

Lavvi (LAVV3): Histórico comprovado e valuation com grande desconto

Classificação de Compra e preço-alvo de R\$ 13,50

A Lawi (LAVV3) é uma incorporadora com sede em São Paulo, com foco no segmento de média/alta renda. A Lawi nasceu em 2016, após a saída de seu principal acionista (Ralph Horn) da MAC. Com a Lawi, Ralph Horn também firmou parceria com a Cyrela e vem desenvolvendo projetos de médio/alto padrão em São Paulo com altíssima rentabilidade (ROE foi de 38% em 2019 e de 25% no 1S20). Agora, com a Lawi capitalizada pós-IPO (~R\$ 1 bilhão), planeja crescer muito e manter alta lucratividade.

Excelente histórico + apoio da Cyrela + acionistas alinhados

A Lawi tem um dos melhores históricos da indústria, com mais de 30 anos de experiência no mercado imobiliário brasileiro e resultados muito fortes ao longo do tempo. O apoio da Cyrela (ela possui 26% da Lawi) proporciona uma forte governança corporativa e alinhamento com os acionistas (a alta administração possui 31% da Lawi). Esta combinação de uma empresa familiar (CEO, CFO e Diretor de Vendas são membros da família) com um ótimo histórico e acionistas alinhados resulta em uma grande assimetria de risco/retorno.

Valuation bom sob qualquer métrica; P/TBV está ~20% abaixo dos pares

Em termos de valuation, consideramos as ações atraentes sob qualquer métrica: (i) as ações estão sendo negociadas a um P/TBV de 1,49x (desconto médio de ~20% para os pares); (ii) Lawi tem um dos maiores potenciais de valorização em nossa cobertura imobiliária (45%); e (iii) em uma base de P/L, também achamos atraente em 7,9x 2022E, mesmo usando premissas conservadoras. E, para investidores mais pessimistas, o downside é muito limitado, já que Lawi tem uma posição de caixa líquido de ~R\$ 1,0 bilhão (~85% do valor patrimonial ou ~60% do valor de mercado).

R\$ 13,50/ação de preço-alvo oferece um potencial de valorização de 45%; Compra!

A Lawi tem uma das melhores assimetrias de risco/retorno de qualquer construtora residencial brasileira, refletindo seu excelente histórico da indústria (as margens/ROEs sempre foram muito altas, a administração/grupo de controle são experientes) e o valuation também é atraente (P/TBV de 1,49x está ~20% abaixo da média do setor e P/L 2022E de 7,9x é indiscutivelmente muito atraente). Assim, iniciamos com uma classificação de Compra e um preço-alvo de 12 meses de R\$ 13,50/ação, oferecendo um bom potencial de valorização de 45%.

BTG Pactual – Equity Research:

Gustavo Cambauva

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Elvis Credendio

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Antonio Martins

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

Analise.Acoes@btgpactual.com

Lavvi (LAVV3)

Data	05/01/2021
Ticker	LAVV3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	13,5
Preço (R\$)	9,1
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	1961,71
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	8,29

Valuation:

	2021E	2022E
P/L	12,2x	7,9x
P/TBV	1,49x	1,3x

Stock Performance:

Janeiro (%)	-0,5%
-------------	-------



Valuation	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
RoIC (EBIT) %	35,2	22,6	24,2	20,1	20,7
EV/EBITDA	-	16,8	9,7	8,1	6,0
P/L	-	24,2	12,2	7,9	6,1
Dividend Yield %	-	1,2	4,0	5,8	11,4

Resumo Financeiro (US\$ milhões)	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
Receita	268	272	690	1.011	1.332
EBITDA	64	69	156	237	326
Lucro Líquido	51	61	157	230	321
LPA (R\$)	0,5	0,3	0,7	1,1	1,5
DPA líquido (R\$)	0,0	0,1	0,5	0,5	1,0
Dívida Líquida/Caixa	13	891	531	133	105

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\$ 9,14, em 04 de janeiro de 2021.

Sumário executivo

A cobertura de Lawi (LAVV3) tem um rating Compra e um preço-alvo projetado de 12 meses de R\$ 13,50/ação, implicando em um potencial de valorização de 45%, um dos maiores potenciais entre as 10 construtoras brasileiras que cobrimos.

A Lawi tem um risco/retorno muito atraente no universo de incorporadores residenciais do Brasil: a empresa tem um excelente histórico na indústria e negocia com um valuation muito atraente (com desconto).

Com mais de 30 anos de experiência no mercado imobiliário brasileiro, Ralph Horn (CEO e acionista controlador) atua principalmente no desenvolvimento de empreendimentos residenciais de médio/alto padrão, com foco na cidade de São Paulo.

Historicamente, a maioria dos índices de lucratividade tem estado acima da indústria (ROE foi de 38% em 2019 e 25% no 1S20, apesar da Covid-19), embora incorrendo em menor risco do que seus pares (100% focado em SP, balanço patrimonial desalavancado, desenvolvimento de menos projetos etc.).

Esperamos que a empresa aloque o ~R\$ 1 bilhão levantado no IPO, comprando mais terrenos (ela tem um banco de terrenos de ~R\$ 2,7 bilhões) e crescendo bastante (projetamos lançamentos de ~R\$ 1,6 bilhão em 2022E, de ~R\$ 400 milhões em 2019).

A Lawi também conta com o apoio da Cyrela (CYRE3), que detém 26% e faz parte do grupo controlador. Ter a Cyrela como parceira é muito positivo para a governança corporativa e mitiga os riscos que a Lawi possa enfrentar em sua fase de alto crescimento.

Com base em nossas previsões, as ações parecem excessivamente descontadas, negociando a 1,49x P/TBV (desconto médio de ~20% para construtoras de médio/alto padrão), o que consideramos atraente devido aos ROEs superiores da empresa.

Em uma base de P/L, vemos as ações da Lawi sendo negociadas a 12,2x P/L 2021E e 7,9x P/L 2022E, o que também achamos atraente (e menor do que seus pares), pois a empresa já mapeou a maioria dos lançamentos de 2021.

Assim, temos Compra nas ações da Lawi, com base em: (i) forte potencial de crescimento; (ii) um sólido histórico da indústria; (iii) administração de primeira linha e acionistas controladores alinhados; e (iv) valuation atrativo.

Figura 1: Lavvi - Projeções selecionadas e índices de valuation (R\$ milhões, salvo indicação ao contrário)

DRE	2019	2020E	2021E	2022E
Receita Líquida	268.179	271.759	690.393	1.011.321
Lucro Bruto	90.742	105.288	256.329	377.906
EBITDA ajustado	64.690	72.043	161.660	244.132
Lucro Líquido	51.187	61.077	156.697	230.067
Margem Bruta	34%	39%	37%	37%
Margem EBITDA ajustada	24%	27%	23%	24%
Margem Líquida	19%	22%	23%	23%
ROE	38%	9%	12%	17%
P/L	n.a.	24,2x	12,2x	7,9x
P/TBV	n.a.	1,65x	1,49x	1,31x

Fonte: Lavvi, BTG Pactual

Tese de investimento: principais drivers e riscos

A Lawi oferece um risco/retorno atraente. Historicamente, apresenta ótimos retornos (ROE foi de 38% em 2019 e 25% no 1S20), a gestão tem um histórico sólido no setor (Ralph Horn tem +30 anos de experiência), é apoiada pela Cyrela (26% de participação em Lawi) e sua estratégia continua a mesma de antes do IPO: foco absoluto no mercado imobiliário de média/alta renda de São Paulo.

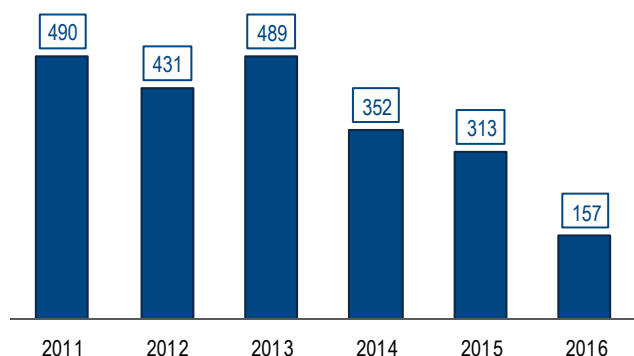
Temos um rating de compra e um preço-alvo projetado de 12 meses de R\$ 13,50/ação, oferecendo um bom potencial de valorização de 45%. A Lawi combina (i) ótima gestão + apoio da Cyrela; (ii) um sólido histórico (bom crescimento e lucratividade) no segmento de moradias de médio/alto padrão de São Paulo; e (iii) um valuation atraente (1,49x P/TBV, um desconto de ~20% para pares e 12,2x P/E 2021E).

Um player experiente no segmento de média/alta renda

A Lawi nasceu em 2016, não faz muito tempo. No entanto, Ralph Horn (CEO da empresa e acionista controlador) tem +30 anos de experiência no setor de Construção Civil. Antes de fundar a Lawi, foi executivo da Cyrela por 13 anos e saiu em 2000 para ser sócio de outra incorporadora, a MAC (2000-2016), também sendo responsável pela aquisição de terrenos e desenvolvimento de novos empreendimentos.

