



Small Caps

Carteira Recomendada

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Janeiro 2024

Carlos Sequeira, CFA
New York - BTG Pactual US Capital LLC

Osni Carfi
São Paulo – Banco BTG Pactual

Guilherme Guttilla
São Paulo – Banco BTG Pactual

Bruno Lima
São Paulo – Banco BTG Pactual

analise.acoes@btgpactual.com



Carteira recomendada de Ações – Small Caps



BTG Pactual Equity Research

02 de Janeiro de 2024

Objetivo da Carteira

A Carteira Recomendada de Ações – Small Caps (BTG SMLL) tem como objetivo capturar as melhores oportunidades e performances do mercado de small caps brasileiro, sendo composta por 10 ativos selecionados pela equipe de análise e estratégia do BTG Pactual. Dentre o universo de ações analisadas, estão empresas que possuem um valor de mercado informal de até R\$ 15 bilhões, tendo como benchmark o índice de small caps brasileiro (SMLL).

Pontos Principais

Os recém-chegados

Anima e BR Partners são as novidades deste mês.

Quem permanece e quem sai

Iguatemi, Tenda, São Martinho, Embraer, Cielo, Marcopolo, GPS e Locaweb mantêm suas posições, enquanto PetroReconcavo e Smart Fit saem.

Carteira Recomendada de Ações – Small Caps

Empresa	Ticker	Peso	Recomendação	Valor de mercado (R\$ mi)	ADTV (R\$ mi)	EV/EBITDA		P/L		P/V	
						2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
Embraer	EMBR3	10%	Compra	16.448	171,3	9,3x	8,4x	31,0x	20,9x	1,2x	1,2x
GPS	GGPS3	10%	Compra	12.670	34,9	10,6x	91,0x	23,3x	17,6x	4,3x	3,8x
Cielo	CIEL3	10%	Compra	12.650	102,2	3,1x	3,4x	6,2x	6,1x	0,6x	0,5x
São Martinho	SMTO3	10%	Compra	10.152	60,8	3,7x	3,8x	10,0x	9,5x	1,7x	1,6x
Iguatemi	IGTI11	10%	Compra	7.326	61,7	9,9x	8,9x	19,0x	17,7x	1,7x	1,6x
Marcopolo	POMO4	10%	Compra	6.142	51,5	9,0x	7,9x	11,4x	10,7x	2,0x	1,8x
Locaweb	LWSA3	10%	Compra	3.543	56,3	14,3x	11,7x	32,4x	18,4x	1,2x	1,2x
Tenda	TEND3	10%	Compra	1.825	36,1	10,6x	5,0x	n.a.	6,7x	1,9x	1,6x
Anima	ANIM3	10%	Compra	1.683	31,3	5,0x	4,1x	n.a.	8,3x	0,6x	0,6x
BR Partners	BRBI11	10%	Compra	1.601	4,7	n.a.	n.a.	10,3x	9,7x	2,1x	1,9x

Fonte: Economática e BTG

Alterações da carteira Small Caps para janeiro

Dezembro				Janeiro			
Setor	Empresa	Ticker	Peso (%)	Setor	Empresa	Ticker	Peso (%)
Logística	GPS	GGPS3	10%	Logística	GPS	GGPS3	10%
Imobiliário	Tenda	TEND3	10%	Imobiliário	Tenda	TEND3	10%
Óleo & Gás	PetroReconcavo	RECV3	10%	Educação	Anima	ANIM3	10%
Bens de Capital	Embraer	EMBR3	10%	Bens de Capital	Embraer	EMBR3	10%
Financeiro	Cielo	CIEL3	10%	Financeiro	Cielo	CIEL3	10%
Agronegócio	São Martinho	SMTO3	10%	Agronegócio	São Martinho	SMTO3	10%
Tecnologia	Locaweb	LWSA3	10%	Tecnologia	Locaweb	LWSA3	10%
Varejo	Smartfit	SMFT3	10%	Financeiro	BR Partners	BRBI11	10%
Bens de Capital	Marcopolo	POMO4	10%	Bens de Capital	Marcopolo	POMO4	10%
Shoppings Centers	Iguatemi	IGTI11	10%	Shoppings Centers	Iguatemi	IGTI11	10%

Fonte: BTG Pactual

Um resumo das nossas escolhas de janeiro

Anima (ANIM3)

