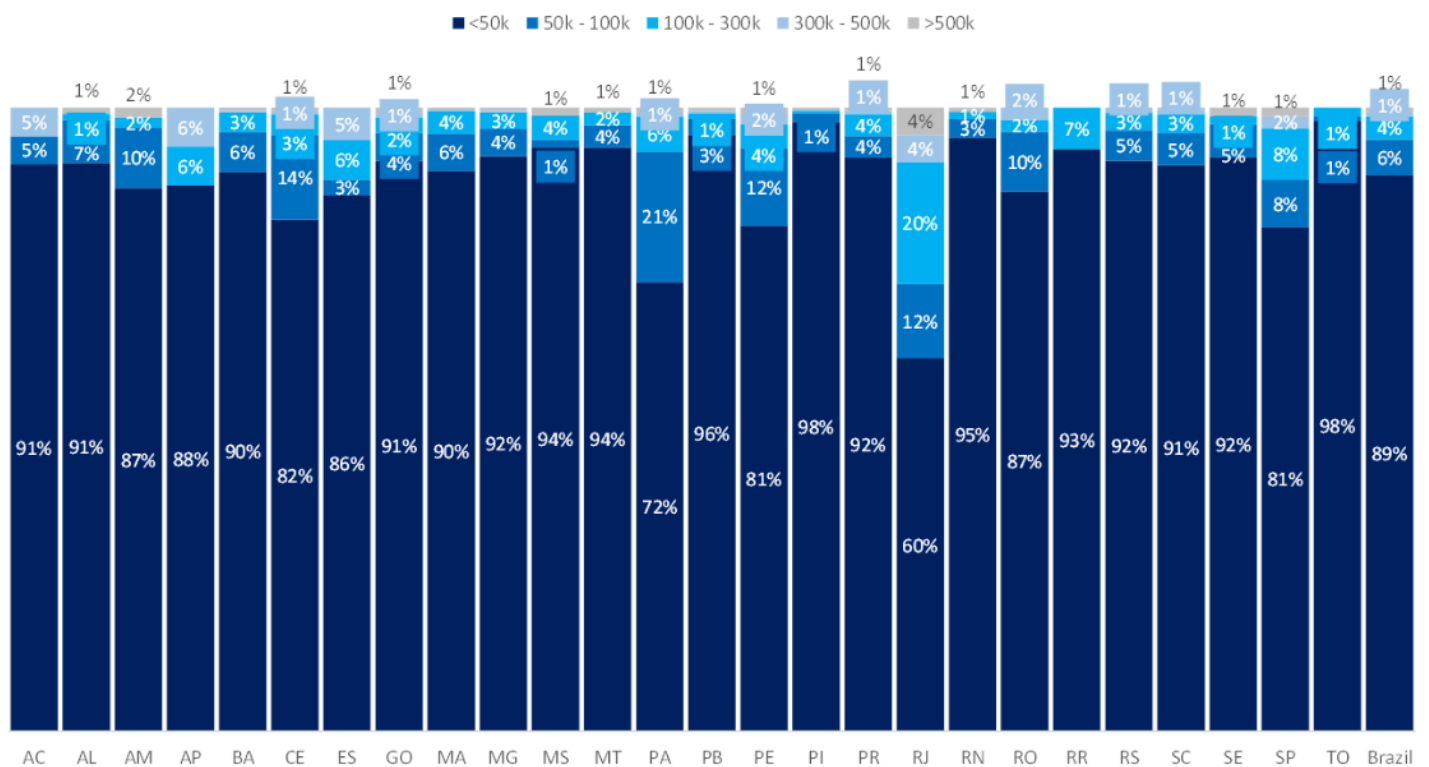
Desafios logísticos, diferenças regionais nas preferências do consumidor, sistemas tributários complexos e fortes players regionais impediram, em muitos casos, que histórias regionais de sucesso “se tornassem nacionais”. Enquanto a maioria das empresas está desacelerando seus planos de expansão no curto prazo, em meio a um cenário de juros mais altos, vemos a expansão da fronteira do varejo, olhando mais para o interior e cidades menores, como uma oportunidade valiosa, embora apenas alguns players serão capazes de obter sucesso, exigindo processos e controles de alto nível e sempre enfrentando a concorrência de fortes players regionais. Esperamos que o curto prazo continue sendo impactado pela perspectiva macro e, portanto, permanecendo conservador na exposição ao setor de varejo, com um mix preferencial de empresas expostas à reabertura da economia, mas com algum poder de precificação, proteção contra a inflação e momento mais sólido. Como tal, nossas Top Picks ainda são Arezzo (call de alta renda), Smartfit (ponto de inflexão) e MELI (opção de beta mais alta, mas com desempenho superior em relação aos pares), juntamente com Assaí (maior proteção em meio a um cenário macro difícil).

Varejo sem fronteiras

Mapeamos, por estado, o número de cidades de acordo com seu tamanho e as separamos por renda média. Em uma segunda análise, utilizamos uma amostra de 17 empresas sob nossa cobertura e mapeamos sua presença, segmentando a renda média das cidades em que estão localizadas.

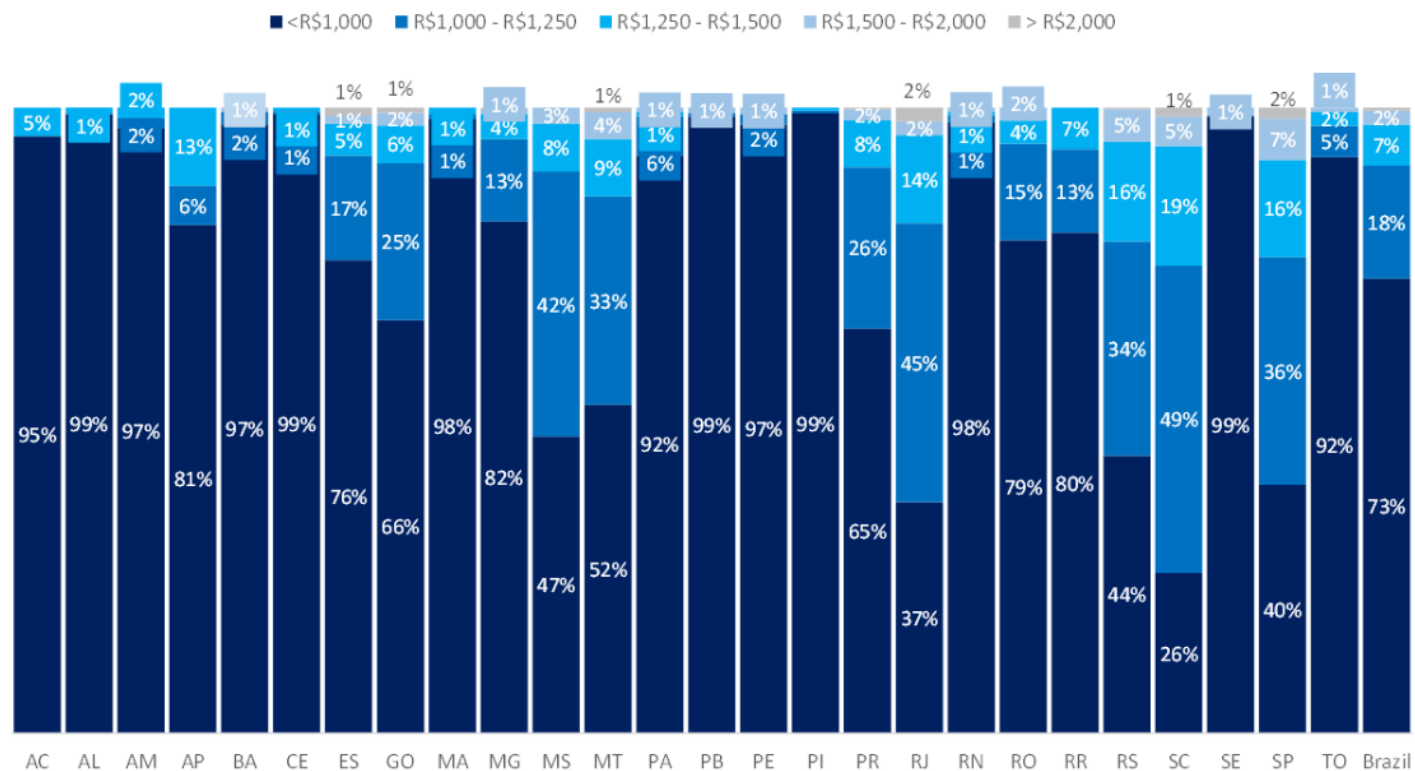
Assim, para as 17 empresas analisadas, separamos nossos gráficos em: (i) nº de lojas por tamanho da cidade; (ii) número de lojas de acordo com a renda média da cidade; (iii) % de lojas por tamanho de cidade e renda média; e (iv) detalhamento das lojas por estado/região. Para o varejo brasileiro, analisamos, por estado, o % de cidades por tamanho e renda média em cada estado.

