



Small Caps

Carteira Recomendada

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Agosto 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 Agosto 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

Intelbras, Allos, São Martinho, PetroReconcavo e Desktop são as novidades deste mês.

Quem permanece e quem sai

Fleury, Vivara, BR Partners, Locaweb e Tenda mantêm suas posições, enquanto Smart Fit, Santos Brasil, Marcopolo, Iguatemi e Jalles saem.

Tabela 1: Carteira Recomendada de Ações – Small Caps

Empresa	Código	Peso	Recomendação	Valor de mercado (R\$ mi)	ADTV (R\$ mi)	EV/EBITDA		P/L		P/VP	
						2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Allos	ALOS3	10%	Compra	11.858	81,3	7,4x	6,7x	13,5x	11,4x	0,9x	0,8x
São Martinho	SMTO3	10%	Compra	10.050	54,0	3,8x	3,3x	6,8x	9,7x	1,5x	1,4x
Fleury	FLRY3	10%	Compra	8.271	37,5	5,0x	4,6x	12,0x	10,5x	1,6x	1,6x
Intelbras	INTB3	10%	Compra	6.896	27,7	9,3x	7,5x	11,0x	10,0x	2,3x	2,0x
PetroReconcavo	RECV3	10%	Compra	6.056	38,3	3,3x	3,2x	5,5x	4,4x	1,1x	0,9x
Vivara	VIVA3	10%	Compra	5.657	67,4	8,5x	6,7x	13,3x	10,0x	2,4x	2,0x
Locaweb	LWSA3	10%	Compra	2.591	29,0	7,7x	5,5x	15,1x	11,7x	0,9x	0,8x
Desktop	DESK3	10%	Compra	1.879	5,6	5,5x	4,7x	10,4x	8,0x	1,3x	1,1x
Tenda	TEND3	10%	Compra	1.609	24,9	6,8x	3,9x	10,0x	4,0x	1,6x	1,3x
BR Partners	BRBI11	10%	Compra	1.459	3,6	n.a	n.a	8,0x	6,9x	1,6x	1,5x

Fonte: BTG Pactual

Tabela 2: Alterações da carteira Small Caps para Agosto

Empresa	Código	Peso	Recomendação	Valor de mercado (R\$ mi)	ADTV (R\$ mi)	EV/EBITDA		P/L		P/V	
						2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Allos	ALOS3	10%	Compra	11,858	81.3	7,4x	6,7x	13,5x	11,4x	0,9x	0,8x
São Martinho	SMTO3	10%	Compra	10,050	54.0	3,8x	3,3x	6,8x	9,7x	1,5x	1,4x
Fleury	FLRY3	10%	Compra	8,271	37.5	5,0x	4,6x	12,0x	10,5x	1,6x	1,6x
Intelbras	INTB3	10%	Compra	6,896	27.7	9,3x	7,5x	11,0x	10,0x	2,3x	2,0x
PetroReconcavo	RECV3	10%	Compra	6,056	38.3	3,3x	3,2x	5,5x	4,4x	1,1x	0,9x
Vivara	VIVA3	10%	Compra	5,657	67.4	8,5x	6,7x	13,3x	10,0x	2,4x	2,0x
Locaweb	LWSA3	10%	Compra	2,591	29.0	7,7x	5,5x	15,1x	11,7x	0,9x	0,8x
Desktop	DESK3	10%	Compra	1,879	5.6	5,5x	4,7x	10,4x	8,0x	1,3x	1,1x
Tenda	TEND3	10%	Compra	1,609	24.9	6,8x	3,9x	10,0x	4,0x	1,6x	1,3x
BR Partners	BRBI11	10%	Compra	1,459	3.6	n.a	n.a	8,0x	6,9x	1,6x	1,5x

Fonte: BTG Pactual

Um resumo das nossas escolhas

Vivara (VIVA3)

A Vivara, uma tese que antes era consenso entre os investidores, vem enfrentando 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 poderia haver mudanças na estratégia de curto prazo. Embora acreditemos que alguma incerteza persistirá no curto prazo após os eventos recentes e reconheçamos que isso poderia impedir que os investidores comprassem as ações, mesmo após a recente queda, continuamos a ver fundamentos sólidos para a tese, agora negociando a um valuation muito mais barato e com a melhora do momento operacional após o 1º trimestre. Vemos um crescimento consistente da receita líquida (CAGR de 18% em quatro anos), margens saudáveis e retornos crescentes, levando a um CAGR de 22% do LPA em quatro anos, o que nos deixa otimistas com a tese de investimento por enquanto (negociado a 10x P/L 2025).