Por ser uma empresa altamente alavancada em um cenário com taxas de juros mais baixas, a Anima parece uma opção de risco-retorno favorável. A história do equity parece muito subvalorizada, uma vez que 70% do EV da empresa corresponde à sua dívida líquida. Depois de um desempenho inferior ao das ações da educação em 2023, os resultados do 3T23 trouxeram ainda mais confiança na história de desalavancagem, o que é crucial para a tese de investimento. Acreditamos que os resultados do quarto trimestre seguirão o exemplo com outra desalavancagem sequencial, atingindo um nível abaixo da maioria dos covenants de dívida. Em termos de valuation, vemos a Anima negociando ligeiramente acima de 4x o EBITDA de 2024, bem abaixo de seus pares.

São Martinho (SMTO3)

Mantemos o SMTO em nosso portfólio Small Caps. Com a alavancagem operacional da recuperação do yield da cana-de-açúcar da SMTO agora em andamento, esperamos que a empresa entregue margens unitárias sólidas no negócio de cana-de-açúcar à medida que o ano avança. Acreditamos que os preços do etanol atingiram um piso e deverão recuperar à medida que a demanda mude, trazendo gradualmente a paridade dos preços na bomba de volta ao nível de ~70%. Além disso, os preços do açúcar sofreram em Dezembro com a notícia de que a Índia deveria adiar temporariamente os mandatos de mistura, mas apesar disso e de o Brasil ter maximizado o seu mix de açúcar, continuamos vendo uma dinâmica de oferta e demanda global apertada. Nos próximos anos, também esperamos que os preços mais baixos do milho contribuam para margens favoráveis no negócio de etanol de milho. Vemos as ações SMTO3 sendo negociadas a 6,6x EV/EBIT para 2025, uma mínima histórica que deve fornecer um suporte de valuation, enquanto a probabilidade de melhoria dos preços do açúcar e do etanol no futuro pode desencadear uma expansão de múltiplos das ações. Reiteramos nossa COMPRA.

BR Partners (BRBI11)

Estamos reintroduzindo a BR Partners no portfólio Small caps. Dado o melhor ambiente para os mercados de capitais e fusões e aquisições, acreditamos que a empresa está bem posicionada para se beneficiar da sua marca, mostrando uma alavancagem operacional significativa que poderá resultar num aumento substancial dos lucros.

GPS (GGPS3)

Nossa perspectiva positiva está fundamentada no excepcional desempenho operacional da GPS desde o seu IPO. Sendo o maior player de terceirização de mão de obra do país, ela possui acesso a um mercado vasto e fragmentado, com amplo espaço para crescimento. O robusto pipeline de fusões e aquisições da empresa continua atraente, e a GPS anunciou 7 novos negócios em 2023, levando a uma receita bruta adicional de R\$ 1,7 bilhão em 2023 (contra seu guidance de R\$ 2 bilhões). Embora reconheçamos que a Reforma Tributária traz certa pressão sobre as ações, o valuation atual de 9x EV/EBITDA para 2024 já precifica este fator. Nossa visão positiva se deve à resiliência da empresa, às perspectivas de crescimento (CAGR de 27% do LPA entre 2023-25) e ao valuation atrativo.

Embraer (EMBR3)

Depois de apresentar ao mercado suas entregas do terceiro trimestre um pouco abaixo de nossas estimativas, acreditamos que o mau sentimento em relação às ações já desapareceu. A Embraer também divulgou um dos maiores backlogs da história da empresa, reforçando o ambiente positivo de demanda em todas as suas unidades de negócios. Além disso, a companhia anunciou recentemente um novo pedido de 25 aeronaves, reforçando a posição comercial estratégica da família de aeronaves E2 e demonstrando o compromisso contínuo da Embraer em buscar novas campanhas comerciais em todo o mundo. Após entregar resultados em linha no terceiro trimestre, esperamos entregas robustas no quarto trimestre para a Embraer, refletindo o padrão observado em 2022, quando a maioria das entregas ocorreu no último trimestre do ano, levando a uma forte geração de caixa. Além disso, ainda vemos a companhia bem posicionada no mercado de aviação e acreditamos que ela oferece uma exposição interessante à recuperação da indústria de aviação, permanecendo assim uma opção de valor interessante (evolução da eVTOL, segurança cibernética e outras parcerias). Negociando a 8x EV/EBITDA 24, vemos a Embraer como uma tese com bom momento de lucros.