Figura 1: % de cidades por estado (por tamanho) – Brasil



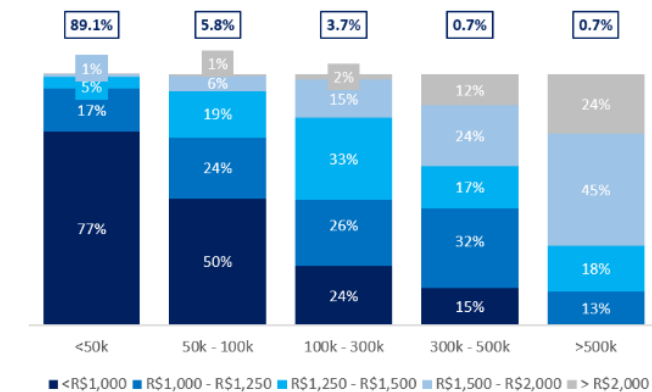
Fonte: IBGE e BTG Pactual

Figura 2: % de cidades por estado (por renda média) – Brasil



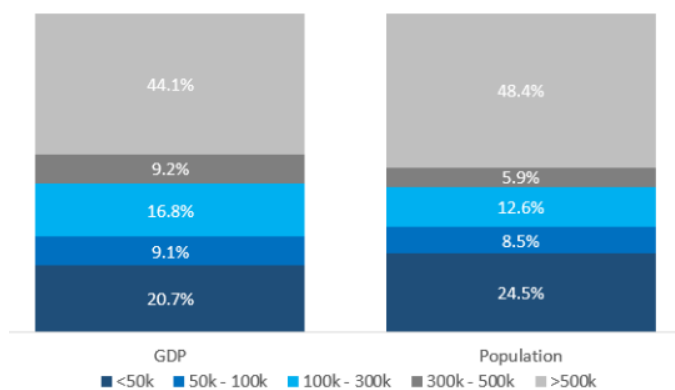
Fonte: IBGE e BTG Pactual

Figura 3: % de cidades (por nº de habitantes e renda média) – Brasil



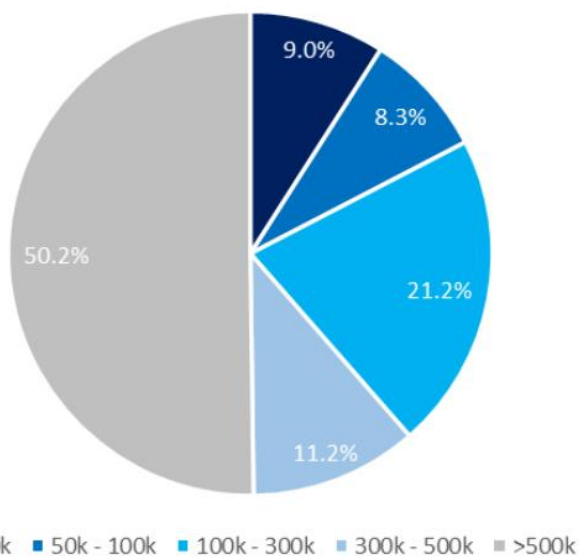
Fontes: Empresas e BTG Pactual

Figura 4: PIB e população por tamanho de cidade (%) – Brasil

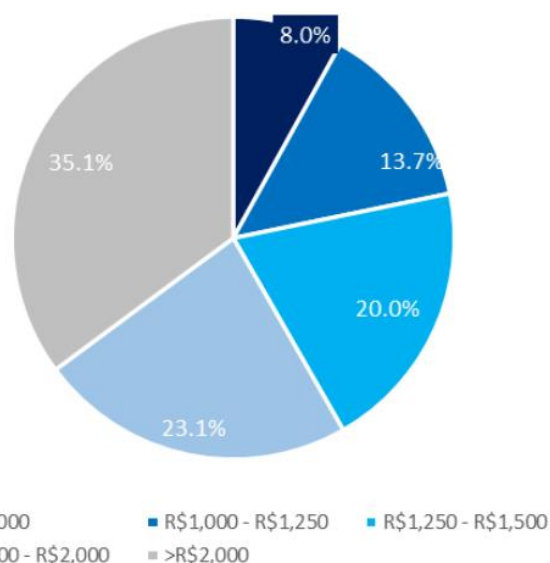


Fontes: Empresas e BTG Pactual

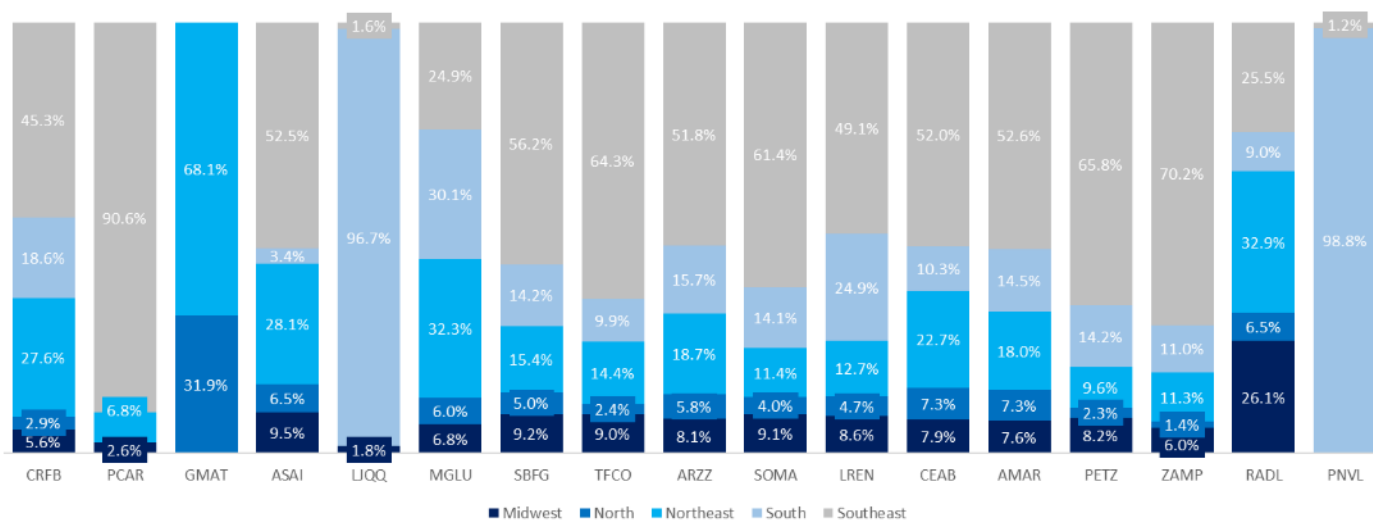
Resumo das empresas por dados demográficos

Figura 5: % de lojas por tamanho de cidade


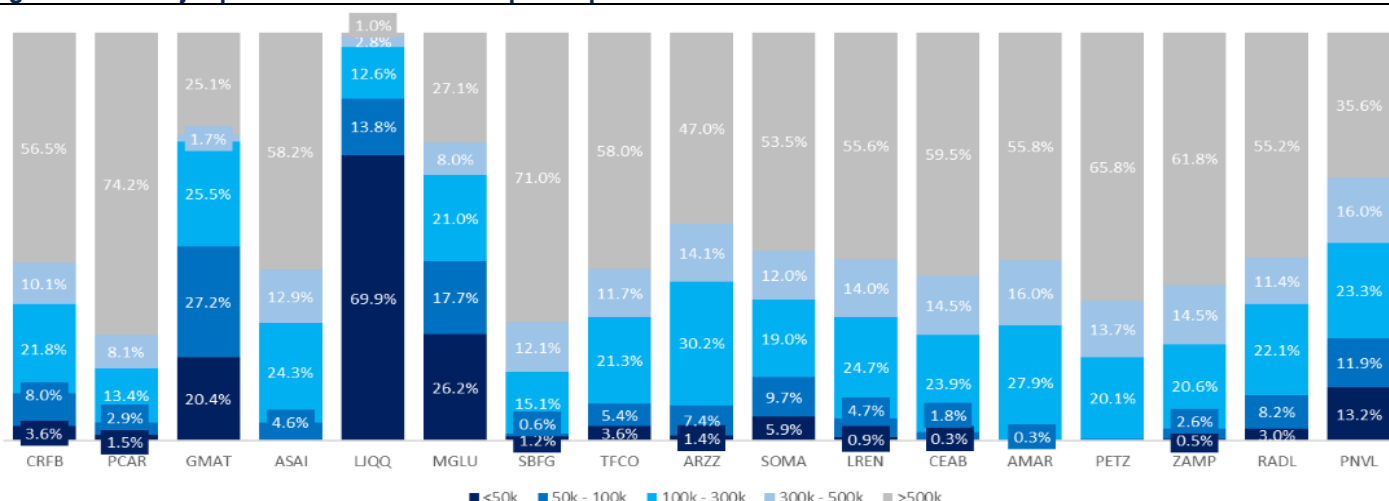
Fonte: Empresas e BTG Pactual

Figura 6: % de lojas por renda média


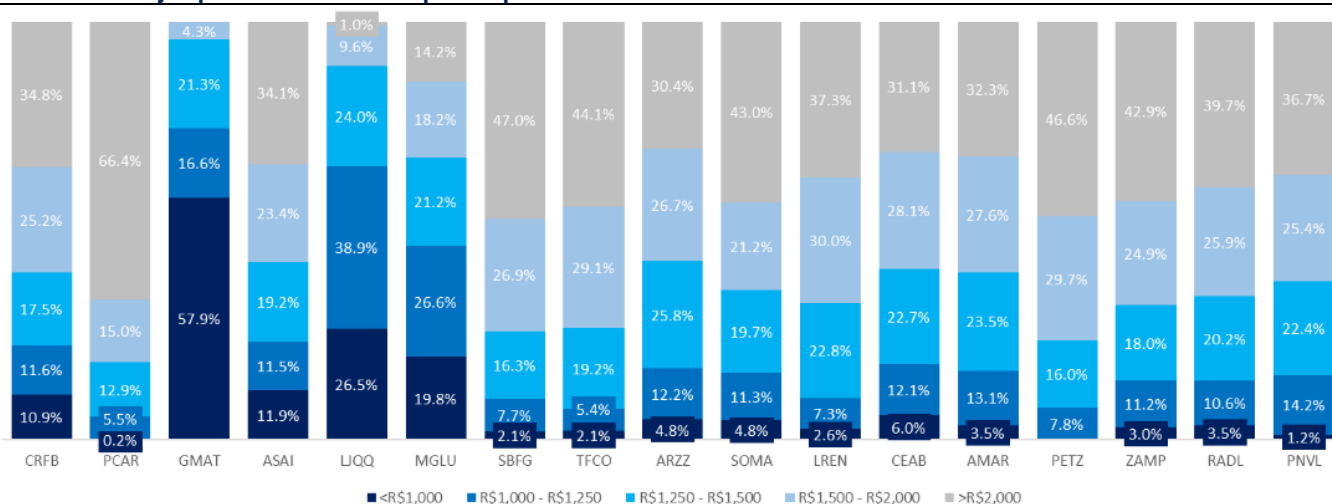
Fonte: Empresas e BTG Pactual

Figura 7: % de lojas por Região e por empresa


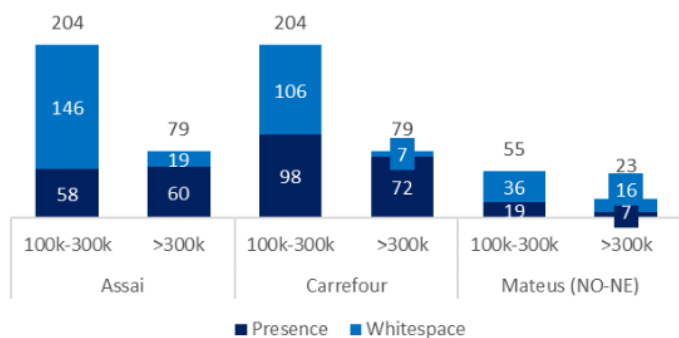
Fonte: Empresas, BTG Pactual. Nota: Arezzo inclui apenas as lojas da marca Arezzo. O PCAR exclui postos de gasolina e drogarias. O CRFB inclui supermercados, hipermercados e cash and carry (considerando as lojas do Grupo Big). O LREN exclui as lojas da Camicado e considera apenas as lojas do Brasil. SOMA inclui as lojas da Hering. A ZAMP não considera lojas franqueadas.

Figura 8: % de lojas por tamanho de cidade e por empresa


Fonte: Empresas, BTG Pactual. Nota: Arezzo inclui apenas as lojas da marca Arezzo. O PCAR exclui postos de gasolina e drogarias. O CRFB inclui supermercados, hipermercados e cash and carry (considerando as lojas do Grupo Big). O LREN exclui as lojas da Camicado e considera apenas as lojas do Brasil. SOMA inclui as lojas da Hering. A ZAMP não considera lojas franqueadas.

Figura 9: % de lojas por receita média e por empresa


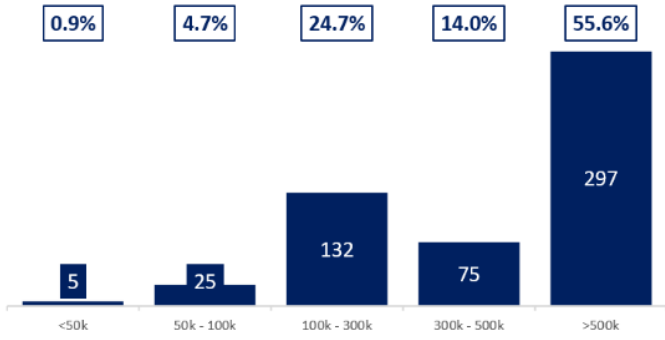
Fonte: Empresas, BTG Pactual. Nota: Arezzo inclui apenas as lojas da marca Arezzo. O PCAR exclui postos de gasolina e drogarias. O CRFB inclui supermercados, hipermercados e cash and carry (considerando as lojas do Grupo Big). O LREN exclui as lojas da Camicado e considera apenas as lojas do Brasil. SOMA inclui as lojas da Hering. A ZAMP não considera lojas franqueadas.

Figura 10: Presença de lojas do tipo cash&carry (n.º de cidades) e n.º total de cidades


Fonte: Empresas, BTG Pactual. Carrefour considera lojas cash&carry com BIG.

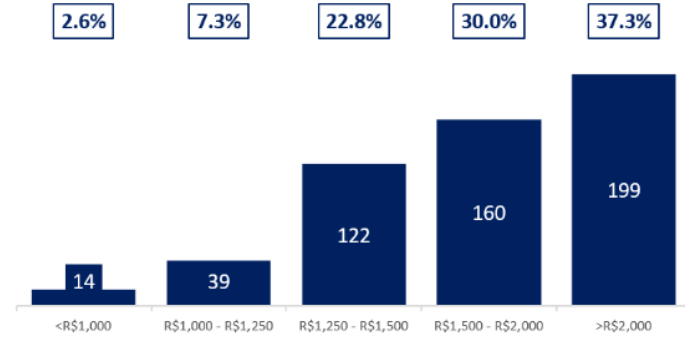
Lojas Renner

Figura 11: Nº de lojas por tamanho de cidade



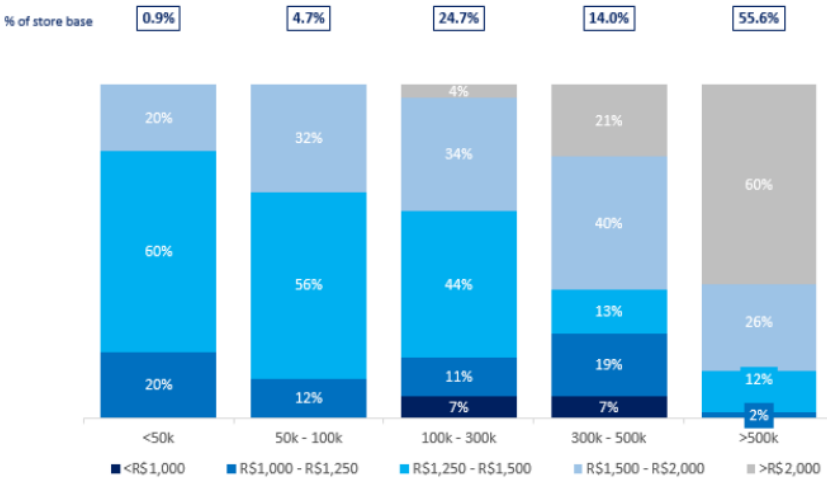
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Figura 12: Nº de lojas por renda média



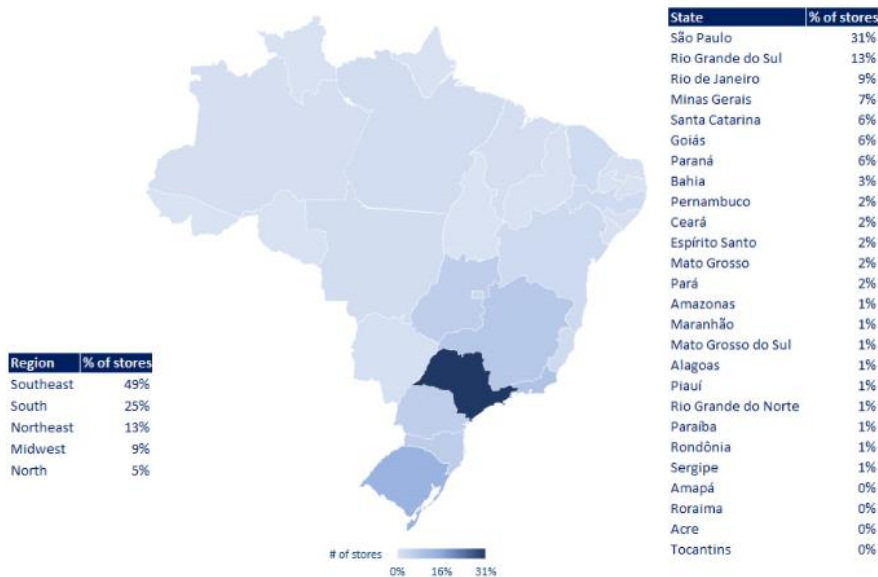
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Figura 13: % de lojas por tamanho de cidade e renda média



Fonte: Companhia, BTG Pactual. Nota: LREN exclui as lojas da Camicado e considera apenas as lojas do Brasil.

