



Petrobras

Análise de Cenário, de Preço e de Sensibilidade para Ajudar a Navegar um Ambiente de Incertezas Elevadas

Petrobras (PETR3)

Análise de Cenário, de Preço e de Sensibilidade para Ajudar a Navegar um Ambiente de Incertezas Elevadas

Christian Audi, Rodrigo Almeida

Resumo: Embora a imagem micro da Petrobras tem sido a mais atraente entre os nomes integrados da América Latina em 2021, as nossas preocupações permanecem com o aumento das incertezas quanto às macropolíticas e à política de preços de combustíveis no Brasil em meio à chegada das eleições presidenciais, o que acaba pressionando as suas ações, sustentando a nossa recomendação de “Manutenção”. Para melhor avaliar a relação de risco-retorno da ação, realizamos: **(1) uma análise de cenário** para quantificar o impacto negativo de uma possível mudança de governo; **(2) uma análise da política de preços** para entender o impacto da falta de reajustes de preços e de potencialmente maiores importações de combustíveis na geração de EBITDA da empresa; e **(3) uma análise de sensibilidade** para mensurar o potencial de alta/baixa em decorrência da volatilidade de preços do petróleo e do real. Dessa forma, preferimos nos posicionar seguindo a tendência de alta contínua dos preços do petróleo por meio de empresas independentes de exploração e produção (E&P) que não estão expostas à incerteza da política de preços, sendo a Petro Rio o nosso nome preferido.

1. Análise de cenários. A nossa análise foca no impacto que uma possível mudança de governo (fatores macro continuam sendo a maior preocupação entre ~90% dos investidores que pesquisamos recentemente) poderia ter na política de preços, no capex e no programa de venda de ativos da Petrobras e, portanto, no seu preço-alvo e no seu *dividend yield*. Enquanto **(1) o cenário de baixa implica uma queda de 15%** nas suas ações ante os níveis atuais, **(2) o cenário de maior pessimismo se traduz em uma queda de 28%**.

2. Análise da política de preços. A forte alta nos preços do petróleo em decorrência das incertezas pelo lado da oferta criadas pelo conflito Rússia-Ucrânia significa que a Petrobras está vendendo gasolina e diesel a descontos significativamente maiores (~30%) em relação aos preços internacionais do que antes (~10%) – atenção: o desconto mencionado refere-se ao momento em que o relatório original foi publicado (07/03/2022). Se isso persistir, desencorajando empresas privadas a importar combustíveis para o Brasil, a Petrobras pode ter que intensificar e aumentar as suas importações de combustíveis para evitar uma falta de abastecimento doméstico, **um movimento que, de acordo com nossa análise, poderia reduzir o EBITDA consolidado em aprox. 10% a 20%**.

Este relatório é uma versão em português do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 07/03/2022. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

Santander Equity Research

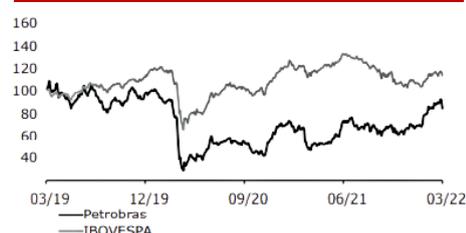
Petróleo & Gás

18 de março de 2022

Manutenção

Preço-Alvo: US\$ 13,00 (R\$ 33,10)

Desempenho de Preços (R\$)



3. Análise de sensibilidade. Com base na atual volatilidade dos preços do Brent e do real, analisamos o impacto que diferentes níveis dessas variáveis podem ter no EBITDA, na geração de fluxo de caixa livre (FCF), no pagamento de dividendos e no *valuation* da Petrobras.