BR Partners (BRBI11)

Estamos mantendo a ação na carteira de small caps por mais um mês. Apesar da piora dos ativos brasileiros nas últimas semanas, a dinâmica dos negócios continua positiva. E, apesar das perspectivas mais difíceis, a economia "real" e os resultados da empresa permanecem decentes, enquanto o mercado de emissão de dívida está ativo (auxiliado pela forte demanda dos investidores por ativos de renda fixa), e o negócio de reestruturação continua avançando. Nesse contexto, a gestão vê 2024 como potencialmente ainda melhor do que 2021, um ano marcado pela euforia dos investidores e por uma atividade recorde de fusões e aquisições. Eles estão muito satisfeitos com o progresso da nova franquia de Wealth Management. Como a divisão continua a se expandir, a expectativa é eliminar o consumo de caixa nessa operação em meados de 2025 (possivelmente antes). E com um pilar importante já desenvolvida e integrada à cultura do BR Partners, o objetivo é fazer uma M&A para aumentar a escala nesse segmento. Negociando a 8,0x P/L 24 (dividend yield de 8,1%) e com uma boa dinâmica de resultados, reiteramos nossa recomendação de COMPRA.

Allos (ALOS3)

A administração fez um ótimo trabalho em termos de alocação de capital desde 2023 (~R\$2 bilhões em reciclagem de ativos, grandes dividendos, recompras, etc.), e há mais por vir desde que a Allos anunciou (i) que poderia se desfazer de mais R\$1 bilhão em ativos, (ii) que tem um novo programa de recompra de ações de ~4% de seu capital, e (iii) que sua regra de dividendos implicitamente significa um yield de ~6% para 2024. Em nossa opinião, o recente desempenho fraco (as ações caíram 15% no acumulado do ano) abriu um bom ponto de entrada nas ações, com as ações sendo negociadas a apenas ~8,5x P/FFO 24E + boa geração de caixa.

Tenda (TEND3)

Temos uma visão otimista sobre o segmento de baixa renda devido às mudanças no programa MCMV. A acessibilidade nunca foi tão boa para os compradores de imóveis, especialmente para aqueles que se qualificam 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 enfrentar uma demanda mais forte. A Tenda vem entregando margens brutas ajustadas de +30% em novas vendas. Ficamos positivamente surpresos com os números do primeiro trimestre (com geração de fluxo de caixa antes do esperado) e esperamos que o segundo trimestre seja sólido (os números operacionais já divulgados mostraram que as vendas cresceram +39% a/a), reforçando nossa confiança na reestruturação da empresa. Embora a ação não pareça barata para este ano (10x P/L 24E), ela está sendo negociada a um valuation extremamente barato de 4x P/L para 25E. Portanto, estamos mantendo a Tenda em nossa carteira de Small Caps.

São Martinho (SMTO3)

A SMTO continua tendo uma participação importante no setor agrícola brasileiro, sustentada por uma base de ativos incomparável (custos de produção mais baixos) e uma alocação de capital sólida. Estamos otimistas no longo prazo em relação aos preços do açúcar, ao mesmo tempo em que reiteramos a opinião de que os preços do etanol podem se mostrar mais fortes no futuro, uma vez que a demanda supera a oferta no ano. Com resultados e perspectivas de margem melhores à frente, esperamos que a SMTO mantenha uma sólida história de carregamento para os acionistas. Após a queda de 10% no preço das ações no mês passado, vemos a SMTO sendo negociada com um yield de fluxo de caixa recorrente decente de 9% no ano fiscal de 2025.