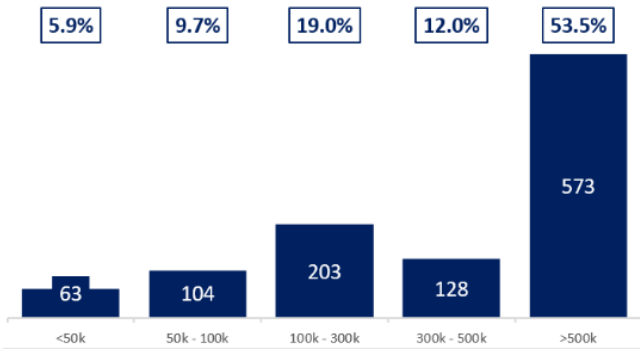
Figura 14: Mapa de calor demográfico da Renner



Fonte: Companhia, BTG Pactual. Nota: LREN exclui as lojas da Camicado e considera apenas as lojas do Brasil.

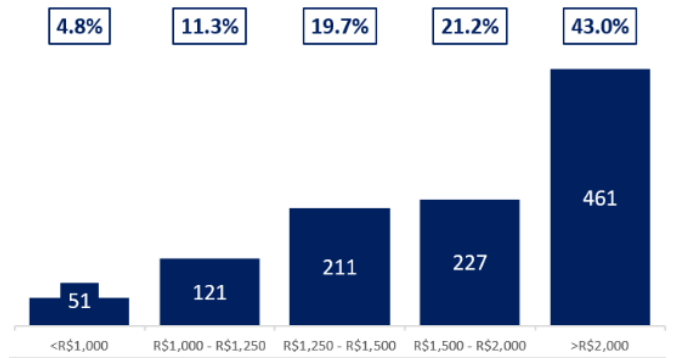
Grupo Soma

Figura 15: Nº de lojas por tamanho de cidade



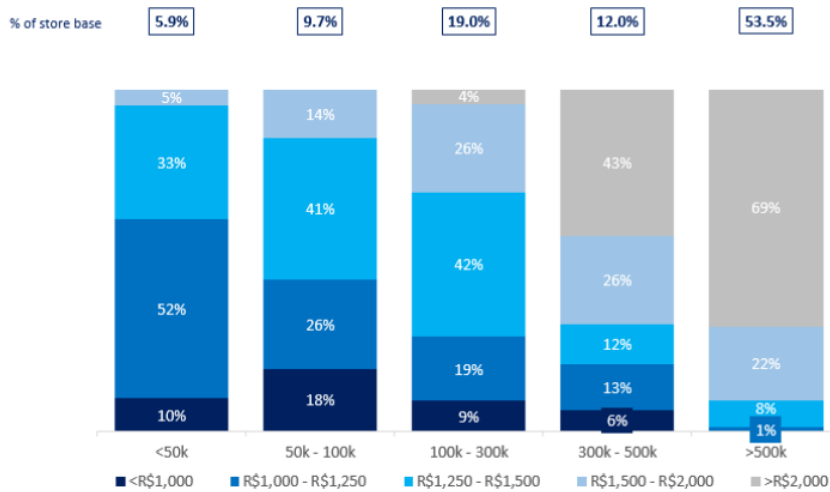
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Figura 16: Nº de lojas por renda média



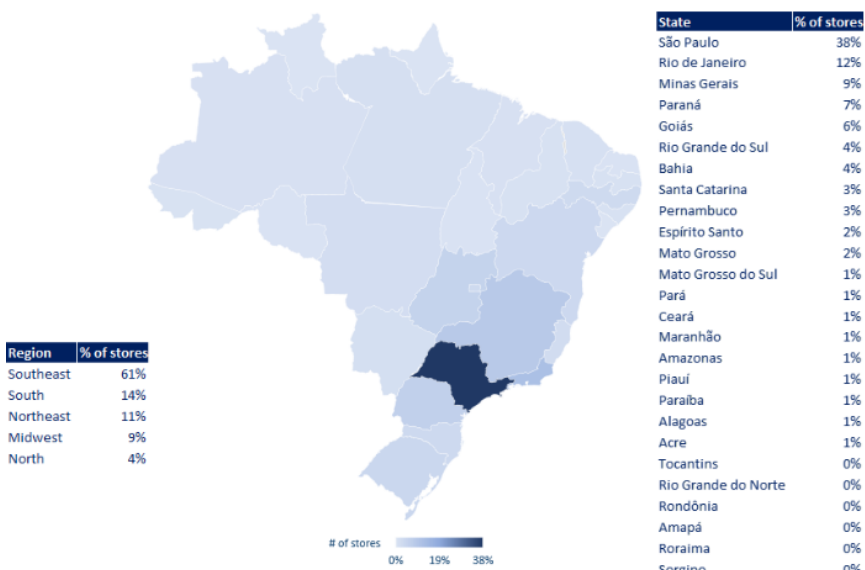
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Figura 17: % de lojas por tamanho de cidade e renda média



Fonte: Companhia, BTG Pactual. Nota: SOMA inclui as lojas da Hering.

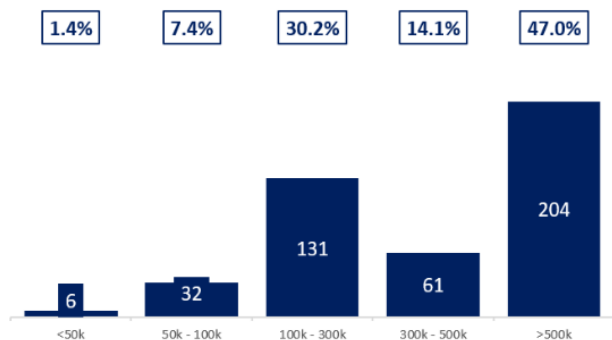
Figura 18: Mapa de calor demográfico do Grupo Soma



Fonte: Companhia, BTG Pactual. Nota: SOMA inclui as lojas da Hering.

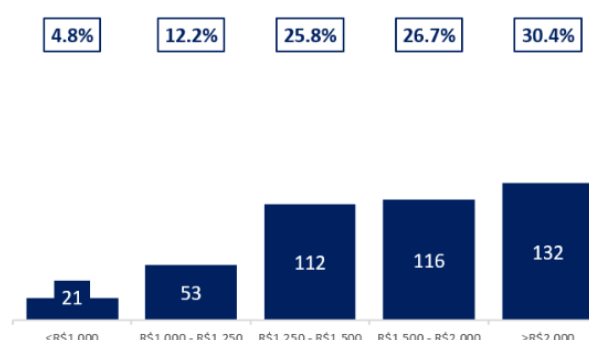
Arezzo

Figura 19: Nº de lojas por tamanho de cidade



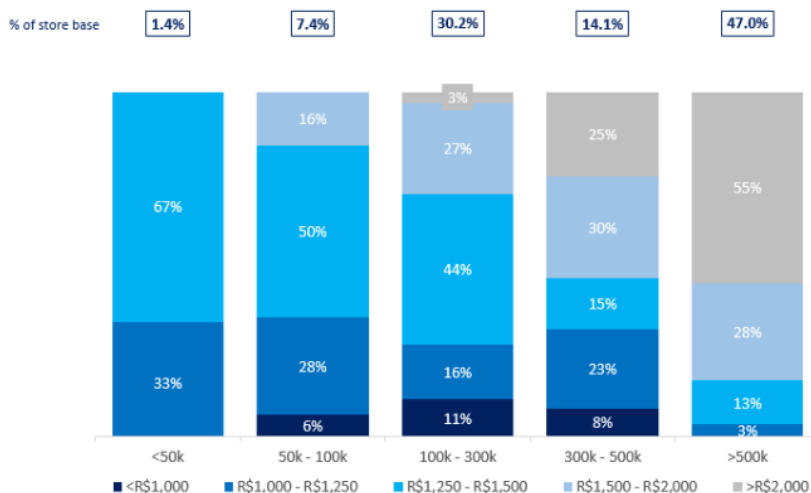
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Figura 20: Nº de lojas por renda média



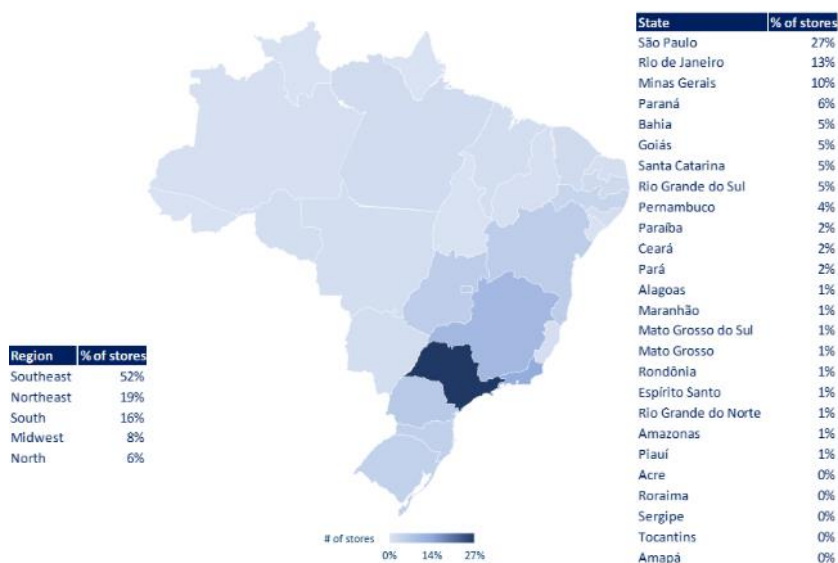
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Figura 21: % de lojas por tamanho de cidade e renda média



Fonte: Companhia, BTG Pactual. Nota: Arezzo inclui apenas as lojas da marca Arezzo.

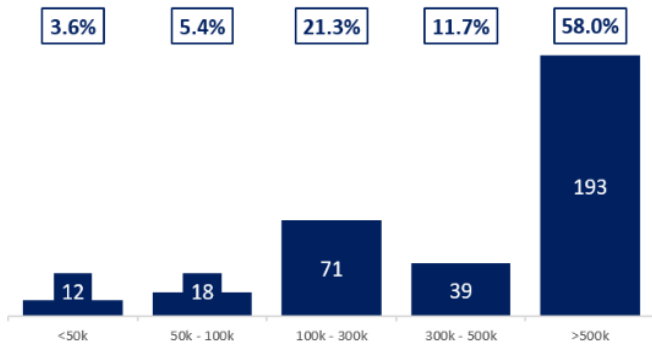
Figura 22: Mapa de calor demográfico da Arezzo



Fonte: Companhia, BTG Pactual. Nota: Arezzo inclui apenas as lojas da marca Arezzo.