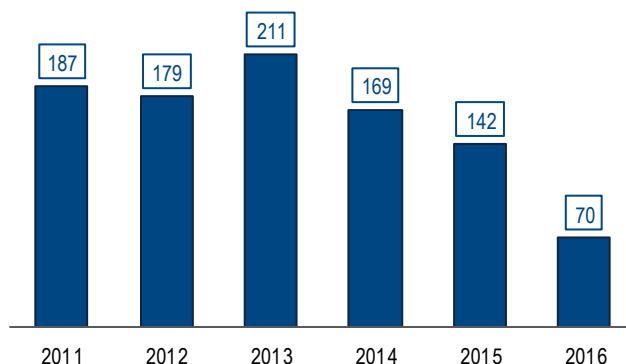
Em 2006, a Cyrela firmou 50-50% de joint venture com a MAC, que durou 10 anos entre 2006-2016, período em que a MAC (liderada por Ralph Horn) conseguiu lançar 49 projetos (~11.000 unidades). Nesses 16 anos de MAC, a empresa entregou excelentes resultados (veja abaixo), mas Ralph Horn saiu da MAC em 2016 para fundar a Lawi e retomou a parceria com a Cyrela.

Figura 2: MAC - Receita líquida (2011-2016)



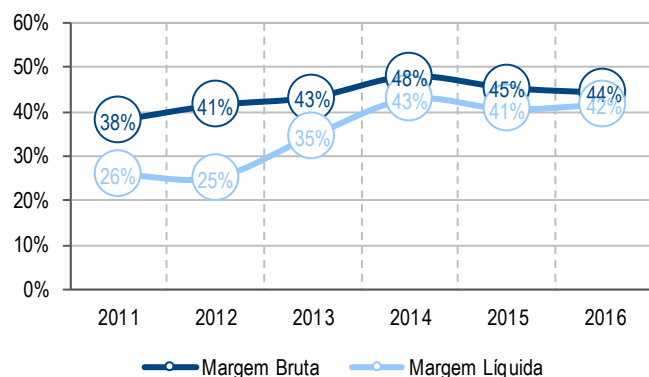
Fonte: MAC, Lavvi, BTGPactual

Figura 3: MAC - Lucro bruto (2011-2016)



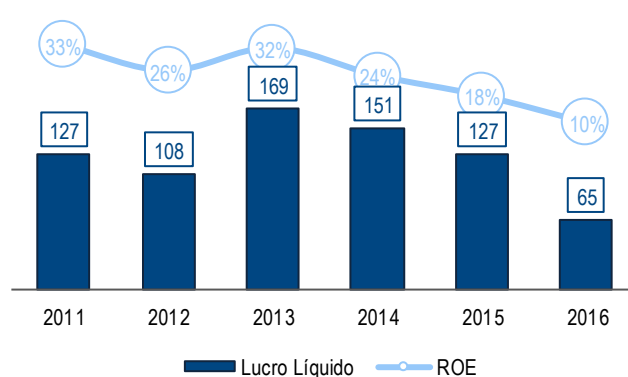
Fonte: MAC, Lavvi, BTGPactual

Figura 4: MAC - Margem bruta e líquida (2011-2016)



Fonte: MAC, Lavvi, BTGPactual

Figura 5: Lucro líquido e ROE (2011-2016)



Fonte: MAC, Lavvi, BTGPactual

A Lavvi foi então fundada em 2016, com alguns executivos vindos do MAC (incluindo os irmãos Ralph Horn e Moshe Horn) e outros executivos experientes, como discutiremos a seguir. Nesse curto espaço de tempo (a maioria desses anos foram muito fracos para o setor habitacional), a empresa lançou 8 empreendimentos (~2.000 unidades), todos no segmento de média/alta renda na cidade de São Paulo (veja abaixo).

Figura 6: Lavvi - Detalhamento de todos os projetos lançados desde 2016

Projeto	Segmento	Bairro	Data de Lanç.	VG 100% (R\$mn)	Particip. (%)	Margem bruta alvo (%)	Vendido (%)	PoC (%)
Praça Piratininga	Média renda	Brás	May-16	110,6	51,0%	26,5%	98,2%	100,0%
Praça Mooca	Média renda	Brás	Jun-17	152,6	51,0%	35,3%	65,3%	90,0%
Movva	Média renda	Luz	Dec-17	47,8	100,0%	37,4%	99,1%	94,3%
Palazzo Vila Mariana	Alta renda	Vila Mariana	Jun-18	157,7	80,0%	35,2%	98,4%	75,2%
Vitrari Moema	Alta renda	Moema	Oct-18	100,9	70,0%	42,0%	100,0%	70,0%
Nativ Tatuapé	Média renda	Tatuapé	Jun-19	241,5	94,0%	36,6%	100,0%	53,0%
Moema Cyrela	Alta renda	Moema	Jul-19	117,7	40,0%	34,5%	88,7%	58,6%
One Park Perdizes	Alta renda	Perdizes	Oct-19	189,7	80,0%	38,3%	64,5%	52,3%
Total				1.118,5	71,9%	35,8%	87,6%	69,6%

Fonte: Lavvi, BTGPactual

Equipe de gestão de alto nível liderada por acionistas alinhados

A Lavvi foi fundada por dois irmãos (Ralph Horn e Moshe Horn), sobrinhos de Elie Horn (especialista em imóveis e acionista controlador da Cyrela). Ralph Horn ocupa o cargo de CEO e Moshe Horn é o Diretor de Vendas, enquanto a segunda geração da família já está presente - Dida Horn, filho de Ralph Horn, é o CFO e IRO. Todos trabalharam na MAC antes de ingressar na Lavvi.

Abaixo, apresentamos os principais executivos e o Conselho de Administração (para biografias completas, ver páginas 16-18 deste relatório). A gestão conta com executivos altamente experientes (alguns que já trabalharam em outras construtoras) e existe um alinhamento muito bom entre o grupo controlador e os minoritários, uma vez que a maioria dos executivos também são acionistas.

Figura 7: Lavvi - Equipe da alta administração

Conselho Executivo	Cargo
Ralph Horn	CEO
Ovadia Horn	CFO and IR
Raphael Giannoni Junior	Engineering Director
Rodrigo Prado Alves	Controller
Moshe Mordehai Horn	Commercial Director

Fonte: Lavvi, BTG Pactual

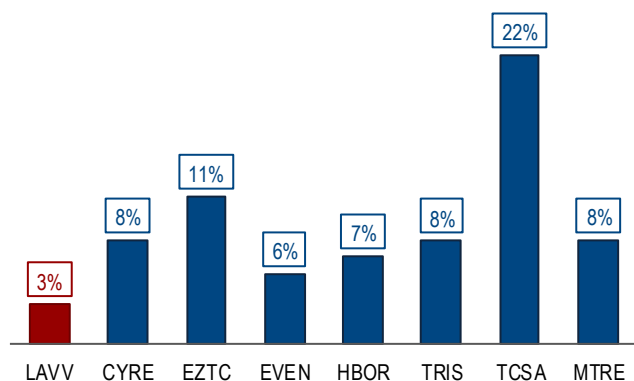
Figura 8: Lavvi - Conselho de Administração

Conselho Administrativo	Cargo
Elie Horn	Chairman
Ralph Horn	Vice Chairman
Ovadia Horn	Board Member
Miguel Maia Mickelberg	Board Member
Daniella Sasson de Figueira	Independent Member
Nessim Abadi	Independent Member

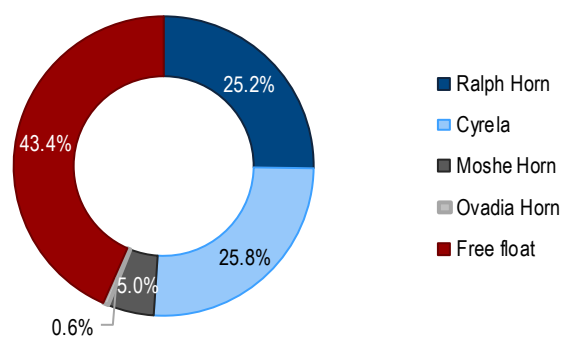
Fonte: Lavvi, BTG Pactual

A maior parte da remuneração do grupo de controle vem de dividendos (não puramente de despesas gerais e administrativas). Lavvi tem o menor índice de despesas G&A como percentual da receita do setor, principalmente devido à sua estrutura verticalizada (responsável pela engenharia, vendas, originação de projetos, análise de crédito de clientes, etc.) e melhor alinhamento da gestão (que também são grandes acionistas).

A alta administração (CEO, CFO e COO) são os maiores acionistas, e a Cyrela também tem uma grande participação, reforçando sua governança corporativa e mitigando todos os riscos de um período de forte crescimento, uma vez que a Cyrela já passou por esse período com sucesso. Além disso, a Cyrela está presente no Conselho de Administração, compartilhando seu profundo conhecimento do setor habitacional e de como se tornar grande, sem falhar.

Figura 9: Despesas G&A como o percentagem das receitas (2019)

Fonte: Empresas e BTG Pactual

Figura 10: Lavvi - Estrutura da sociedade

Fonte: Lavvi, BTG Pactual

As operações são principalmente na cidade de São Paulo

A Lavvi é 100% focada no mercado residencial de média/alta renda de SP, com 8 empreendimentos lançados em 2016-2019 (ver Figura 11 abaixo). Com todos os seus esforços direcionados ao mercado imobiliário de SP, a Lavvi tem capturado sinergias (capacidade de negociar melhor com fornecedores/empreiteiros, mais foco em seus projetos - vendas dedicadas e equipe de engenharia etc.).

As construtoras residenciais com um nicho (empresas que operam em um segmento de renda e/ou em um mercado específico) tiveram um desempenho melhor do que as empresas que cresceram muito e tentaram atender a diferentes mercados. Operações verticalizadas e um foco claro no segmento de médio/alto padrão da SP são duas razões principais para os retornos superiores da Lavvi, sem mencionar a experiência de sua equipe.

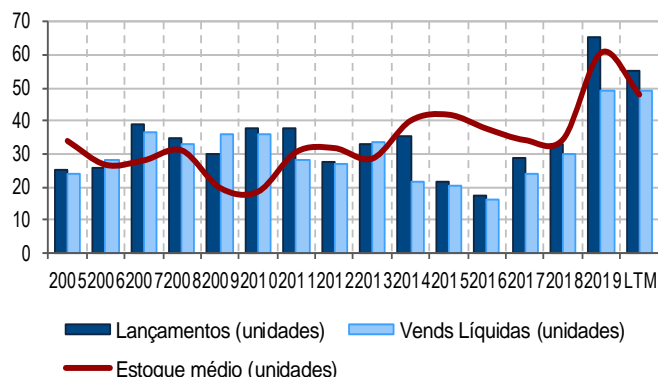
Figura 17: Histórias de lançamentos da SPV

O mercado imobiliário de SP está claramente em uma tendência positiva. Ela se recuperou bem da retração em 2013-2018 (anos muito fracos para as construtoras e o Brasil, como um todo) e, no ano passado, SP registrou vendas e lançamentos recordes. 2020 também está se mostrando muito bom, apesar da Covid-19, que teve um impacto negativo no 2T20, e os lançamentos/vendas tiveram uma recuperação muito forte no 3T20.

Acreditamos que, em um cenário tão positivo, os preços das residências devem começar a subir em SP. Conforme mostrado abaixo, o índice FipeZap para preços de residências em SP ainda sinaliza baixo crescimento, mas todas as variáveis apontam para um forte aumento de preços (estoque de residências está menor, acessibilidade nunca foi tão boa para compradores de casas e preços de terrenos/materiais de construção também estão em alta o aumento).

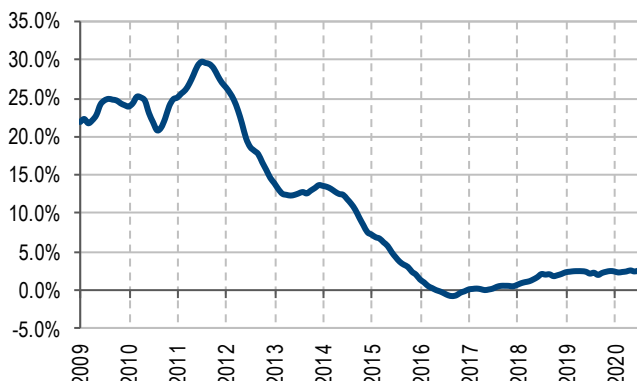
As construtoras podem se beneficiar de uma recuperação nos preços das casas, já que a maioria (Lawi incluído) já tem um grande banco de terrenos para crescer e estoques para vender, que podem ser monetizados com margens mais altas e mais rápido. E as famílias estão colocando mais valor em suas casas em resposta à Covid, o que levou as pessoas a ficarem em casa por mais tempo - recentemente aumentando as melhorias em suas casas.

Figura 12: Lançamentos / vendas na cidade de SP estão crescendo muito ...



Fonte: Secovi-SP e BTGPactual | LTM = últimos 12 meses

Figura 13: ...e esperamos que os preços das casas comecem a subir

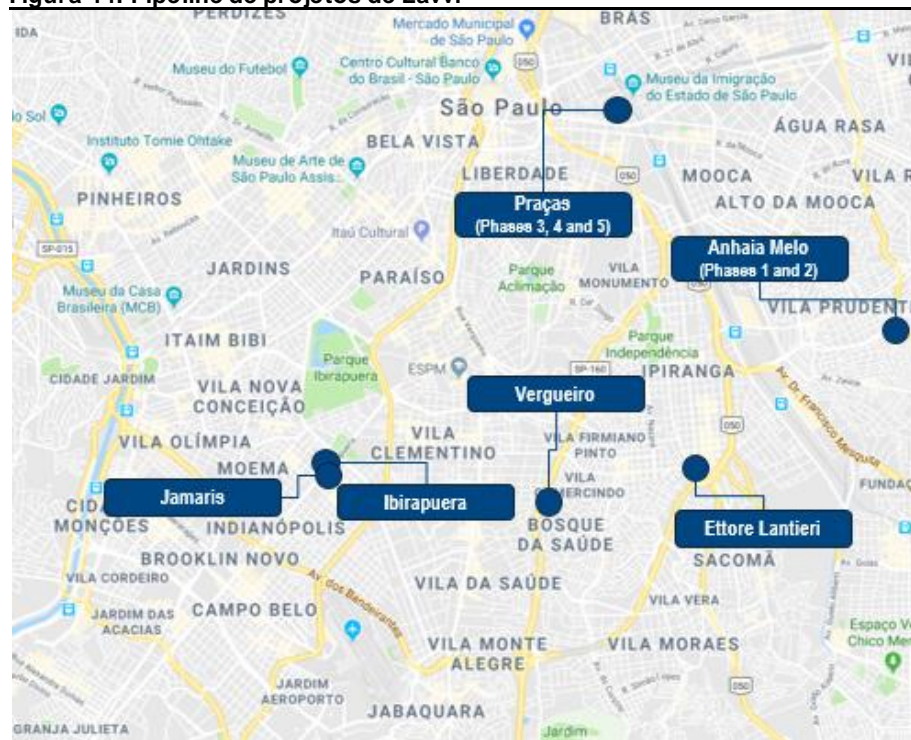


Fonte: FipeZap e BTGPactual

Forte potencial de crescimento, com banco de terrenos considerável

A Lavvi possui um estoque de terrenos considerável de R\$ 2,7 bilhões, composto por nove projetos/fases (todos na cidade de São Paulo, seu foco absoluto). Ressaltamos que (i) todos os empreendimentos são do segmento de médio/alto padrão (sem empreendimentos MCMV – Minha Casa Minha Vida); e (ii) a gestão está muito focada na compra de terrenos em condições atrativas e em localizações privilegiadas de São Paulo (próximo ao transporte público e bairros desejados).

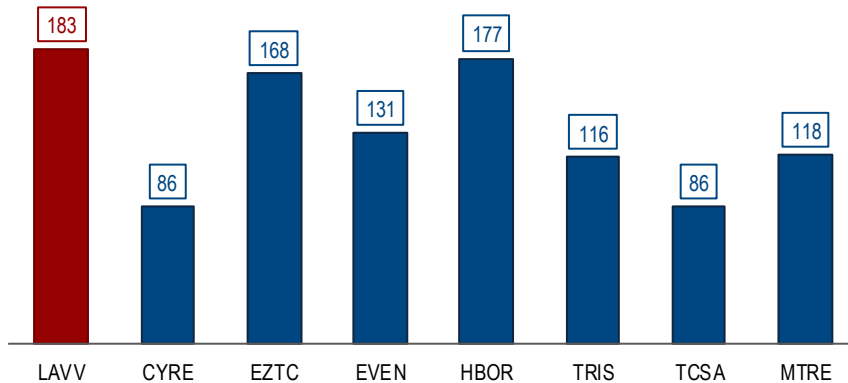
Figura 14: Pipeline de projetos de Lavvi



Fonte: Lavvi, BTGPactual

A Lawi costuma focar em grandes projetos com alto VGV/empreendimento, como: (i) seus 3 projetos de alto padrão com média de R\$ 332 milhões; e (ii) seus 7 empreendimentos de médio padrão têm VGV médio de R\$ 250 milhões. Com projetos maiores do que outras empresas listadas, a Lawi captura mais economias de escala (menores despesas G&A) e pode dedicar mais tempo/esforços a cada projeto.

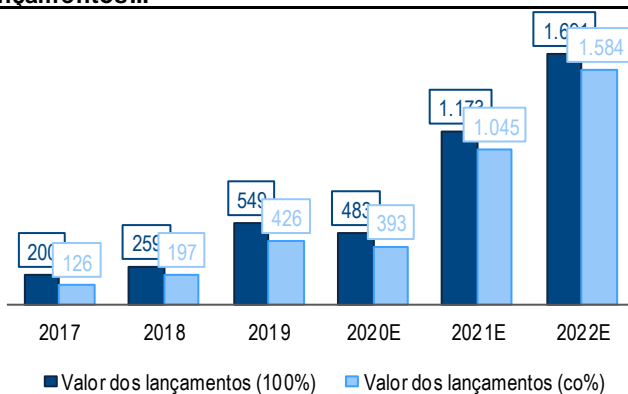
Figura 15: VGV médio por lançamento de cada empresa (2019)



Fonte: Empresas, BTG Pactual

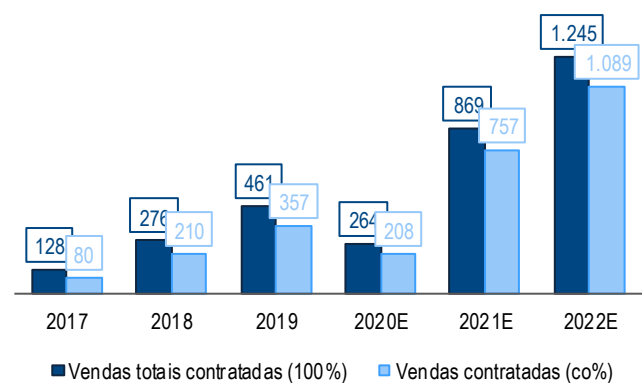
Um banco de terrenos considerável permitirá que a Lawi aumente muito os lançamentos e as vendas (veja as figuras abaixo). A empresa tem um estoque pequeno (~R\$ 120 milhões apenas, a maioria das unidades em construção), o que significa que os projetos estão vendendo muito bem e precisa expandir seu portfólio de projetos (muitos deles já internos). Esperamos que Lawi alcance um nível “estabilizado” de ~R\$ 1,6 bilhão/ano até 2022E (quando não deve crescer muito).