Locaweb (LWSA3)

Acreditamos que a empresa está preparada para registrar um bom 4T. Não ficaríamos surpresos em ver o crescimento e a margem EBITDA próximos dos 20%, à medida que a alavancagem operacional de fusões e aquisições continua aparecendo e devido a uma base de comparação fraca (os aumentos de preços no Bling também impulsionarão o crescimento e as margens). A Locaweb possui grandes alavancas de crescimento para continuar crescendo acima do mercado: i) aprimorando sua estratégia de precificação e monetização; ii) venda cruzada; e iii) explorar novos mercados endereçáveis (por exemplo, Wake). A assimetria parece boa aos níveis de preço atual.

Tenda (TEND3)

Temos uma visão otimista em relação à habitação popular devido às mudanças no programa MCMV. A acessibilidade nunca foi tão boa para os compradores de casas, principalmente aqueles elegíveis ao MCMV Faixa 1 (que ganham até R\$ 2,6 mil/mês). A Tenda está estrategicamente focada na Faixa 1 e preparada para aproveitar uma demanda mais forte. A Tenda conseguiu reduzir sua alavancagem com seu recente aumento de capital de ~R\$230 milhões (dívida líquida/VP está em ~50% vs. 90% antes), ela vem entregando uma margem bruta ajustada de +30% em novas vendas, e esperamos um aumento substancial na lucratividade assim que os projetos mais antigos forem concluídos. Além disso, as ações estão sendo negociadas a um valuation atraente de ~8,5x e ~4,5x P/L para 24E e 25E. Então, estamos mantendo a Tenda no nosso portfólio Small Cap para este mês.

Cielo (CIEL3)

A dinâmica no setor de pagamentos melhorou definitivamente nos últimos meses, com a recuperação do crescimento do TPV, custos de financiamento mais baixos e um cenário competitivo mais favorável. Sim, o setor recuperou, mas acreditamos que há espaço para mais. Com isso, mantemos Cielo, a ação mais barata do setor, por mais um mês.

Marcopolo (POMO4)

Continuamos otimistas com os resultados da Marcopolo, apoiados por um melhor momento de curto prazo, impulsionado por uma (i) recuperação da indústria de ônibus (ajudada pelas tarifas aéreas mais altas, com os clientes mudando para viagens de ônibus), (ii) pelo recente ajuste do tamanho da capacidade de produção e (iii) melhor cenário para fornecimento de componentes. Apesar da recuperação das ações nos últimos meses, continuamos positivos quanto à persistência de curto prazo, impulsionado por uma demanda resiliente na produção de ônibus, um ambiente de preços favorável e alavancagem operacional, que deverá refletir-se num forte resultado do quarto trimestre. Olhando para o futuro, esperamos que 2024 seja um ano favorável para a empresa, caracterizado pela entrega da maior parte das 7,7 mil unidades adicionais associadas ao programa Caminho da Escola. Além disso, a POMO mudou recentemente a sua gestão, transmitindo uma mensagem positiva relativamente às suas práticas de governança e melhores políticas internas, abrindo também espaço para novas oportunidades, como melhorar o posicionamento B2B da empresa e acelerar a transformação tecnológica.

Iguatemi (IGTI11)

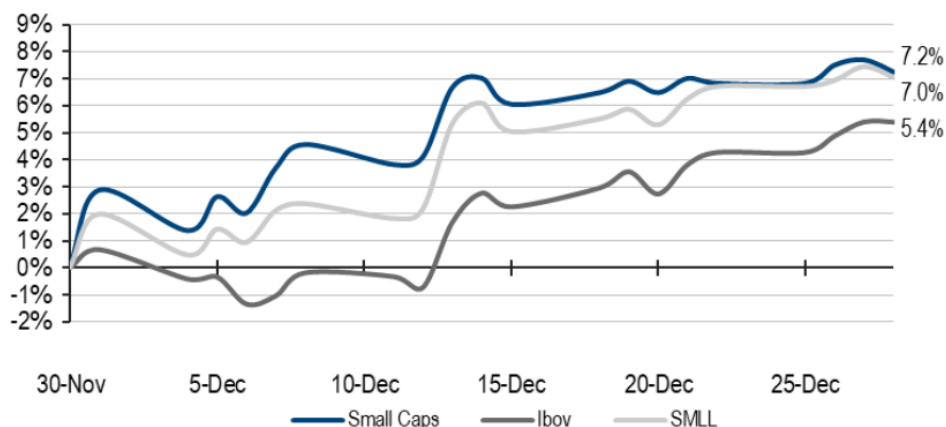
O cenário macro tem sido difícil para o varejo, mas como o Iguatemi possui um portfólio premium/dominante de shopping centers e vem apresentando sólido desempenho operacional – vendas e aluguéis foram os que mais cresceram entre as empresas de shopping centers no 3T23 e o Iguatemi deve continuar apresentando números sólidos (as vendas cresceram 9,4% a/a em outubro e +15,0% a/a em novembro). Além disso, o Iguatemi fez um excelente trabalho recentemente na redução de custos e despesas, especialmente com a sua iniciativa de e-commerce com o Iguatemi365, que deverá impulsionar os seus resultados no futuro. Com as ações sendo negociadas com um valuation atraente (11,0x P/FFO 2024E; TIR real de ~9,5%), estamos mantendo as ações em nosso portfólio Small Cap este mês.