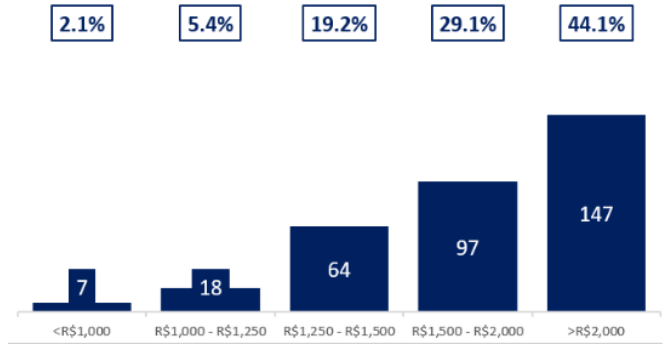
Track&Field

Figura 23: Nº de lojas por tamanho de cidade



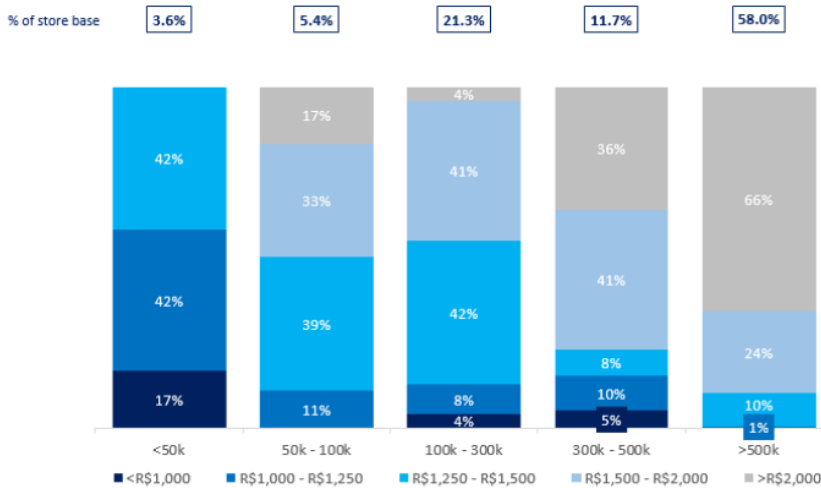
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Figura 24: Nº de lojas por renda média



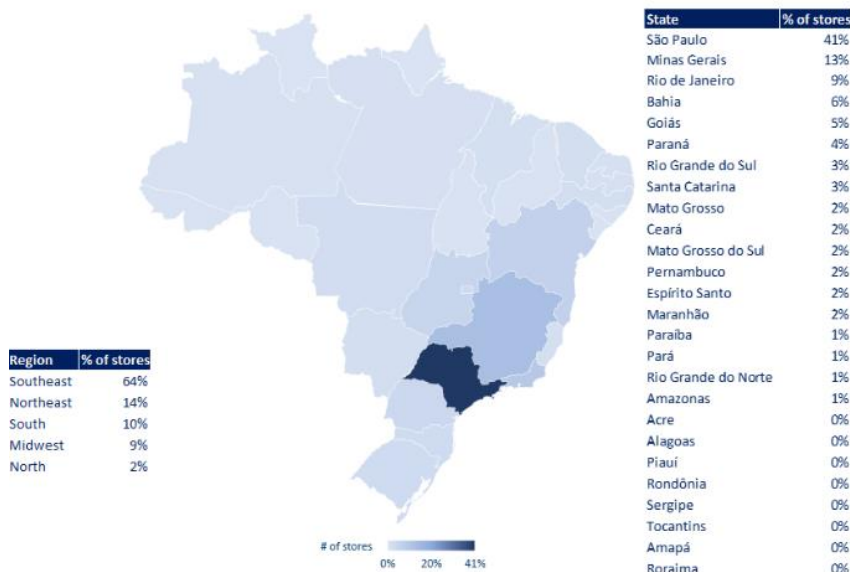
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Figura 25: % de lojas por tamanho de cidade e renda média



Fonte: Companhia, BTG Pactual.

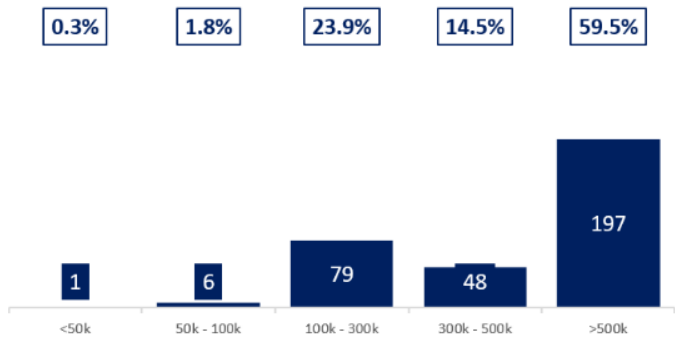
Figura 26: Mapa de calor demográfico da Track&Field



Fonte: Companhia, BTG Pactual.

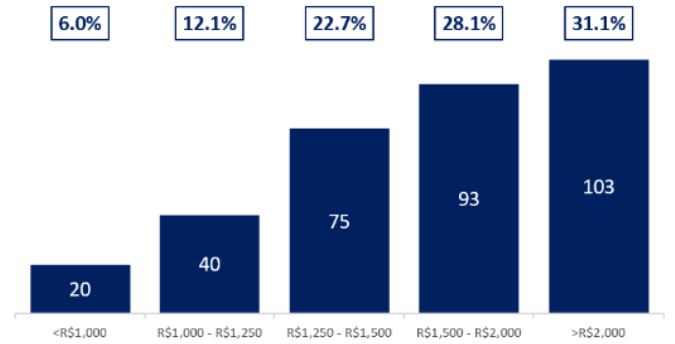
C&A

Figura 27: Nº de lojas por tamanho de cidade



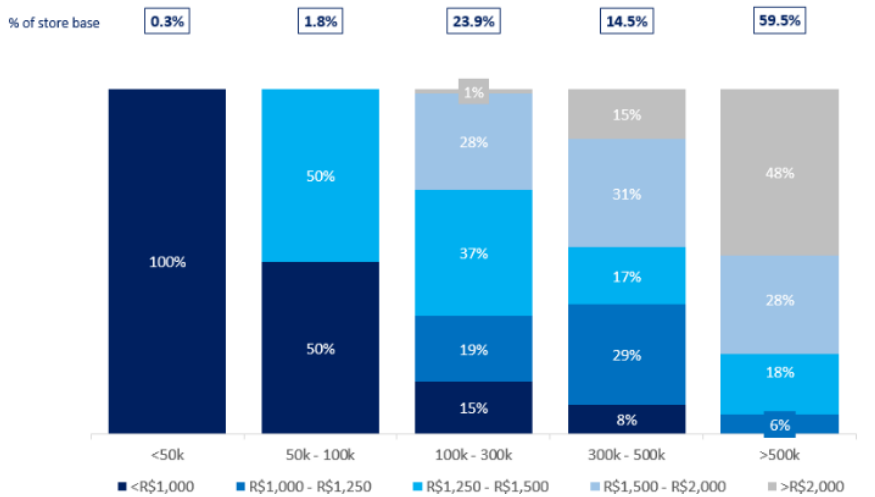
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Figura 28: Nº de lojas por renda média



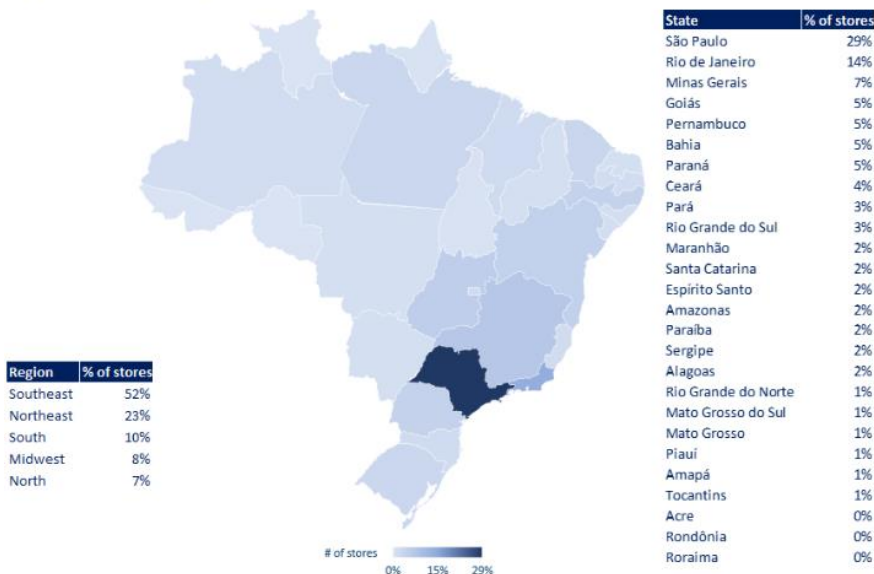
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Figura 29: % de lojas por tamanho de cidade e renda média



Fonte: Companhia, BTG Pactual.

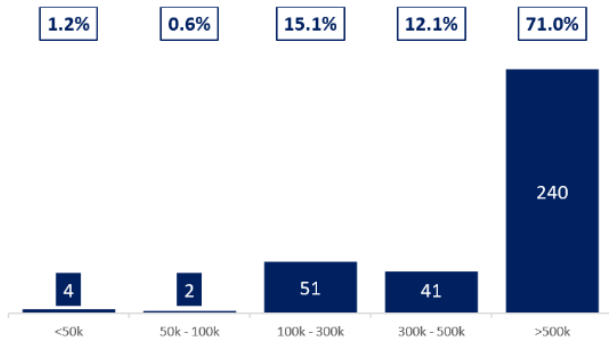
Figura 30: Mapa de calor demográfico da C&A



Fonte: Companhia, BTG Pactual.

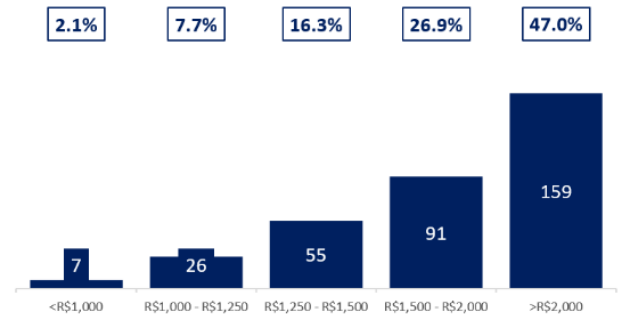
Grupo SBF

Figura 31: Nº de lojas por tamanho de cidade



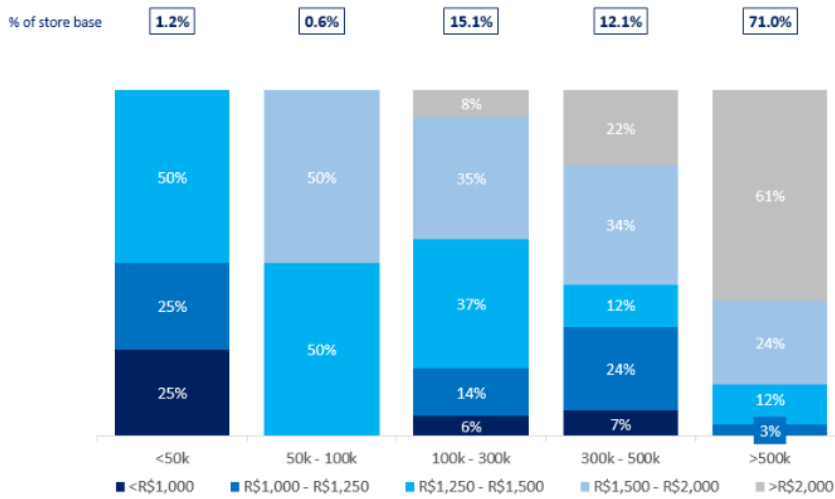
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Figura 32: Nº de lojas por renda média



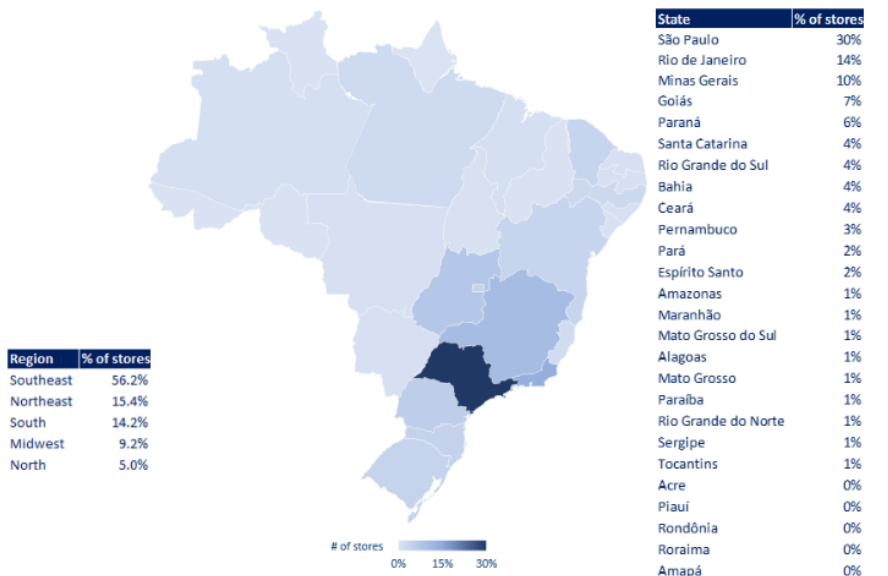
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Figura 33: % de lojas por tamanho de cidade e renda média



Fonte: Companhia, BTG Pactual.