Petrobras

Destques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2021-24E (US\$ em Milhões)

(US\$ mn)	2021A	2022E	2023E	2024E
P&L Account				
Revenues	83,966	96,646	73,715	69,329
EBITDA	43,555	50,981	45,540	40,326
EBITDA YoY Change (%)	57.1	17.0	(10.7)	(11.4)
EBITDA as % of Revenue	51.9	52.7	61.8	58.2
EBIT	37,584	37,104	32,593	26,799
Net Financial Result	(10,966)	(1,522)	(1,059)	64
Associates	0	0	0	0
Taxes	(8,239)	(12,145)	(10,722)	(9,133)
Minorities	111	0	0	0
Net Profit	19,875	23,437	20,813	17,730
Adj Net Profit	19,875	23,437	20,813	17,730
YoY Change (%)	NM	17.9	(11.2)	(14.8)
as % of Revenues	23.7	24.2	28.2	25.6
Cash Flow				
EBITDA	43,555	50,981	45,540	40,326
Lease Payments	(1,222)	(1,376)	(1,395)	(1,561)
Changes in Wkg. Capital	(3,940)	(32)	482	1,074
Capital Expenditures	(8,772)	(10,904)	(15,047)	(15,740)
Cash Financials	(2,554)	(1,196)	(430)	(273)
Cash Taxes	(8,239)	(12,127)	(10,722)	(9,133)
Other Cash Items	(15,005)	(3,978)	(3,000)	0
Free Cash Flow to Equity	3,822	21,367	15,427	14,693
Other Invest./Divest.)	0	0	0	0
Dividends	(13,078)	(16,750)	(12,151)	(9,916)
Capital Increases/Other	0	0	0	0
Change in Net Fin. Debt	(15,542)	(2,097)	(1,577)	959
Balance Sheet				
Cash and Equivalents	10,467	11,509	12,312	15,027
Current Assets	19,682	19,978	15,601	15,910
Goodwill	3,025	3,126	3,215	3,445
Non-Curr Assets (ex g'will)	141,175	150,768	160,469	178,471
Total Assets	174,348	185,381	191,597	212,853
Current Liabilities	24,176	27,026	22,289	23,981
Non-Current Liabilities	80,361	79,570	79,496	84,651
Minorities	404	417	429	460
Shareholders' Equity	69,408	78,368	89,384	103,761
Total Liabilities & Equity	174,348	185,381	191,597	212,853
Net Financial Debt	47,626	45,529	43,953	44,912
Other Ratios				
Dividend Payout (%)	65.8	71.6	58.4	55.9
ROCE (%)	23.7	22.2	18.9	14.3
EV/EBIT (x)	3.6	3.6	4.0	4.9
FCFF Yield (%)	15.9	20.0	14.4	11.3
P/BV (x)	1.3	1.1	1.0	0.8

Análise de Cenário

Os fundamentos da Petrobras melhoraram nos últimos anos, em parte devido (i) a uma política de preços de combustível mais pragmática, (ii) ao seu capex e à sua disciplina financeira e (iii) à venda de ativos. O futuro dessas variáveis após as eleições presidenciais de outubro é uma preocupação para nós, pois uma mudança de direção e magnitude pode impactar a geração de caixa da empresa, o pagamento de dividendos e, portanto, o valor das ações. Para quantificar o risco potencial, realizamos duas análises de casos de baixa as quais comparamos com o nosso cenário base para 2022-2026 abaixo (usamos um preço de petróleo de US\$ 83/barril para 2022 e US\$ 58/barril no longo prazo).

Figura 1. Análise de Cenário: Premissas

Assumptions (2022-2026)	Base Case	Bearish Scenario	Most Bearish Scenario
Domestic Fuel Prices: Discount to Intl. Prices*	10%	20%	30%
5-Year CAPEX (US\$ bln)	US\$68 bln	10% Higher: US\$75 bln	20% Higher: US\$82 bln
5-year Divestments (US\$ bln)	10	5	0
Country Risk (bps)	305	355	405

Fonte: estimativas do Santander.

*Em 2022, assumimos um desconto de 10% no diesel e um de 15% no da gasolina para os três cenários.

Figure 2. Análise de Cenário: Projeções

Petrobras	Base Case	Bearish Scenario	Most Bearish Scenario
Target Price PBR US	US\$13.0	US\$11.1	US\$9.4
Downside to Base Case	0%	15%	28%
Target Price PETR3 BZ	R\$33.1	R\$28.5	R\$23.9
Dividend Yield 2023	13.9%	12.0%	9.9%
WACC	11.9%	12.3%	12.7%
EV/EBITDA 2023E	2.96x	3.09x	3.24x

Fonte: estimativas do Santander.