Fleury (FLRY3)

Em meio volatilidade do mercado, um piora na curva de juros de longo prazo, grandes resgates de fundos locais e as altas saídas de investidores estrangeiros dos mercados de capitais do Brasil, o FLRY é uma promissora tese de investimento fora do consenso. Nossa visão positiva sobre o Fleury é resumida a seguir: (i) uma ação defensiva com um modelo de negócios de diagnósticos resiliente, razoavelmente previsível e amplamente estável; (ii) um bom carregamento em função de seu forte yield de geração de caixa (8% em 2024; 10,5% em 2025) e yield de dividendos (7% em 2024; 8% em 2025); (iii) sólida dinâmica de lucros, com o LPA previsto para crescer 43% na comparação anual

no segundo trimestre; (iv) uma ação na qual pouco gestores tem posição, o que é uma boa característica em tempos de liquidez reduzida no mercado; (v) fundamentos estruturais sólidos (com ganhos de participação de mercado e maior diversificação de receitas); e (vi) valuation atraente (12x P/L 24; 10,5x P/L 25). Em resumo, o FLRY parece ser uma excelente ação defensiva para ser incluída nos portfólios durante os mercados desafiadores.

PetroReconcavo (RECV3)

Estamos adicionando a RECV ao nosso portfólio de Small Caps, aproveitando a dinâmica positiva macro e micro. De uma perspectiva macro, vemos uma assimetria favorável nos preços do petróleo e consideramos a ação como um bom hedge contra um BRL mais fraco. Do ponto de vista específico micro, a RECV deve melhorar gradualmente seus resultados até o final do ano por meio do crescimento da produção. Isso, combinado com o capex normalizado e a falta de ativos óbvios para fusões e aquisições, deve suportar retornos mais altos para os acionistas por meio de dividendos. Estimamos um yield de fluxo de caixa para os acionistas de 14% em 2025 (incluindo fusões e aquisições) e não ficaríamos surpresos se quase todo (se não todo) esse valor fosse pago aos acionistas.

Desktop (DESK3)

A 8x P/L 2025E, a Desktop é negociada com um desconto em relação às empresas de telecomunicações integradas globais (~11x) e à Brisanet, que está sendo negociada a 15x P/L 2025E. As ações subiram após especulações sobre a Desktop ser um alvo potencial de aquisição pela Vivo. As duas 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 deixa confortável em manter a ação em nossa carteira. Com um valuation atraente e oportunidades interessantes de criação de valor, reiteramos nossa recomendação de COMPRA e mantemos a DESK3 como nossa principal escolha em nosso universo de cobertura de ISP.

Locaweb (LWSA3)

Retiramos a LWSA de nosso portfólio há 4 meses, próximo a R\$6/ação, devido a preocupações com a desaceleração do crescimento no 1T24 (causada principalmente por uma reestruturação na Squid). O crescimento de fato desacelerou no 1T24, mas as margens continuaram a se expandir de forma consistente e, mais importante, o preço da ação atingiu níveis que consideramos muito assimétricos (abaixo do preço do IPO pela primeira vez desde a pandemia). É por isso que adicionamos a ação novamente em junho. 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 está mostrando sinais de recuperação.

Intelbras (INTB3)

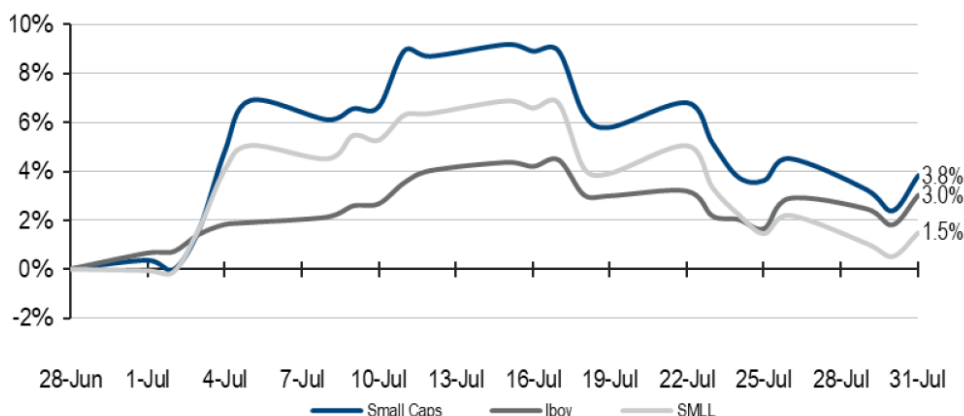
Há algum tempo, a principal dúvida dos investidores sobre a tese de investimento é se o crescimento pode retornar aos níveis históricos. Acreditamos que o segundo trimestre trouxe sinais positivos nesse sentido, e vemos espaço para uma boa recuperação caso isso fique mais claro, já que uma expansão de múltiplos seria merecida (pelo menos 15 vezes os lucros em comparação com a ação a 10 vezes agora), juntamente com um sólido carregamento.