Rentabilidade Histórica:

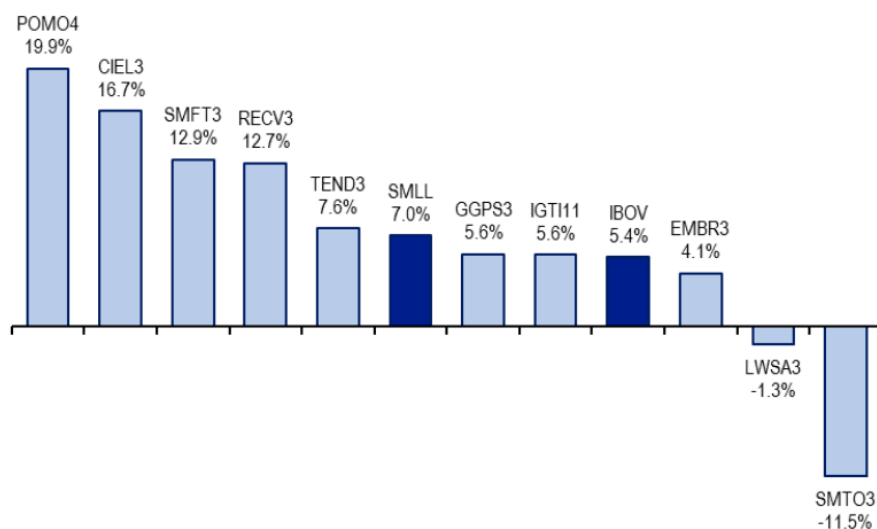
Performance Mensal

Em dezembro, a nossa carteira Small Caps teve uma alta de 7,2%, performando acima do Ibovespa (5,4%) e acima do SMLL (7,0%), conforme gráfico abaixo

