

21 de setembro de 2021



# ClearSale

Se os Dados são Reis, Então a Tecnologia é a Rainha (*If Data Is King, then Tech Is Queen*)

Iniciando a Cobertura com Recomendação de "Compra" e Preço-Alvo de R\$ 42,00 para o Fim de 2022

## ClearSale (CLSA3)

**Se os Dados são Reis, Então a Tecnologia é a Rainha (If Data Is King, then Tech Is Queen)**

Iniciando a Cobertura com Recomendação de "Compra" e Preço-Alvo de R\$ 42,00 para o Fim de 2022

**Henrique Navarro; Anahy Souza**

**Resumo:** Estamos iniciando a cobertura do unicórnio de *fintech*: ClearSale, líder em soluções digitais antifraude no Brasil. Seu *data lake* e recursos digitais avançados, combinados com um capital humano habilidoso, apoiam nossa recomendação de "Compra". Vemos um *valuation* atraente (estimamos 2022E EV/Vendas de 12,3x vs. atualmente 8,1x) e fontes potenciais de valor a serem desbloqueadas (até R\$ 8,00 por ação). Nosso preço-alvo é baseado em uma avaliação FCD (Fluxo de Caixa Descontado) de três estágios, assumindo um custo de capital ( $K_e$ ) de 12,0% e crescimento ( $g$ ) de 5,5%. Em suma, vemos a ClearSale como uma ótima maneira de diversificar um portfólio de *fintech*.

**Uma ótima maneira de diversificar um portfólio de *fintech*.** O mundo *fintech* engloba alguns nomes interessantes no universo de bancos digitais, carteiras digitais, *marketplaces*, adquirentes, plataformas de investimento aberto, corretoras *online*, *fintech* de crédito e *insurtechs*, entre outros. Mas há outro segmento promissor que acreditamos que os investidores talvez devam olhar agora: prestadores de serviços *fintech*, especialmente a ClearSale, um unicórnio líder de mercado, com seu *data lake* de primeira classe, tecnologia de ponta e *expertise* humana.

**Regra de 40:** A empresa combina fortes taxas de crescimento com altas margens de lucro (bem acima dos "40" sugeridos pela regra), de 42% em 2022E a 54% em 2025E (ou seja, 25% de margem EBITDA e 29% de crescimento de receita líquida).

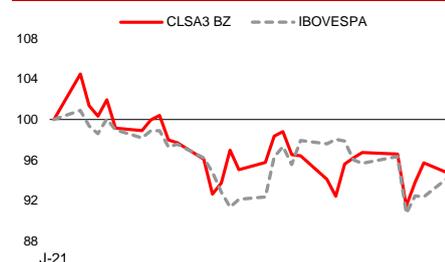
**Fontes potenciais de valor:** Embora todas as linhas de receita em nossas projeções se relacionem com negócios existentes, acreditamos que a empresa poderá eventualmente liberar valor de novos produtos, segmentos, estratégias ou fusões e aquisições. Em nossa análise de sensibilidade para avaliar o valor potencial, consideramos: (i) *Open Innovation*; (ii) uma nova tabela de preços; e (iii) um mercado total endereçável (TAM) maior para o *e-commerce* brasileiro, chegando a um impacto de 19% para o nosso preço-alvo, ou R\$ 8,00 por ação.

**Verificação de consistência.** Fizemos uma verificação de consistência para comparar nossas estimativas de receita com o mercado endereçável total dos principais segmentos da empresa. Para o fim de 2025, alcançamos participação de mercado de *e-commerce* no Brasil, *onboarding* e *e-commerce* internacional de 39%, 12% e 0,8%, respectivamente, o que acreditamos fazer sentido para uma empresa com as credenciais da ClearSale.

## Compra

Preço-Alvo: R\$ 42,00

### Desempenho de Preços (R\$)



## ClearSale

Destques Financeiros: Demonstração de Resultados, Balanço e Fluxo de Caixa, 2020–23E em Milhões

