



Small Caps

Carteira Recomendada

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Julho 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

01 de Julho 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

Jalles e Fleury são as novidades deste mês no portfólio.

Quem permanece e quem sai

Smart Fit, Santos Brasil, Marcopolo, Iguatemi, Vivara, Locaweb, BR Partners e Tenda mantêm suas posições, enquanto São Martinho e Desktop 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	12.663	48,0	9,8x	7,7x	21,0x	15,0x	2,3x	2,0x
Santos Brasil	STBP3	10%	Compra	11.786	54,2	8,6x	7,0x	17,3x	15,4x	5,2x	5,0x
Fleury	FLRY3	10%	Compra	8.200	36,6	5,0x	4,6x	12,0x	10,5x	1,6x	1,6x
Marcopolo	POMO4	10%	Compra	6.596	39,8	4,2x	3,7x	5,2x	5,0x	1,4x	1,2x
Iguatemi	IGTI11	10%	Compra	6.018	80,2	7,1x	6,3x	12,2x	11,4x	1,4x	1,3x
Vivara	VIVA3	10%	Compra	4.925	60,6	7,6x	6,1x	11,7x	9,5x	2,1x	1,8x
Locaweb	LWSA3	10%	Compra	2.385	38,1	7,3x	5,7x	14,2x	13,0x	0,8x	0,8x
Jalles	JALL3	10%	Compra	2.048	4,0	4,4x	3,2x	17,6x	6,0x	1,0x	0,9x
BR Partners	BRBI11	10%	Compra	1.520	3,6	n.a	n.a	8,2x	7,2x	1,7x	1,5x
Tenda	TEND3	10%	Compra	1.323	19,5	5,9x	3,3x	9,0x	3,8x	1,3x	1,0x

Fonte: BTG Pactual

Alterações da carteira Small Caps para Julho

Junho				Julho			
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%
Varejo	Smart Fit	SMFT3	10%	Varejo	Smart Fit	SMFT3	10%
Telecom	Desktop	DESK3	10%	Saúde	Fleury	FLRY3	10%
Agronegócio	São Martinho	SMTO3	10%	Agronegócio	Jalles	JALL3	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%
Software	Locaweb	LWSA3	10%	Software	Locaweb	LWSA3	10%

Fonte: BTG Pactual

Um resumo das nossas escolhas
Iguatemi (IGTI11)

O cenário macro tem sido difícil para os varejistas, mas como o Iguatemi possui um portfólio premium e dominante de shoppings, a companhia tem apresentado um desempenho operacional sólido - as vendas cresceram mais entre as empresas de shoppings no primeiro trimestre de 2024 e a companhia deve continuar apresentando números sólidos. Além disso, o Iguatemi tem feito um ótimo trabalho em cortar custos e despesas recentemente, especialmente com sua iniciativa de e-commerce, o que deve impulsionar seu lucro líquido no futuro. Esperamos que a Reforma Tributária impacte negativamente os operadores de shoppings (a proposta ainda está sujeita a alterações), mas não seja transformador para o setor. Com a ação em queda de -15% no ano e negociando a um valuation muito atraente (~9x P/FFO 2024; ~11% de TIR real), mantemos a IGTI11 em nosso portfólio de small caps.

Jales Machado (JALL3)

Vemos uma série de fatores-chave impulsionando o desempenho da Jalles daqui para frente. Um desses fatores é o sucesso na reestruturação da SVAA, que foi adquirida. Os yields melhoraram significativamente na última safra (+16% a/a para 70 TCH). Embora ainda estejam abaixo da média regional, o guidance sugere que as melhorias estruturais podem permitir a operação da companhia supere o clima menos favorável deste ano (as chuvas acumuladas estão 23% abaixo do ano anterior). Neste setor, a execução leva tempo, e uma base de ativos sólida pode ser confirmada com mais frequência em condições desfavoráveis. Além disso, a Jalles se destaca como uma das poucas histórias de crescimento na indústria de Açúcar & Etanol do Brasil, com um balanço patrimonial sólido que proporciona estabilidade frequentemente ausente em outras histórias de crescimento baseadas em M&As. Embora seus múltiplos de curto prazo possam parecer exigentes em comparação com seus pares,

content.btgactual.com

esperamos que o desconto se amplie à medida que o crescimento dos resultados operacionais acelere nos próximos anos. Estamos otimistas com os preços de longo prazo do açúcar e acreditamos que o etanol deve ter uma safra mais favorável, impulsionado por uma demanda mais forte.

