



# Small Caps

Carteira Recomendada

Equity Research  
Banco BTG Pactual S.A.

Junho 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

03 de Junho 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 (indicativo) ~R\$ 15 bilhões, tendo como benchmark o índice de small caps brasileiro (SMLL).

## Pontos Principais

### As novidades

Smart Fit e Locaweb são as novidades deste mês no portfólio.

### Quem permanece e quem sai

Santos Brasil, Marcopolo, São Martinho, Iguatemi, Vivara, BR Partners, Tenda e Desktop mantêm suas posições, enquanto Inter e Cruzeiro do Sul saem.

### Carteira Recomendada de Ações – Small Caps

Empresa	Código	Peso	Recomendação	Valor de mercado (R\$ mi)	ADTV (R\$ mi)	EV/EBITDA		P/L		PVP	
						2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Smart Fit	SMFT3	10%	Compra	13.190	48,4	10,1x	8,0x	21,9x	15,0x	1,5x	1,3x
Santos Brasil	STBP3	10%	Compra	9.938	65,2	7,4x	6,1x	14,6x	13,0x	1,6x	1,6x
São Martinho	SMTO3	10%	Compra	9.401	41,2	3,6x	2,9x	8,8x	8,8x	2,2x	1,9x
Marcopolo	POMO4	10%	Compra	6.780	49,9	4,4x	3,8x	5,6x	4,9x	1,4x	1,3x
Iguatemi	IGTI11	10%	Compra	6.130	78,2	7,0x	6,3x	9,0x	11,3x	1,7x	1,6x
Vivara	VIVA3	10%	Compra	5.128	70,5	7,8x	6,3x	12,2x	10,0x	1,5x	1,2x
Locaweb	LWSA3	10%	Compra	2.550	35,3	8,0x	6,3x	15,2x	13,9x	0,0x	0,0x
Desktop	DESK3	10%	Compra	1.868	2,5	5,5x	4,7x	10,3x	7,9x	1,4x	1,2x
BR Partners	BRBI11	10%	Compra	1.493	3,1	n.a	n.a	8,1x	7,0x	1,0x	0,9x
Tenda	TEND3	10%	Compra	1.401	30,0	6,2x	3,5x	12,0x	3,5x	0,9x	0,8x

Fonte: Economática e BTG.

**Alterações da carteira Small Caps para Junho**

Maio				Junho			
Setor	Empresa	Código	Peso (%)	Setor	Empresa	Código	Peso (%)
Infraestrutura	Santos Brasil	STBP3	10%	Infraestrutura	Santos Brasil	STBP3	10%
Imobiliário	Tenda	TEND3	10%	Imobiliário	Tenda	TEND3	10%
Imobiliário	Iguatemi	IGTI11	10%	Imobiliário	Iguatemi	IGTI11	10%
Financeiro	Inter	INBR32	10%	Varejo	Smart Fit	SMFT3	10%
Telecom	Desktop	DESK3	10%	Telecom	Desktop	DESK3	10%
Agronegócio	São Martinho	SMT03	10%	Agronegócio	São Martinho	SMT03	10%
Varejo	Vivara	VIVA3	10%	Varejo	Vivara	VIVA3	10%
Financeiro	BR Partners	BRBI11	10%	Financeiro	BR Partners	BRBI11	10%
Bens de Capital	Marcopolo	POMO4	10%	Bens de Capital	Marcopolo	POMO4	10%
Educação	Cruzeiro do Sul	CSED3	10%	Software	Locaweb	LWSA3	10%

Fonte: BTG Pactual

**Um resumo das nossas escolhas em junho**
**Iguatemi (IGTI11)**

O cenário macroeconômico tem sido desafiador para os varejistas, mas, como a Iguatemi possui um portfólio premium e dominante de shopping centers e vem apresentando um sólido desempenho operacional – as vendas cresceram mais entre as empresas de shopping centers no 4T23 (vendas dos lojistas cresceram cerca de 12% a/a) – a empresa deve continuar apresentando bons números. Além disso, a Iguatemi tem feito um excelente trabalho na redução de custos e despesas recentemente, especialmente com a iniciativa de comércio eletrônico Iguatemi365, que deve impulsionar o seu lucro líquido daqui para frente. Esperamos que a reforma tributária impacte negativamente os operadores de shopping centers (a proposta ainda está sujeita a mudanças), mas que não altere os sólidos fundamentos do setor. Com as ações em queda de 15% desde o início do ano e negociando a um *valuation* muito atraente (~9x P/FFO estimado para 2024; ~11,5% de TIR real), estamos mantendo o Iguatemi em nosso portfólio.