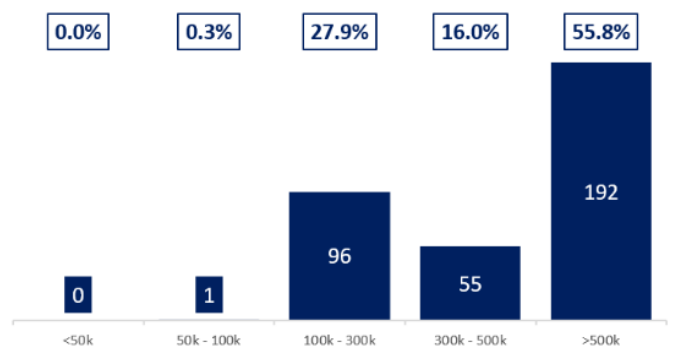
Figura 34: Mapa de calor demográfico do Grupo SBF



Fonte: Companhia, BTG Pactual.

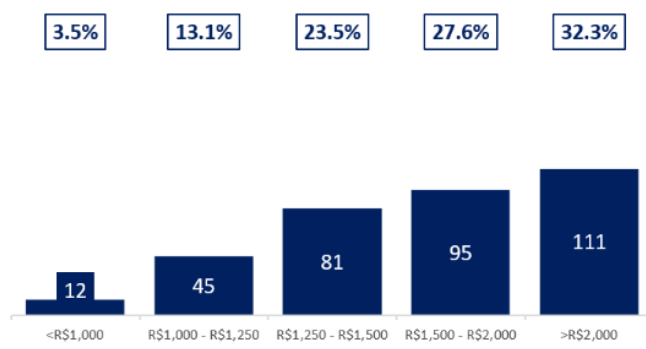
Marisa

Figura 35: Nº de lojas por tamanho de cidade



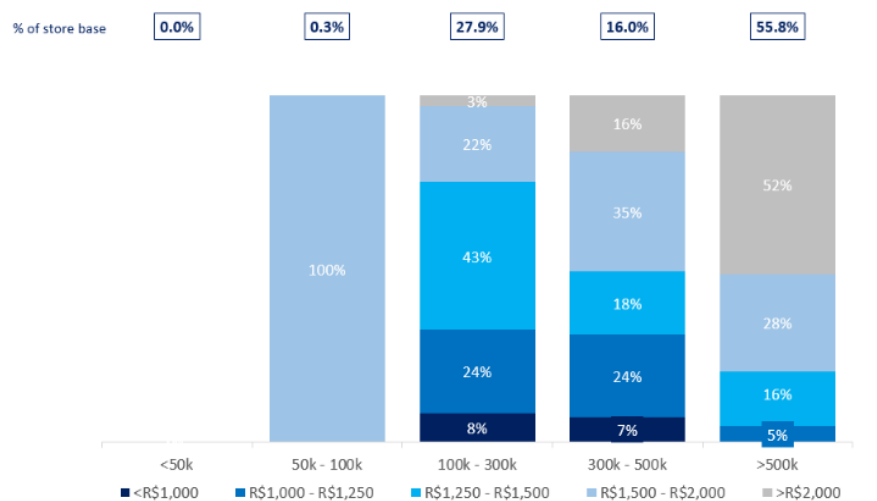
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Figura 36: Nº de lojas por renda média



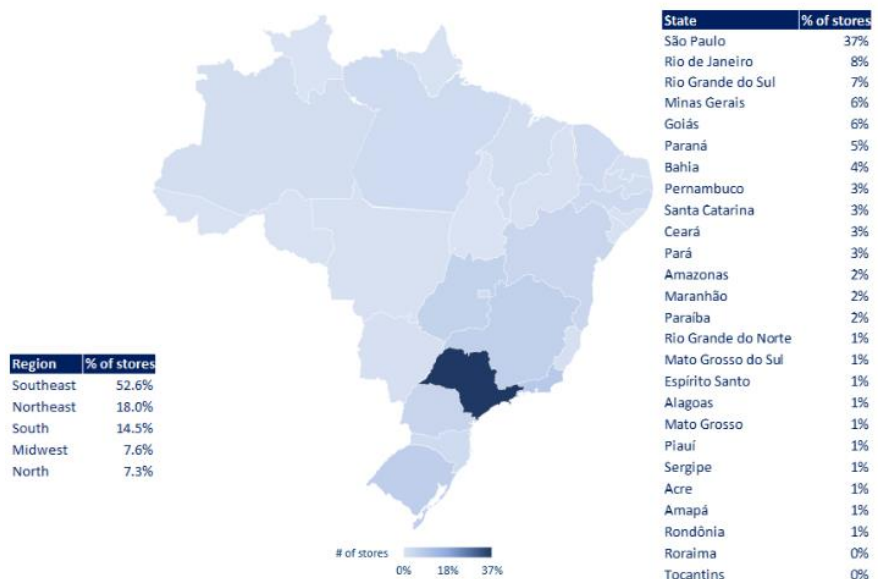
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Figura 37: % de lojas por tamanho de cidade e renda média



Fonte: Companhia, BTG Pactual.

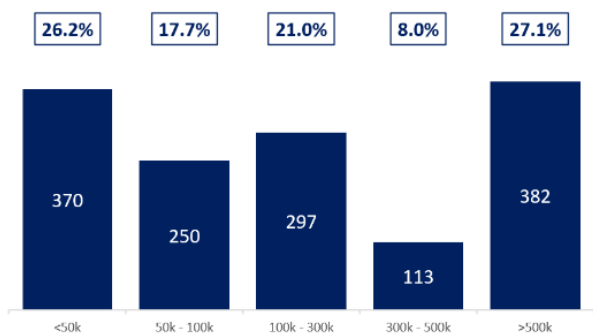
Figura 38: Mapa de calor demográfico da Marisa



Fonte: Companhia, BTG Pactual.

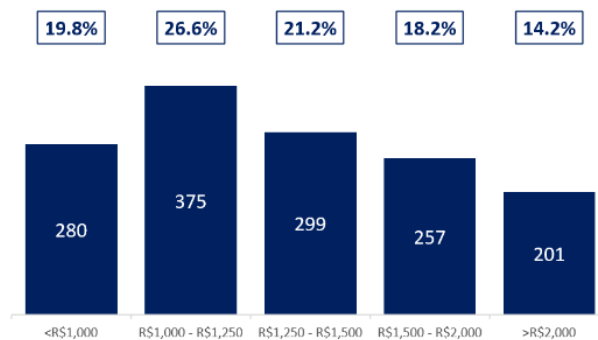
Magazine Luiza

Figura 39: Nº de lojas por tamanho de cidade



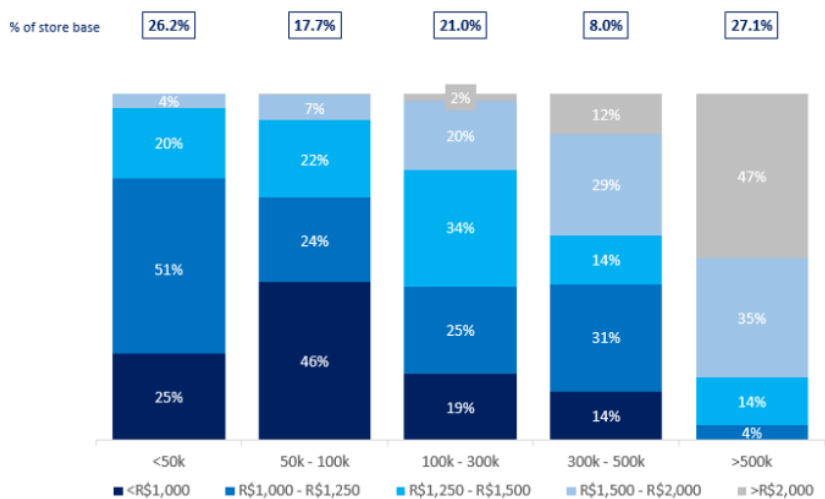
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Figura 40: Nº de lojas por renda média



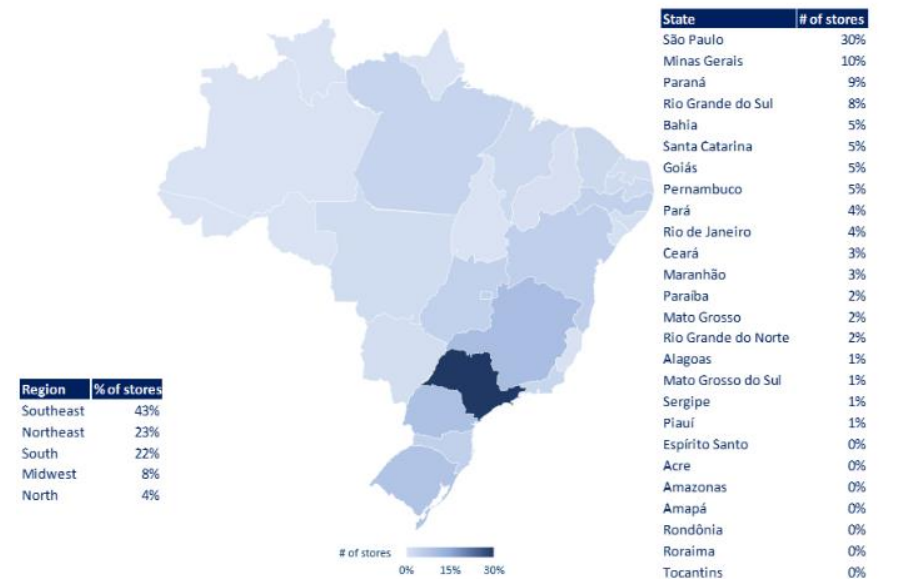
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Figura 41: % de lojas por tamanho de cidade e renda média



Fonte: Companhia, BTG Pactual.

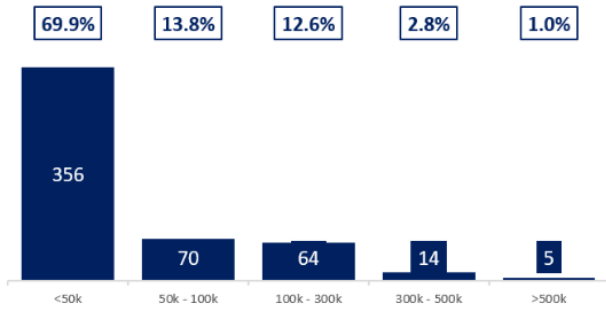
Figura 42: Mapa de calor demográfico da Magazine Luiza



Fonte: Companhia, BTG Pactual.

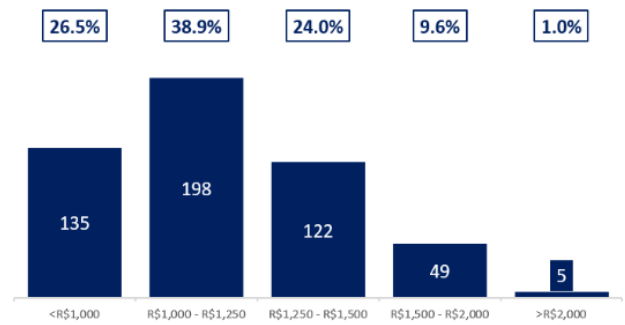
Lojas Quero Quero

Figura 43: Nº de lojas por tamanho de cidade



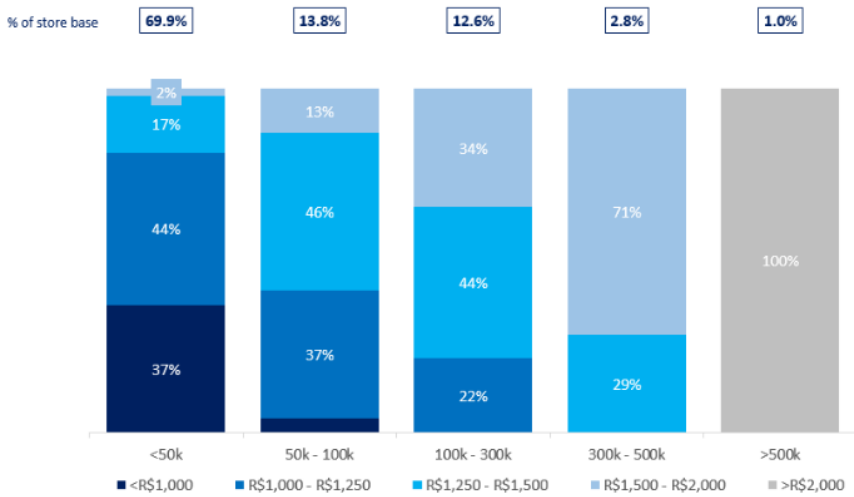
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Figura 44: Nº de lojas por renda média



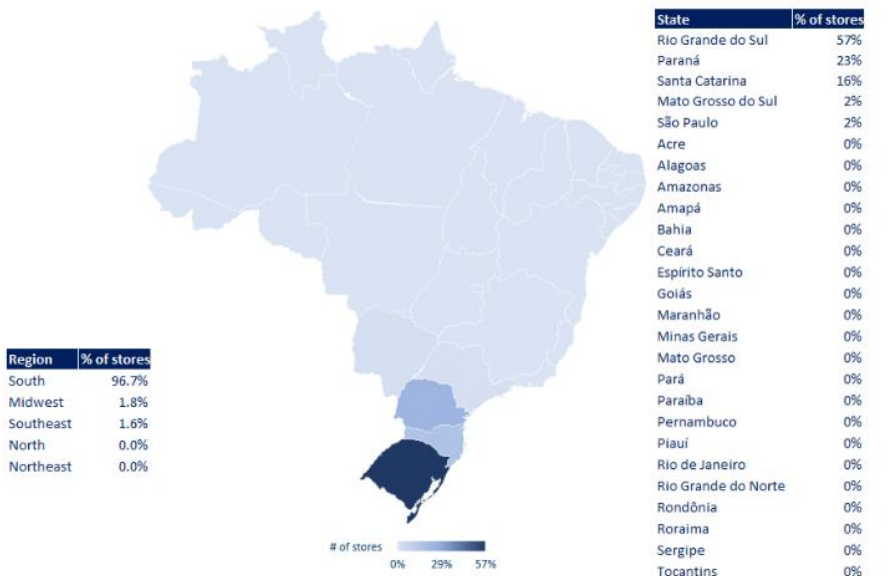
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Figura 45: % de lojas por tamanho de cidade e renda média



Fonte: Companhia, BTG Pactual.