	R\$			
<b>INCOME STATEMENT</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
Revenue	388	513	702	940
Growth (%)	66.8	32.0	37.0	33.9
EBITDA	50	40	33	104
Growth (%)	99.3	(20.3)	(16.5)	214.5
Operating Profit	77	31	48	112
Growth (%)	126.5	(59.0)	53.4	131.6
Profit before Taxes	48	28	62	125
Taxes	(19)	(14)	(21)	(43)
Minorities	0	0	0	0
Net Profit	29	15	41	83
Growth (%)	553.0	(49.9)	180.7	99.5
<b>BALANCE SHEET</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
Cash and Equivalents	47	721	671	648
Accounts Receivable	73	101	133	171
Intangible and Deferred Ass	45.1	74.9	114.8	163.1
Tangible Assets	17	19	22	25
Total Assets	205	963	1,000	1,076
ST Debt	26	36	31	10
LT Debt	70	55	24	14
Equity	15	759	790	852
Net Debt (Cash)	50	(630)	(616)	(624)
<b>CASH FLOW</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
Changes in Working Capital	-	(18)	(14)	(20)
Operating Cash Flow	-	27	57	108
Capital Expenditures	-	(40)	(56)	(71)
Change in Debt	-	(5)	(36)	(31)
Free Cash Flow to Equity	-	(42)	(38)	(7)
Cash Dividends	-	(6)	(10)	(21)
Capital Increase (Decrease)	-	713	0	0
<b>OPERATING RATIOS</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
EBITDA Margin	12.8	7.7	4.7	11.1
Effective Tax Rate	38.8	48.2	33.4	34.0
Net Margin	0.1	0.0	0.1	0.1
Net Debt / EBITDA	1.0	(15.9)	(18.6)	(6.0)
Net Debt / Equity	3.4	(0.8)	(0.8)	(0.7)
FCFE / Revenues	-	-	-	-
ROAA	17.7	2.5	4.2	8.0
ROAE	127.3	3.8	5.3	10.1

## Valuation

### Unicórnio

Atualmente, a empresa tem valor de mercado de R\$ 5,1 bilhões, portanto, na taxa de câmbio atual, atende à definição “unicórnio” de ser uma empresa de tecnologia com valor de mercado de mais de US\$ 1 bilhão.

Estamos iniciando a cobertura da ClearSale com preço-alvo de R\$ 42,00 para o fim de 2022 e recomendação de “Compra”. Nosso preço-alvo sugere 54% do potencial de alta em relação ao preço atual, implicando em uma relação EV/Vendas de 2022 de 12,3x (vs. EV/Vendas atuais 2022 de 8,1x).

Figura 1. ClearSale – Múltiplos EV/Vendas

	2021E			2022E			2023E		
	Old	New	Change	Old	New	Change	Old	New	Change
Net Revenues	2,555	2,576	0.8%	2,995	3,192	6.6%	3,442	3,806	10.6%
Gross Profit	1,315	1,317	0.2%	1,541	1,632	5.9%	1,771	1,956	10.4%
Adj. EBITDA	399	412	3.2%	511	547	7.0%	635	715	12.6%
Adj. Net Income	242	242	0.0%	289	309	6.8%	359	427	18.9%
Gross Margin	51.5%	51.1%	(31bps)	51.5%	51.1%	(31bps)	51.5%	51.4%	(6bps)
EBITDA Margin	15.6%	16.0%	36bps	17.1%	17.1%	6bps	19.3%	20.7%	141bps
Net Margin	9.5%	12.7%	323bps	9.7%	9.7%	2bps	10.9%	12.8%	182bps

Fontes: Estimativas do Santander.

Avaliamos a empresa usando um modelo DCF (Fluxo de Caixa Descontado) de três estágios (*Free Cash Flow to Equity*), aplicando um custo de capital próprio de 12,0% e uma taxa de crescimento terminal de 5,5%.

Figura 2. ClearSale – Valuation 2022E em R\$ milhões e Decomposição do Custo do Patrimônio Líquido

Free Cash Flow to Equity		Input data	
NPV first stage	142	Risk Free – Brazil (%)	7.2%
NPV second stage	1,422	Equity Risk Premium (%)	5.5%
NPV of perpetuity	6,233	Beta (β)	0.87
<b>Equity Value</b>	<b>7,798</b>	<b>Ke (BRL)</b>	<b>12.0%</b>
Dividends 2022E	10	Pre-tax Cost of Debt	10.0%
<b>Dec. 2022E TP (R\$)</b>	<b>42.0</b>	Debt/Total Capitalization	1.9%
Current price (R\$)	27.3	Equity/Total Capitalization	98.1%
<i>upside / downside</i>	54%		

Fontes: Estimativas do Santander.

O primeiro estágio é onde você pode encontrar modelagem explícita, ou seja, estimativas detalhadas até o ano 2025 (A&L, P&L, dados operacionais); a segunda etapa vai até o ano 2030 e foi criada para permitir que o *valuation* capture o momento em que o negócio de *e-commerce* internacional atinge o ponto de equilíbrio, amadurece e passa a gerar lucros; então aplicamos nosso *valuation* de perpetuidade.

Figura 3. ClearSale – Modelo DCF de Valuation 2022E em R\$ milhões

DCF Analysis	2020	2021E	First Stage				Second Stage				Perpetuity	
			2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	Perpetuity
EBIT	40	32	20	85	190	329	544	707	900	1,121	1,369	
% Tax - Effective rate	39%	48%	33%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	
Cash Taxes	(16)	(15)	(7)	(29)	(65)	(112)	(185)	(241)	(306)	(381)	(465)	
Depreciation & Amortization	9	8	13	20	28	35	47	59	74	91	109	
Change in Working Capital	(4)	(18)	(14)	(20)	(36)	(43)	(49)	(57)	(63)	(67)	(69)	
Capital Expenditures	(22)	(40)	(56)	(71)	(92)	(113)	(138)	(157)	(173)	(183)	(185)	
<b>FCFF</b>	<b>8</b>	<b>(33)</b>	<b>(44)</b>	<b>(16)</b>	<b>25</b>	<b>96</b>	<b>219</b>	<b>312</b>	<b>432</b>	<b>581</b>	<b>758</b>	<b>12,309</b>
Net Financial Result	8	(3)	42	41	43	46	77	100	127	158	193	
Change in Debt	57	(5)	(36)	(31)	(10)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	
<b>FCFE</b>	<b>73</b>	<b>(42)</b>	<b>(38)</b>	<b>(7)</b>	<b>58</b>	<b>142</b>	<b>295</b>	<b>412</b>	<b>559</b>	<b>738</b>	<b>951</b>	<b>15,433</b>
Year	-	-	-	1	2	3	4	5	6	7	8	8
Discount factor	1.0	1.0	1.0	1.1	1.3	1.4	1.6	1.8	2.0	2.2	2.5	2.5
<b>PV of FCFE</b>	<b>73</b>	<b>(42)</b>	<b>(38)</b>	<b>(6)</b>	<b>46</b>	<b>101</b>	<b>188</b>	<b>234</b>	<b>283</b>	<b>334</b>	<b>384</b>	<b>6,233</b>

Fontes: Relatórios da empresa e estimativas do Santander. 1º estágio como modelagem explícita; 2º estágio: a Receita Líquida cresce em média 25% e a Margem EBITDA em média 31%; 3º estágio é perpetuidade com um custo de capital próprio de 12,0% e crescimento terminal de 5,5%.

Por fim, fornecemos uma análise de sensibilidade para que os investidores possam avaliar melhor o impacto de diferentes "Ke" e terminais "g" em nosso preço-alvo.

Figura 4. ClearSale – Análise de Sensibilidade

2022E TP Sensitivity analysis (Ke vs Sustainable ROE)					
	11.0%	11.5%	12.0%	13.0%	14.0%
4.5%	44.0	40.0	37.0	31.0	27.0
5.0%	47.0	43.0	39.0	33.0	28.0
<b>5.5%</b>	51.0	46.0	<b>42.0</b>	35.0	30.0
6.0%	55.0	49.0	44.0	37.0	31.0
6.5%	61.0	54.0	48.0	39.0	33.0

As a % of Change vs. Our Target Price					
	11.0%	11.5%	12.0%	13.0%	14.0%
4.5%	5%	-5%	-12%	-26%	-36%
5.0%	12%	2%	-7%	-21%	-33%
<b>5.5%</b>	21%	10%	<b>0%</b>	-17%	-29%
6.0%	31%	17%	5%	-12%	-26%
6.5%	45%	29%	14%	-7%	-21%

Fontes: Estimativas do Santander.

## O que não está em nosso Valuation

### Fontes potenciais de valor

Todas as linhas de receitas que temos em nossas projeções estão relacionadas a negócios existentes e comprovados, que são essencialmente o *onboarding* Brasil, o *e-commerce* Brasil e o *e-commerce* internacional. No entanto, eventualmente, a empresa poderia desbloquear valor em novos produtos, segmentos, estratégias ou por meio de fusões e aquisições.

Acreditamos que tais fontes potenciais de receitas são difíceis de serem calculadas com precisão agora devido à falta de visibilidade. Portanto, preferimos ter uma abordagem mais cautelosa e não incorporá-la ao nosso preço-alvo. Independentemente disso, com base no melhor esforço, tentamos calcular o impacto potencial com base em suposições não refinadas - isso é o melhor que podemos fornecer por enquanto.

Considerando todas as fontes potenciais de valor a serem detalhadas com antecedência (*Open Innovation*, nova tabela de preços e TAM mais alto para o e-commerce brasileiro), chegamos a um aumento potencial em nosso preço-alvo de 19%, ou R\$ 8,00 por ação.

Figura 5. ClearSale – Potenciais Fontes de Valor, 2022E

Potential sources of value	Unit	2022E
Open Innovation	R\$ Mn	679
New Pricing System	R\$ Mn	395
Higher TAM BZ E-commerce	R\$ Mn	413
<b>Total amount</b>	<b>R\$ Mn</b>	<b>1,487</b>
Increase in current TP 2022	%	19%
<b>Increase in current TP 2022</b>	<b>R\$ / share</b>	<b>8.0</b>

Fonte: Estimativas do Santander.

#### Open Innovation

Os recursos alocados para *Open Innovation* foram de 20% da emissão primária total (para iniciativas, como ThreatX). Se considerarmos que a empresa não entraria em um negócio que não agregaria valor, então poderíamos usar o P/VPA da ClearSale no momento do IPO (ou seja, a R\$ 25 por ação, implicaria em 6,0x P/VPA) sobre o valor da aplicação dos recursos para atingir o valor potencial deste negócio, considerando também um desconto de 10% no risco de execução.

Figura 6. ClearSale – Open Innovation Valuation, 2022E

	Unit	2022E
<b>Primary Issue</b>	R\$ Mn	634
Use of proceeds - Open Innovation	%	20%
Use of proceeds - Open Innovation	R\$ Mn	127
ClearSale P/BV 2022 - IPO price	x	6.0x
Discount on execution risk	%	10%
Potential valuation	R\$ Mn	679
as a % of ClearSale EV	%	9%
<b>Increase in 2022 TP</b>	<b>R\$ / share</b>	<b>3.6</b>

Fonte: Estimativas do Santander.

#### Novo Sistema de Preços

A ClearSale é líder de mercado essencialmente pela alta qualidade do serviço que oferece. A redução potencial no verdadeiro custo de fraude que a ClearSale pode oferecer (com base em estudos de caso) é um forte argumento para ganhar clientes, mas, eventualmente, a ClearSale poderia começar a usar seu poder de barganha para aumentar os preços.

Entendemos que a empresa está em outra fase agora: ela pretende aumentar os volumes em vez de aumentar as margens por meio de melhores preços, portanto, um “aumento em sua tabela de preços” pode não estar na lista nos próximos anos. Enfim, fazemos um exercício considerando um aumento de 10% nos preços - *ceteris paribus* - apenas para o *onboarding* (visto que vemos o mercado internacional sendo fortemente competitivo e o e-commerce o Brasil já é um mercado maduro).

Figura 7. ClearSale – Valuation do Novo Sistema de Preços, 2022E

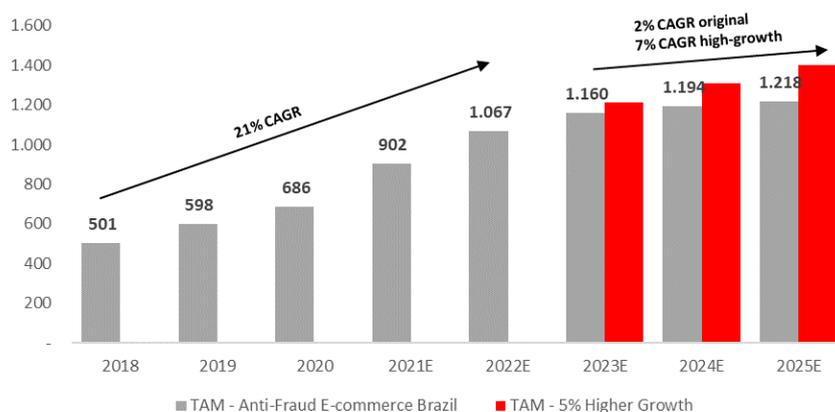
	Unit	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Net revenues	R\$ Mn	634	847	1,165	1,516	1,971	2,513	3,141	3,848	4,618
Onboarding revenues as a % of net revenues	%	33%	41%	48%	53%	53%	53%	53%	53%	53%
Increase in Onboarding pricing table	%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Increase in Net revenues	%	3%	4%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Increase in Net revenues	R\$ Mn	21	35	56	80	104	133	166	203	244
NPV impact in DCF (FCFE) valuation	R\$ Mn	395								
as a % of ClearSale EV	%	5%								
Increase in 2022 TP	R\$ / share	2.1								

Fontes: Euromonitor, Statista e Relatórios da Empresa.