Figura 16: Mais capital significa mais crescimento em lançamentos...



Fonte: Lawi, BTG Pactual

Figura 17: ... e as vendas devem seguir em conformidade

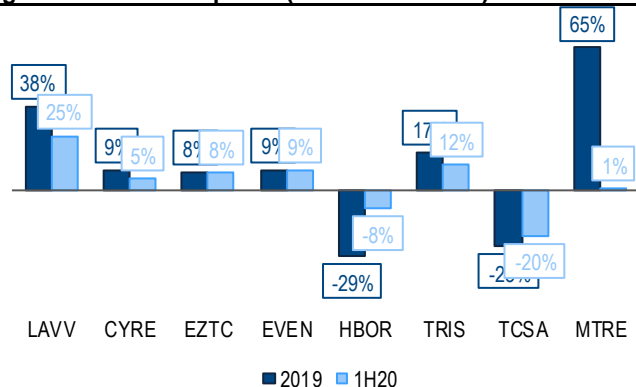


Fonte: Lawi, BTG Pactual

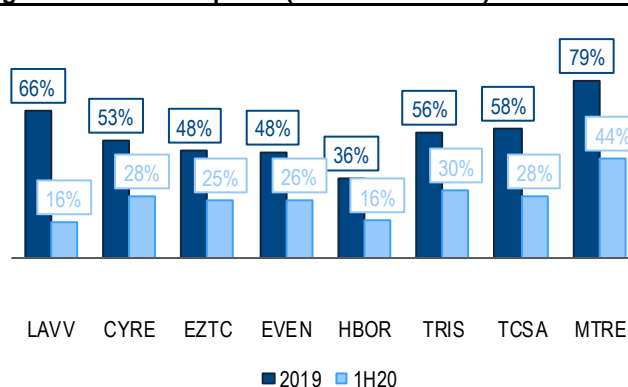
Boa lucratividade: margens, VSO (Vendas sobre oferta) e ROE

Historicamente, vimos retornos muito altos em comparação com os pares e riscos mais baixos (margens, ROE e taxa de vendas sobre oferta são todos melhores, enquanto a alavancagem foi menor), refletindo o processo meticuloso da empresa

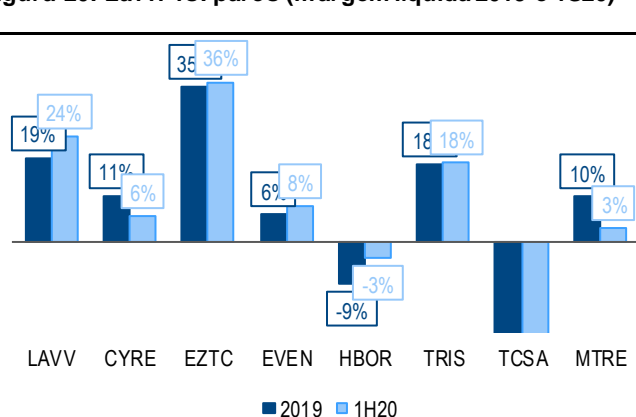
na origem e desenvolvimento de projetos (aquisição de terras, licenças de construção, vendas internas, engenharia verticalizada, etc.) e no alinhamento de uma equipe de gestão de alto nível.

Figura 18: Lavvi vs. pares (ROE 2019 e 1S20)


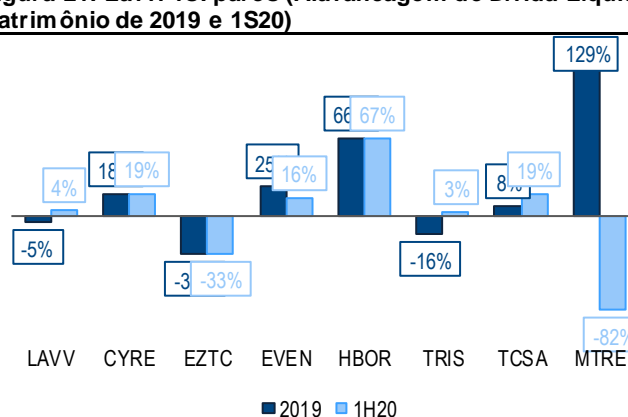
Fonte: Empresas, BTG Pactual

Figura 19: Lavvi vs. pares (VSO 2019 e 1S20)


Fonte: Empresas, BTG Pactual

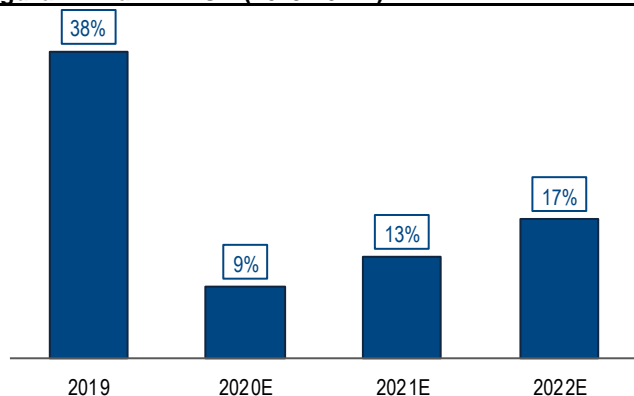
Figura 20: Lavvi vs. pares (margem líquida 2019 e 1S20)


Fonte: Empresas, BTG Pactual

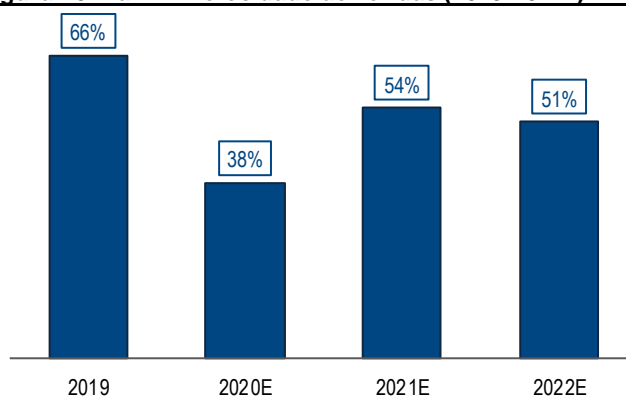
Figura 21: Lavvi vs. pares (Alavancagem de Dívida Líquida / Patrimônio de 2019 e 1S20)


Fonte: Empresas, BTG Pactual

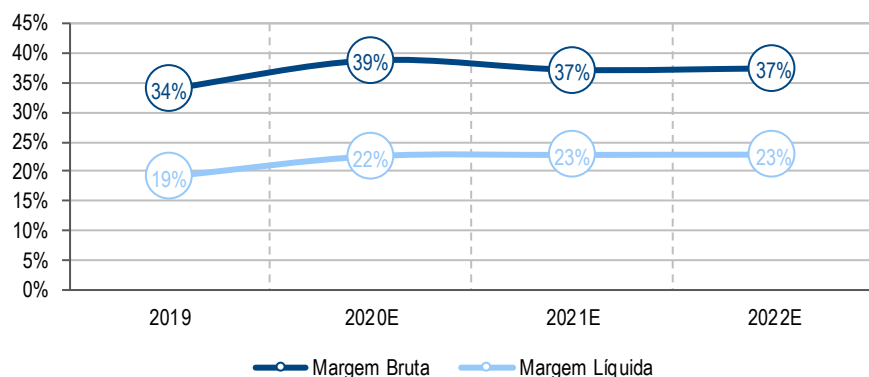
Nos próximos anos, esses indicadores devem melhorar, pois o já mencionado crescimento de lançamentos e vendas líquidas realmente dilui os custos fixos, aumentando as margens e o ROE. Visto que a Lavvi agora tem muito mais capital (R\$ 1,0 bilhão levantado no IPO), os ROEs podem levar de 2 a 3 anos (um ciclo de construção) para normalizar, devido à contabilização da “Porcentagem de Conclusão” (receita deve ficar atrás de lançamentos/vendas).

Figura 22: Lavvi - ROE (2019-2022E)

Fonte: Lavvi, BTG Pactual

Figura 23: Lavvi - Velocidade de vendas (2019-2022E)

Fonte: Lavvi, BTG Pactual

Figura 24: Lavvi - Margens bruta e líquida (2019-2022E)

Fonte: Lavvi, BTG Pactual

Valuation atrativo

Em termos de valuation, também achamos as ações atraentes, já que a Lavvi está sendo negociada com um grande desconto para construtoras de renda média/alta sob cobertura. A preços atuais, vemos a ação em um P/TBV de 1,49x (~20% de desconto na média dos pares) e P/L também com desconto em 12,2x P/L 2021E e apenas 7,9x para 2022E (quando os lucros devem se normalizar conforme os lançamentos se estabilizarem).

Em nossa opinião, o valuation com desconto reflete o fato de que os investidores não parecem totalmente convencidos da capacidade da Lavvi de aumentar os lançamentos, mantendo a alta lucratividade. A empresa já tem um banco de terrenos considerável e um grande histórico do setor, então não deve ser difícil cumprir as previsões de ROE e margem. E, dado o histórico da empresa, acreditamos que nossas estimativas são conservadoras.

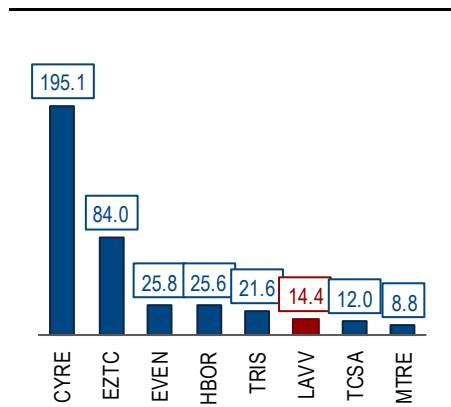
Figura 25: Construtoras brasileiras - múltiplos de valuation selecionados

Métricas de Valuation		CYRE3	EZTC3	EVEN3	TCSA3	HBOR3	TRIS3	MTRE3	LAVV3	MELK3
P/TBV	2020E	2,07x	2,41x	1,57x	0,98x	1,52x	2,02x	1,73x	1,65x	1,37x
P/TBV	2021E	1,88x	2,18x	1,36x	0,95x	1,31x	1,70x	1,59x	1,49x	1,28x
P/TBV	2022E	1,64x	1,94x	1,16x	0,86x	1,12x	1,41x	1,41x	1,31x	1,17x
P/L	2019	27,0x	34,9x	21,9x	-2,3x	-8,8x	14,2x	28,4x	19,1x	8,2x
P/L	2020E	21,7x	25,8x	17,8x	-4,9x	210,2x	13,9x	38,5x	24,2x	23,6x
P/L	2021E	10,7x	15,5x	11,5x	-259,3x	16,0x	9,4x	14,9x	12,2x	15,6x
P/L	2022E	7,4x	10,0x	6,9x	9,3x	7,3x	6,1x	7,7x	7,9x	9,2x
Dividend Yield	2019	6,2%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,5%	0,0%	0,4%	0,0%
Dividend Yield	2020E	6,2%	0,7%	1,4%	0,0%	0,2%	2,7%	1,7%	1,2%	1,6%
Dividend Yield	2021E	7,9%	3,1%	3,4%	0,0%	1,5%	2,6%	3,3%	4,0%	3,1%
Dividend Yield	2022E	8,1%	6,4%	6,6%	2,6%	6,4%	7,6%	9,3%	5,8%	7,0%

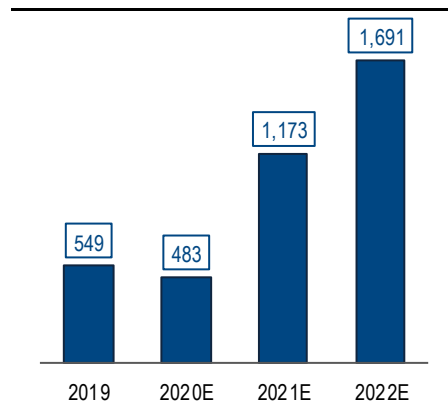
Fonte: Bloomberg, Empresas, BTGPactual

...mas também existem riscos

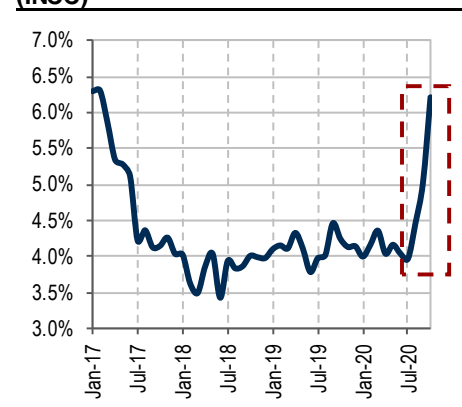
Como em toda boa história, também existem riscos: (i) baixa liquidez das ações (R\$ 14,4 milhões ou um pouco menos de US\$ 3,0 milhões em ADTV); (ii) risco de execução visto que o CAGR de lançamentos é de 46% ao ano de 2019-2022E; e (iii) 100% de exposição a São Paulo, onde a concorrência é maior e as margens podem ser prejudicadas devido aos preços mais altos dos terrenos e custos de construção.

Figura 1: ADTV (R\$ milhões)


Fonte: Bloomberg e BTGPactual

Figura 2: Lançamentos (2019-2022E)


Fonte: Lavvi, BTGPactual

Figura 3: Inflação de construção (INCC)


Fonte: FGV e BTGPactual

Rating de Compra (preço-alvo R\$ 13,50/ação)

A cobertura das ações da Lawi (LAVV3) tem uma classificação de Compra e um preço-alvo projetado de 12 meses de R\$ 13,50/ação, oferecendo um bom upside de 45%. Nosso preço-alvo é baseado em um modelo de crescimento de Gordon, usando um múltiplo P/TBV alvo de "saída" de 2,2x para as ações da Lawi (em linha com nossa expectativa para os ROEs). Por favor, veja os detalhes na Figura 29 abaixo.

Figura 29: Resumo do nosso cálculo de preço alvo

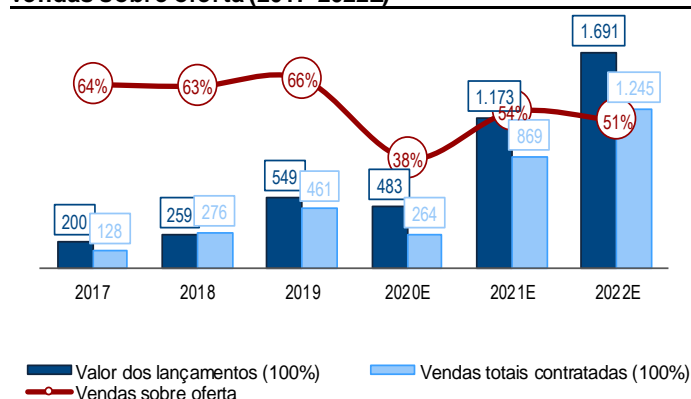
Período alvo	3Q21E
BV tangível	1.312
Múltiplo P/TBV justo	2,2x
Valor justo do Equity	2.885
Nº de ações em circulação	214,6
Dividendos até 3T20E (R \$ / ação)	0,07
Preço-alvo (R\$/share)	13,50

Fonte: Lavvi, BTG Pactual

Estimativas de lucros

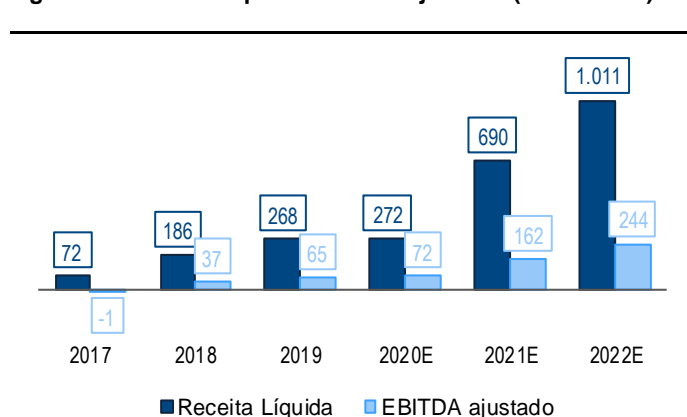
Acreditamos que a Lawi deve crescer muito, apoiada por um banco de terrenos considerável e pela capacidade da administração de continuar buscando novas oportunidades de investimento e alocando os recursos do IPO. O forte know-how de São Paulo também deve ajudar a empresa a manter alta lucratividade enquanto cresce. Conforme mostrado abaixo, esperamos que os lançamentos se estabilizem em ~R\$ 1,6 bilhão.

Figura 30: Lançamentos, vendas líquidas e proporção de vendas sobre oferta (2017-2022E)



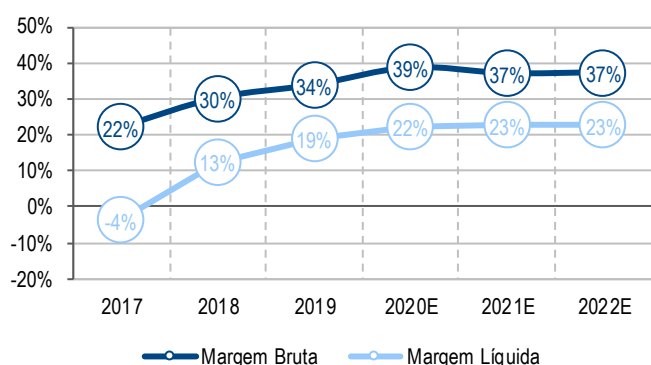
Fonte: Lavvi, BTG Pactual

Figura 31: Receita líquida e Ebitda ajustado (2017-2022E)

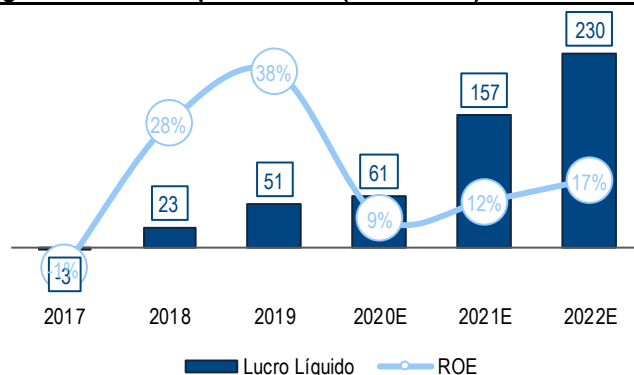


Fonte: Lavvi, BTG Pactual

Também acreditamos que o crescimento da Lawi deve se traduzir em margens mais altas (melhor diluição dos custos fixos) e maior ROE, conforme a empresa aloca os recursos do IPO. O ROE provavelmente permanecerá fraco nos próximos 2 anos devido à contabilidade de "Porcentagem de Conclusão" (as receitas levam cerca de 2 anos para fluir totalmente pelo P&L), mas o ROE já deve ser sólido em 2022E.