BR Partners (BRBI11)

Estamos mantendo a ação no portfólio de small caps por mais um mês. A BR Partners reportou resultados fortes no primeiro trimestre de maio, com o lucro líquido superando nossa estimativa em 20%, com 24% de ROE (o mais alto desde seu IPO em 2021). No geral, os números superaram as expectativas, impulsionados por desempenhos recordes de várias linhas de negócios, ligeiramente compensados por despesas operacionais mais altas, enquanto a taxa de imposto ficou amplamente em linha com a nossa projeção. A BR Partners teve uma performance sólida em operações de M&A e DCM, resultando em robusto crescimento de receita t/t e a/a no primeiro trimestre. Apesar do ambiente macroeconômico mais desafiador, estimamos 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". A BRBI11 está sendo negociada a 8,2x P/L 2024 (com dividend yield de 7,9%).

Fleury (FLRY3)

Recentemente, atualizamos o Fleury para Compra. Em meio à volatilidade do mercado, uma curva de juros de longo prazo maior, grandes resgates de fundos locais e a alta saída de investidores estrangeiros dos mercados de capitais do Brasil, o FLRY é uma tese de investimento fora do consenso. Nossa visão positiva sobre o Fleury pode ser resumida da seguinte forma: (i) uma tese de investimento defensiva com um modelo de negócios de diagnósticos resiliente, previsível e amplamente estável; (ii) sólida geração de fluxo de caixa (8% em 2024; 10% em 2025) e dividend yield elevados (7% em 2024; 8,5% em 2025); (iii) sólido momento de resultados, com LPA previsto para saltar 53% a/a no segundo trimestre; (iv) uma ação com reduzido posicionamento entre os investidores, o que é uma boa característica em tempos menor liquidez no mercado; (v) fundamentos estruturais sólidos (com ganhos de participação de mercado e maior diversificação de receitas); e um (vi) valuation atraente (12x P/L 2024; 10,5x P/L 2025). Em resumo, o FLRY parece ser uma excelente tese de investimento defensiva para incluir em portfólios durante mercados mais desafiadores..

Santos Brasil (STBP3)

Continuamos otimistas com a Santos Brasil, baseados em um ambiente de preços favorável em Santos, uma perspectiva de volume melhorada (ajudada por uma base de comparação fraca, ganhos de participação de mercado com restrições de infraestrutura nos principais pares e um mix melhor), redução significativa de riscos regulatórios e níveis de valuation atraentes. 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 7x EV/EBITDA 2025, seguimos otimista com a tese de investimento.

Vivara (VIVA3)

A Vivara, uma tese anteriormente consensual entre os investidores, apresentou uma grande queda desde meados de março, quando Nelson Kaufman, fundador e maior acionista da empresa, foi aprovado como 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 de investimento, agora negociando a um valuation muito mais barato e com um momento melhor após o primeiro trimestre. Vemos um crescimento consistente da receita líquida (17% de CAGR em 4 anos), margens saudáveis e retornos crescentes, levando a uma taxa de crescimento composta do LPA de 22% em 4 anos, o que nos deixa positivos sobre a tese de investimento (negociando a 9,5x P/L 2025).

Tenda (TEND3)

Temos uma visão otimista sobre a habitação de baixa renda devido às mudanças no MCMV. A acessibilidade nunca foi tão boa para os compradores de imóveis, especialmente para aqueles elegíveis para o MCMV Faixa 1 (com renda de até R\$2,6 mil/mês). A Tenda está estrategicamente focada na Faixa 1 (~65% da base de clientes) e está preparada para capturar uma demanda mais forte. A Tenda tem apresentado margens brutas ajustadas de +30% em novas vendas e ficamos positivamente surpresos com os números do primeiro trimestre, com um fluxo de caixa mais cedo do que o esperado, reforçando a nossa confiança em sua tese de reestruturação. Embora a ação não pareça barata para este ano (9x P/L 2024), está sendo negociada a um valuation extremamente barato de 3,8x P/L para 2025. Portanto, estamos mantendo a Tenda em nosso portfólio de small caps.