**São Martinho (SMT03)**

Estamos mantendo a SMT0 em nosso portfólio de Small Caps. Com a alavancagem operacional da recuperação do *yield* de cana-de-açúcar já em pleno andamento, esperamos que a empresa entregue sólidas margens no futuro. Os preços do etanol atingiram um piso e estão se recuperando conforme a demanda cresce. Contudo, com o mercado de etanol transitando de um excesso de oferta para uma escassez na safra de 2024/25, acreditamos que os preços podem subir além da paridade de 70% com a gasolina (o que já seria 10% acima do preço à vista). Além disso, continuamos vendo um mercado global de açúcar apertado em termos de oferta & demanda, suportando os preços. Também esperamos que preços menores de milho contribuam para

margens melhores no negócio de etanol de milho. Vemos as ações da SMT03 sendo negociadas a um múltiplo de 8,6x EV/EBIT para 2025E, o que deve fornecer um suporte de valuation, enquanto a melhoria nos preços do etanol ainda deixa espaço para revisões positivas de lucros. Reiteramos nossa recomendação de COMPRA

## **BR Partners (BRBI11)**

---

Estamos mantendo a ação no portfólio de small caps por mais um mês. A BR Partners apresentou fortes resultados no primeiro trimestre, com o lucro líquido superando a nossa estimativa em 20%, e um ROE de 24% (o mais alto desde seu IPO em 2021). No geral, os números superaram as expectativas, impulsionados pelo desempenho recorde de várias linhas de negócios, levemente compensado por maiores despesas operacionais, enquanto a taxa de impostos ficou amplamente em linha com a nossa projeção. A BR Partners realizou transações geradoras de valor, especialmente em operações de M&A e DCM, resultando em um crescimento robusto de receita t/t e a/a no primeiro trimestre. Antecipamos que o forte pipeline de M&A (que contribuiu para o aumento significativo do ROE no primeiro trimestre) continuará no segundo trimestre, juntamente com a atividade de DCM, à medida que as empresas buscam financiamento enquanto a janela de ECM permanece "fechada". BRBI11 está sendo negociada a 8,1x P/L 24, com um dividend yield de 8%.

## **Desktop (DESK3)**

---

Atualmente com múltiplo P/L de 10,3x para 2024E, a Desktop é negociada com um desconto em relação às operadoras integradas globais (~11x) e à Brisnet, que está sendo negociada a 16,8x P/L 2024E. A ação subiu em maio após especulações de que a Desktop poderia ser um alvo de aquisição pela Vivo. Ambas as empresas confirmaram conversas sobre um possível acordo, e o desempenho da DESK3 no curto prazo deve depender naturalmente do fluxo de notícias. No entanto, o valuation atual nos mantém confortáveis em manter a ação em nosso portfólio. Com um valuation atraente e interessantes oportunidades de criação de valor, reiteramos nossa recomendação de COMPRA e mantemos a Desktop como a nossa principal escolha em nosso universo de cobertura de ISPs.