Cenário Base (base case)

- **Política de Preços de Combustíveis:** Assumimos que a Petrobras venderia gasolina e diesel com 10% de desconto em relação aos preços internacionais.
- **Capex:** Mantemos o capex de ~US\$ 68 bilhões, em linha com o posicionamento estratégico da Petrobras para 2022-26.
- **Desinvestimentos:** Assumimos que a Petrobras possa vender ~US\$ 10 bilhões em ativos nos próximos 5 anos (vs. a sua meta de ~US\$ 15-25 bilhões). Acreditamos que a atual política de preços deve dificultar para a Petrobras a venda das refinarias que pretende desinvestir, uma vez que a incerteza quanto a política de preços aumentou significativamente.
- **Risco País:** Utilizamos o *Credit Default Swap* (CDS) brasileiro de 10 anos em 305 bps, o que se traduz em um custo médio ponderado de capital de 11,9%.

Cenário de baixa (bearish scenario)

- **Política de Preços de Combustíveis:** Assumimos que a Petrobras venderia gasolina e diesel com 20% de desconto em relação aos preços internacionais.

- **Capex:** Aumentamos o seu capex para ~US\$ 75 bilhões, 10% acima do plano estratégico para 2022-26 da empresa, a fim de refletir potenciais investimentos adicionais em outros projetos, como novas refinarias e outros segmentos.
- **Desinvestimentos:** Reduzimos os desinvestimentos para ~US\$ 5 bilhões, com uma possível alteração de governo. A redução dos desinvestimentos deve ser uma das premissas mais fáceis para um novo governo mudar, pois a venda de ativos exige um esforço significativo e contínuo.
- **Risco País:** Para refletir o aumento de volatilidade e de incertezas geradas por uma mudança de governo, aumentamos o CDS brasileiro de 10 anos para 355 bps. O custo médio ponderado de capital nesse caso é de 12,3%.

Cenário mais pessimista (*most bearish scenario*)

- **Política de Preços de Combustíveis:** Assumimos que a Petrobras venderia gasolina e diesel com **30% de desconto** em relação aos preços internacionais.
- **Capex:** Aumentamos para ~US\$ 82 bilhões, 20% acima do plano estratégico para 2022-26 da empresa.
- **Desinvestimentos:** Nenhum.
- **Risco País:** No pior cenário, aumentamos o CDS brasileiro de 10 anos para 405 bps. O custo médio ponderado de capital nesse caso é de 12,7%.

Produção Doméstico de Petróleo. Independentemente do cenário, acreditamos que a curva de produção da Petrobras para 2022-26 pode se traduzir em um CAGR de 4,0%, 40 bps abaixo da curva de produção do plano estratégico da empresa.

Preços do Petróleo. Assumimos um preço de petróleo de US\$ 83/barril para 2022 e US\$ 58/barril no longo prazo.

Análise de Política de Preços

Se o alto desconto da venda de gasolina e diesel da Petrobras persistir, isso pode desencorajar importadores privados de trazerem combustíveis para o Brasil, criando um potencial risco de desabastecimento. Nossa análise mostra o que poderia acontecer com o EBITDA da Petrobras caso optasse por importar mais combustíveis a fim de evitar a falta de abastecimento no país. A Figura 3 mostra como (i) se a Petrobras aumentasse suas importações para atender 100% das necessidades domésticas do Brasil, assumindo um desconto de 25% nos preços domésticos, isso poderia reduzir o EBITDA consolidado em ~8% em relação ao nosso cenário base; (ii) na Figura 4, assumimos um desconto maior de 50% dos combustíveis domésticos em relação aos preços internacionais, o que poderia resultar em uma redução de 22% no EBITDA consolidado em relação ao nosso cenário base.