Smart Fit (SMFT3)

Como afirmado em nosso relatório recente de atualização da tese de investimento da empresa, a SMFT está excepcionalmente bem posicionada como uma companhia na América Latina (mais de 50% das vendas fora do Brasil, com cerca de 55% da expansão da receita líquida nos próximos 4 anos esperada para vir do exterior), beneficiando-se de: (i) grande escala na região; (ii) unit economics atraente das academias, com melhorias significativas na lucratividade recentemente devido a melhor alavancagem operacional e otimização de custos; e (iii) exposição a um setor com sólidos fundamentos. Apesar de um valuation premium (15x P/L 2025) e sua natureza relativamente consensual entre os posicionamentos dos investidores, potencial canibalização intra-academia (o que pode afetar o número de membros/academia) e concorrência de pares como a Bluefit (investida do Mubadala), vemos excelentes perspectivas de crescimento para os próximos 4 anos (taxa de crescimento composta do LPA de 24% de 2023-27), justificando a nossa recomendação de COMPRA.

Marcopolo (POMO4)

Mantemos o otimismo sobre os resultados da Marcopolo, apoiados por um melhor momento de curto prazo, impulsionado por (i) uma recuperação na indústria de ônibus (ajudada por tarifas aéreas mais altas, com clientes migrando para viagens de ônibus), (ii) a capacidade de produção recentemente ajustada da POMO, (iii) um cenário melhor para o fornecimento de componentes e (iv) resultados melhores da New Flyer. Além disso, a POMO está cada vez mais posicionada para novas oportunidades, como melhorar o posicionamento B2B da empresa, acelerar a transformação tecnológica e beneficiar-se do crescente mercado de ônibus elétricos. Finalmente, vemos a POMO negociando a um valuation atraente de 5x P/L 2025.

Locaweb (LWSA3)

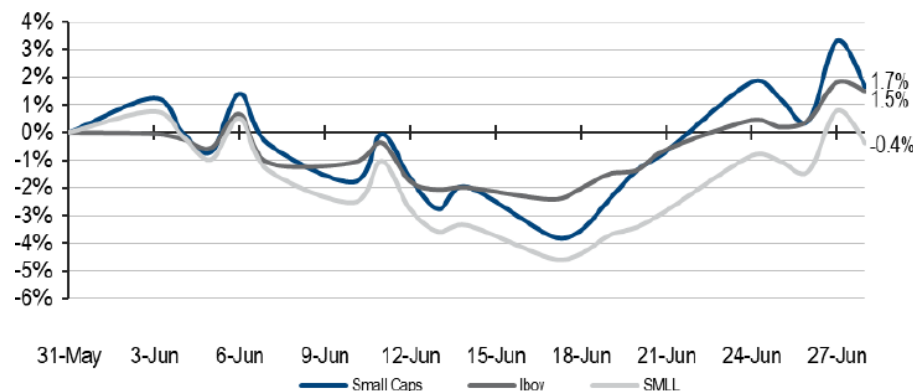
Removemos a LWSA do nosso portfólio há 3 meses, perto de R\$6/ação, devido a preocupações com uma desaceleração no crescimento no primeiro trimestre de 2024 (principalmente causada por uma reestruturação na Squid). O crescimento realmente desacelerou no primeiro trimestre de 2024, mas as margens continuaram a expandir consistentemente e, mais importante, o preço da ação atingiu níveis que consideramos muito assimétricos (abaixo do preço do IPO pela primeira vez desde a pandemia). Por isso, adicionamos a ação de volta ao nosso portfólio no mês passado. Acreditamos que a LWSA pode gerar cerca de R\$200 milhões em caixa em 2025, o que significa que a ação está sendo negociada a 12x P/Fluxo de caixa, um nível atraente, especialmente considerando que as margens estão se expandindo bem e o crescimento deve ser retomado.

Rentabilidade Histórica (*):

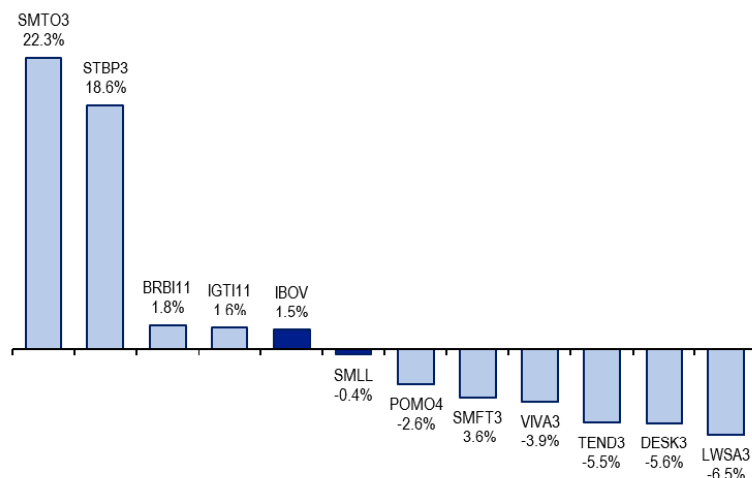
Performance Mensal

Em junho, a carteira Small Caps apresentou uma alta de +1,7%, performando acima do Ibovespa (+1,5%) e acima do SMLL (-0,4%), conforme gráfico abaixo

Gráfico 1: Performance do portfólio em junho de 2024



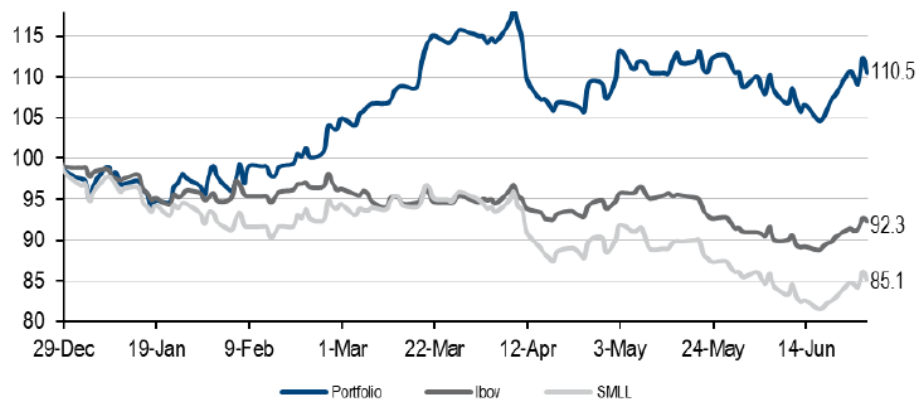
Fonte: BTG Pactual e Econômica, (*) rentabilidade considerando último preço de fechamento

Gráfico 2: Performance por ação em junho de 2024


Fonte: BTG Pactual e Econômica

Rentabilidade (*) no acumulado do ano:

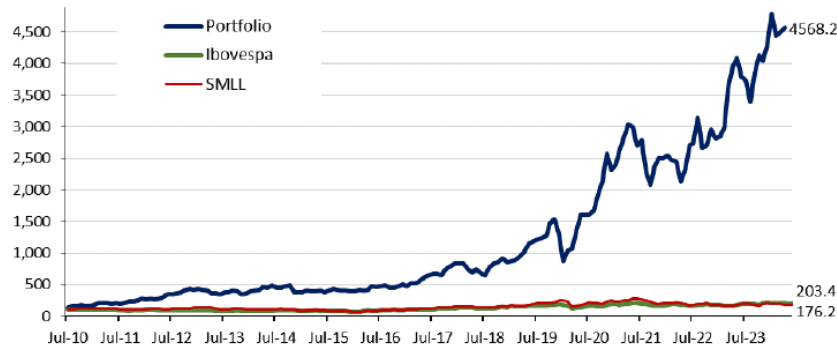
Desde 31 de dezembro de 2023, o portfólio de Small Caps apresentou uma alta de +10,5%, contra -7,7% para o Ibovespa e -14,9% para o SMLL. A taxa de empréstimo interbancário CDI teve alta de +5,2% no período.

Gráfico 3: Performance no acumulado do ano (*)


Fonte: BTG Pactual e Econômica, (*) 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 4.568%, contra 103,4% do Ibovespa e 176,2% do o 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
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%
2024	-2,1%	5,9%	11,7%	-7,3%	1,3%	1,7%							10,5%	4468,2%	-7,7%	103,4%

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