Gráfico 1: Performance do portfólio em dezembro de 2023



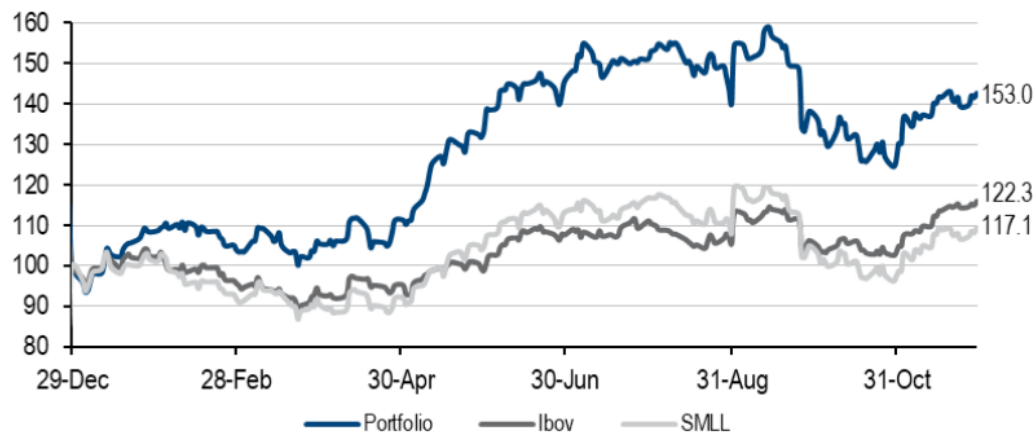
Fonte: BTG Pactual e Economática

Gráfico 2: Performance por ação em dezembro de 2023


Fonte: BTG Pactual e Econômica

Performance no Ano

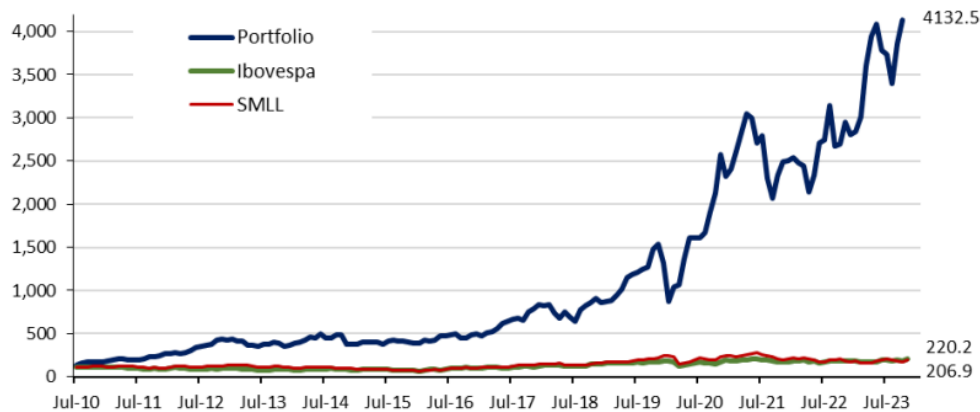
Desde 31 de dezembro de 2022, a nossa carteira de Small Caps subiu 53,0%, contra 22,3% do Ibovespa e 17,1% para o SMLL. A taxa CDI do interbancário subiu +13,0% no período

Gráfico 3: Performance no ano


Fonte: BTG Pactual e Econômica

Performance Histórica:

Desde julho de 2010, quando Carlos E. Sequeira assumiu a gestão da carteira Small Caps, a carteira acumula alta de 4.033%, contra 120,2% do Ibovespa e 106,9% do o SMLL.

Gráfico 4: Performance Histórica (desde julho de 2010)


Fonte: BTG Pactual e Econômica

Tabela de Performance Histórica:

	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Acumulado	Ibov	Acumulado do Ibov
2010							14,7%	9,0%	8,6%	18,6%	6,8%	1,3%	74,3%	74,3%	13,7%	13,7%
2011	-3,3%	0,5%	7,3%	11,5%	2,9%	-1,8%	-3,1%	1,2%	-4,1%	8,6%	12,2%	0,0%	34,7%	134,8%	-18,1%	-6,9%
2012	4,2%	11,9%	-1,8%	3,0%	-4,1%	5,4%	10,0%	12,8%	2,0%	4,7%	2,3%	10,7%	79,0%	320,2%	7,4%	0,0%
2013	4,2%	-3,0%	3,3%	-5,0%	-1,7%	-10,6%	1,0%	-3,5%	4,8%	2,0%	4,7%	-2,6%	-7,4%	289,0%	-15,5%	-15,5%
2014	-10,2%	5,2%	5,9%	2,8%	5,3%	9,0%	-1,5%	9,0%	-8,1%	0,2%	6,1%	0,7%	24,9%	385,9%	-2,9%	-17,9%
2015	-22,5%	0,0%	1,5%	6,4%	-2,4%	0,2%	0,5%	-5,5%	9,5%	4,1%	-3,0%	-2,2%	-16,0%	308,3%	-13,3%	-28,9%
2016	-2,1%	-1,4%	0,5%	6,3%	-2,3%	2,6%	12,9%	-1,6%	3,0%	2,8%	-8,2%	-1,6%	9,8%	348,1%	38,9%	-1,2%
2017	7,7%	4,1%	-5,6%	9,0%	1,2%	6,4%	11,9%	2,8%	4,6%	1,2%	-3,8%	14,8%	67,1%	648,6%	26,9%	25,4%
2018	5,9%	4,8%	-0,5%	1,0%	-10,6%	-8,2%	9,0%	-7,7%	-6,9%	20,9%	6,8%	4,4%	15,5%	764,4%	15,0%	44,2%
2019	5,6%	-5,3%	1,4%	1,5%	5,9%	8,2%	12,5%	3,1%	2,4%	3,0%	2,3%	15,6%	70,5%	1374,1%	31,6%	89,8%
2020	4,0%	-14,0%	-33,9%	20,3%	2,1%	27,4%	18,1%	-0,3%	0,2%	3,6%	14,8%	11,2%	44,4%	2028,8%	2,9%	95,3%
2021	20,8%	-9,7%	3,5%	8,7%	8,4%	7,5%	-1,4%	-9,9%	3,2%	-17,8%	-9,6%	12,9%	9,9%	2239,5%	-11,9%	72,0%
2022	6,7%	0,4%	1,6%	-2,8%	-1,4%	-12,4%	9,0%	16,1%	1,2%	14,6%	-14,7%	0,9%	15,4%	2600,3%	4,7%	80,1%
2023	9,3%	-4,9%	1,3%	5,6%	19,9%	9,3%	3,7%	-7,2%	-1,4%	-9,1%	13,5%	7,2%	53,0%	4032,5%	22,3%	120,2%