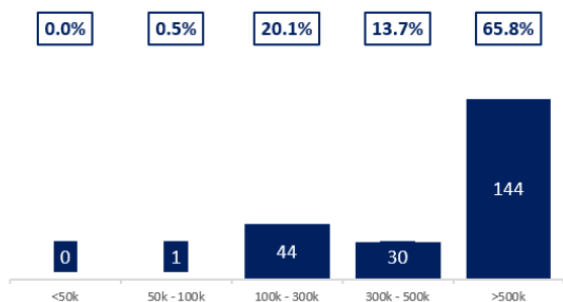
Figura 46: Mapa de calor demográfico da Lojas Quero Quero



Fonte: Companhia, BTG Pactual.

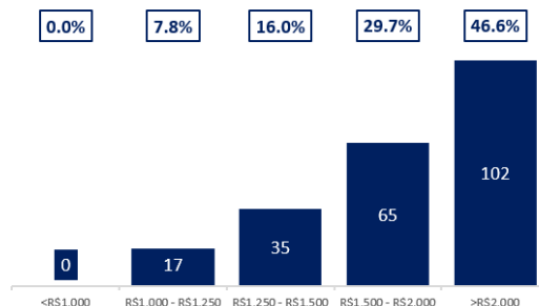
Petz

Figura 47: Nº de lojas por tamanho de cidade



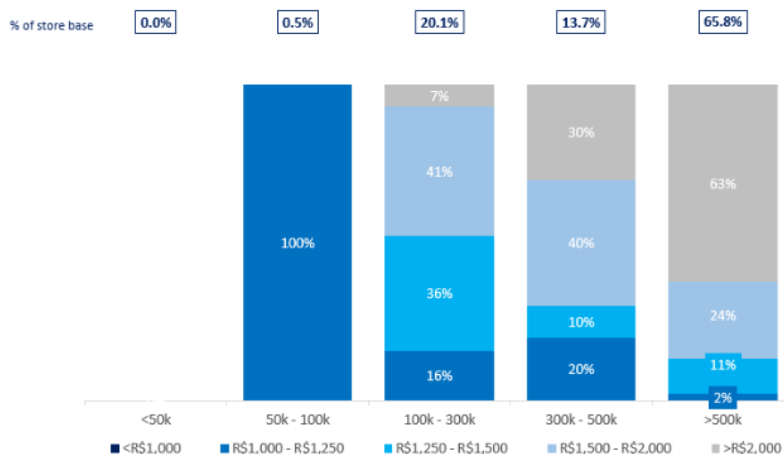
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Figura 48: Nº de lojas por renda média



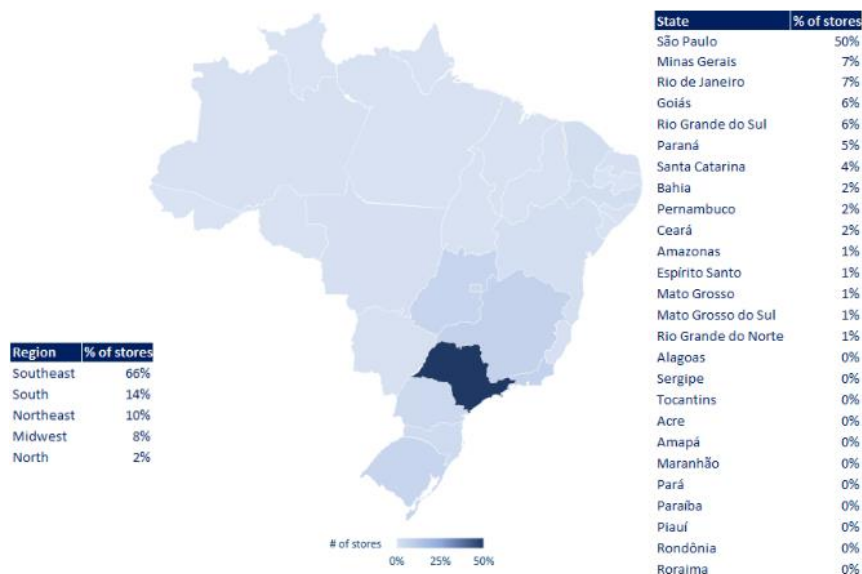
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Figura 49: % de lojas por tamanho de cidade e renda média



Fonte: Companhia, BTG Pactual.

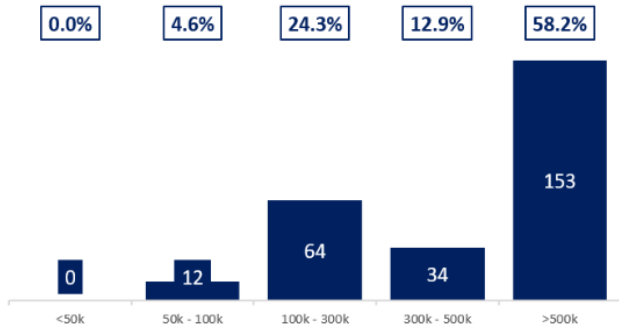
Figura 50: Mapa de calor demográfico da Petz



Fonte: Companhia, BTG Pactual.

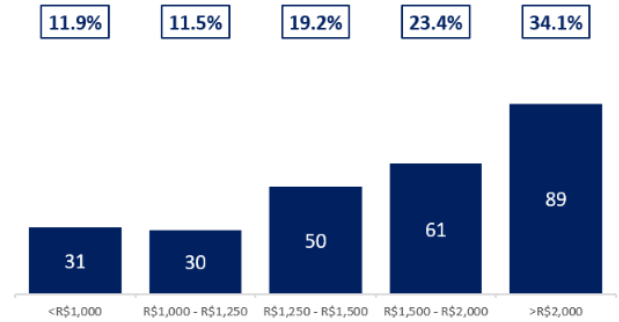
Assaí

Figura 51: Nº de lojas por tamanho de cidade



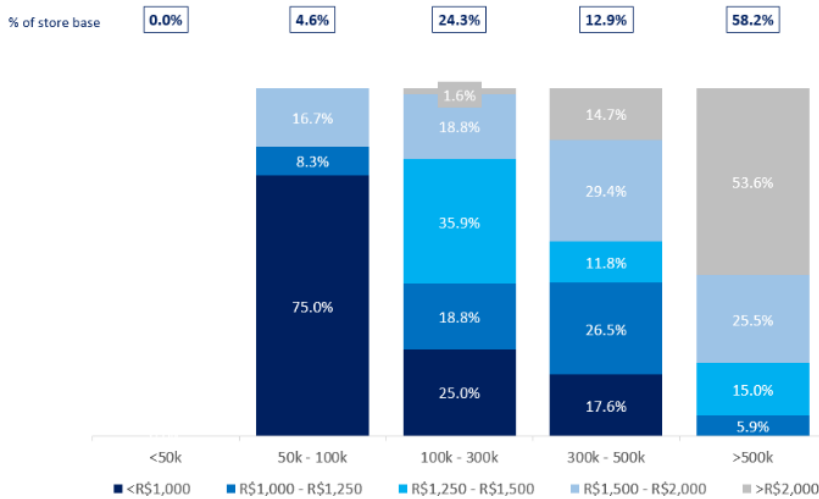
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Figura 52: Nº de lojas por renda média



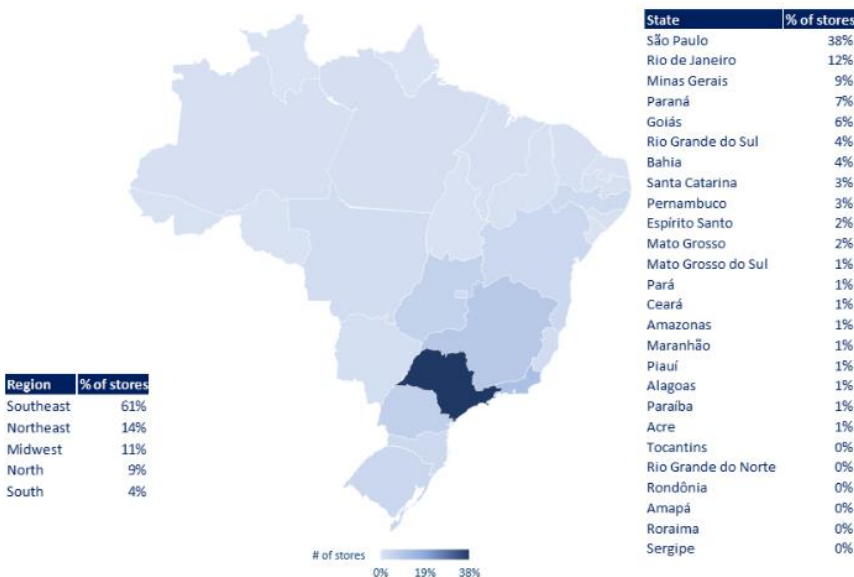
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Figura 53: % de lojas por tamanho de cidade e renda média



Fonte: Companhia, BTG Pactual.

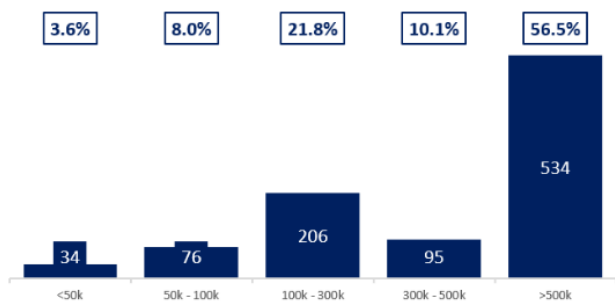
Figura 54: Mapa de calor demográfico do Assaí



Fonte: Companhia, BTG Pactual.

