



Small Caps

Carteira Recomendada

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Novembro 2024

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

Leonardo Correa
São Paulo – Banco BTG Pactual

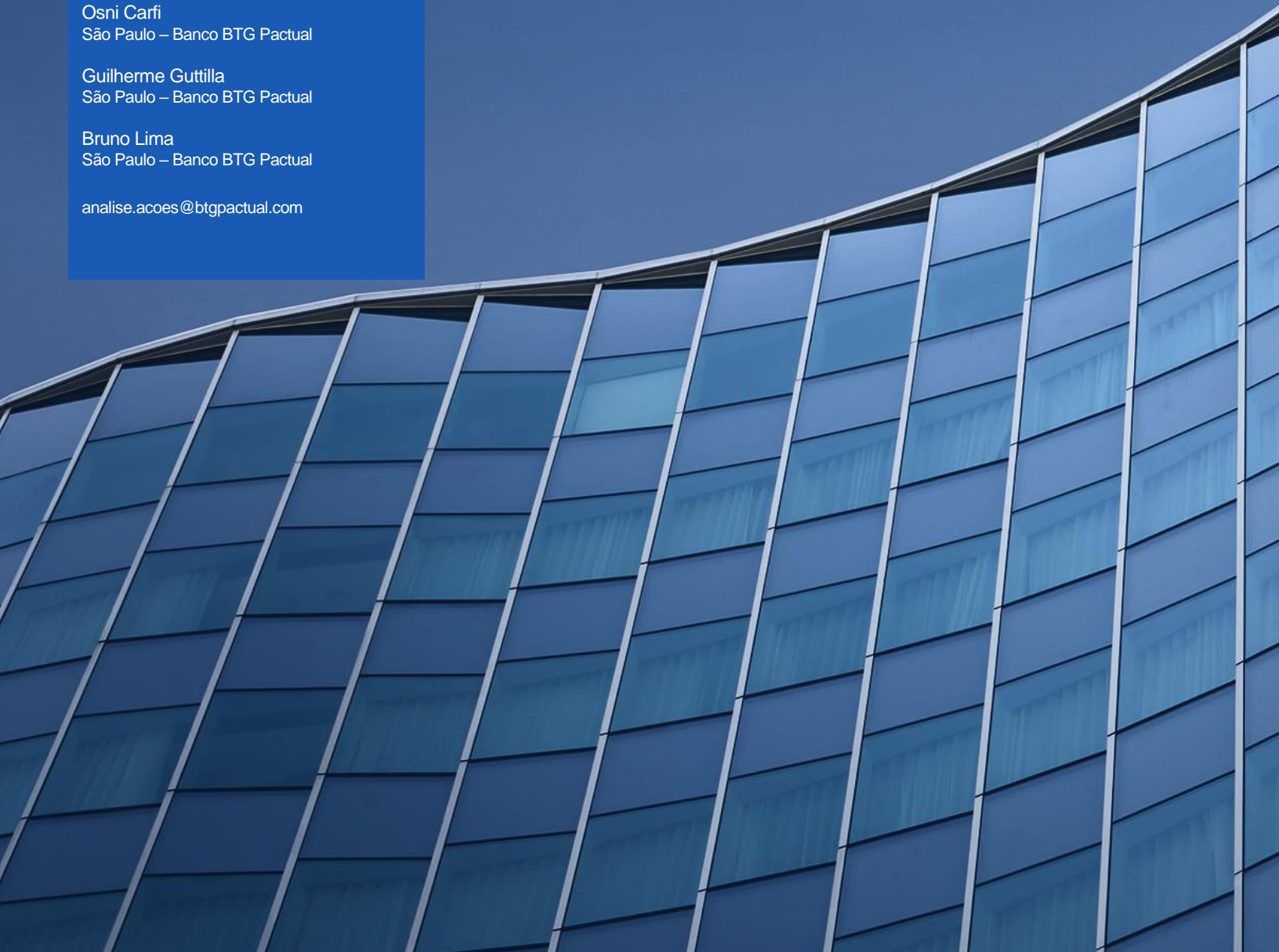
Antonio Junqueira, CFA
São Paulo – Banco BTG Pactual

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 Novembro 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

São Martinho e Orizon são as novidades deste mês.

Quem permanece e quem sai

GPS, Marcopolo, Intelbras, Vivara, IRB, Locaweb, Tenda e Desktop mantêm suas posições, enquanto Fleury e Serena saem.