### Maior TAM no E-Commerce Brasileiro

Um ponto que pode ser observado é que o TAM (Mercado Total Endereçável) nivela notavelmente de 2023 a 2025, ou seja, ele cresce a um CAGR de 7 anos (2018-2025) de 14%, mas o CAGR de 2023-2025 é de apenas 2% (vide Figura 8).

Figura 8. Brasil: TAM original e de maior crescimento no e-commerce Brasil; R\$ milhões



Fontes: Euromonitor, Statista e Relatórios da Empresa.

Entendemos que essa foi uma abordagem conservadora adotada pelos analistas devido ao aumento nas vendas de e-commerce após a pandemia de COVID-19, que impulsionou o TAM para um CAGR de 21% de 2018 a 2022E.

Tentamos calcular o impacto potencial no valuation da ClearSale caso o mercado cresça 5% mais rápido do que estimamos, considerando que a ClearSale seja capaz de manter a participação de mercado que originalmente estimamos.

Figura 9. ClearSale – Maior TAM no E-commerce Brasil - Impacto no Valuation

Higher TAM - E-commerce Brazil	Unit	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
TAM - Anti-Fraud E-commerce Brazil	R\$ Mn	1,067	1,160	1,194	1,218	1,242	1,267	1,292	1,318	1,345
YoY Growth	%	18%	9%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
ClearSale Gross Revenues - E-commerce Brazil	R\$ Mn	374	403	436	470	486	502	519	536	553
ClearSale' Market Share	%	35%	35%	36%	39%	39%	40%	40%	41%	41%
TAM - 5% higher growth	R\$ Mn	1,067	1,213	1,310	1,401	1,500	1,604	1,717	1,837	1,965
YoY Growth	%	18%	14%	8%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
ClearSale Gross Revenues - E-commerce Brazil	R\$ Mn	374	422	478	541	587	636	689	746	808
Difference	R\$ Mn	-	19	42	71	101	134	170	211	255
NPV impact in DCF (FCFE) valuation	R\$ Mn	413								
as a % of ClearSale EV	%	5%								
Increase in 2022 TP	R\$ / share	2.2								

Fontes: Euromonitor, Statista e Relatórios da Empresa.

## Avaliação dos Fatores de Risco

- **Risco de banco de dados proprietário:** uma das principais vantagens da ClearSale é seu grande e diferenciado *data lake*. Mas parte do plano de expansão da ClearSale em mercados internacionais considera a aquisição de *data lakes*, o que aumenta o risco de que algum concorrente (local ou estrangeiro, titular ou recém-chegado) também faça o mesmo.

- **Risco de concorrência:** Empresas que buscam aumentar seus negócios localmente e no exterior. Caso o antifraude se transforme em um negócio global, a competição pode se intensificar.

- **Risco de internalização:** Tendência é terceirizar, em vez de internalizar. Mas há alguns casos conhecidos em que uma empresa decidiu fazer o sistema antifraude totalmente (o Mercado Livre sendo um exemplo) ou parcialmente internamente. Conhecemos um caso em que o cliente resolveu internalizar apenas o Facematch, por considerá-lo muito sensível (o Facematch causa atrito, é invasivo e os dados podem ser roubados), mas manteve todos os demais produtos terceirizados.

- **Risco de execução no mercado internacional:** Temos grandes expectativas para o mercado internacional - *e-commerce*. Mas, em tais mercados, a competição pode ser mais acirrada do que esperamos, as margens podem ser menores, as perdas (no "sistema de precificação de modo garantido) podem ser maiores do que o previsto e a empresa pode não ter uma vantagem competitiva para fazer a diferença sobre os pares.