## **Santos Brasil (STBP3)**

---

Mantemos nossa visão otimista sobre a empresa com base em um ambiente de preços favorável, uma perspectiva de volumes melhor (ajudada por uma base de comparação fraca, ganhos de participação de mercado devido a restrições de infraestrutura nos principais concorrentes e um mix melhor), uma redução significativa dos riscos regulatórios e níveis de valuation atraentes. A Santos Brasil anunciou a renovação do contrato com a Maersk para seu terminal Tecon Santos, o que, de acordo com nossos cálculos, implica um aumento de preço de 60% (assumindo um crescimento estável de volumes a/a),

já observado no quarto trimestre e que deverá ter efeito total nos resultados de 2024. Além disso, as discussões em andamento sobre a expansão da capacidade do Porto de Santos e a decisão de não avançar com o terminal STS10 aumentam o valor estratégico do terminal da Santos Brasil. Adicionalmente, devido ao acidente na BTP, a Santos Brasil conseguiu negociar dois contratos com a MSC com duração de mais de um ano, o que deverá trazer de 200 a 250 mil contêineres, suportando um momento positivo no curto prazo. Dada a recente queda de -12% no último mês, vemos uma boa oportunidade de compra para a empresa.

### **Vivara (VIVA3)**

---

A Vivara, uma tese que anteriormente era uma escolha consensual entre os investidores, enfrentou uma grande queda desde meados de março, quando Nelson Kaufman, fundador e maior acionista da empresa, foi aprovado como o novo CEO após a renúncia de Paulo Kruglensky. Após o anúncio, os investidores levantaram muitas questões sobre a governança da empresa e se poderiam haver mudanças na estratégia de curto prazo. Embora acreditemos que alguma incerteza persistirá no curto prazo após os eventos recentes, reconhecemos que isso pode impedir os investidores de comprar a ação mesmo após a recente performance. Continuamos a ver fundamentos sólidos para a tese, agora sendo negociado a um valuation muito mais barato e com um momento melhor após o primeiro trimestre. Vemos um crescimento consistente da receita líquida (CAGR de 17% em 4 anos), margens saudáveis e retornos crescentes, levando a um CAGR de 22% do LPA em 4 anos, o que nos deixa otimistas sobre a tese de investimento no momento (negociada a 10x P/L 2025).

### **Tenda (TEND3)**

---

Temos uma visão otimista sobre a habitação de baixa renda devido às mudanças no programa Minha Casa, Minha Vida. 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 por mês). A Tenda está estrategicamente focada na Faixa 1 (~65% da base de clientes) e está posicionada para enfrentar uma demanda mais forte. A Tenda tem apresentado margens brutas ajustadas de mais de 30% nas novas vendas e fomos positivamente surpreendidos pelos números do primeiro trimestre, com geração de fluxo de caixa acima do esperado, reforçando nossa confiança em sua reestruturação. Embora a ação não pareça barata para este ano (12,0x P/L 24E), está sendo negociada a um valuation extremamente atraente de 3,5x P/L para 25E. Portanto, estamos mantendo a Tenda em nosso portfólio de Small Caps.

## Smart Fit (SMFT3)

---

Conforme nosso recente relatório, atualizando as nossas estimativas para a companhia, a SMFT está bem posicionada na América Latina (mais de 50% das vendas fora do Brasil, com cerca de 55% da expansão da receita líquida nos próximos quatro anos esperada do exterior), beneficiando-se de: (i) grande escala na região; (ii) unit economics por unidade de academia, com grandes melhorias na lucratividade devido a melhor alavancagem operacional e otimização dos custos; e (iii) exposição a um setor promissor. Apesar de um valuation premium (15x P/L 2025), e do posicionamento consensual entre os investidores, a potencial canibalização intra-academias (que pode afetar o número de membros por academia) e a concorrência de pares como Bluefit (investida pela Mubadala), vemos excelentes perspectivas de crescimento para os próximos quatro anos (CAGR de 24% do LPA 2023-27), justificando a nossa recomendação de COMPRA.

## Marcopolo (POMO4)

---

Permanecemos otimistas em relação aos resultados da Marcopolo, apoiados por um melhor momento de curto prazo, impulsionado por (i) uma recuperação da indústria de ônibus (ajudada pelas tarifas aéreas mais altas, com os clientes optando por viagens de ônibus), (ii) a recente reestruturação da capacidade de produção da POMO, (iii) um cenário melhor para o fornecimento de componentes e (iv) resultados melhores da New Flyer. Acreditamos que o momento positivo de curto prazo deve persistir, impulsionado por uma demanda resiliente na produção de ônibus, um ambiente de preços favorável e alavancagem operacional, e novos leilões do programa Caminho da Escola. Além disso, a POMO está cada vez mais posicionada para novas oportunidades, como aprimorar o posicionamento B2B da empresa, acelerar a transformação tecnológica e se beneficiar do crescente mercado de ônibus elétricos. Finalmente, vemos a POMO sendo negociada a um valuation atraente de 5,6x P/L 24.

