



Small Caps

Carteira Recomendada

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Outubro 2024

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

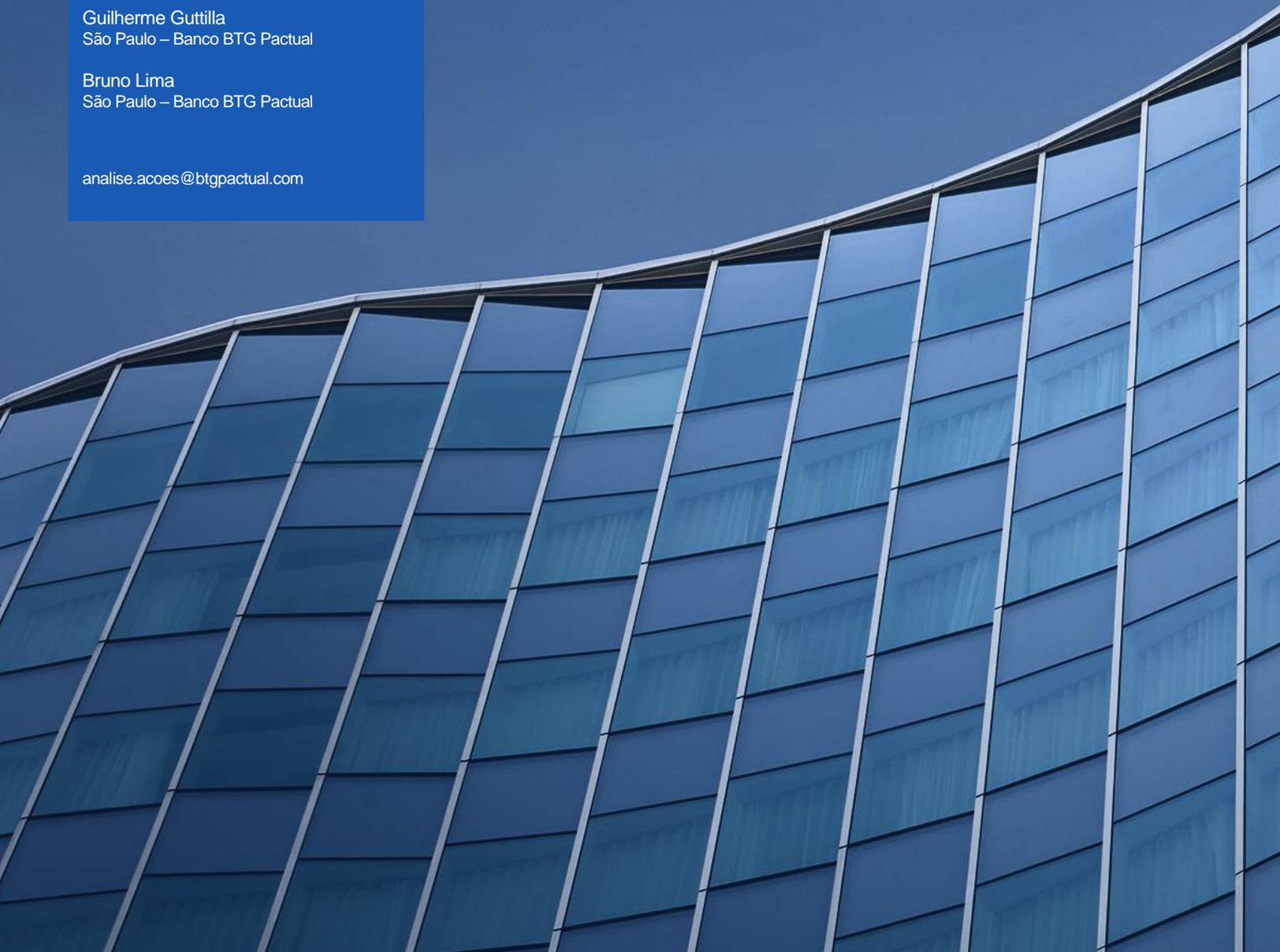
Leonardo Correa
São Paulo – Banco BTG Pactual

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 Outubro 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

GPS e Serena são as novidades deste mês.

Quem permanece e quem sai

Tenda, Marcopolo, Intelbras, Fleury, Vivara, IRB, Desktop e Locaweb mantêm suas posições, enquanto PetroReconcavo e Santos Brasil 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 |
| GPS | GGPS3 | 10% | Compra | 12.579 | 45,7 | 9,8x | 8,3x | 19,8x | 13,0x | 3,6x | 3,3x |
| Fleury | FLRY3 | 10% | Compra | 8.418 | 49,6 | 5,1x | 4,7x | 12,2x | 11,0x | 1,6x | 1,6x |
| Marcopolo | POMO4 | 10% | Compra | 8.273 | 73,6 | 5,6x | 4,9x | 7,2x | 6,0x | 2,2x | 1,8x |
| Intelbras | INTB3 | 10% | Compra | 6.585 | 19,9 | 8,9x | 7,1x | 11,5x | 11,0x | 2,2x | 1,9x |
| Vivara | VIVA3 | 10% | Compra | 6.328 | 88,5 | 8,5x | 7,3x | 13,5x | 12,0x | 2,6x | 2,2x |
| Serena | SRNA3 | 10% | Compra | 5.081 | 22,4 | 6,9x | 8,2x | 38,6x | n.a | 0,9x | 1,0x |
| IRB | IRBR3 | 10% | Compra | 3.663 | 78,7 | n.a | n.a | 9,0x | 7,3x | 0,9x | 0,9x |
| Locaweb | LWSA3 | 10% | Compra | 2.431 | 23,0 | 7,2x | 5,1x | 14,4x | 11,1x | 0,8x | 0,8x |
| Desktop | DESK3 | 10% | Compra | 1.711 | 3,7 | 5,2x | 4,5x | 9,4x | 7,2x | 1,2x | 1,0x |
| Tenda | TEND3 | 10% | Compra | 1.530 | 32,2 | 6,0x | 3,2x | 12,8x | 4,0x | 1,6x | 1,2x |

Fonte: BTG Pactual

Tabela 2: Alterações da carteira Small Caps para Outubro

| Setembro | | | | Outubro | | | |
|-----------------|----------------|--------|----------|------------------|-----------|--------|----------|
| Setor | Empresa | Código | Peso (%) | Setor | Empresa | Código | Peso (%) |
| Infraestrutura | Santos Brasil | STBP3 | 10% | Logística | GPS | GGPS3 | 10% |
| Imobiliário | Tenda | TEND3 | 10% | Imobiliário | Tenda | TEND3 | 10% |
| Bens de Capital | Marcopolo | POMO4 | 10% | Bens de Capital | Marcopolo | POMO4 | 10% |
| TMT | Intelbras | INTB3 | 10% | TMT | Intelbras | INTB3 | 10% |
| Saúde | Fleury | FLRY3 | 10% | Saúde | Fleury | FLRY3 | 10% |
| Petróleo & Gás | PetroReconcavo | RECV3 | 10% | Serviços Básicos | Serena | SRNA3 | 10% |
| Varejo | Vivara | VIVA3 | 10% | Varejo | Vivara | VIVA3 | 10% |
| Financeiro | IRB | IRBR3 | 10% | Financeiro | IRB | IRBR3 | 10% |
| TMT | Desktop | DESK3 | 10% | TMT | Desktop | DESK3 | 10% |
| TMT | Locaweb | LWSA3 | 10% | TMT | Locaweb | LWSA3 | 10% |

Fonte: BTG Pactual

Um resumo das nossas escolhas

Vivara (VIVA3)

A tese da Vivara passou por mudanças significativas nos últimos meses. Anteriormente uma tese consensual entre os investidores locais, a empresa tem enfrentado desafios desde que seu fundador e maior acionista, Nelson Kaufman, foi aprovado como CEO em março. Após o anúncio, os investidores começaram a questionar a governança da empresa e se haveria mudanças na estratégia. Poucos dias depois, a empresa recuou em sua decisão e anunciou que Otavio Lyra, CFO desde o IPO, assumiria como CEO, enquanto Nelson Kaufman se tornaria Presidente do Conselho. Após essa mudança, uma série de outras alterações na equipe executiva foi anunciada, o que também gerou preocupações sobre a continuidade da estratégia da empresa e o plano de sucessão. Embora reconheçamos o risco das recentes (e numerosas) mudanças na equipe de gestão da Vivara (devemos monitorar de perto a evolução de KPIs-chave a longo prazo, como produtividade das lojas, canibalização entre as bandeiras Life e Vivara, expansão internacional e mudanças da gestão), a perspectiva de curto prazo parece promissora. Em resumo, com a VIVA3 sendo negociada a 12x P/L 2025, o valuation atual ainda oferece um potencial de valorização atrativo.

IRB (IRBR3)

O IRB é a principal resseguradora do Brasil e possui um valor de mercado de "apenas" R\$3,6 bilhões (mas é uma ação altamente líquida). Os resultados do segundo trimestre ajudaram a reduzir os riscos da tese, já que o IRB conseguiu reportar um lucro líquido de R\$65 milhões, apesar do impacto de R\$257 milhões decorrente dos custos adicionais de sinistros relacionados à crise no Rio Grande do Sul. Os dados da SUSEP indicam que o lucro líquido de julho alcançou R\$34 milhões (+6,4x t/t; +50% a/a). Multiplicando o resultado de julho por 3x, o lucro líquido estimado para o 3T24 é de R\$101 milhões (+55% t/t; +111% a/a), aproximadamente 15% acima de nossas estimativas e do consenso. A ação está altamente descorrelacionada com o mercado em geral e ainda parece ter um potencial significativo de valorização no curto prazo. Olhando para frente, as taxas de juros mais

altas por mais tempo e um mercado de resseguros mais demandado, impulsionando os preços positivamente, parecem suportar o crescimento/recuperação do lucro líquido no futuro. Continuamos a considerar o IRBR3 atraente, sendo negociada a 0,9x o valor patrimonial mais recente e a 7,3x P/L 2025 (segundo nossas estimativas), com potencial de expansão adicional do ROE além de 2025.

GPS (GGPS3)

Mantemos uma visão positiva para o GPS, apoiada por vários fatores-chaves: (i) uma perspectiva de crescimento robusta, com uma taxa de crescimento composta (CAGR) do LPA de 18% esperada entre 2024 e 2026, impulsionada pelo seu vasto mercado endereçável (+R\$247 bilhões); (ii) uma equipe de gestão experiente e competente; e (iii) pouca necessidade de capital, mantendo níveis elevados de ROIC, próximos de 20%. Após um primeiro semestre desafiador em 2024, esperamos que as tendências melhorem no terceiro trimestre, especialmente em termos de crescimento orgânico, já que as bases de comparações difíceis a/a de 2022 ficarão para trás até o final do terceiro trimestre. Além disso, o capital de giro deve melhorar à medida que a GRSA for totalmente incorporada. Do ponto de vista de valuation, a empresa está sendo negociada a 13x P/L para 2025, o que está próximo da sua média histórica.

Tenda (TEND3)

Temos uma visão otimista com o setor de habitação de baixa renda devido às mudanças no MCMV (a acessibilidade para os compradores de imóveis nunca esteve melhor, especialmente para os elegíveis ao MCMV Faixa 1, onde a Tenda está estrategicamente focada). A Tenda tem apresentado margens brutas ajustadas superiores a 30% nas novas vendas, e esperamos que a empresa entregue lucros mais robustos no segundo semestre de 2024 (a Tenda já anunciou R\$660 milhões em lançamentos no início do 3T24), o que reforça nossa confiança na reestruturação da empresa. Embora a ação não pareça barata para este ano (~12x P/L 2024E), está sendo negociada a um valuation extremamente atraente de 4x P/L para 2025E. Assim, estamos mantendo a Tenda em nosso portfólio de Small Caps.

Marcopolo (POMO4)

Permanecemos otimistas em relação aos resultados da Marcopolo, apoiados por um melhor momento de curto prazo, impulsionado por (i) uma recuperação na indústria de ônibus (ajudada por tarifas aéreas maiores, com clientes optando por viagens de ônibus), (ii) reestruturação da capacidade de produção da POMO, (iii) um cenário melhor para o fornecimento de componentes, (iv) resultados melhores das operações internacionais e (v) volumes maiores do programa Caminho da Escola. Além disso, a POMO está cada vez melhor posicionada para novas oportunidades, como aprimorar o posicionamento B2B da empresa, acelerar a transformação tecnológica, melhorar a eficiência produtiva e se beneficiar do crescente mercado de ônibus elétricos. Finalmente, vemos a POMO negociada a um valuation atrativo de 6x P/L 2025.

Fleury (FLRY3)

Em meio à volatilidade do mercado, uma curva de juros de longo prazo elevada, resgates de fundos locais e maior saída de investidores estrangeiros dos mercados de capitais brasileiros, o FLRY é uma tese promissora e fora do consenso. Nossa visão positiva sobre o Fleury pode ser resumida da seguinte forma: (i) uma tese defensiva com um modelo de negócios de diagnósticos resiliente, razoavelmente previsível e amplamente estável; (ii) um bom retorno, à luz de sua forte geração de fluxo de caixa (yield de geração de caixa de 7% em 2024 e 10% em 2025) e yield de dividendos (7% em 2024 e 8% em 2025); (iii) uma ação com baixa alocação dos investidores, o que é uma boa característica em tempos de menor liquidez no mercado; (iv) fundamentos estruturais sólidos (com ganhos de participação de mercado e maior diversificação de receitas); e (v) uma valuation atraente (11x P/L 2025). Em resumo, o FLRY é ser uma excelente tese defensiva para incluir nos portfólios durante mercados desafiadores.

Serena (SRNA3)

Vemos a Serena sendo negociada com uma TIR real muito atraente de 16,1%, a maior em nossa cobertura de serviços básicos, oferecendo um balanço energético altamente contratado e uma geração de fluxo de caixa em grande parte previsível. No segundo trimestre, a alavancagem da Serena Energia caiu para 4,8x dívida líquida/EBITDA ajustado (reduzida de 5x no primeiro trimestre de 2024), e esperamos uma desalavancagem gradual nos próximos trimestres, com a contribuição total dos parques eólicos Assurua 5 e Goodnight 1. Além disso, há catalisadores para a empresa caso obtenham um contrato de longo prazo para o Goodnight 1 e o projeto Goodnight 2 nos EUA a preços de energia favoráveis, bem como se venderem uma participação na holding nos EUA.

Desktop (DESK3)

A Desktop está sendo negociada a 7,2x P/L 2025E, com um desconto em relação tanto às telcos integradas globais (~11x) enquanto à Brisanet, que está sendo negociada a 10,7x P/L 2025E. Há alguns meses, a ação subiu devido a especulações sobre uma possível aquisição pela Vivo, que posteriormente confirmou estar em conversas sobre um potencial acordo. Embora não haja um prazo específico ou conclusão definida para as discussões em andamento, o desempenho de DESK3 pode se beneficiar de um fluxo de notícias positivas. Com um valuation atrativo e promissoras oportunidades de geração de valor, reiteramos nossa recomendação de COMPRA e mantemos a Desktop como nossa principal escolha no universo de cobertura de ISPs.

Locaweb (LWSA3)

Removemos a LWSA do nosso portfólio há 6 meses, perto de R\$6/ação, devido a preocupações com a desaceleração do crescimento no 1T24 (principalmente causada por uma reestruturação na Squid). De fato, o crescimento 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). Por isso, adicionamos a ação novamente em junho.

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 12x P/FCF, um nível atraente, especialmente considerando que as margens estão se expandindo bem e o crescimento deve mostrar uma recuperação.

Intelbras (INTB3)

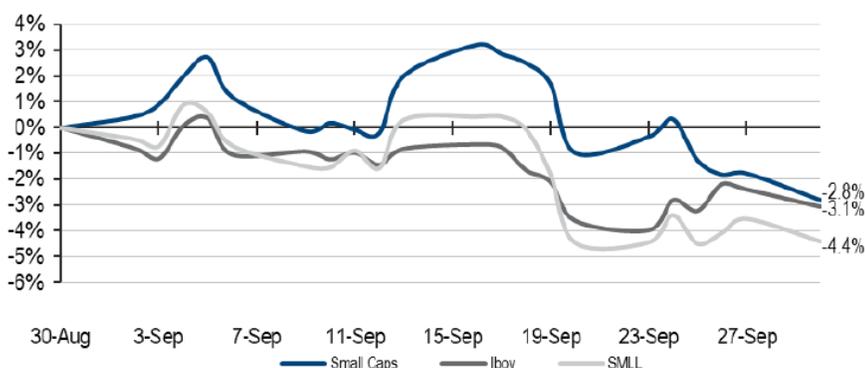
Por algum tempo, a principal pergunta dos investidores sobre a tese de investimento tem sido se o crescimento pode voltar aos níveis históricos. Acreditamos que o segundo trimestre trouxe sinais positivos nesse sentido, e vemos espaço para uma boa performance caso isso fique mais claro, já que uma expansão de múltiplos seria merecida (pelo menos 15x lucros versus P/L atual de 11x), juntamente com uma sólida geração de caixa.

Rentabilidade Histórica:

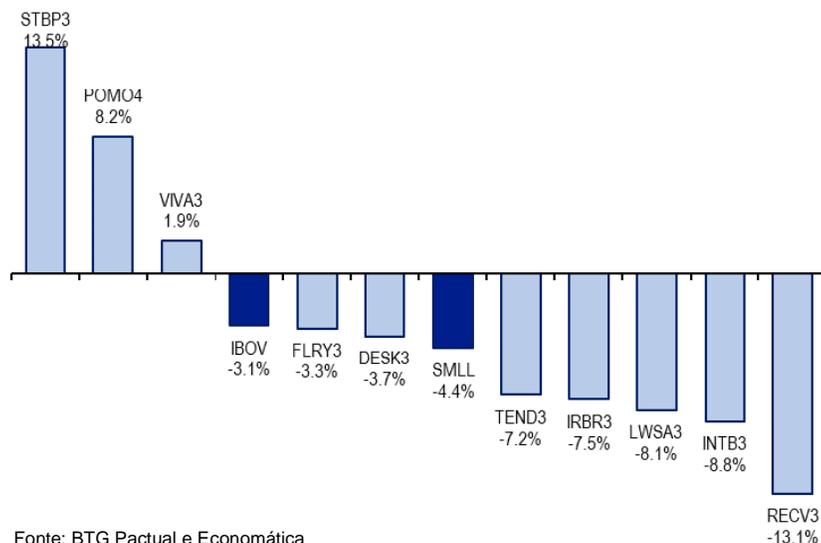
Performance Mensal

Em setembro, a carteira Small Caps apresentou uma queda de -2,8%, performando acima do Ibovespa (-3,1%) e do SMLL (-3,3%), conforme gráfico abaixo.

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



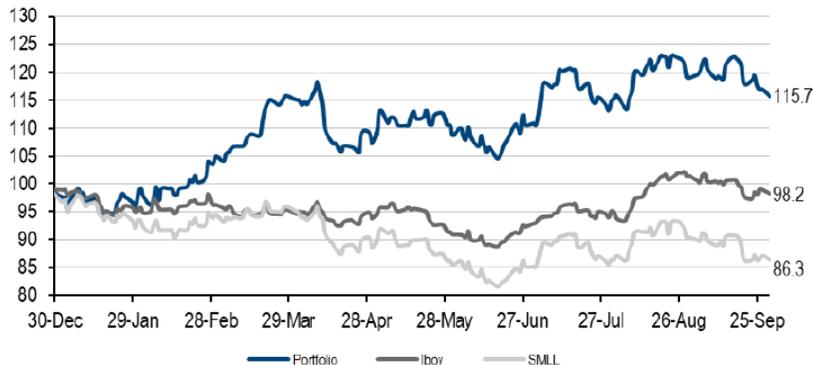
Fonte: BTG Pactual e Economática, (*) rentabilidade considerando último preço de fechamento

Gráfico 2: Performance por ação em setembro de 2024


Fonte: BTG Pactual e Econômica

Rentabilidade no acumulado do ano (*):

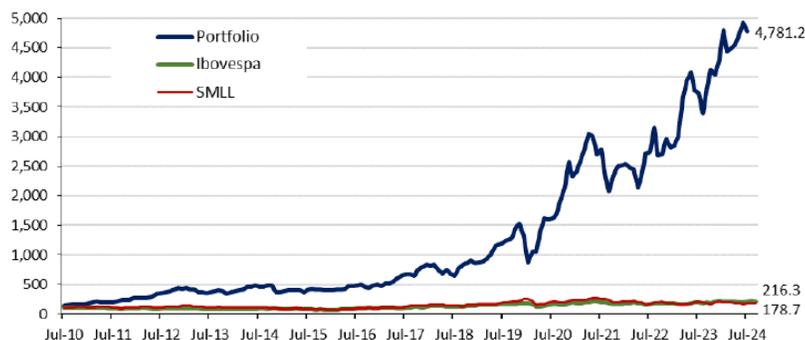
Desde 31 de dezembro de 2023, o portfólio de Small Caps apresentou uma alta de +15,7%, contra -1,8% para o Ibovespa e -13,7% para o SMLL. A taxa de empréstimo interbancário CDI teve alta de +7,9% no período.

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 4.681%, contra 116,3% do Ibovespa e 78,7% 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% | 3,7% | -2,8% | | | | 15,7% | 4681,2% | -1,8% | 116,3% |

Fonte: BTG Pactual e Econômica, (*) 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