Figura 32: Margens bruta e líquida (2017-2022E)


Fonte: Lavvi, BTG Pactual

Figura 33: Lucro líquido e ROE (2017-2022E)


Fonte: Lavvi, BTG Pactual

Na Figura 34, mostramos um resumo de nossas projeções de lucros (2020-2023E), a base de nosso modelo de valuation. Conforme discutido no relatório, esperamos que o forte crescimento da receita (CAGR de 55% para 2019-2022E) se traduza em margens e ROEs maiores. Usando nossas projeções, o LPA deve ser de R\$ 1,07 em 2022E, e a Lavvi pode distribuir dividendos elevados de R\$ 0,54/ação até lá (quase 7% de yield).

Figura 34: Lavvi - Resumo das nossas principais projeções de resultados (R\$ milhões, salvo indicação contrária)

Launches and sales	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Valor de Lançamentos (100%)	548.900	483.392	1.173.322	1.691.396	1.797.062
Valor de Lançamentos (co%)	425.850	393.225	1.044.595	1.583.703	1.707.209
Vendas Contratadas (100%)	460.800	263.556	868.647	1.244.503	1.505.059
Vendas Contratadas (co%)	357.500	208.295	756.563	1.088.842	1.404.818
Income statement	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Receita Bruta	275.819	278.157	705.058	1.032.803	1.360.406
Deduções	(7.640)	(6.398)	(14.665)	(21.482)	(28.296)
Receita Líquida	268.179	271.759	690.393	1.011.321	1.332.110
Custos Operacionais	(178.013)	(169.291)	(439.518)	(640.689)	(843.115)
Lucro Bruto	90.166	102.468	250.875	370.632	488.995
Receitas (Despesas) Operacionais	(19.897)	(23.263)	(67.965)	(107.191)	(132.886)
Resultado Financeiro Líquido	1.437	8.888	24.716	24.087	27.413
Receita Financeira	3.281	9.752	27.017	29.418	35.261
Despesas Financeiras	(1.395)	(863)	(2.302)	(5.331)	(7.848)
EBITDA	64.690	72.043	161.660	244.132	333.977
Lucro Operacional	70.269	79.205	182.909	263.441	356.109
EBT	70.269	79.205	182.909	263.441	356.109
Imposto de Renda	(1.227)	(5.480)	(6.759)	(13.122)	(24.267)
Minoritários	(13.486)	(12.504)	(12.957)	(13.956)	(9.929)
Lucro Líquido	51.187	61.077	156.697	230.067	320.604
Margem Bruta	34%	39%	37%	37%	37%
Margem EBITDA	24%	27%	23%	24%	25%
Margem EBITDA	24%	26%	23%	24%	25%
Margem Líquida	19%	22%	23%	23%	24%
Patrimônio líquido	164.666	1.194.664	1.273.013	1.388.046	1.484.227
Book value tangível	164.415	1.195.494	1.275.844	1.390.155	1.482.959
ROE	38%	9%	12%	17%	21%

Fonte: Lavvi, BTG Pactual

Valuation

Em termos de valuation, achamos a Lawi atraente em praticamente qualquer métrica: (i) as ações estão sendo negociadas a 1,49x P/TBV (um desconto de ~20% para os pares, muito atraente à luz do ROE previsto); (ii) vemos um bom potencial de valorização de 45% para nosso preço-alvo; e (iii) vemos a Lawi sendo negociado a um P/L de 12,2x para 2021E e 7,9x 2022E, o que também é um desconto para os pares, mesmo sob premissas conservadoras.

Para investidores mais pessimistas, o caixa de Lawi sozinho é de ~R\$ 1,0 bilhão (~R\$ 4,75/ação apenas em "caixa líquido"), oferecendo uma grande proteção para absorver quaisquer ventos contrários, uma vez que a posição de caixa representa ~85% do valor contábil e 60% de market cap. Com uma posição de caixa tão forte, Lawi deve ser capaz de crescer muito, alocando capital em projetos lucrativos, sem incorrer em muitos riscos.

Figura 35: Construtoras brasileiras - múltiplos de valuation selecionados

Métricas de Valuation		CYRE3	EZTC3	EVEN3	TCSA3	HBOR3	TRIS3	MTRE3	LAVV3	MELK3
P/TBV	2020E	2,07x	2,41x	1,57x	0,98x	1,52x	2,02x	1,73x	1,65x	1,37x
P/TBV	2021E	1,88x	2,18x	1,36x	0,95x	1,31x	1,70x	1,59x	1,49x	1,28x
P/TBV	2022E	1,64x	1,94x	1,16x	0,86x	1,12x	1,41x	1,41x	1,31x	1,17x
P/L	2019	27,0x	34,9x	21,9x	-2,3x	-8,8x	14,2x	28,4x	19,1x	8,2x
P/L	2020E	21,7x	25,8x	17,8x	-4,9x	210,2x	13,9x	38,5x	24,2x	23,6x
P/L	2021E	10,7x	15,5x	11,5x	-259,3x	16,0x	9,4x	14,9x	12,2x	15,6x
P/L	2022E	7,4x	10,0x	6,9x	9,3x	7,3x	6,1x	7,7x	7,9x	9,2x
Dividend Yield	2019	6,2%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,5%	0,0%	0,4%	0,0%
Dividend Yield	2020E	6,2%	0,7%	1,4%	0,0%	0,2%	2,7%	1,7%	1,2%	1,6%
Dividend Yield	2021E	7,9%	3,1%	3,4%	0,0%	1,5%	2,6%	3,3%	4,0%	3,1%
Dividend Yield	2022E	8,1%	6,4%	6,6%	2,6%	6,4%	7,6%	9,3%	5,8%	7,0%

Fonte: Bloomberg, Empresas, BTG Pactual

Perfil da companhia

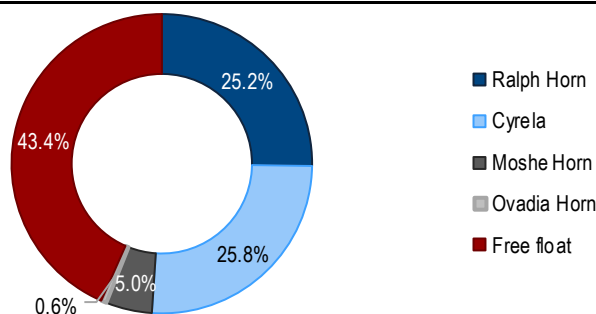
A Lawi (Joint Venture com a Cyrela) foi fundada por Ralph Horn (CEO e acionista controlador) e seu irmão Moshe Horn (Diretor de Vendas) em 2016, que são sobrinhos do Sr. Elie Horn (acionista controlador da Cyrela). A segunda geração da família também está presente na empresa, já que Dida Horn (filho de Ralph) é o CFO e Gestor de RI.

A empresa tem foco em empreendimentos de médio/alto padrão na cidade de São Paulo (visando empreendimentos maiores que a média com VGV de R\$ 200-300 milhões), possui equipe própria de engenharia (somente contratação de mão de obra terceirizada via empreiteiras) e uma força de vendas interna (responsável por 75% das vendas da Lawi).

A Lawi abriu o capital em setembro de 2020, emitindo ~ R\$ 1 bilhão para financiar seu crescimento por meio da aquisição de terrenos em São Paulo e do exercício de opções de compra de terrenos, já que as perspectivas para o setor habitacional são muito positivas. A LAVV3 negocia na B3 no segmento Novo Mercado, o mais alto grau de governança corporativa, com ADTV de ~R\$ 14 milhões.

Estrutura de acionistas

A Lawi é uma empresa familiar, com a família fundadora detendo aproximadamente 31% do total das ações (Ralph Horn possui 25,2%, Moshe Horn possui 5,0% e Dida Horn possui 0,6%) e a Cyrela (também parte do acordo de acionistas e controle grupo) com 25,8% de participação na empresa (via Cyrela Brazil Realty e Seller). O free float é de 43,4%.

Figura 36: Estrutura acionária da Lavvi

Fonte: Lavvi, BTG Pactual

Breve história

Apesar do desempenho de Lawi ter vida curta (fundada em 2016), seu fundador Ralph Horn tem um histórico longo e brilhante no setor imobiliário. A carreira de Ralph Horn começou em 1987 na Cyrela como estagiário, onde trabalhou por 13 anos e alcançou o cargo de Diretor Comercial e de Desenvolvimento.

Ele deixou a Cyrela em 2000 para se tornar sócio de outros dois sócios da MAC (construtora residencial de média / alta renda), atuando como Diretor Comercial, Desenvolvimento e Aquisições de Terrenos. Importante destacar que em 2006 os sócios da Cyrela e da MAC fecharam uma joint-venture, com a Cyrela passando a deter 50% do capital da empresa.