## Locaweb (LWSA3)

---

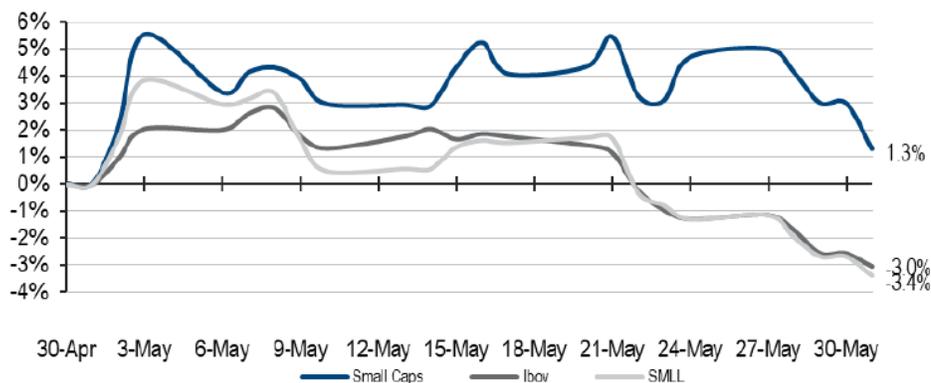
Removemos a LWSA de nosso portfólio há 2 meses, perto de R\$6 por ação, devido a preocupações com uma desaceleração no crescimento no primeiro trimestre de 2024 (principalmente causada por uma reestruturação na Squid). O crescimento de fato desacelerou no primeiro trimestre de 2024, mas as margens continuaram a se expandir consistentemente e, o mais importante, o preço da ação atingiu níveis que consideramos muito assimétricos (voltando ao preço do IPO pela primeira vez desde a pandemia). Acreditamos que a LWSA pode gerar cerca de R\$200 milhões em fluxo de caixa em 2025, o que significa que a ação está sendo negociada a 13x Preço/Fluxo de caixa, um nível atraente, especialmente considerando que as margens estão se expandindo.

## Rentabilidade Histórica (\*):

### Performance Mensal

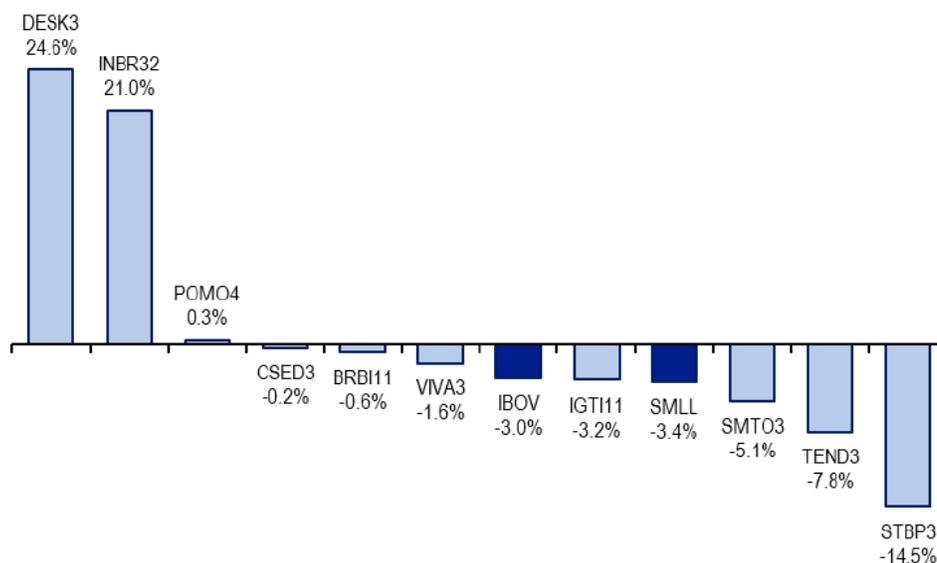
Em maio, a carteira Small Caps apresentou uma alta de +1,3%, performando acima do Ibovespa (-3,0%) e acima do SMLL (-3,4%), conforme gráfico abaixo

**Gráfico 1: Performance do portfólio em maio de 2024**



Fonte: BTG Pactual e Econômica, (\*) rentabilidade considerando último preço de fechamento

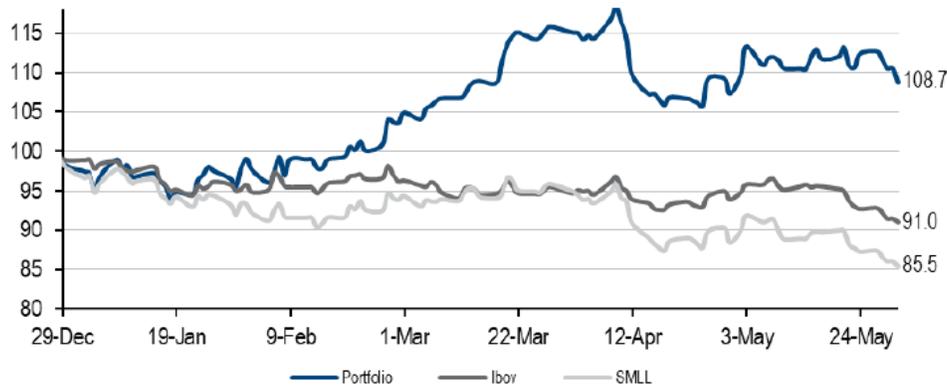
**Gráfico 2: Performance por ação em maio de 2024**



Fonte: BTG Pactual e Econômica

### Rentabilidade(\*) no acumulado do ano:

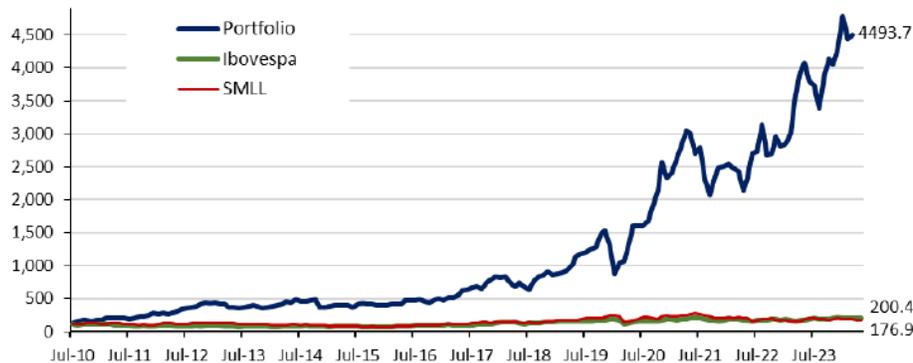
Desde 31 de dezembro de 2023, o portfólio de Small Caps apresentou uma alta de +8,7%, contra -9,0% para o Ibovespa e -14,5% para o SMLL. A taxa de empréstimo interbancário CDI teve alta de +4,4% no período.

**Gráfico 3: Performance no acumulado do ano (\*)**


Fonte: BTG Pactual e Economática, (\*) rentabilidade considerando o último preço de fechamento

**Rentabilidade Histórica (\*):**

Desde julho de 2010, quando Carlos E. Sequeira assumiu a gestão da carteira Small Caps, a carteira acumula alta de 4.393,7%, contra 100,4% do Ibovespa e 76,9% do SMLL.

**Gráfico 4: Rentabilidade histórica (desde julho de 2010) (\*)**


Fonte: BTG Pactual e Economática, (\*) rentabilidade considerando o último preço de fechamento

**Tabela de rentabilidade histórica (\*):**

	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	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%	5,9%	11,7%	-7,3%	1,3%								8,7%	4393,7%	-9,0%	100,4%

Fonte: BTG Pactual e Economática, (\*) rentabilidade considerando o último preço de fechamento

## 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 vinculados 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 não 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, acesse:

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