Figura 3. Análise de Cenário: Assumindo 25% de Desconto para os Preços do Combustível

Petrobras Fuel Imports as % of Total Imports	40%	70%	100%
Discount of domestic fuel price vs intl	25%	25%	25%
FRITDA impact (US\$ bln)	1.6	2.8	4.0
Impact vs our Base Case (% of RTM EBITDA)	18%	31%	44%
Impact vs our Base Case (% of Cons. EBITDA)	3%	5%	8%
RTM EBITDA (US\$ bln)	7.6	6.4	5.3
Consolidated EBITDA (US\$ bln)	49.5	48.3	47.2
FCFE Yield	25.2%	24.5%	23.7%
Dividend Yield	16.8%	16.3%	15.8%

Fontes: estimativas do Santander.

Figura 4. Análise de Cenário: Assumindo 50% de Desconto para os Preços do Combustível

Petrobras Fuel Imports as % of Total Imports	40%	70%	100%
Discount of domestic fuel price vs intl	50%	50%	50%
EBITDA impact (US\$ bln)	4.4	7.8	11.1
Impact vs our Base Case (% of RTM EBITDA)	49%	86%	122%
Impact vs our Base Case (% of Cons. EBITDA)	9%	15%	22%
RTM EBITDA (US\$ bln)	4.9	1.7	-1.5
Consolidated EBITDA (US\$ bln)	46.8	43.6	40.5
FCFE Yield	23.4%	21.1%	18.9%
Dividend Yield	15.6%	14.3%	13.0%

Fontes: estimativas do Santander.

Análise de Sensibilidade

O preço do petróleo e a força do câmbio pedem por uma outra análise de sensibilidade: *Valuation*/Fluxo de Caixa Livre/Dividendos

Com base na volatilidade atual nos preços do petróleo e no real, realizamos uma série de análises de sensibilidade para quantificar o impacto dessas tendências no (i) *valuation* (Figura 6), (ii) *yield* do seu fluxo de caixa livre (Figura 7) e (iii) o *dividend yield* (Figura 8) da Petrobras.

Estimativas para o fim de 2022

Figura 5. EBITDA (US\$ em Milhões)

		Brent (US\$/bbl)				
		83	93	103	113	123
USDBRL	5.09	50,325	58,337	66,349	74,361	82,373
	5.24	50,680	58,695	66,711	74,726	82,740
	5.39	51,015	59,033	67,052	75,070	83,088
	5.54	51,331	59,353	67,374	75,395	83,416
	5.69	51,632	59,656	67,680	75,704	83,727

Fontes: estimativas do Santander.

Figura 6. EV/EBITDA a US\$ 13,36/ADR

		Brent (US\$/bbl)				
		83	93	103	113	123
USDBRL	5.09	2.64x	2.28x	2.00x	1.79x	1.61x
	5.24	2.62x	2.26x	1.99x	1.78x	1.61x
	5.39	2.61x	2.25x	1.98x	1.77x	1.60x
	5.54	2.59x	2.24x	1.97x	1.76x	1.59x
	5.69	2.57x	2.23x	1.96x	1.76x	1.59x

Fontes: estimativas do Santander.

Figura 7. Yield de Fluxo de Caixa Livre para o Patrimônio Líquido a US\$ 13,36/ADR (%)

		Brent (US\$/bbl)				
		83	93	103	113	123
USDBRL	5.09	27%	32%	37%	42%	47%
	5.24	28%	33%	38%	43%	48%
	5.39	28%	34%	39%	44%	49%
	5.54	29%	35%	40%	45%	51%
	5.69	30%	36%	41%	47%	52%

Fontes: estimativas do Santander.

Figura 8. Dividend Yield a US\$ 13,36/ADR (%)

		Brent (US\$/bbl)				
		83	93	103	113	123
USDBRL	5.09	19%	22%	25%	28%	31%
	5.24	19%	22%	25%	29%	32%
	5.39	19%	23%	26%	29%	32%
	5.54	20%	24%	27%	30%	33%
	5.69	21%	24%	27%	31%	34%

Fontes: estimativas do Santander.