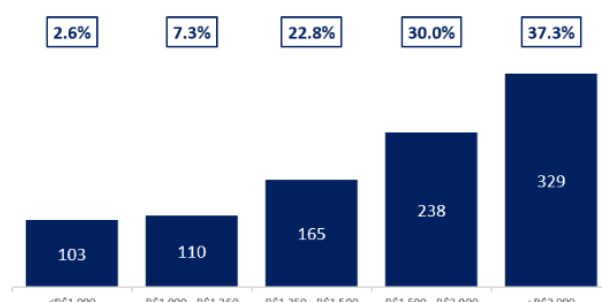
Carrefour

Figura 55: Nº de lojas por tamanho de cidade



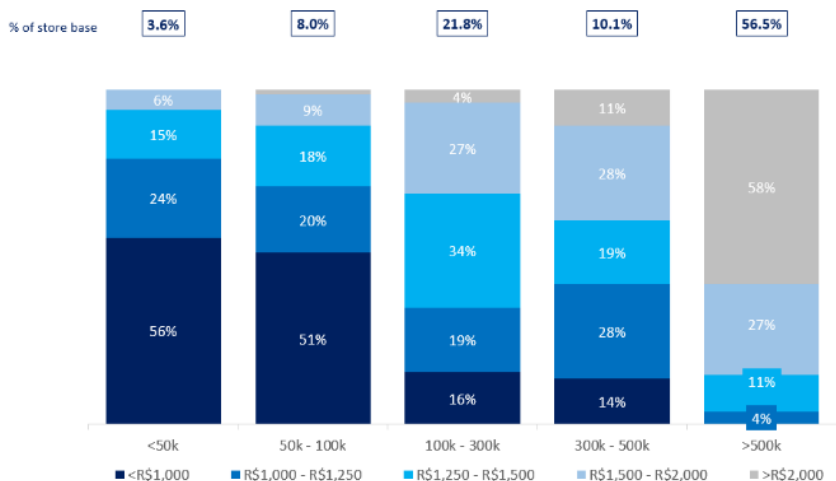
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Figura 56: Nº de lojas por renda média



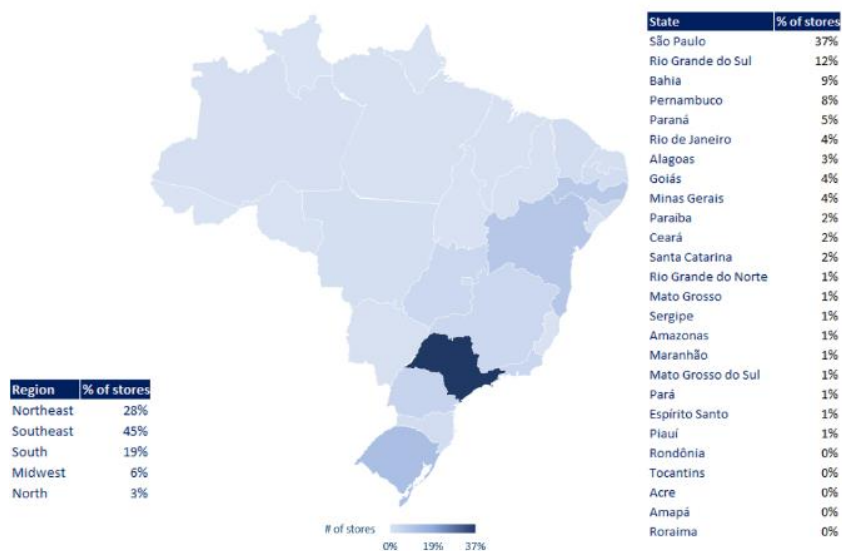
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Figura 57: % de lojas por tamanho de cidade e renda média



Fonte: Companhia, BTG Pactual. Nota: CRFB inclui supermercados, hipermercados e cash and carry (considerando as lojas do Grupo Big).

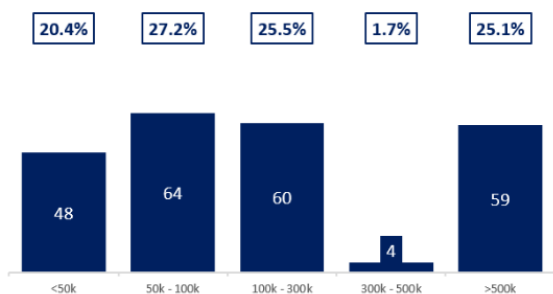
Figura 58: Mapa de calor demográfico do Carrefour



Fonte: Companhia, BTG Pactual. Nota: CRFB inclui supermercados, hipermercados e cash and carry (considerando as lojas do Grupo Big).

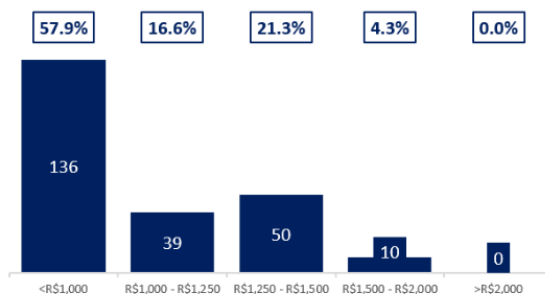
Grupo Mateus

Figura 59: Nº de lojas por tamanho de cidade



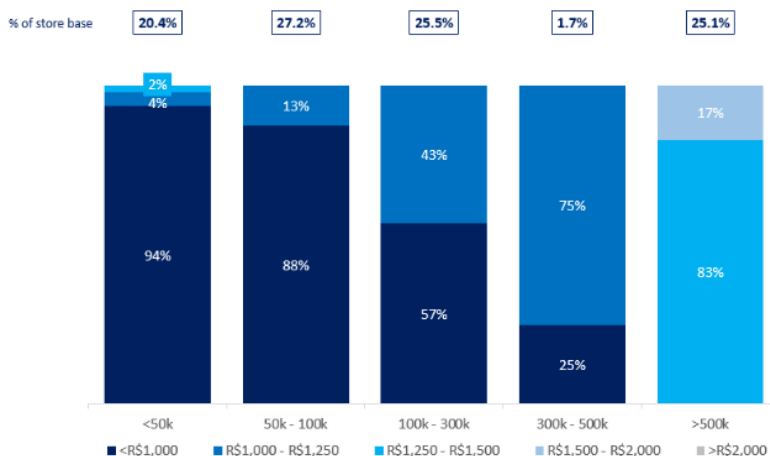
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Figura 60: Nº de lojas por renda média



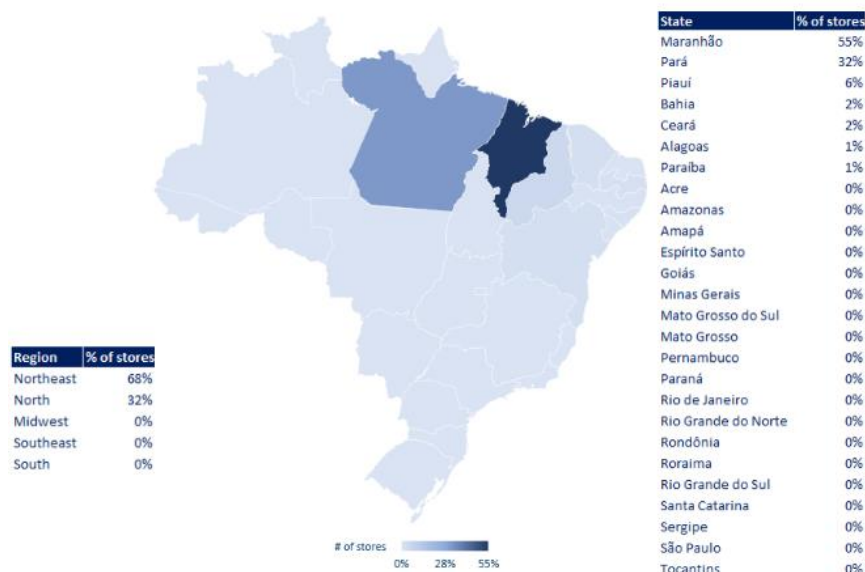
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Figura 61: % de lojas por tamanho de cidade e renda média



Fonte: Companhia, BTG Pactual.

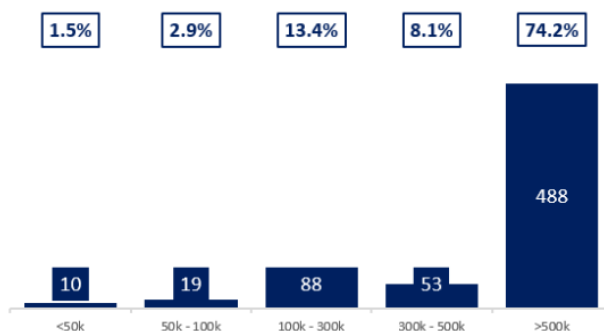
Figura 62: Mapa de calor demográfico do Grupo Mateus



Fonte: Companhia, BTG Pactual.

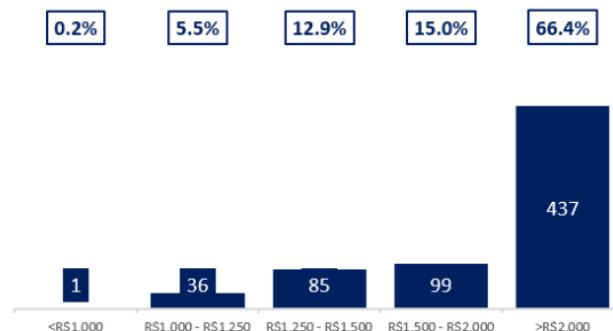
Pão de Açúcar

Figura 63: Nº de lojas por tamanho de cidade



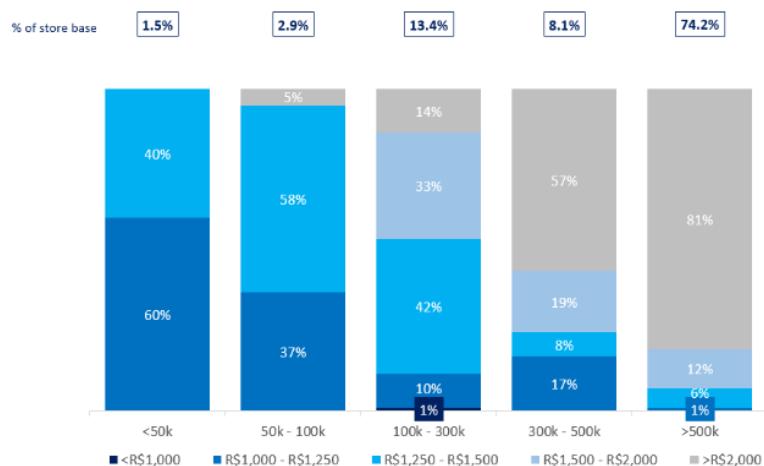
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Figura 64: Nº de lojas por renda média



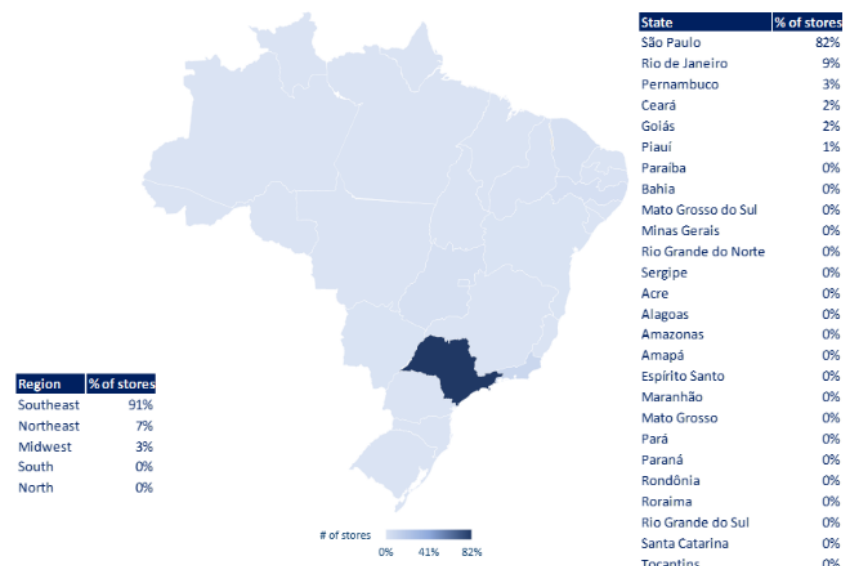
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Figura 65: % de lojas por tamanho de cidade e renda média



Fonte: Companhia, BTG Pactual.

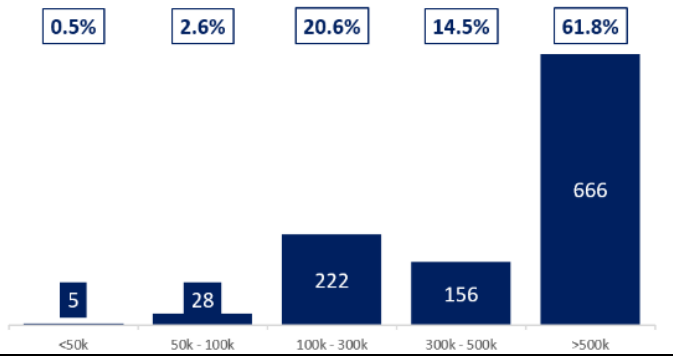
Figura 66: Mapa de calor demográfico do Pão de Açúcar



Fonte: Companhia, BTG Pactual.