Fonte: BTG Pactual e Econômica

Informações Importantes

Este relatório foi elaborado pelo Banco BTG Pactual S.A. Os números contidos nos gráficos de desempenho referem-se ao passado; desempenho passado não é um indicador confiável de resultados futuros.

Certificado do Analista

Cada analista de pesquisa responsável pelo conteúdo deste relatório de pesquisa de investimento, no todo ou em parte, certifica que:

- (i) Nos termos do Artigo 21º, da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, todas as opiniões expressas refletem com precisão suas opiniões pessoais sobre esses valores mobiliários ou emissores, e tais recomendações foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação ao Banco 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 contidas aqui ou vinculadas ao preço de qualquer um dos valores mobiliários aqui discutidos.

Parte da remuneração do analista provém dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas decorrentes de transações detidas pelo Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas. Quando aplicável, o analista responsável por este relatório, certificado de acordo com a regulamentação brasileira, será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

Disclaimer Global

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual S.A.") para distribuição apenas sob as circunstâncias permitidas pela lei aplicável. Este relatório não é direcionado a você se o BTG Pactual estiver proibido ou restrito por qualquer legislação ou regulamentação em qualquer jurisdição de disponibilizá-lo a você. Antes de lê-lo, você deve se certificar de que o BTG Pactual tem permissão para fornecer material de pesquisa sobre investimentos a você de acordo com a legislação e os regulamentos relevantes. Nada neste relatório constitui uma representação de que qualquer estratégia de investimento ou recomendação aqui contida é adequada ou apropriada às circunstâncias individuais de um destinatário ou, de outra forma, constitui uma recomendação pessoal. É publicado apenas para fins informativos, não constitui um anúncio e não deve ser interpretado como uma solicitação, oferta, convite ou incentivo para comprar ou vender quaisquer valores mobiliários ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição.

Os preços neste relatório são considerados confiáveis na data em que este relatório foi emitido e são derivados de um ou mais dos seguintes:

- (i) fontes conforme expressamente especificadas ao lado dos dados relevantes;
- (ii) o preço cotado no principal mercado regulamentado para o valor mobiliário em questão;
- (iii) outras fontes públicas consideradas confiáveis;
- (iv) dados proprietários do BTG Pactual ou dados disponíveis ao BTG Pactual.

Todas as outras informações aqui contidas são consideradas confiáveis na data em que este relatório foi emitido e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. Nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é fornecida em relação à precisão, integridade ou confiabilidade das informações aqui contidas, exceto com relação às informações relativas ao Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas, nem pretende ser uma declaração completa ou resumo dos valores mobiliários, mercados ou desenvolvimentos referidos no relatório.

Em todos os casos, os investidores devem conduzir sua própria investigação e análise de tais informações antes de tomar ou deixar de tomar qualquer ação em relação aos valores mobiliários ou mercados analisados neste relatório. O BTG Pactual não assume que os investidores obterão lucros, nem compartilhará com os investidores quaisquer lucros de investimentos nem aceitará qualquer responsabilidade por quaisquer perdas de investimentos. Os investimentos envolvem riscos e os investidores devem exercer prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual não aceita obrigações fiduciárias para com os destinatários deste relatório e, ao comunicá-lo, não está agindo na qualidade de fiduciário. O relatório não deve ser considerado pelos destinatários como um substituto para o exercício de seu próprio julgamento. As opiniões, estimativas e projeções aqui expressas constituem o julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data em que o relatório foi emitido e, portanto, estão sujeitas a alterações sem aviso prévio e podem divergir ou ser contrárias às opiniões expressas por outras áreas de negócios ou grupos do BTG Pactual em decorrência da utilização de diferentes premissas e critérios. Como as opiniões pessoais dos analistas podem diferir umas das outras, o Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas podem ter emitido ou emitir relatórios inconsistentes e/ou chegar a conclusões diferentes das informações aqui apresentadas. Quaisquer opiniões, estimativas e projeções não devem ser interpretadas como uma representação de que os assuntos ali referidos ocorrerão.