Rentabilidade Histórica:

Performance Mensal

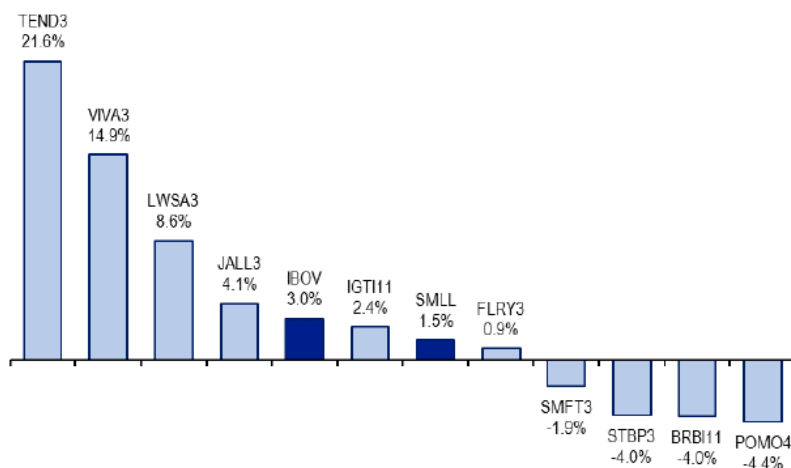
Em julho, a carteira Small Caps apresentou uma alta de +3,8%, acima do Ibovespa (+3,0%) e acima do SMLL (+1,5%), conforme gráfico abaixo.

Gráfico 1: Performance do portfólio em julho de 2024 (*)



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

Gráfico 2: Performance por ação em julho de 2024

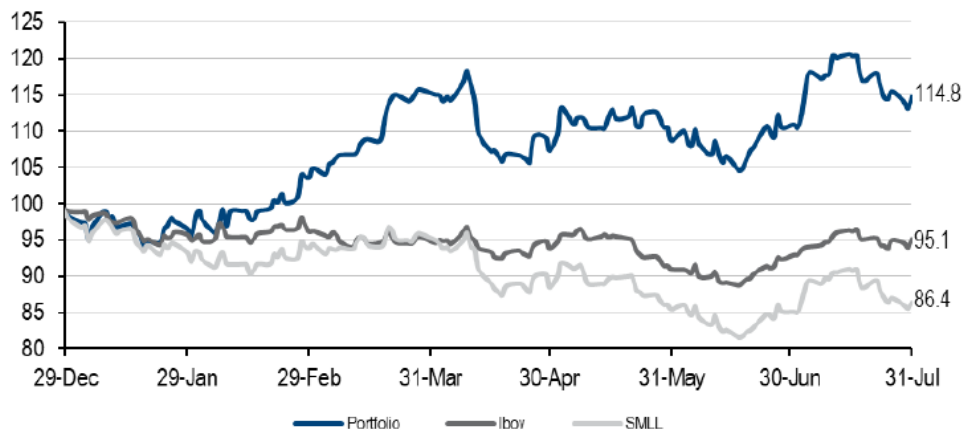


Fonte: BTG Pactual e Econômica

Rentabilidade no acumulado do ano (*):

Desde 31 de dezembro de 2023, o portfólio de Small Caps apresentou uma alta de +14,8%, contra -4,9% para o Ibovespa e -13,6% para o SMLL. A taxa de empréstimo interbancário CDI teve alta de +6,1% 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 4.643%, contra 109,5% do Ibovespa e 78,8% do o SMLL.

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



Fonte: BTG Pactual e Econômica, (*) 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%	3,8%						14,8%	4642,9%	-4,9%	109,5%

Fonte: BTG Pactual e Economatica, (*) 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