Entre 2006-2016, a MAC lançou 49 projetos (mais de 11.000 unidades) com um valor potencial de vendas total de R\$ 4,5 bilhões. Além disso, a MAC entregou resultados financeiros sólidos durante este período - de 2011-2015, as margens bruta e líquida médias da MAC foram de 43% e 34%, com um ROE médio de ~25% (acima da média dos players listados).

O Sr. Horn trabalhou na MAC durante 16 anos e esteve diretamente envolvido na execução da referida performance. Porém, a Joint Venture MAC-Cyrela acabou em 2016 - e, como Ralph Horn queria continuar comprando terrenos e ampliando o negócio, decidiu sair da MAC.

A Lawi foi então fundada em 2016 - a empresa nasceu em uma joint-venture com a Cyrela. Desde então, a Lawi lançou 8 empreendimentos com VGV potencial de ~R\$ 1,2bi (R\$ 470mi em 2019), com margens sólidas e alto retorno (ROEs de 28% e 38% em 2018 e 2019).

Como o Sr. Horn sempre objetivou o crescimento de seus negócios, recentemente Lawi concluiu seu IPO emitindo ~R\$ 1 bilhão em recursos primários para mover a empresa para o próximo nível: aumentar lançamentos para R\$ 1,2-1,5 bilhão/ano através do desenvolvimento de projetos maiores (que requerem capital para comprar terrenos maiores).

Gestão e Conselho de Administração

A administração da Lawi é muito experiente no setor imobiliário. O Sr. Ralph Horn é o CEO (35 anos de experiência no setor), Dida Horn (que trabalha com o Sr. Ralph, seu pai, há 8 anos) é o CFO / RI e Moshe Horn (irmão do Sr. Ralph) é o Diretor de Vendas. Abaixo, apresentamos a biografia dos diretores da Lawi:

- **Ralph Horn (CEO):** graduou-se em Administração de Empresas com Especialização em Marketing pela Fundação Armando Álvares Penteado - FAAP, em 1991. Com mais de 33 anos de experiência no mercado imobiliário, possui expertise no segmento de renda média / alta em empreendimentos residenciais, comerciais, hoteleiros e de apartamentos de alto padrão na região metropolitana de São Paulo. Começou no mercado imobiliário como estagiário em 1987, aos 19 anos, em uma empresa de propriedade de seu tio Elie Horn, a Cyrela - uma das maiores empresas do setor -, e a deixou como Incorporadora e Comercial Diretor, após receber proposta para ser sócio e Diretor Comercial e de Desenvolvimento da Mac Construtora e Incorporadora, onde permaneceu

por 16 anos. Ele é sócio fundador e acionista indireto da Empresa e ocupa os cargos de Diretor Presidente e Vice-Presidente do Conselho de Administração da Empresa.

• **Ovadia Horn (CFO e RI):** graduado com distinção em Administração de Empresas pelo Insper Instituto de Ensino e Pesquisa - INSPER, em 2013. Atua no mercado imobiliário há oito anos. Atuou na área Financeira e atuou como Gerente de Novos Negócios na Mac Construtora e Incorporadora. Atualmente é acionista indireto da Companhia, Diretor Financeiro e de Relações com Investidores, e membro efetivo do Conselho de Administração.

• **Moshe Mordehai Horn (Diretor Comercial):** formou-se em Administração de Empresas pela UNIP em 2004. Atua no mercado imobiliário há 12 anos. Atuou como Gerente de Vendas da Mac Construtora e Incorporadora. Ingressou na Companhia como Diretor de Vendas em 2016 e tornou-se sócio da Companhia em 2019.

O Conselho de Administração da Lawi é composto por seis membros. O Sr. Elie Horn (Presidente) e o Sr. Miguel Mickelberg (Conselheiro) representam a Cyrela e o Sr. Ralph Horn (Vice-Presidente) e Dida Horn (Conselheiro) representam os acionistas controladores. Daniella Sasson de Figueira e Nessim Abadi são os independentes.

• **Elie Horn (Presidente):** Sócio fundador da Cyrela e foi o CEO da empresa de 1978 a 2014. Ele é o principal acionista da Cyrela e tem vasta experiência no setor imobiliário. É Presidente do Conselho de Administração da Cyrela Brazil Realty desde 2014 e Presidente do Conselho de Administração da Cyrela Commercial Properties desde sua constituição, em abril de 2007. É membro do Conselho de Administração da Brasil Agro desde 2005; membro do Conselho de Administração da Brasil Realty Companhia Securitizadora desde sua constituição, em 2004, e membro da Diretoria Executiva desta desde 2008. Graduado em Direito pela Universidade Presbiteriana Mackenzie.

• **Ralph Horn (Vice-Presidente):** graduou-se em Administração de Empresas com Especialização em Marketing pela Fundação Armando Álvares Penteado - FAAP, em 1991. Com mais de 33 anos de experiência no mercado imobiliário, possui expertise no segmento de renda média / alta em empreendimentos residenciais, comerciais, hoteleiros e de apartamentos de alto padrão na região metropolitana de São Paulo. Começou no mercado imobiliário como estagiário em 1987, aos 19 anos, em uma empresa de propriedade de seu tio Elie Horn, a Cyrela - uma das maiores empresas do setor -, e a deixou como Incorporadora e Comercial Diretor, após receber proposta para ser sócio e Diretor Comercial e de Desenvolvimento da Mac Construtora e Incorporadora, onde permaneceu por 16 anos. Ele é sócio fundador e acionista indireto da Empresa e ocupa os cargos de Diretor Presidente e Vice-Presidente do Conselho de Administração da Empresa.

• **Ovadia Horn (Conselheiro):** graduado com distinção em Administração de Empresas pelo Insper Instituto de Ensino e Pesquisa - INSPER, em 2013. Atua no mercado imobiliário há oito anos. Atuou na área Financeira e atuou como Gerente de Novos Negócios na Mac Construtora e Incorporadora. Atualmente é acionista indireto da Companhia, Diretor Financeiro e de Relações com Investidores, e membro efetivo do Conselho de Administração.

• **Miguel Maia Mickelberg (Conselheiro):** graduado em Economia pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul, com MBA pela MIT Sloan School of Management e Certificado em Finanças pela mesma faculdade. Miguel atua na Cyrela desde 2007 como Diretor Financeiro (CFO) e Diretor de Relações com Investidores. Atualmente é responsável pelas áreas de controladoria, planejamento financeiro, contabilidade, tributos, relações com investidores, endividamento corporativo, endividamento de projetos e tecnologia da informação. Antes de ser CFO, Miguel foi Controller da Cyrela.

• **Daniella Sasson de Figueira (Conselheira Independente):** possui 25 anos de experiência em Finanças e Controladoria. Foi CFO e Diretora Corporativa da Even Construtora e Incorporadora e Gerente Financeira da Natura e Folha de São Paulo. Ela também já trabalhou em empresas multinacionais, como General Motors e BASF. Possui graduação em Administração de Empresas pela EAESP - Fundação Getúlio Vargas SP, especialização em Administração pela EAESP FGV e MBA pela Fundação Dom Cabral. Atualmente é sócia e vice-presidente da Labi Exams, startup da área de saúde fundada em 2017.

• **Nessim Abadi (Conselheiro Independente):** graduado em Administração de Empresas pela Escola Paulista de Administração de Empresas da Fundação Getúlio Vargas - EAESP-FGV. Possui mais de 13 anos de experiência em Private Equity no Pátria Investimentos. Participou de operações de M&A em diversos setores, como construção, logística, bens de consumo e alimentos e bebidas, entre outros. No início de sua carreira participou da estruturação e implantação da Veloce Logística, como Gerente de Planejamento Financeiro da empresa. Depois disso, foi CFO da Zipco Construction Solutions e CFO da Açai Frooty.

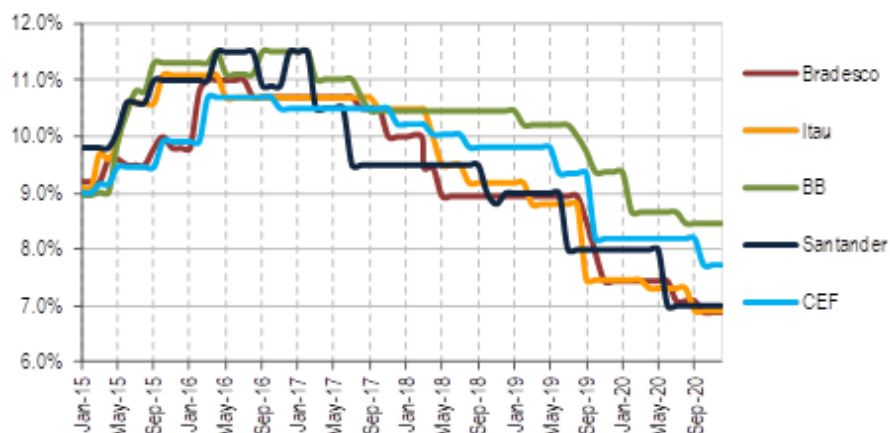
Visão geral do setor

O setor de habitação começou 2020 com boas perspectivas (forte demanda refletindo baixas taxas de juros, bom pipeline de lançamentos, expectativas de crescimento real dos preços residenciais etc.), quando o surto de Covid-19 afetou o setor no 2T20 (lançamentos e vendas caíram no segmento de média/alta renda). Mas, a recuperação do setor parece ser em forma de V.

As construtoras aumentaram os lançamentos já no 3T, enquanto as vendas responderam fortemente (tanto lançamentos quanto estoques) - acreditamos que o cenário de taxas de juros baixas e hipotecas baratas estão mais do que compensando as perspectivas macro mais pobres (contração do PIB, maior desemprego, menor confiança do consumidor etc.).

As taxas de juros continuam muito baixas, o que significa que o principal fundamento de longo prazo do setor permanece no lugar (e que tem sido o principal catalisador para fortes vendas). Os bancos brasileiros têm cortado as taxas de hipotecas de forma consistente nos últimos 4 anos em resposta às taxas de juros mais baixas (agora entre TR + 6,9-8,5% a.a. para os bancos brasileiros maiores).

Figura 37: As taxas de hipoteca estão baixas (TR + taxa fixa p.a.)

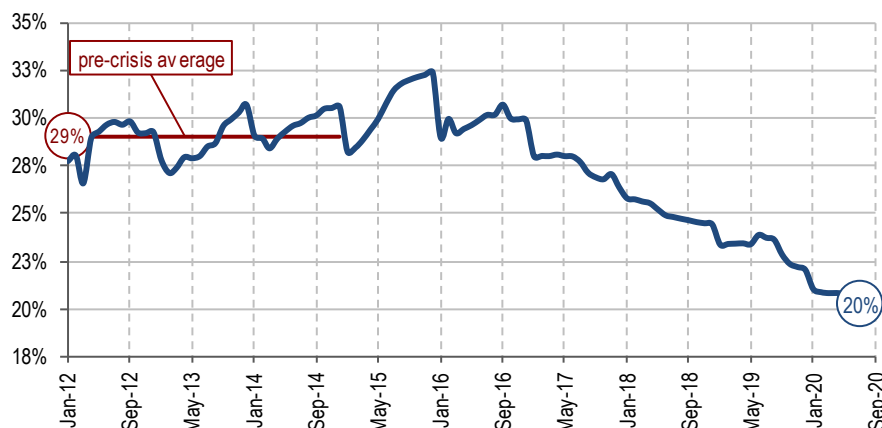


Fonte: Bradesco, Itaú, Banco do Brasil, Santander, CEF, BTG Pactual

Com base em nossa estimativa, para cada corte de 100 bps nas taxas de hipotecas (vencimento em 30 anos e LTV de 70%), as prestações da hipoteca (PMT desses empréstimos) são cerca de 8% menores. Portanto, o mercado imobiliário endereçável cresceu muito nos últimos anos (a entidade setorial, Abrainc, calcula que ~1 milhão de famílias “entram” no mercado para cada corte de 100 bps nas taxas de hipotecas).

Essa combinação de (i) taxas de hipoteca em mínimos históricos; (ii) (pequeno) crescimento da renda nos últimos anos; e (iii) os preços das casas caindo muito (em termos reais) desde 2013 tornou a acessibilidade muito atraente para os compradores. Conforme mostrado na figura abaixo, calculamos um “Índice de Acessibilidade” com base nos dados macro disponíveis.

Figura 38: O "Índice de Acessibilidade" do BTG Pactual mostra que a acessibilidade nunca foi tão boa ...



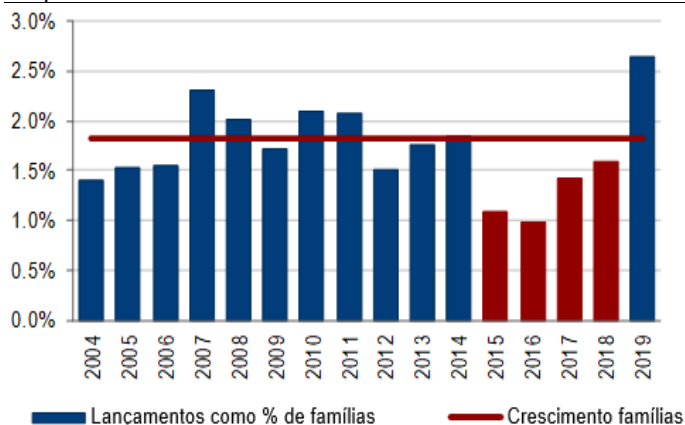
Fonte: Banco Central do Brasil, IBGE, FipeZap e BTG Pactual | "pre-crisis average" = média pré-crise

Em 2012, quando o setor estava em alta, essa família gastaria cerca de 30% de sua renda em uma hipoteca para comprar uma casa avaliada em R\$ 500.000 em São Paulo. Durante a crise, esta proporção atingiu um pico de 33% (= taxas hipotecárias mais elevadas). Hoje, essa família gastaria apenas 20% de sua renda, explicada por taxas de hipotecas mais baixas.

São Paulo teve um grande volume de lançamentos em 2019, mas as vendas também foram sólidas, então os estoques estão controlados (~8 meses de vendas nos últimos 12 meses). Esses volumes parecem muito altos, dados os 2 milhões de residências de SP e a formação de ~40 mil residências/ano, mas após o fornecimento reprimido durante 2015-2018, os lançamentos/vendas devem ser maiores do que os níveis normalizados por vários anos.

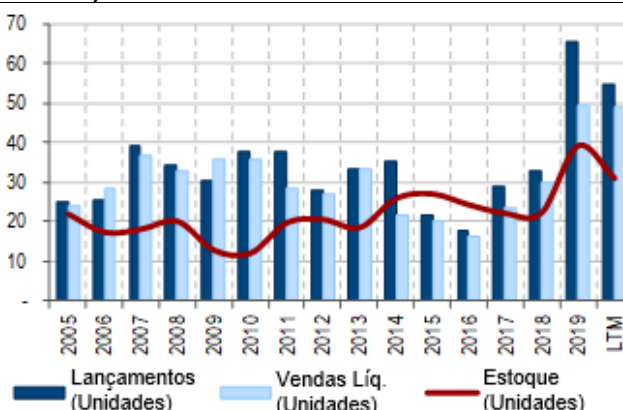
Além disso, em um cenário de baixas taxas de juros, os investidores brasileiros estão cada vez mais interessados em investimentos alternativos em busca de retornos mais elevados. Portanto, os investidores têm sido compradores ativos de imóveis, principalmente em busca de rendimentos atrativos de aluguel (historicamente ~6% a.a. em termos reais vs. taxa nominal de 2% a.a. do CDI hoje).

Figura 39: Oferta de residências reprimida devido a lançamentos abaixo da média em 2015-2018



Fonte: Secovi-SP, IBGE, BTGPactual

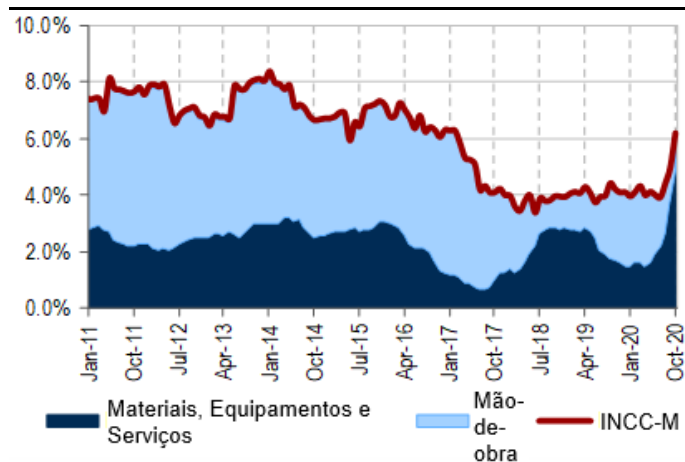
Figura 40: Lançamentos, vendas e estoque em SP (000 unidades)



Fonte: Secovi-SP, BTG Pactual | LTM = últimos 12 meses

Por outro lado, sinalizamos que a inflação de materiais de construção está aumentando (principalmente aço, estruturas de alumínio, cimento) e a inflação de construção atingiu ~6% a/a em Out-20. Embora isso possa pressionar os custos de construção, os impactos nas margens parecem pequenos (calculamos 2 a 3%), enquanto os construtores têm conseguido repassar para os preços de venda.

Figura 41: Divisão da inflação de construção (INCC-M) (a/a)



Fonte: FGV, BTG Pactual

Figura 42: Análise *Ceteris paribus* do choque inflacionário de materiais

	Pré-choque	Choque de Inflação	Pós-choque
VGv do Projeto	100	-	100
(-) Custos de Landbank	-20	-	-20
como % do VGv	20,0%		20,0%
(-) Custos de construção	-40	6,4%	-43
como % do VGv	40,0%		42,6%
Mão-de-obra	-20	-	-20
Materiais e Equipamentos	-20	12,8%	-23
Lucro bruto do projeto	40		37
Margem bruta do projeto	40,0%		37,4%
Impacto nas margens			-2,6%

Fonte: FGV, BTG Pactual

E, apesar do macro mais difícil (contração do PIB, maior desemprego), não acreditamos que os cancelamentos de compra de residências representem uma grande ameaça para o mercado imobiliário (como foi o caso em 2015-2016) devido a: (i) estoque e níveis de preços de residências saudáveis; e (ii) Lei de Cancelamento, aprovada no final de 2018, eliminou a “opção de cancelamento gratuito”.

No geral, acreditamos que os fundamentos ainda parecem saudáveis para o setor de construção civil (as condições das hipotecas são muito boas, os níveis de estoque são baixos e as empresas estão bem capitalizadas). Portanto, esperamos que as construtoras aumentem os lançamentos e as vendas, e as mais capitalizadas podem ter um desempenho superior devido ao poder de fogo para adquirir terrenos em condições ainda atraentes.

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 cisório 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 é 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 de 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