- **Risco de Open Banking:** Normalmente, este risco está associado ao fato de que mais dados serão disponibilizados com o *Open Banking* e, portanto, os concorrentes da ClearSale poderiam acessá-lo para reduzir a lacuna do *data lake* que possuem. Nesse sentido, precisamos esclarecer alguns pontos importantes:

- a) O *open banking* é "opt in", não "opt out", o que significa que o cliente deve aderir ao sistema.
- b) Os dados de banco aberto destinam-se apenas a instituições financeiras. Um provedor de serviços, como uma empresa antifraude, não pode ter acesso a ele.
- c) Temos estado em contato com grandes bancos brasileiros e a mensagem é que em um ambiente de *Open Banking*, eles não aceitarão automaticamente um cliente de outra instituição financeira sem um processo de validação antifraude. O risco é que essa pessoa execute as transações de "bom comportamento" em

um banco e o comportamento malicioso em outro. Aqui, podemos estar falando sobre o roubo de identidade e o comportamento fraudulento.

- d) O banco aberto pode alavancar a abertura de contas, o crescimento do crédito, etc. no Brasil. Os clientes são os principais beneficiários, mas os bancos também se beneficiam. O *open banking* deve se traduzir em oportunidades para os bancos, pois permitirá que eles atinjam a população de 120 milhões que já faz parte do sistema financeiro, mas apenas por meio de contas correntes. No geral, não é uma ferramenta para ganhar dinheiro rápido, mas aumentará o tamanho do mercado.

• **Risco do PIX:** Na verdade, enfrentamos algumas questões sobre se o PIX - esquema de pagamento eletrônico do BACEN - representaria um risco para o negócio da ClearSale. Na verdade, vemos isso como uma oportunidade, porque: (i) tem um efeito semelhante ao Open banking, ou seja, aumenta a bancarização no país pelos seus aspectos totalmente digitais e porque reduz as taxas bancárias; (ii) não descartamos eventualmente algum produto oferecido ao BACEN para auxiliar na prevenção de fraudes nas transações do PIX; e (iii) o PIX permitirá que as contas sejam vinculadas a celulares, o que pode melhorar a qualidade dos dados.

• **LGPD - Lei Geral de Proteção de Dados do Brasil:** A LGPD estabelece regras sobre coleta, tratamento, armazenamento e compartilhamento de dados pessoais gerenciados por organizações. A legislação se insere no contexto brasileiro de adaptação progressiva às melhores práticas globais de gestão de dados e abrange todas as empresas que oferecem serviços ou possuem operações envolvendo tratamento de dados no Brasil, desde meados de 2020. O impacto potencial na ClearSale é que empresas incompatíveis podem ser auditadas e sofrer sanções, incluindo uma penalidade de até 2% de suas receitas. Não vemos a ClearSale neste grupo, embora não possamos dizer o mesmo de todos os seus concorrentes menores, o que pode se transformar em uma vantagem competitiva.

## Comunicado Importante

O presente relatório foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e destina-se somente para informação de investidores, não constituindo oferta de compra ou de venda de algum título e valor mobiliário contido ou não neste relatório (i.e., os títulos e valores mobiliários mencionados aqui ou do mesmo emissor e/ou suas opções, warrants, ou direitos com respeito aos mesmos ou quaisquer interesses em tais títulos e valores mobiliários).

Este relatório não contém, e não tem o escopo de conter, toda a informação relevante a respeito do assunto ora abordado. Portanto, este relatório não consiste e nem deve ser considerado como uma declaração e/ou garantia quanto à integridade, precisão, veracidade das informações aqui contidas.

Qualquer decisão de compra ou venda de títulos e valores mobiliários deverá ser baseada em informações públicas existentes sobre os referidos títulos e, quando apropriado, deve levar em conta o conteúdo dos correspondentes prospectos arquivados, e a disposição, nas entidades governamentais responsáveis por regular o mercado e a emissão dos respectivos títulos.

As informações contidas neste relatório foram obtidas de fontes consideradas seguras, muito embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não são incertas ou equívocas no momento de sua publicação, não garantimos sua exatidão, nem que as mesmas são completas e não recomendamos que se confie nelas como se fossem.

Todas as opiniões, estimativas e projeções que constam no presente relatório traduzem nossa opinião na data de sua emissão e podem ser modificadas sem prévio aviso, considerando nossas premissas relevantes e metodologias adotadas à época de sua emissão, conforme estabelecidas no presente relatório.

O Santander ou quaisquer de seus diretores ou funcionários poderão adquirir ou manter ativos direta ou indiretamente relacionados à(s) empresa(s) aqui mencionada(s), desde que observadas as regras previstas na Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021 ("Resolução CVM 20").

O Santander não será responsável por perdas diretas ou lucros cessantes que sejam decorrentes do uso do presente relatório.

O presente relatório não poderá ser reproduzido, distribuído ou publicado pelo seu destinatário para qualquer fim.

A fim de atender à exigência regulatória prevista na Resolução CVM 20, segue declaração do analista:

Nós, **Henrique Navarro e Anahy Souza**, analistas de valor mobiliário credenciados nos termos da Resolução CVM 20, de 25 de fevereiro de 2021, subscritores e responsáveis por este relatório, o qual é distribuído pelo Santander, com relação ao conteúdo objeto do presente relatório, declaramos que as recomendações refletem única e exclusivamente a nossa opinião pessoal, e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à instituição a qual estamos vinculados, nos termos da Resolução CVM 20. Adicionalmente, declaramos o que segue:

- (i) O presente relatório teve por base informações baseadas em fontes públicas e independentes, conforme fontes indicadas ao longo do documento;
- (ii) As análises contidas neste documento apresentam riscos de investimento, não são asseguradas pelos fatos, aqui contidos ou obtidos de forma independente pelo investidor, e nem contam com qualquer tipo de garantia ou segurança do analista, do Santander ou de quaisquer das suas controladas, controladores ou sociedades sob controle comum;
- (iii) O presente relatório não contém, e não tem o escopo de conter, todas as informações substanciais com relação ao setor objeto de análise no âmbito do presente relatório;

O Banco Santander (Brasil) S.A, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum, declaram, nos termos da Resolução CVM 20, que:

- Têm interesse financeiro e comercial relevante em relação ao setor, à companhia ou aos valores mobiliários objeto desse relatório de análise.
- Recebem remuneração por serviços prestados para o emissor objeto do presente relatório ou pessoas a ele ligadas.
- Estão envolvidas na aquisição, alienação ou intermediação do(s) valor(es) mobiliário(s) objeto do presente relatório de análise.
- Podem ter (a) coordenado ou coparticipado da colocação de uma oferta pública dos títulos de companhia(s) citada(s) no presente relatório nos últimos 12 meses; (b) ter recebido compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de bancos de investimento prestados nos últimos 12 meses; (c) espera receber ou pretende obter compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de banco de investimento prestados nos próximos 3 meses.
- Prestaram, prestam ou poderão prestar serviços financeiros, relacionados ao mercado de capitais, ou de outro tipo, ou realizar operações típicas de banco de investimento, de banco comercial ou de outro tipo a qualquer empresa citada neste relatório.

O conteúdo deste relatório é destinado exclusivamente à(s) pessoa(s) e/ou organizações devidamente identificadas, podendo conter informações confidenciais, as quais não podem, sob qualquer forma ou pretexto, ser utilizadas, divulgadas, alteradas, impressas ou copiadas, total ou parcialmente, por pessoas não autorizadas pelo Santander.

Este relatório foi preparado pelo analista responsável do Santander, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, fotocopiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa além daquelas a quem este se destina. Ainda, a informação contida neste relatório está sujeita a alteração sem prévio aviso.

Os potenciais investidores devem buscar aconselhamento financeiro profissional sobre a adequação do investimento em valores mobiliários, outros investimentos ou estratégias de investimentos aqui discutidos, e devem entender que declarações sobre perspectivas futuras podem não se concretizar. Os potenciais investidores devem notar que os rendimentos de valores mobiliários ou de outros investimentos, se houver, referidos neste relatório podem flutuar e que o preço ou o valor desses títulos e investimentos pode subir ou cair. Assim, potenciais investidores podem não receber a totalidade do valor investido. O desempenho passado não é necessariamente um guia para o desempenho futuro.

Eventuais projeções, bem como todas as estimativas a elas relacionadas, contidas no presente relatório, são apenas opiniões pessoais do analista, elaboradas de forma independente e autônoma, não se constituindo compromisso por obtenção de resultados ou recomendações de investimentos em títulos e valores mobiliários ou setores descritos neste relatório.

© 2021 Copyright Banco Santander (Brasil) S/A. Direitos Reservados

Este relatório é uma versão em português do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 14/09/2021. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

 **Santander**  
Corporate & Investment Banking