Mudanças de Estimativas

Estamos ajustando as nossas estimativas para refletir as seguintes mudanças: (i) novas premissas do Brent e do FX; (ii) os preços domésticos de gasolina e diesel atualizados, utilização de refinarias, volumes de vendas (tanto exportações de petróleo quanto derivados de petróleo) e *spreads* de *crack*; (iii) novas estimativas de E&P, incluindo custos de extração e produção; e (iv) estimativas de *capex* atualizadas, entre outros.

Figura 9. Revisões de Estimativas da Petrobras (US\$ em Milhões)

USD	2022E			2023E			2024E		
	New	Previous	Δ %	New	Previous	Δ %	New	Previous	Δ %
Net Revenue	96,646	79,872	21%	73,715	62,368	18%	69,329	61,212	13%
Adj. EBITDA	50,981	39,996	27%	45,540	40,959	11%	40,326	39,331	3%
Adj. EBITDA Margin	53%	50%	260 bps	62%	66%	-390 bps	58%	64%	-611 bps
Net Income	23,437	14,754	59%	20,813	18,380	13%	17,730	15,875	12%
Domestic Oil and NGL Production	2,103	2,097	0%	2,172	2,165	0%	2,288	2,277	1%
Total Oil and NGL Production	2,655	2,655	0%	2,738	2,738	0%	2,884	2,833	2%
Brent (US\$/bbl)	83	72	15%	71	64	11%	63	60	5%
FX (USDBRL)	5.39	5.74	-6%	5.32	5.36	-1%	5.01	5.10	-2%

Fonte: estimativas do Santander.

Valuation

- Fluxo de Caixa Descontado (DCF).** Baseado na análise de fluxo de caixa abaixo, nós aumentamos o nosso preço-alvo para o fim de 2022 para US\$ 13,00/ADR (R\$ 33,10/ação), substituindo nosso preço-alvo anterior de US\$ 11,60/ADR (R\$ 33,00/ação). Utilizamos um crescimento real de 1% e um WACC de 11,9% em dólares.

2. **Múltiplos: um desconto atrativo para os pares.** Apesar do recente *rally* das suas ações nas últimas semanas, a Petrobras ainda está negociando a um desconto atrativo de aprox. 35% em uma base EV/EBITDA ante os seus pares globais (desconsiderando a Rússia). No nosso preço-alvo, a ação estaria negociando a 2,6x EV/EBITDA (2022E), o que implica um desconto excessivo de ~50% para a sua média histórica de 10 anos.

Figura 10. Cálculos de Preço-Alvo (US\$ em milhões)

US\$	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
(=) FCFF	26,541	18,858	14,966	14,898	17,766	17,250	16,428	15,673	12,387
Enterprise Value	128,141								
Equity Value	84,517								
ADR Target Price (PBR US)	US\$13.00								
Local Share Target Price (PETR3 BZ)	R\$33.10								

Fonte: estimativas do Santander.

Riscos

Preços do petróleo abaixo do esperado. Uma mudança na dinâmica do mercado internacional de petróleo com excesso de oferta e/ou menor demanda pela *commodity* pode resultar na queda nos preços do petróleo, o que pode impactar negativamente o desempenho operacional da companhia.

Adesão ao mecanismo doméstico de preços. A capacidade da empresa de continuar implementando pragmaticamente a sua política de preços continua sendo fundamental para a geração de fluxo de caixa do seu segmento de refino.

Crescimento da produção. O crescimento abaixo do esperado na produção de petróleo pode impactar negativamente os resultados da sua frente de exploração e produção (*upstream*).

Vendas mais baixas de ativos não essenciais... podem resultar em uma desaceleração na desalavancagem.

Falta de disciplina de capex e opex. A capacidade da empresa de continuar racionalizando e mantendo a disciplina de custos e de *capex* continua sendo fundamentalmente importante.

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, **Rodrigo Almeida** e **Christian Audi**, analistas de valores mobiliários 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.

© 2022 Copyright Banco Santander (Brasil) S/A. Direitos Reservados

Este relatório é uma versão em português do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 07/03/2022. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

 **Santander**
Corporate & Investment Banking