Os preços e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a alterações sem aviso prévio. A pesquisa iniciará, atualizará e encerrará a cobertura exclusivamente a critério da Gerência de Pesquisa do Banco de Investimentos do BTG Pactual. A análise contida neste documento é baseada em numerosas suposições. Suposições diferentes podem resultar em resultados substancialmente diferentes. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração deste relatório pode(m) interagir com o pessoal da mesa de operações, pessoal de vendas e outros públicos com a finalidade de coletar, sintetizar e interpretar informações de mercado. O BTG Pactual não tem obrigação de atualizar ou manter atualizadas as informações aqui contidas, exceto quando encerrar a cobertura das empresas abordadas no relatório. O BTG Pactual conta com barreiras de informação para controlar o fluxo de informações contidas em uma ou mais áreas dentro do BTG Pactual, para outras áreas, unidades, grupos ou afiliadas do BTG Pactual.

A remuneração do analista que preparou este relatório é determinada pela gerência de pesquisa e pela alta administração (não incluindo banco de investimento). A remuneração dos analistas não se baseia nas receitas de banco de investimento, no entanto, a remuneração pode estar relacionada às receitas do BTG Pactual Investment Bank como um todo, do qual fazem parte os bancos de investimento, vendas e negociação.

Os valores mobiliários aqui descritos podem não ser elegíveis para venda em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Opções, produtos derivativos e futuros não são adequados para todos os investidores, e a negociação desses instrumentos é considerada arriscada. Títulos garantidos por hipotecas e ativos podem envolver um alto grau de risco e podem ser altamente voláteis em resposta a flutuações nas taxas de juros e outras condições de mercado. O desempenho passado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. Se um instrumento financeiro for denominado em uma moeda diferente da moeda de um investidor, uma alteração nas taxas de câmbio pode afetar adversamente o valor ou preço ou a receita derivada de qualquer título ou instrumento relacionado mencionado neste relatório, e o leitor deste relatório assume qualquer risco cambial.

Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer investidor em particular. Os investidores devem obter aconselhamento financeiro independente com base em suas próprias circunstâncias particulares antes de tomar uma decisão de investimento com base nas informações aqui contidas. Para aconselhamento sobre investimentos, execução de negócios ou outras questões, os clientes devem entrar em contato com seu representante de vendas local. Nem o BTG Pactual nem qualquer de suas afiliadas, nem qualquer um de seus respectivos diretores, funcionários ou agentes aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda ou dano decorrente do uso de todo ou parte deste relatório.

Quaisquer preços declarados neste relatório são apenas para fins informativos e não representam avaliações de títulos individuais ou outros instrumentos. Não há representação de que qualquer transação possa ou possa ter sido afetada a esses preços e quaisquer preços não refletem necessariamente os livros e registros internos do BTG Pactual ou avaliações baseadas em modelos teóricos e podem ser baseados em certas suposições. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído a qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o consentimento prévio por escrito do BTG Pactual e o BTG Pactual não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito. Informações adicionais relacionadas aos instrumentos financeiros discutidos neste relatório estão disponíveis mediante solicitação.

O BTG Pactual e suas afiliadas mantêm acordos para administrar conflitos de interesse que possam surgir entre eles e seus respectivos clientes e entre seus diferentes clientes. O BTG Pactual e suas afiliadas estão envolvidos em uma gama completa de serviços financeiros e relacionados, incluindo serviços bancários, bancos de investimento e prestação de serviços de investimento. Dessa forma, qualquer membro do BTG Pactual ou de suas afiliadas pode ter interesse relevante ou conflito de interesses em quaisquer serviços prestados a clientes pelo BTG Pactual ou por tal afiliada. As áreas de negócios dentro do BTG Pactual e entre suas afiliadas operam independentemente umas das outras e restringem o acesso do(s) indivíduo(s) específico(s) responsável(is) por lidar com os assuntos do cliente a determinadas áreas de informações quando isso é necessário para administrar conflitos de interesse ou interesses materiais.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos,

www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx