



# Small Caps

Carteira Recomendada

Equity Research  
Banco BTG Pactual S.A.

Fevereiro 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](mailto:analise.acoes@btgpactual.com)



# Carteira recomendada de Ações – Small Caps



BTG Pactual Equity Research

01 de Fevereiro 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

### As novidades

Desktop, Banrisul e Santos Brasil são as novidades deste mês.

### Quem permanece e quem sai

São Martinho, Iguatemi, Marcopolo, Locaweb, Tenda, Anima, BR Partners mantêm suas posições, enquanto Embraer, Cielo e GPS saem.

### Carteira Recomendada de Ações – Small Caps

Empresa	Ticker	Peso	Recomendação	Valor de mercado (R\$ mi)	ADTV (R\$ mi)	EV/EBITDA		P/L		P/VP	
						2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
São Martinho	SMT03	10%	Compra	9.764	51,1	3.7x	3.0x	9.2x	9.2x	1.6x	1.6x
Santos Brasil	STBP3	10%	Compra	8.711	33,2	7.5x	6.7x	14.5x	13.1x	3.4x	3.3x
Iguatemi	IGT11	10%	Compra	7.178	59,4	8.5x	7.6x	14.7x	13.4x	1.6x	1.5x
Marcopolo	POMO4	10%	Compra	6.917	52,9	8.8x	7.8x	12.2x	10.1x	2.1x	1.9x
Banrisul	BRSR6	10%	Compra	5.993	16,8	n.a.	n.a.	5.2x	4.0x	0.6x	0.5x
Locaweb	LWSA3	10%	Compra	3.225	59,3	10.5x	8.6x	19.1x	17.5x	1.1x	1.0x
BR Partners	BRBI11	10%	Compra	1.669	4,5	n.a.	n.a.	9.7x	8.3x	1.9x	1.8x
Anima	ANIM3	10%	Compra	1.657	26,8	4.5x	3.5x	8.1x	4.6x	0.6x	0.5x
Desktop	DESK3	10%	Compra	1.431	2,2	4.6x	4.0x	7.6x	5.7x	1.0x	0.9x
Tenda	TEND3	10%	Compra	1.226	48	5.6x	3.2x	14.0x	3.8x	1.2x	1.0x

Fonte: Economática e BTG

## Alterações da carteira Small Caps para Fevereiro

Janeiro				Fevereiro			
Setor	Empresa	Ticker	Peso (%)	Setor	Empresa	Ticker	Peso (%)
Logística	GPS	GGPS3	10%	Infraestrutura	Santos Brasil	STBP3	10%
Imobiliário	Tenda	TEND3	10%	Imobiliário	Tenda	TEND3	10%
Educação	Anima	ANIM3	10%	Educação	Anima	ANIM3	10%
Bens de Capital	Embraer	EMBR3	10%	Bancos	Banrisul	BRSR6	10%
Financeiro	Cielo	CIEL3	10%	Telecomunicações	Desktop	DESK3	10%
Agronegócio	São Martinho	SMTO3	10%	Agronegócio	São Martinho	SMTO3	10%
Tecnologia	Locaweb	LWSA3	10%	Tecnologia	Locaweb	LWSA3	10%
Financeiro	BR Partners	BRBI11	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 em fevereiro

**Anima (ANIM3)**

Sendo uma empresa altamente alavancada em um cenário de menores taxas de juros, a Anima é uma tese de alto risco/retorno. A história da ação parece muito subvalorizada, já que 70% do valor da empresa (EV) corresponde à sua dívida líquida. Após um desempenho abaixo do esperado das ações do setor educacional em 2023, os resultados do 3º trimestre de 2023 trouxeram mais confiança na história de desalavancagem, que é crucial para a tese de investimento. Acreditamos que os resultados do 4º trimestre seguirão na mesma linha, com outra desalavancagem financeira sequencial (suportada por uma forte expansão do EBITDA), alcançando um nível abaixo dos covenants da dívida. Em termos de valuation, vemos a Anima sendo negociada um pouco acima de 4,5x EV/EBITDA 2024E, abaixo de seus pares.

**São Martinho (SMTO3)**

Estamos mantendo a SMTO em nosso portfólio de Small Caps. Com a alavancagem operacional da recuperação do yield da cana-de-açúcar da SMTO agora bem encaminhado, esperamos que a empresa entregue margens sólidas no negócio de cana-de-açúcar à medida que o ano avança. Os preços do etanol atingiram um piso e agora estão se recuperando à medida que a demanda muda, trazendo gradualmente a paridade de preço na bomba de volta ao nível de ~70%. Nas últimas 2 semanas, os preços do etanol na usina subiram 14%, e vemos espaço para uma alta adicional de 17% para alcançar a paridade com a gasolina. Além disso, os preços do açúcar já se recuperaram da queda de dezembro. Apesar do Brasil maximizar sua mistura de açúcar, continuamos a ver um mercado global apertado que deve sustentar preços mais altos. Nos próximos anos, também esperamos que menores preços de milho contribuam para margens sólidas no nascente negócio de etanol de milho. Vemos as ações da SMTO3 sendo negociadas a 6,5x EV/EBIT 25E, um múltiplo atraente que deve fornecer um suporte de valuation, enquanto a melhoria dos preços do açúcar e do etanol à frente devem gerar motivos para uma expansão de múltiplos. Reiteramos nossa recomendação de COMPRA.

## BR Partners (BRBI11)

---

2024 começou muito melhor do que 2023, já que no ano passado a incerteza sobre o novo governo e o evento da Americanas prejudicaram os mercados de capitais. Também destacamos que a melhoria nos mercados de capitais locais em novembro e dezembro de 2023 já está gerando resultados positivos. Menos incerteza sobre inflação e taxas de juros estimulou o pipeline de fusões e aquisições, impulsionando o fechamento de negócios no 4º trimestre de 2023 e no 1º trimestre de 2024. Menos volatilidade facilitou a atividade de DCM para a BR Partners. Se a atividade de ECM melhorar este ano, isso também deve fornecer um grande impulso para os resultados. Em nossas estimativas, ainda podemos ter um ROE de +20% este ano. Com o BRBI11 sendo negociado a 9,7x P/L 24 (com um dividend yield >7%), vemos espaço para uma expansão de múltiplos (e para as expectativas de lucros aumentarem também) se os mercados melhorarem um pouco.

## Desktop (DESK3)

---

Estamos adicionando a Desktop de volta ao nosso portfólio de Small Caps após o recente desempenho abaixo do esperado. As ações caíram 23% desde que a removemos do portfólio em dezembro, e nos níveis atuais, acreditamos que está sendo negociada em um ponto de entrada atraente. A 7,6x P/L 2024E, ela é negociada com desconto tanto em relação às empresas de telecomunicações integradas globais (11x) quanto aos provedores de internet locais (a Brisanet está sendo negociada a 10,2x P/L 2024E e a Unifique a 10,0x). Com um valuation atraente e oportunidades interessantes de criação de valor, reiteramos nossa recomendação de COMPRA e mantemos a Desktop como nossa principal escolha no universo de cobertura de ISPs.

## Santos Brasil (STBP3)

---

Permanecemos otimistas com a empresa mediante um ambiente favorável para os preços, melhores perspectivas de volumes (ajudados por uma base de comparação fraca), uma redução do risco regulatório e níveis atrativos de valuation. A Santos Brasil anunciou a renovação do contrato com a Maersk para seu terminal Tecon Santos, que, segundo nossos cálculos, implica um aumento de preço de 60% (assumindo volumes estáveis a/a), que já foi observado no 3º trimestre. Além disso, as discussões em andamento sobre a expansão da capacidade do Porto de Santos e a decisão de não prosseguir com o terminal STS10 aumentam o valor estratégico do terminal da Santos Brasil. Negociando a uma TIR real de 9,5%, vemos a tese de investimento da Santos Brasil como muito atrativa.

## Locaweb (LWSA3)

---

Vemos a Locaweb como uma das melhores ações em nossa cobertura para aproveitar a temporada de resultados do 4º trimestre. Ela teve um ano de 2023 difícil, com o crescimento consolidado desacelerando de 21,7% a/a no 1T23 para 11,3% no 2T23 e 8,9% no 3T23. Esperamos que o 4T seja um ponto de inflexão para os resultados da Locaweb, com o crescimento acelerando para +15% a/a e as margens expandindo ~200bps t/t. A LWSA3 teve um desempenho abaixo do esperado no rally de final de ano e apresenta um forte momento de curto prazo.

## Tenda (TEND3)

---

Temos uma visão otimista para o segmento de habitação de baixa renda devido às mudanças no programa MCMV. A acessibilidade nunca foi tão boa para os compradores de imóveis, especialmente aqueles elegíveis para o MCMV Faixa 1 (com renda de até R\$2,6 mil/mês). A ação sofreu muito recentemente devido ao guidance para 2024 (que estavam abaixo das expectativas dos investidores e nossas estimativas). No entanto, a Tenda está estrategicamente focada na Faixa 1 (então há algumas opcionalidades que podem acontecer no curto prazo, como RET 1 e o FGTS Futuro), e está preparada para capturar uma demanda mais forte. A Tenda tem entregado margens brutas ajustadas de +30% para as novas vendas, e esperamos um aumento substancial na rentabilidade assim que os projetos mais antigos forem concluídos. Embora a ação não pareça barata para este ano (14x P/L 24E), ela está sendo negociada a uma valuation extremamente barato de 3,8x P/L para 25E (enquanto RET e FGTS podem torná-la ainda mais barata). Portanto, estamos mantendo a Tenda em nosso portfólio de Small Caps.

## Banrisul (BSR6)

---

O banco estatal do Rio Grande do Sul é o banco que mais impactado pelo efeito de taxas de juros no passivo (portanto, se beneficia enormemente de menores taxas) que cobrimos e é negociado a um valuation barato (0,6x P/VPA mais recente). Embora nos últimos anos isso tenha representado um grande desafio, pressionando o ROE do banco, agora esperamos uma reversão durante este ciclo de afrouxamento monetário. Como as expectativas para os resultados do banco são baixas e estamos mais confiantes de que a Selic cairá abaixo de 10%, decidimos alterar a recomendação da ação para COMPRA em 18 de dezembro. A queda na Selic, uma revisão dos custos de *funding* e o reajuste do portfólio de consignado devem ser importantes fatores favoráveis para a margem financeira. Enquanto isso, sinais de melhoria na cobrança e recuperações de crédito também são notícias positivas para a qualidade dos ativos em 2024. O Banrisul divulgará seus resultados em 9 de fevereiro (antes da abertura do mercado), e esperamos um desempenho sólido, com o lucro líquido potencialmente alcançando cerca de R\$280-290 milhões (+124% t/t; +14% a/a; ~12% ROE), situando-se cerca de 10% acima das expectativas do mercado e marcando os melhores resultados que o banco teve em mais de 10 trimestres.

## Marcopolo (POMO4)

---

Permanecemos otimistas com os resultados da Marcopolo, apoiados por um melhor momento de curto prazo, impulsionado por (i) uma recuperação da indústria de ônibus (ajudado pelas tarifas aéreas mais altas, com os clientes optando por viagens de ônibus), (ii) a recente capacidade de produção ajustada da POMO e (iii) um cenário melhor para o fornecimento de componentes. Apesar da alta da ação no ano passado, acreditamos que o momento positivo de curto prazo persistirá, impulsionado por uma demanda resiliente na produção de ônibus, um ambiente favorável para os preços e alavancagem operacional, e novos leilões do *Caminho da Escola*. Além disso, a POMO mudou recentemente sua gestão, transmitindo uma mensagem positiva em relação às suas práticas de governança e melhorando políticas internas, abrindo também espaço para novas oportunidades, como aprimorar o posicionamento B2B da empresa e acelerar a transformação tecnológica.

## Iguatemi (IGTI11)

---

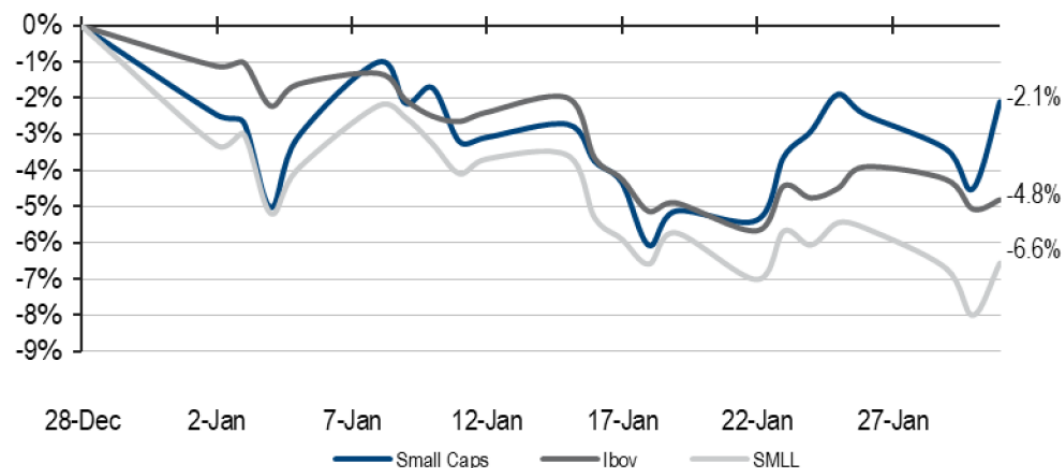
O cenário macroeconômico tem sido desafiador para os varejistas, mas, como a Iguatemi possui um portfólio premium e dominante de shoppings centers e vem apresentando um sólido desempenho operacional – vendas e aluguéis devem ter crescido mais entre as empresas de shoppings no 4T23 e a empresa está pronta para continuar apresentando números sólidos (vendas dos lojistas cresceram cerca de 12% a/a). Além disso, a Iguatemi tem feito um ótimo trabalho na redução de custos e despesas recentemente, especialmente com sua iniciativa de comércio eletrônico Iguatemi365, que deve impulsionar seu lucro líquido no futuro. Com a ação sendo negociada a um valuation atrativo (10,5x P/FFO 2024E; ~10% de TIR real), estamos mantendo a ação em nosso portfólio de Small Caps este mês.

## Rentabilidade Histórica:

### Performance Mensal

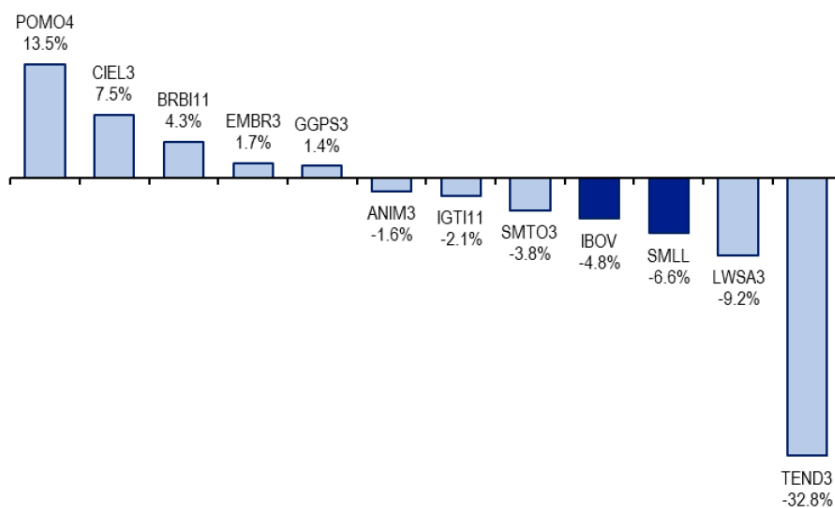
Em janeiro, a nossa carteira Small Caps apresentou uma queda de 2,1%, performando acima do Ibovespa (-4,8%) e acima do SMLL (-6,6), conforme gráfico abaixo

Gráfico 1: Performance do portfólio em janeiro de 2023



Fonte: BTG Pactual e Economática

Gráfico 2: Performance por ação em janeiro de 2023

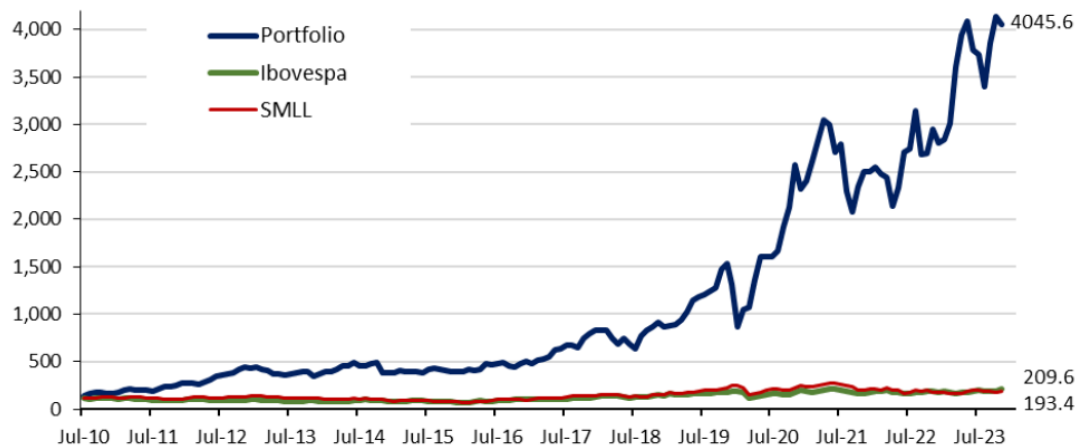


Fonte: BTG Pactual e Economática

## Performance Histórica:

Desde julho de 2010, quando Carlos E. Sequeira assumiu a gestão da carteira Small Caps, a carteira acumula alta de 3.946%, contra 109,6% do Ibovespa e 93,4% do o SMLL.

**Gráfico 4: Performance Histórica (desde julho de 2010)**



Fonte: BTG Pactual e Econômica

## Tabela de Performance Histórica:

	Jan	Fev	Mar	Abr	Maio	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Acumulado	Ibov	Acumulado do Ibov
<b>2010</b>							14,7%	9,0%	8,6%	18,6%	6,8%	1,3%	74,3%	74,3%	13,7%	13,7%
<b>2011</b>	-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%
<b>2012</b>	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%
<b>2013</b>	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%
<b>2014</b>	-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%
<b>2015</b>	-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%
<b>2016</b>	-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%
<b>2017</b>	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%
<b>2018</b>	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%
<b>2019</b>	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%
<b>2020</b>	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%
<b>2021</b>	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%
<b>2022</b>	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%
<b>2023</b>	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%
<b>2024</b>	-2,1%												-2,1%	3045,6%	-4,8%	109,6%

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.btgactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx](http://www.btgactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)