

Magazine Luiza

Vamos para o Magalu mesmo?

Material produzido pelo time de **Análise da Warren**.

Atualizado em: 19/05/2022



Disclaimer Geral

Este relatório foi elaborado pela Warren e tem como objetivo auxiliar o investidor nas suas tomadas de decisões de investimento. Entretanto, são de única e exclusiva responsabilidade do investidor as decisões efetivas quanto à compra e venda de valores mobiliários, bem como as análises quanto à adequação ao seu perfil de investimento. Este relatório foi baseado em informações de caráter público, fornecidas pelos sites das empresas analisadas no presente documento. Apesar de serem informações oriundas de fontes consideradas fidedignas, não é possível assegurar totalmente a veracidade do seu conteúdo. Este relatório foi elaborado com observância a todas as regras da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021. Informamos que todas as recomendações deste relatório de análise refletem única e exclusivamente as opiniões pessoais dos analistas de valores mobiliários da Warren e foram elaboradas de forma totalmente independente, inclusive em relação à Warren, e que estão sujeitas a modificações sem aviso prévio em decorrência de alterações nas condições de mercado. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído para qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer propósito, sem o prévio consentimento por escrito da Warren. Este relatório não leva em consideração os objetivos específicos de investimento, situação financeira ou as necessidades específicas de qualquer indivíduo em especial, mesmo quando enviado a um único destinatário. Desempenho de rentabilidade passada não é necessariamente um indicador de resultados futuros e nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é feita pela Warren em relação ao desempenho futuro. É recomendada a leitura dos prospectos, regulamentos, editais e demais documentos descritivos dos ativos antes de investir, com especial atenção ao detalhamento do risco do investimento. Qualquer recomendação ou opinião contida neste relatório de pesquisa pode se tornar desatualizada em consequência de alterações no ambiente em que o emitente dos valores mobiliários sob análise atua, além de alterações nas estimativas e previsões, premissas e metodologia de avaliação aqui utilizadas. A Análise Técnica e a Análise Fundamentalista seguem diferentes metodologias de análise. A Análise Técnica é realizada seguindo conceitos da escola de Dow, como: o mercado desconta tudo; os preços se movimentam baseado em tendência; a análise usa como padrão a repetição de movimentos. Já a Análise Fundamentalista utiliza como informação as demonstrações contábeis da empresa para calcular o valor intrínseco da mesma. Nestes termos, as opiniões dos Analistas Fundamentalistas buscam os melhores retornos dadas as condições de mercado, o cenário macroeconômico e os eventos específicos da empresa e do setor e podem divergir das opiniões dos Analistas Técnicos, que visam identificar os movimentos mais prováveis dos preços dos ativos, com utilização de “stops” para limitar as possíveis perdas. A Warren não se responsabiliza por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização deste relatório ou de seu conteúdo. Ao final do relatório, apresentaremos as declarações dos analistas.



Índice

01. Visão geral da empresa
02. Estratégia
03. Visão geral do setor
04. Principais indicadores
05. Valuation

Nosso time



Celson Placido

celson.placido@warren.com.br
CNPI 1577



Frederico Nobre

frederico.nobre@warren.com.br
CNPI-P 2745



Gustavo Pazos

gustavo.pazos@warren.com.br
CNPI 3173



Lucas Xavier

lucas.xavier@warren.com.br
CNPI-T 2707

The image shows the logo for Magalu, which consists of the word "Magalu" in a blue, rounded, sans-serif font. Below the text is a horizontal bar with a rainbow gradient, transitioning from red on the left to purple in the middle and green on the right. The logo is centered on a white rectangular background with rounded corners, which is itself centered on a light gray background.

Subiu de escada, mas desceu de elevador

A Magazine Luiza é uma companhia fundada em 1957, em Franca. O início se deu através do comércio físico no interior de São Paulo, mas hoje a empresa possui como principal estratégia a digitalização do varejo brasileiro, sem deixar para trás suas origens de lojas físicas. Atualmente o Magalu, como também é conhecida a empresa, possui 1.481 lojas físicas, estando presente em 21 estados do Brasil.

Vale destacar a performance avassaladora da ação da companhia na última década e o crescimento acelerado da sua operação.

Contudo, recentemente a empresa vem sofrendo com o cenário macroeconômico e aumento da concorrência.

Resumo

Recomendamos vender as ações de Magazine Luiza pois acreditamos que o **cenário macroeconômico traz grandes incertezas e a competição acirrada dificulta os repasses de preços do Magalu.**

O ambiente extremamente competitivo do e-commerce brasileiro, potencializado pelos grandes investimentos de varejistas internacionais como Shopee, Amazon e Mercado Livre, vem contribuindo para a deterioração nas margens da companhia.

Acreditamos que este movimento tende a permanecer em evidência nos próximos trimestre, sem uma perspectiva clara de melhora.

Vender

[MGLU3]

Preço (19/05)

R\$ 3,72

Preço Alvo

R\$3,00

Potencial

-19%

01. Visão geral da empresa

Modelo de negócios

Como o Magalu gera receita?

A Magazine Luiza funciona como uma plataforma digital e gera receita a partir da comercialização de produtos diversos. Além do digital, a empresa conta com lojas físicas que auxiliam não somente nas vendas, mas também na logística da companhia e de seus parceiros.

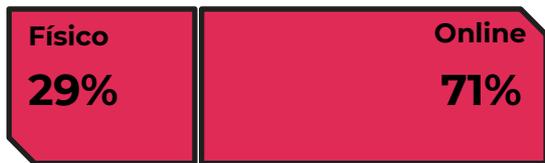
Nesse sentido, a receita pode ser dividida em 3 principais veículos de venda: **lojas físicas**, **e-commerce tradicional (1P)** e o **marketplace (3P)**, que é oferecido a outros varejistas independentes.

Vendas Totais (2021)

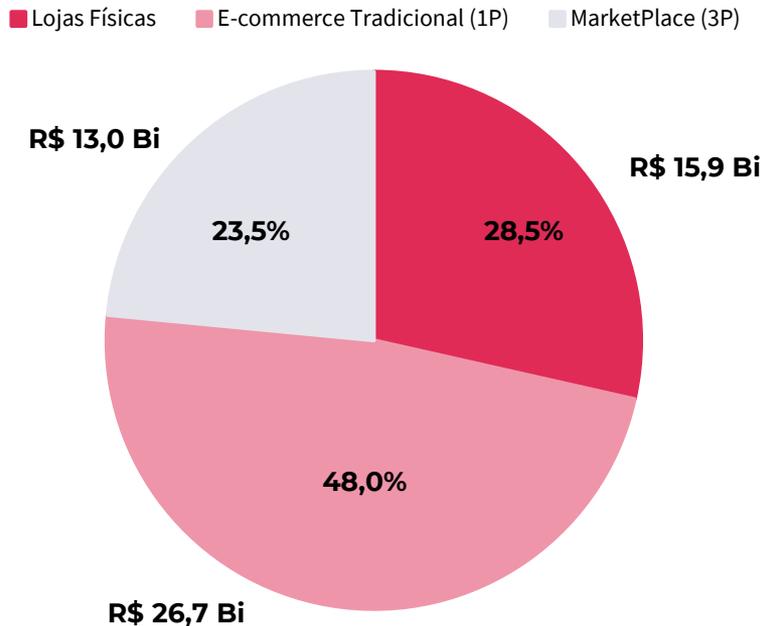
(R\$ bilhões)

Vendas Online: R\$ 39,5 Bilhões

Lojas Físicas: R\$ 16,1 Bilhões



Fonte: Ri da companhia



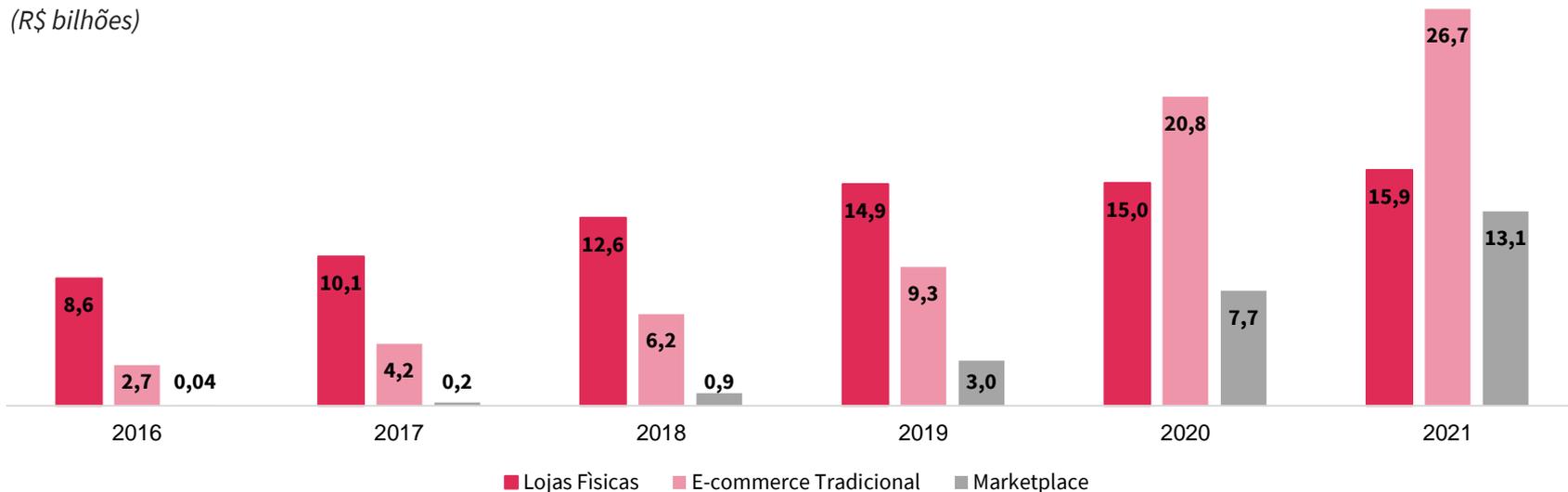
Fonte: Ri da companhia, 2021

E como o Magalu evoluiu suas vendas?

A Magazine Luiza pautou sua estratégia de crescimento ao longo dos anos através de ciclos de desenvolvimento, que consistiram nas seguintes fases: ciclo de expansão para o interior do Brasil, ciclo de ganho de escala via aquisições e ciclo de transformação digital.

Volume de Vendas

(R\$ bilhões)



Depois de finalizar o ciclo de transformação digital em 2019, o Magalu encontra-se no momento de se **consolidar como a principal plataforma digital de varejo do país**, através da criação de um ecossistema fértil e ágil, não somente para suas marcas, mas também para varejistas parceiros.

Até o momento, a dedicação a tais avanços tem gerado resultados significativos. **Impulsionados pela pandemia de Covid-19**, vemos os canais online ganhando cada vez mais representatividade no volume de vendas da empresa.

“Tem no Magalu, tem no Magalu”

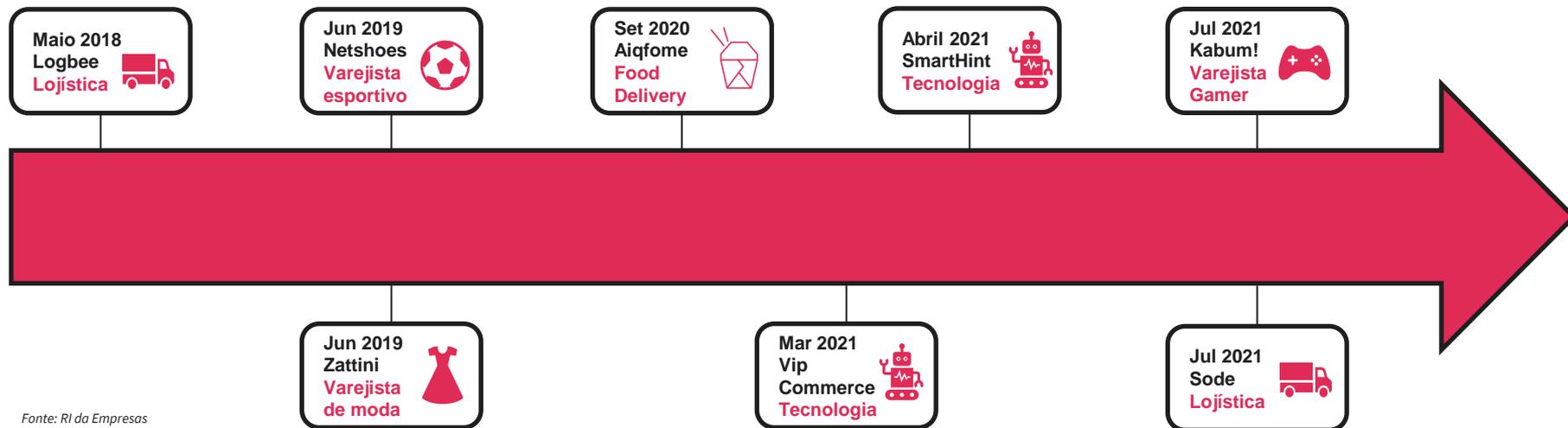
Um dos aspectos contemplados no caminho de consolidação do Magalu como uma das principais redes varejistas do país foi a ampliação do portfólio de produtos. Para isso, a Magazine Luiza realizou diversas aquisições ao longo dos últimos anos.

Esse crescimento inorgânico foi ainda mais impulsionado em 2021 através de um **follow on**, que levantou **aproximadamente R\$ 4 bilhões**.

Além de preencher sua prateleira, tais aquisições têm o intuito de **promover o acesso a novas bases de clientes**, assim como **potencializar serviços** que já são fornecidos pela plataforma.

Linha do Tempo

Principais Aquisições



Fonte: RI da Empresas

Principais indicadores

Indicadores Financeiros | Magazine Luiza

Período	Receita Líquida	EBITDA	Lucro líquido	Margem Líquida	Margem EBITDA	ROE	ROA	ROIC
2019	19.886	1.745	922	4,6%	8,8%	12,2%	4,7%	6,9%
2020	29.177	1.549	392	1,3%	5,3%	5,3%	1,6%	0,8%
2021	35.278	937	591	1,7%	2,7%	5,2%	1,5%	2,1%
E22*	37.395	1.443	113	0,3%	3,9%	1,0%	0,3%	2,1%

Fonte: Refinitiv Eikon

*Os dados da tabela referentes ao período de 2022 são estimativas da Warren e podem diferir dos valores reportados pela companhia.

Mapa de atuação (*Footprint*)

A Magazine Luiza está presente fisicamente em **915 cidades** do Brasil através de **1481 lojas físicas** e **26 centros de distribuição**.

Além disso, também conta com **8200 motoristas** que expandem ainda mais o raio de alcance das entregas, a ponto de contemplar todos os estados do país.

Regiões

Nº Cidades

Centro-Oeste

62

Sudeste

386

Sul

233

Nordeste

196

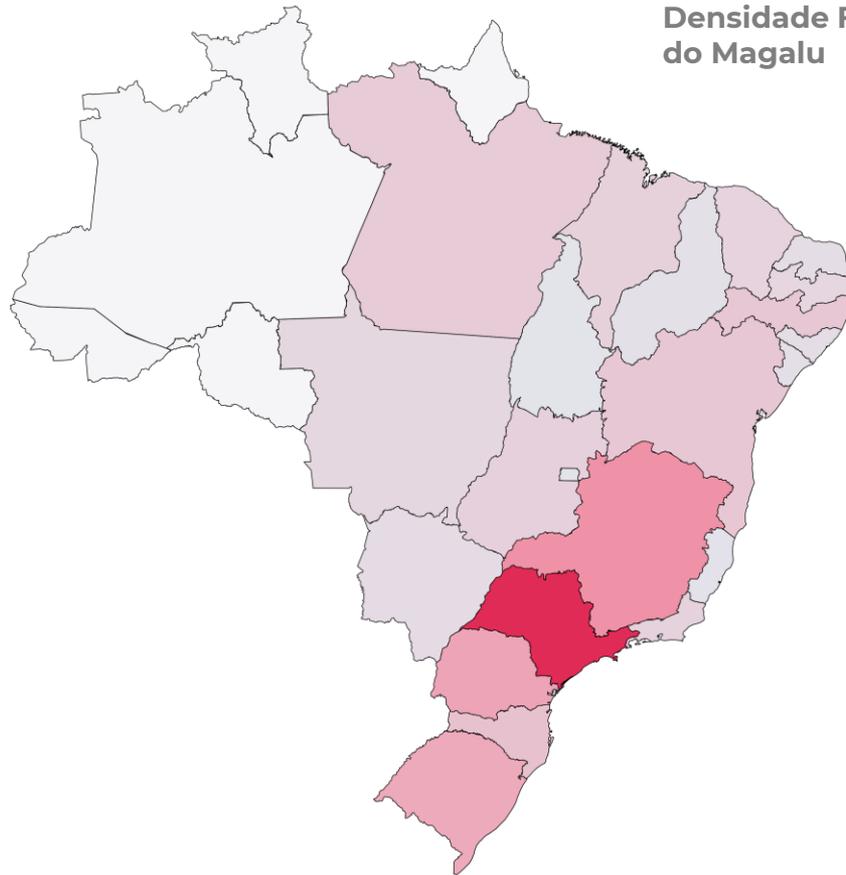
Norte

38

Total

915

Densidade Física do Magalu



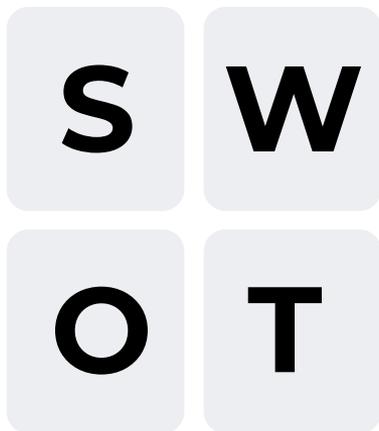
Fonte: Ri da companhia

FORÇAS (STRENGTHS)

- A Magazine Luiza possui uma das malhas logísticas mais robustas do mercado, gerando valor para seus clientes através do tempo de entrega mais curto e alcance mais longo.
- A estrutura logística e financeira do Magalu é oferecida para os sellers e parceiros, o que torna a plataforma extremamente atrativa para varejistas independentes, aplicativos móveis e mídias sociais.

OPORTUNIDADES (OPPORTUNITIES)

- A empresa deve se favorecer da alteração no comportamento do consumidor brasileiro, ou seja, a tendência crescente de comprar mais pela internet.



FRAQUEZA (WEAKNESS)

- O alto investimento em logística impacta as despesas administrativas, que vem deteriorando as margens da empresa nos últimos resultados.
- Não somente as despesas administrativas, mas custos com vendas e despesas com marketing tem evoluído ao longo dos últimos trimestres, impactando o lucro líquido.

AMEAÇAS (THREATS)

- A grande concorrência no setor e entrada de competidores internacionais exigem cada vez mais a prática de preços competitivos, que reduzem as margens da cia.
- Condições macroeconômicas desfavoráveis influenciam negativamente na demanda pelos produtos do Magalu.

Principais investidores

A Magazine Luiza está listada no mais alto nível de governança corporativa da B3, o Novo Mercado. A companhia possui **41% de suas ações em *free float***, com direito de ***tag along* de 100%** para ações ordinárias, o que ajuda a proteger os interesses do investidor minoritário.

Acionista	Posição
LTD Administracao e Participacoes S.A.	51,4%
T. Rowe Price Associates, Inc.	5,01%
Wagner Garcia Participações S.A.	3,09%
WCM Investment Management	2,40%

Fonte: Ri da companhia



02. Estratégia

A importância das Lojas Físicas

As lojas físicas da Magazine Luiza, além de pontos de venda, são utilizadas como **hubs logísticos integrados aos canais virtuais**. Tanto os produtos vendidos online diretamente pela Magazine Luiza (1P), quanto aqueles vendidos por terceiros na plataforma da companhia (3P), podem ser coletados em uma das lojas físicas (**store pick-up**) ou remetidos a partir das lojas aos destinatários finais (**ship-from-store**).

Esse sistema multicanal é um diferencial da Magazine Luiza, sobretudo, em relação aos *sellers* (vendedores da plataforma digital), que podem entregar as mercadorias (**drop-off**) em uma das 400 lojas que funcionam dessa forma, ao invés de utilizar os correios, o que representa uma **geração de valor na logística** dos seus parceiros.

Na divulgação dos resultados do quarto trimestre de 2021, a companhia informou que 10.000 *sellers* utilizam as lojas como principais pontos de postagem e relacionou o fato ao **crescimento de mais de 150% nas vendas** desses agentes e **redução de mais de 50% nos custos de frete**.



O SuperApp do Magalu

A forma encontrada pela empresa para melhorar a experiência de compra do cliente, em meio a um portfólio tão amplo, foi a criação de um “SuperApp”.

Além da experiência, o principal objetivo da iniciativa é **criar sinergia entre as linhas de produto e principalmente entre as aquisições** realizadas pela Magazine Luiza.

A experiência de compra mais fluida no app, sem fricções no funil de vendas, reverteu-se em bons resultados. Atualmente, o aplicativo tem **40 milhões de usuários ativos por mês**, contribuindo para o avanço de 149% nas vendas do segmento e-commerce nos últimos dois anos, que já representam 72% do total.

Warren Descomplica

SuperApp: esse é um novo conceito atrelado a aplicativos de celular que consiste em unificar numa única plataforma para mobile diversas funcionalidades que permitem a navegação do usuário por diferentes produtos, possibilitando o chamado cross-selling.



O braço financeiro

O Magalu iniciou no ramo de **serviços financeiros há cerca de 20 anos**, lançando o **LuizaCred**, com a oferta de cartão de crédito, empréstimo pessoal, entre outros. A operação foi fruto de uma joint venture com o Itaú Unibanco.

Nesse novo ciclo de desenvolvimento, a divisão financeira se tornou mais robusta, diante da criação do **Magalu Pagamentos**, cujos produtos são a antecipação de recebíveis dos lojistas do marketplace e a carteira digital MagaluPay, voltada para os clientes finais. Em 2020, deu um passo ainda maior com a aquisição das empresas Bit55, de processamento de cartões na nuvem, e da Hub Fintech, de serviços para contas bancárias digitais e cartão.

Visando reunir as operações sob o mesmo guarda-chuva, mais recentemente, foi criada a **Fintech Magalu**, que já surgiu com uma base de 16 milhões de clientes. Como novidade, passaram a ser oferecidos cartões de crédito para empresas e empréstimo para pessoas físicas por meio do SuperApp.



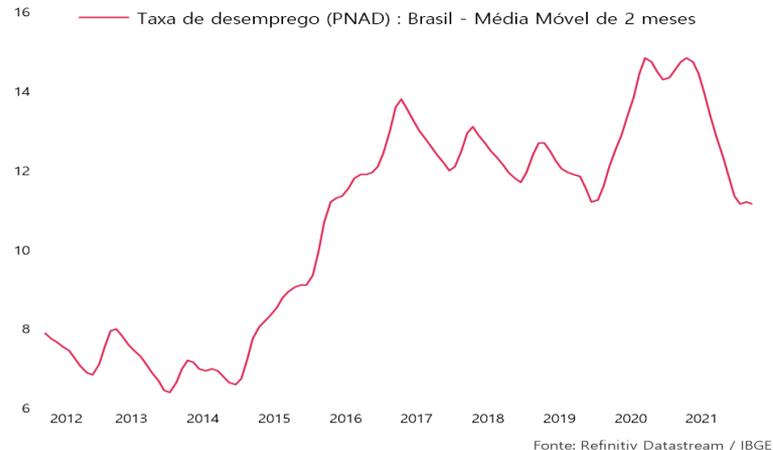
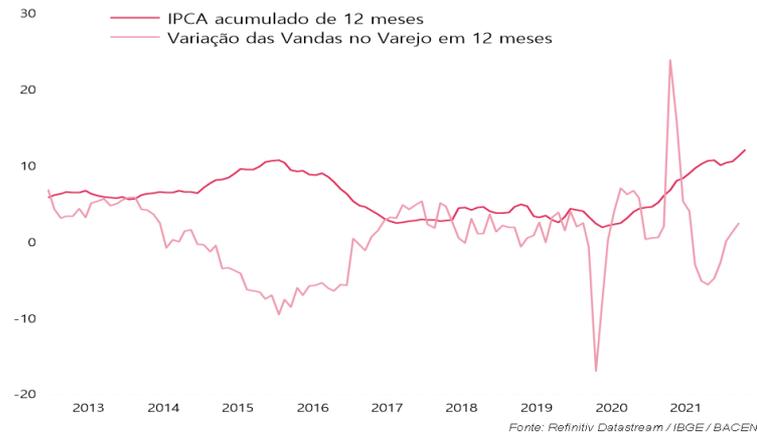
03. Visão geral do setor

Cenário macroeconômico

Em março deste ano, o IPCA (Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo) subiu 1,06%, no maior valor para o mês desde 1999. Com o resultado, a inflação oficial acumulada alta 12,13% em 12 meses.

Nesse cenário, diante do aumento de preços, é esperado que os consumidores priorizem as compras de produtos essenciais, como alimentos e combustível em detrimento de bens menos necessários, desfavorecendo, assim, o segmento de varejo como um todo.

Apesar do aumento nos preços dos produtos, um alívio para o setor de varejo como um todo é a taxa de desemprego do país, que embora ainda se encontre em patamares elevados, atingiu valores pré-pandêmicos pela primeira vez após o surto de Covid-19 no início de 2020.



○ E-commerce Brasileiro

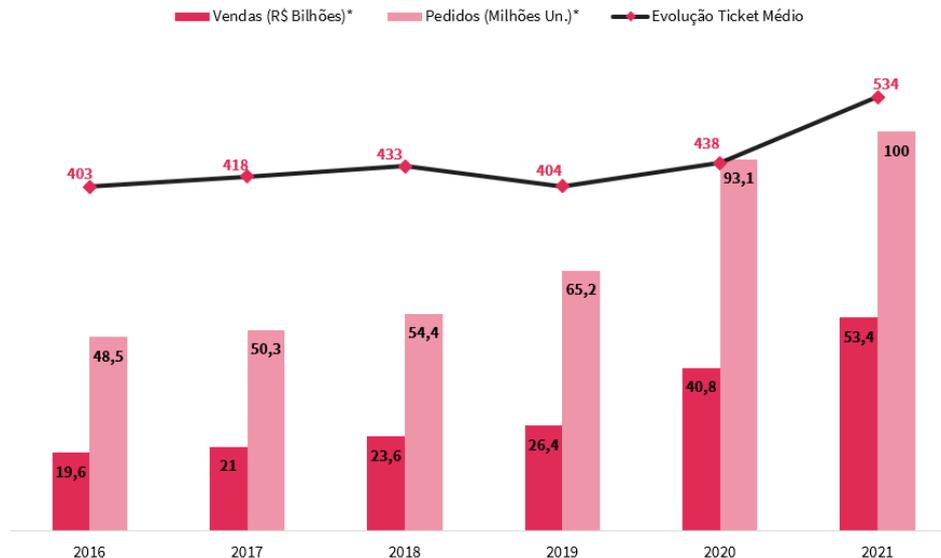
Como a principal fonte de vendas do Magalu já é oriunda do digital e suas principais estratégias de crescimento estão atreladas a esse canal, a empresa deve se favorecer da **alteração no comportamento do consumidor brasileiro**, que tende a comprar cada vez mais através da internet.

Seguindo a trajetória dos últimos anos, o e-commerce apresenta crescimento constante, acentuado pela pandemia, e com ganhos de confiança dos consumidores no canal, o que pode ser observado através da **evolução do ticket médio**.

Outro ponto de destaque é que, apesar de mais da metade da contribuição desse canal de vendas estar concentrada na região Sudeste, o Magalu está pronto para abraçar a outra metade dos consumidores através da sua malha logística robusta.

Vendas do e-commerce

(evolução do comércio eletrônico brasileiro)



Fonte: Pesquisa Ebit Webshoppers

OBS*: dados referentes aos primeiros semestres dos anos

A Disputa pelo Oceano Verde e Amarelo

Apesar das perspectivas de longo prazo positivas para o setor de **varejo digital**, a concorrência atrelada ao mercado consumidor brasileiro é forte. Atualmente, o nicho digital é disputado por nomes de peso do varejo brasileiro junto de empresas internacionais que enxergam suas operações no Brasil como estratégicas.

A Shopee, controlada pelo grupo Sea Limited de Cingapura, reiterou o Brasil como prioridade recentemente, enquanto a Amazon tem se consolidado cada vez mais em mercados emergentes.

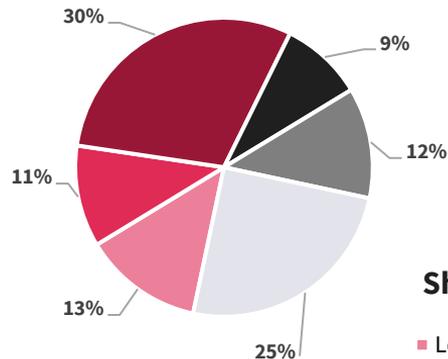
Nesse sentido, é interessante analisar os dados de **acessos** e **Share of Search** dos principais **E-commerces** e **Marketplaces** do país.

Warren Descomplica

Share of Search: métrica que relaciona a participação nas buscas que uma determinada marca possui dentro do segmento que está inserida.

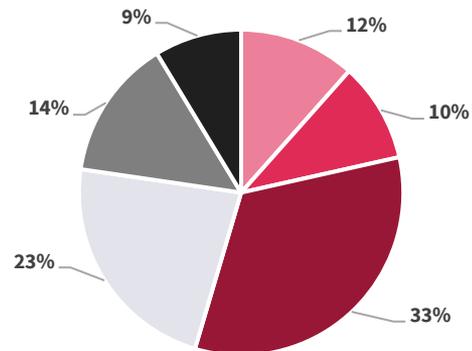
Número de Acessos Mensais Mar/2022 – E-commerce

- Lojas americanas
- Magazine Luiza
- Mercado Livre
- Shopee
- Amazon
- Outros



Share of Search - Marketplace

- Lojas americanas
- Magazine Luiza
- Mercado Livre
- Outros
- Amazon
- Casas Bahia



Fonte: Conversion & Google
OBS: Nos dados apresentados não estão incluídos os números das empresas subsidiárias da Magazine Luiza, como: Zattini, Netshoes e outras.

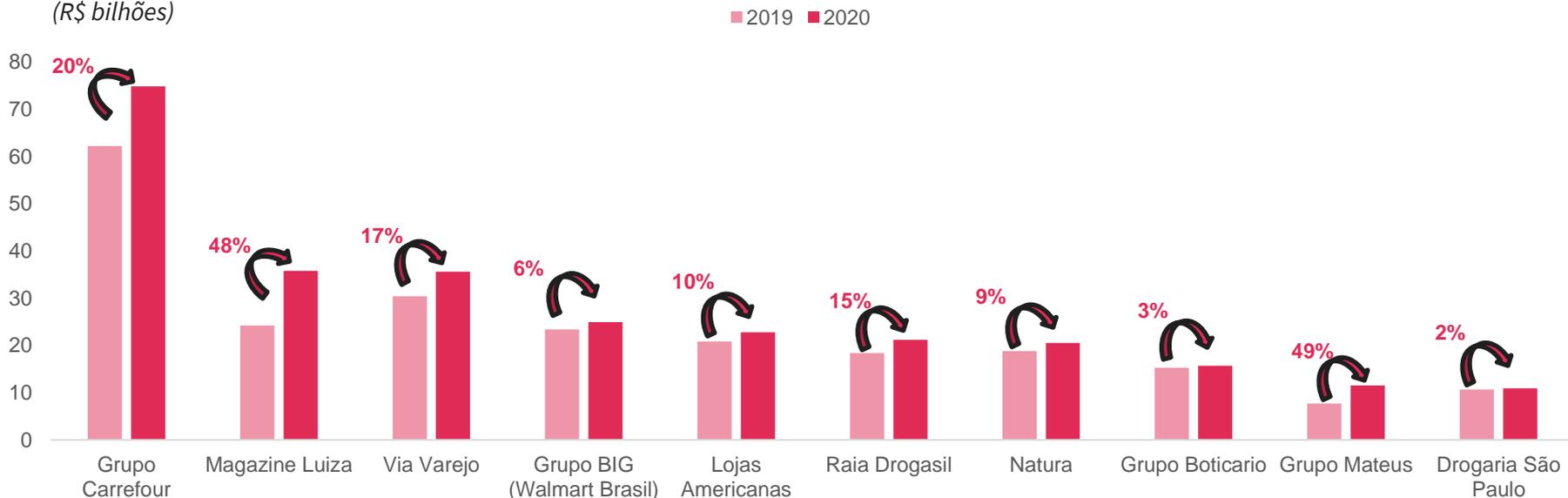
Marketshare

Apesar do digital ser o maior canal de vendas dos principais varejistas e onde devemos observar mais crescimento nos próximos resultados, analisar somente essa vertical das empresas pode distorcer a realidade e prejudicar comparações.

Com isso em mente e analisando o volume de vendas totais, é possível enxergar que o Magalu justifica sua posição como um dos principais varejistas brasileiros.

Volume de Vendas

(R\$ bilhões)



04. Principais indicadores

Indicadores Financeiros

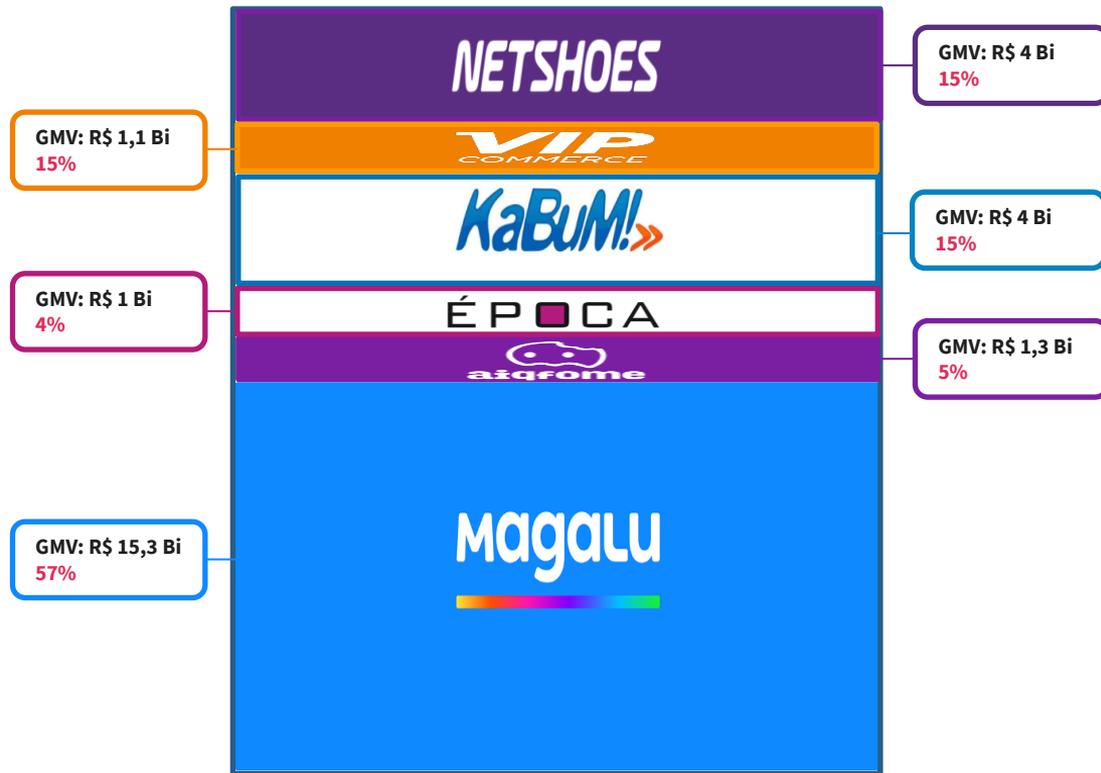
Crescimento Inorgânico

Uma vez que a estratégia de crescimento inorgânico consiste em aquisições estratégicas e integração das empresas dentro do contexto de SuperApp, é preciso analisar o impacto das adquiridas na equação do GMV.

Nesse sentido, as aquisições realizadas compõem aproximadamente metade do GMV gerado pela própria companhia no digital, ou seja, E-commerce (1P).

É claro que o impacto imediato no GMV total era esperado, afinal, as empresas adquiridas já apresentavam operações maduras e clientelas fidelizadas. No entanto, o que deve ser observado com atenção a partir das fusões é a sinergia entre as empresas, afinal, a grande geração de valor esperada está no acesso a novas bases de clientes.

Seguindo esse raciocínio e analisando os números, é como se o **Magalu tivesse dobrado a base de clientes da sua vertical de e-commerce (1P)**.

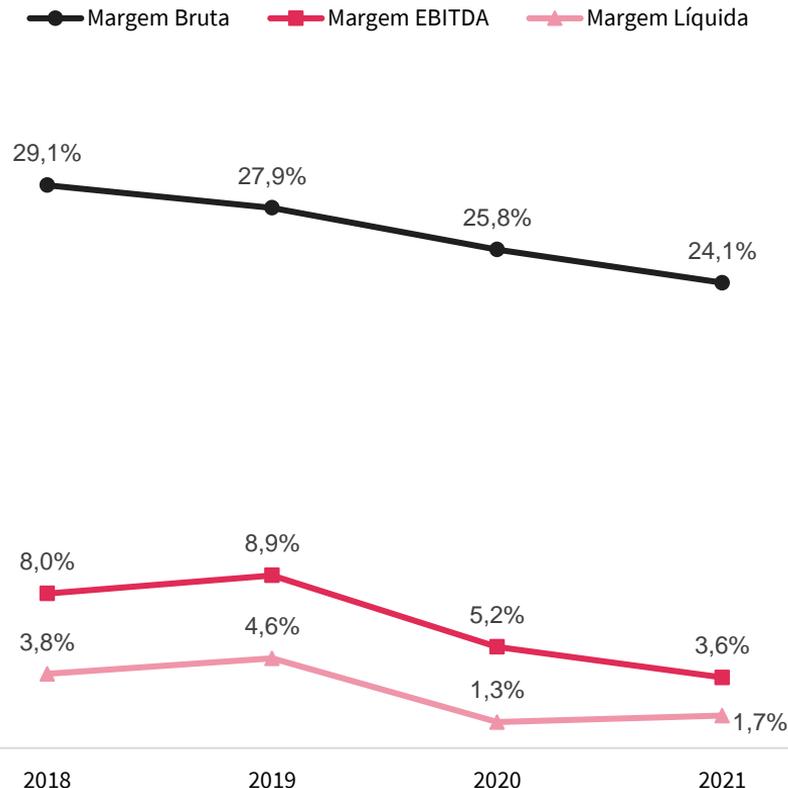


Fonte: Ri da companhia

A dinâmica das margens

Os últimos anos foram marcados pela redução acentuada nas margens da Magazine Luiza. Essa deterioração foi experimentada principalmente pelos seguintes fatores:

- O cenário de **inflação elevada** prejudica a empresa por conta da **dificuldade no repasse de preços e custos dos produtos**. A maior parte do GMV do Magalu é oriunda de produtos de natureza **não discricionária**, ou seja, não essenciais. Diante desse cenário, a empresa vive o dilema em elevar os preços dos produtos e, com isso, reduzir o volume de vendas ou aceitar margens mais estreitas.
- A presença cada vez mais significativa de competidores de peso internacional, como Amazon e Shopee, exigem que o Magalu pratique **preços mais competitivos**, com isso, reduzindo suas margens.
- Com uma estrutura mais robusta por conta do ciclo de aquisições e mais investimentos, sobretudo, com marketing, a Magazine Luiza viu suas despesas com vendas aumentar 132% nos últimos 4 anos, mas o lucro líquido não acompanhou tal movimento.



Fonte: Ri da companhia

Endividamento

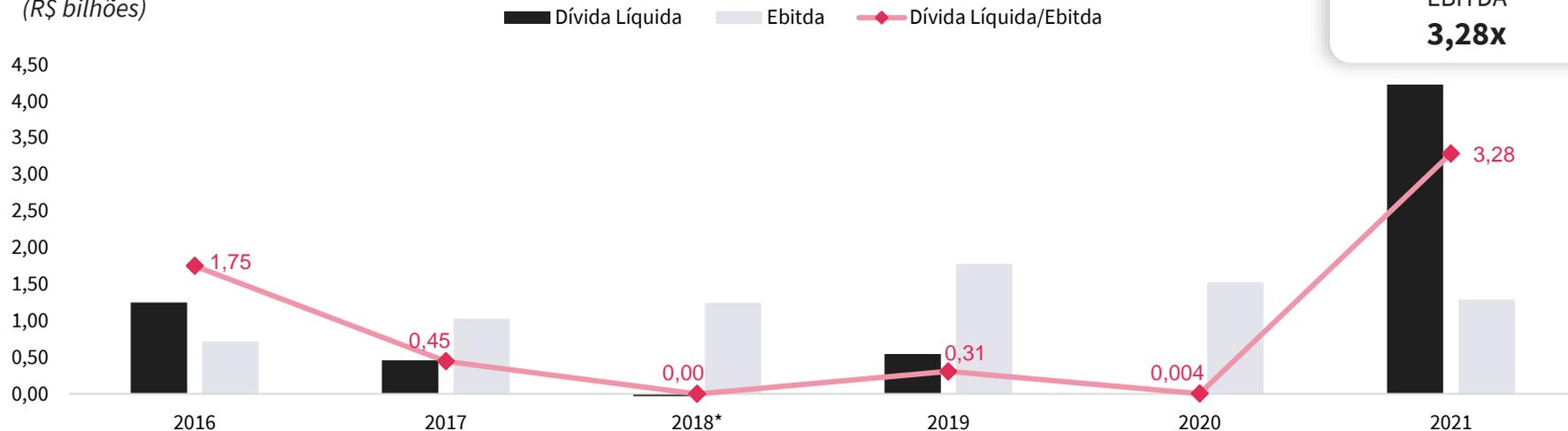
A companhia possui **Dívida líquida/Ebitda de 3,28x** e aumentou em 403% (R\$ 5,1 bilhões) sua posição de dívida bruta em comparação com o período anterior. Grande parte disso está associada a emissão de **debêntures indexadas ao CDI** com maturidade em 2026, emitidas ao longo de 2021, com o **intuito de reforçar o capital de giro** da empresa.

Além do aumento considerável na dívida líquida da companhia, os últimos anos foram marcados pela **deterioração do Ebitda**. Apesar da empresa apresentar receita crescente, os custos com vendas, despesas administrativas e operacionais aumentaram de forma desproporcional.

Diante desse cenário, enxergamos uma **piora na saúde financeira da Magazine Luiza**, acentuada pela alta de juros, que deve pressionar ainda mais as despesas financeiras da empresa.

Alavancagem Financeira

(R\$ bilhões)



Dívida Líquida/
EBITDA
3,28x

Resultado 1T22

No dia 17/05/2022, a Magazine Luiza reportou seu resultado referente ao primeiro trimestre de 2022. Em linha com os números dos últimos trimestres, a empresa divulgou mais um resultado ruim.

Em relação ao 1T21, a companhia apresentou crescimento no GMV (13,2%), sobretudo no marketplace (3P), mas viu suas **despesas, mais uma vez, aumentando de forma desproporcional a esse crescimento.**

A novidade no balanço é a **alta considerável nas despesas financeiras** por conta das emissões de debêntures realizadas em 2021.

Diante desse cenário cada vez pior nos números da empresa e sem perspectiva de melhora no cenário macroeconômico, **não esperamos avanços significativos nos próximos resultados.**



05. Valuation

Apesar da queda acentuada nas cotações da empresa de meados de 2021 até aqui, **não vemos espaço para upside no momento.**

Utilizamos duas metodologias diferentes de avaliação (múltiplo terminal e fluxo de caixa descontado) e chegamos a resultados semelhantes.

Acreditamos que a inflação, juros elevados e competição acirrada tendem a seguir pressionando as margens da companhia, que apesar de continuar crescendo em termos de volume de vendas, não vem conseguindo gerar valor para os seus stakeholders.

Preço alvo: R\$3,00

Potencial de alta: -19%

Recomendação: Vender



Multiplos e Indicadores	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
P/E	64,54x	42,02x	27,24x	64,09x	42,50x	222,88x	43,00x	25,44x
EV/EBITDA	32,99	25,98	17,89	20,17	33,32	21,64	14,28	11,11
Div. Projetado	32	114	182	299	146	155	155	155
Div. Yield	0,13%	0,46%	0,72%	1,19%	0,58%	0,6%	0,6%	0,6%

Indicadores Financeiros	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
EBITDA	947	1.202	1.745	1.549	937	1.443	2.187	2.810
Margem EBITDA	8%	8%	9%	5%	3%	4%	5%	6%
ROE	19%	26%	12%	5%	5%	1,0%	5,2%	8,8%
ROA	5,2%	6,8%	4,7%	1,6%	1,5%	0,3%	1,5%	2,6%

Fonte: Refinitiv Eikon

Estimativas a partir de 2022 foram elaboradas pela equipe de análise da Warren e podem divergir da realidade do mercado

Gostou da leitura e quer receber mais relatórios e recomendações do time de Análise da Warren em primeira mão?

Acesse nosso hub de conteúdos gratuitos clicando **aqui**.

WARREN ANALISA O novo hub de conteúdos da Warren

- ✓ Newsletter diária
- ✓ Sala ao vivo das 9h30 às 12h
- ✓ Análise de empresas
- ✓ Relatórios macro

Os analistas de investimentos declaram que as opiniões contidas neste relatório refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaborados de forma independente e autônoma, inclusive em relação à Warren.

A remuneração do(s) analista(s) de valores mobiliários da Warren é indiretamente influenciada por receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pela Warren e não estão, direta ou indiretamente, relacionadas com as recomendações ou opiniões específicas expressas neste relatório.

As remunerações dos analistas não se baseiam nas receitas de outras empresas de grupo, mas pode, no entanto, derivar de receitas oriundas dos negócios e operações financeiras da Warren, suas afiliadas e/ou subsidiárias como um todo.

O analista Lucas Xavier, CNP-T 2707, declara que é responsável pelo conteúdo deste relatório e que ele atende a todas as exigências da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e da Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC). O analista Lucas Xavier, CNPI-T 2707, declara que não é titular de nenhum dos valores mobiliários objetos do presente relatório.

O analista Celson Placido, CNPI 1577, declara que é responsável pelo conteúdo deste relatório e que ele atende a todas as exigências da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e da Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC). O analista Celson Placido declara que não é titular de nenhum dos valores mobiliários objetos do presente relatório.

O analista Frederico Nobre, CNPI-P 2745, declara que é responsável pelo conteúdo deste relatório e que ele atende a todas as exigências da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e da Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC). O analista Frederico Nobre declara que não é titular de nenhum dos valores mobiliários objetos do presente relatório.

O analista Gustavo Pazos, CNPI-P 3173, declara que é responsável pelo conteúdo deste relatório e que ele atende a todas as exigências da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e da Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC). O analista Gustavo Pazos declara que não é titular de nenhum dos valores mobiliários objetos do presente relatório.

Salvo disposição em contrário, os indivíduos listados neste relatório são analistas devidamente credenciados.