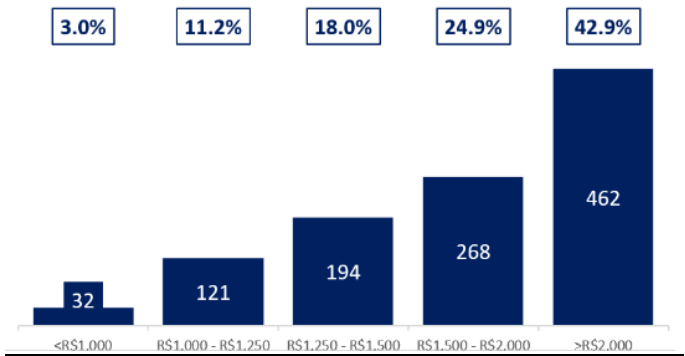
Zamp

Figura 67: Nº de lojas por tamanho de cidade



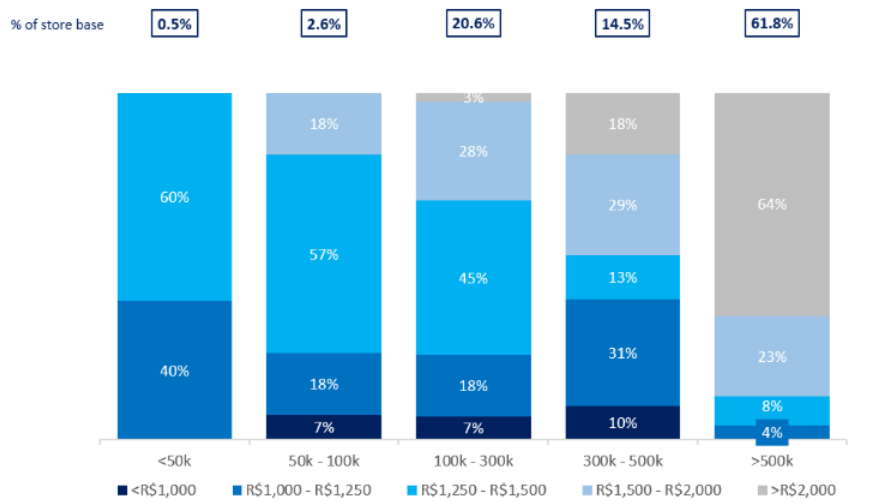
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Figura 68: Nº de lojas por renda média



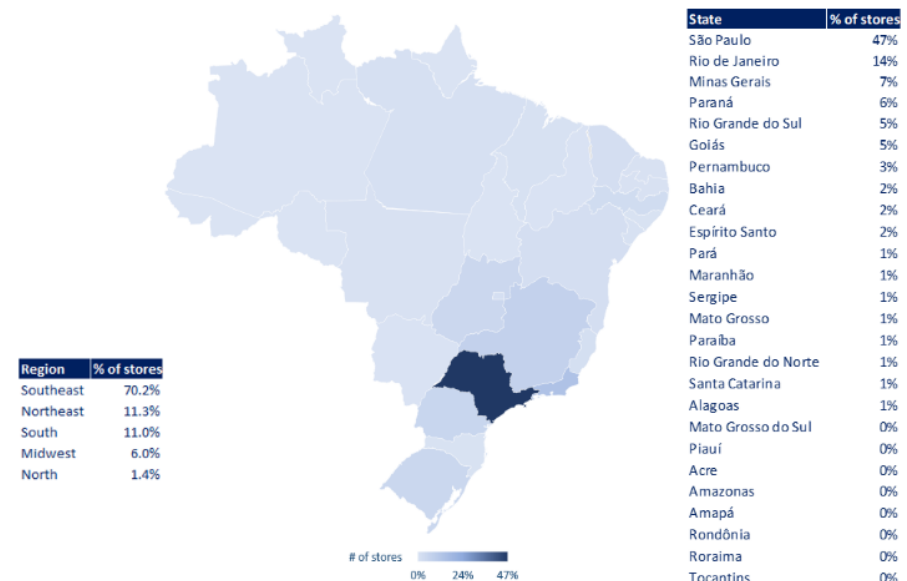
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Figura 69: % de lojas por tamanho de cidade e renda média



Fonte: Companhia, BTG Pactual.

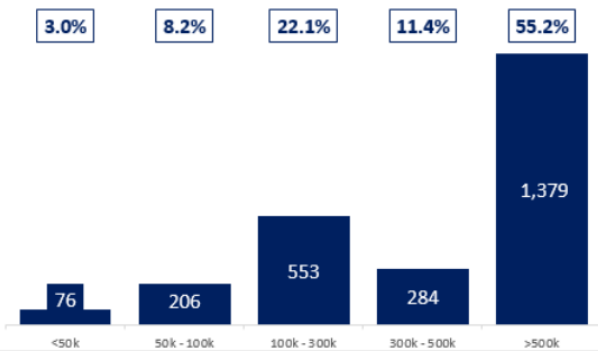
Figura 70: Mapa de calor demográfico da Zamp



Fonte: Companhia, BTG Pactual.

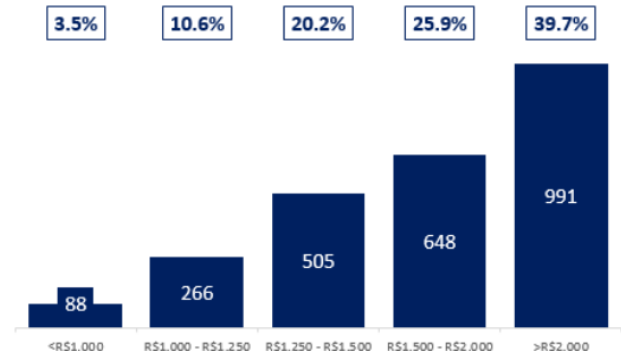
Raia Drogasil

Figura 71: Nº de lojas por tamanho de cidade



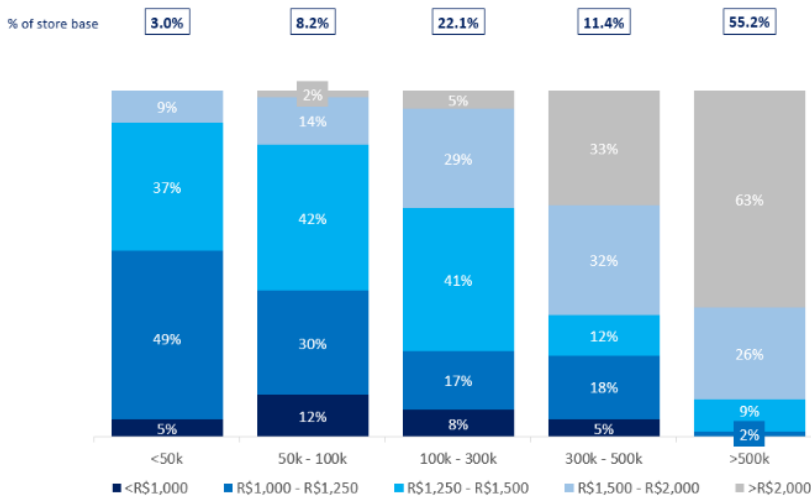
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Figura 72: Nº de lojas por renda média



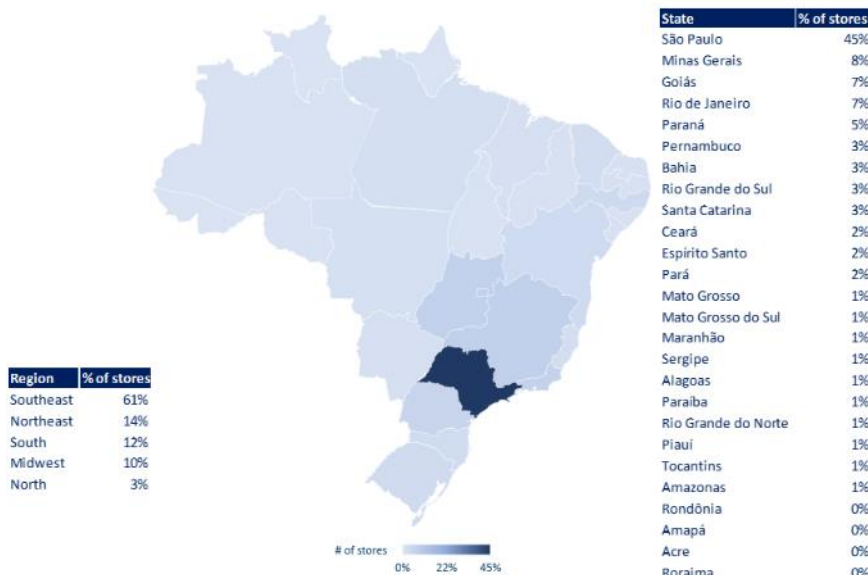
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Figura 73: % de lojas por tamanho de cidade e renda média



Fonte: Companhia, BTG Pactual.

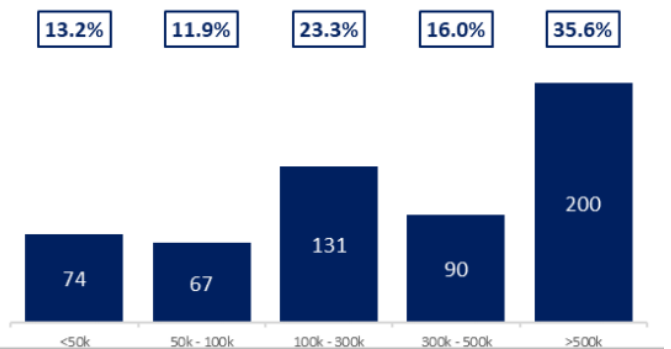
Figura 74: Mapa de calor demográfico da Raia Drogasil



Fonte: Companhia, BTG Pactual.

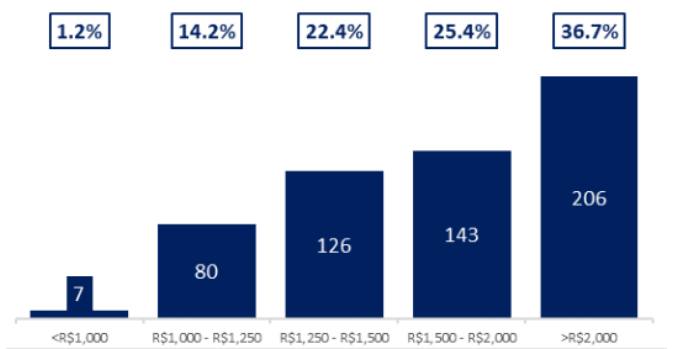
Dimed

Figura 75: Nº de lojas por tamanho de cidade



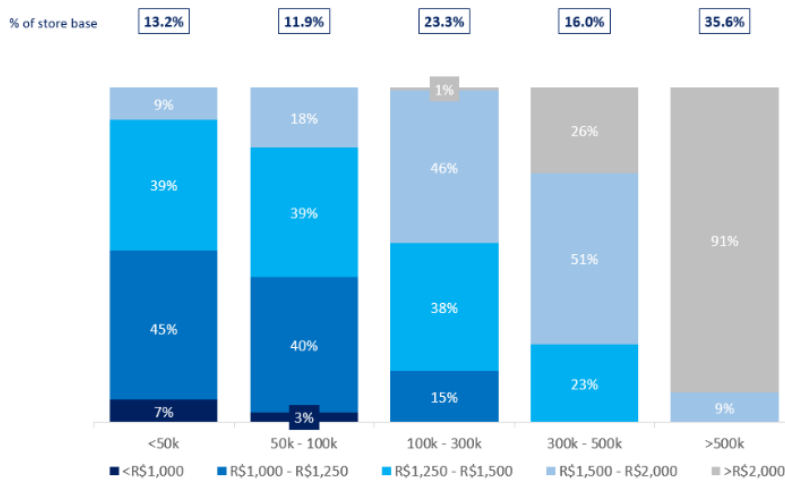
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Figura 76: Nº de lojas por renda média



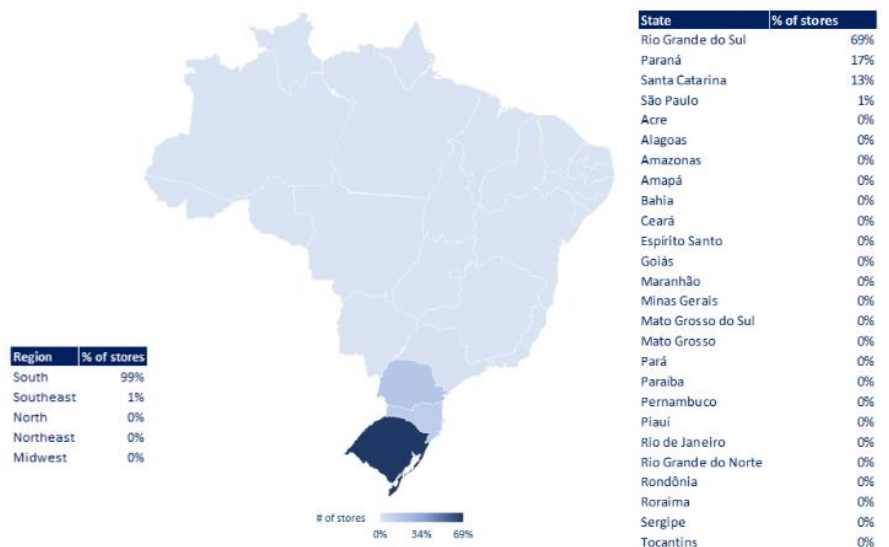
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Figura 77: % de lojas por tamanho de cidade e renda média



Fonte: Companhia, BTG Pactual.

Figura 78: Mapa de calor demográfico da Dimed



Fonte: Companhia, 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.

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

O BTG Pactual, 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