Tabela 1: Carteira Recomendada de Ações – Small Caps

Empresa	Código	Peso	Recomendação	Valor de mercado (R\$ m)	ADTV (R\$ m)	EV/EBITDA		P/L		P/V/P	
						2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
GPS	GGPS3	10%	Compra	11.513	37,1	9,1x	7,7x	18,2x	13,0x	3,3x	3,0x
Marcopolo	POMO4	10%	Compra	8.776	72,5	6,0x	5,2x	7,6x	6,0x	2,3x	2,0x
São Martinho	SMT03	10%	Compra	8.417	30,4	3,5x	3,1x	5,9x	8,0x	1,3x	1,3x
Intelbras	INTB3	10%	Compra	6.270	26,1	8,7x	7,2x	10,6x	10,0x	2,1x	1,8x
Vivara	VIVA3	10%	Compra	6.008	74,8	8,1x	6,9x	12,8x	10,9x	2,5x	2,1x
Orizon	ORVR3	10%	Compra	3.846	29,3	11,4x	7,7x	34,9x	13,4x	4,8x	3,9x
IRB	IRBR3	10%	Compra	3.547	47,1	n.a	n.a	8,7x	7,1x	0,8x	0,8x
Locaweb	LWSA3	10%	Compra	2.414	23,9	7,2x	5,1x	14,3x	11,0x	0,8x	0,8x
Tenda	TEND3	10%	Compra	1.848	39,6	6,9x	3,7x	15,0x	4,0x	2,0x	1,5x
Desktop	DESK3	10%	Compra	1.537	2,1	4,9x	4,2x	8,5x	6,4x	1,1x	0,9x

Fonte: BTG Pactual

Tabela 2: Alterações da carteira Small Caps para Novembro

Outubro				Novembro			
Setor	Empresa	Código	Peso (%)	Setor	Empresa	Código	Peso (%)
Locação de veículos e logística	GPS	GGPS3	10%	Locação de veículos e 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%	Agronegócio	São Martinho	SMT03	10%
Serviços básicos	Serena	SRNA3	10%	Serviços públicos	Orizon	ORVR3	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: Empresa e BTG Pactual

Um resumo das nossas escolhas

Vivara (VIVA3)

A tese da Vivara passou por uma grande mudança nos últimos meses. Antes considerada uma escolha consensual entre os investidores locais, a empresa enfrentou críticas contínuas desde que seu fundador e maior acionista, Nelson Kaufman, foi aprovado como CEO em março. Após o anúncio, investidores começaram a questionar a governança da companhia e se poderia haver 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 esses eventos, uma série de outras mudanças na equipe executiva foi anunciada, levantando também 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 (e devemos monitorar de perto a evolução dos principais indicadores no longo prazo, como produtividade das lojas, canibalização entre as marcas Life e Vivara, expansão internacional e mudanças na gestão), a perspectiva operacional de curto prazo parece promissora. Em resumo, com VIVA3 negociando a um P/L de 11x para 2025, o valuation atual ainda oferece um potencial atrativo de valorização.

IRB (IRBR3)

O IRB é a principal resseguradora do Brasil, com valor de mercado de aproximadamente R\$ 3,6 bilhões e alta liquidez. Os resultados do segundo trimestre ajudaram a reduzir os riscos na tese de investimento, já que o IRB conseguiu reportar um lucro líquido de R\$ 65 milhões, mesmo com um impacto de R\$ 257 milhões devido a custos adicionais de sinistros relacionados à crise no Rio Grande do Sul. Dados da SUSEP indicaram que o lucro líquido em agosto atingiu R\$ 29 milhões, um aumento de 65% em relação ao mesmo período do ano anterior. Projetando o resultado de julho e agosto para o terceiro trimestre de 2024, estima-se um lucro líquido de R\$ 94 milhões, representando um crescimento de 44% em relação ao trimestre anterior e de 97% em relação ao mesmo período do ano anterior, superando nossas estimativas e as do mercado em aproximadamente 5%. A ação permanece altamente descorrelacionada com o mercado mais amplo e ainda apresenta potencial significativo de valorização no curto prazo. Olhando para o futuro, taxas de juros mais altas por um período prolongado e um mercado de resseguros com uma menor

content.btgpactual.com

oferta pode provocar um aumento de preços, suportando o crescimento e a recuperação dos resultados. Continuamos a considerar o IRBR3 atrativo, negociando a 0,8 vezes o valor patrimonial mais recente e a um P/L de 7,1 vezes para 2025, segundo nossas estimativas, com potencial para expansão adicional do ROE além de 2025.

Tenda (TEND3)

Temos uma visão otimista sobre a habitação de baixa renda devido às mudanças no programa Minha Casa Minha Vida (MCMV), especialmente para aqueles elegíveis para a Faixa 1 do MCMV, onde a Tenda está estrategicamente focada. No terceiro trimestre de 2024, a Tenda apresentou um crescimento significativo nos lançamentos e vendas, com aumentos de 140% e 70% em relação ao mesmo período do ano anterior, respectivamente. A empresa deve registrar margens brutas ajustadas de aproximadamente 31% no trimestre, um ROE anualizado de 17% e um fluxo de caixa livre positivo, reforçando nossa confiança na reestruturação da companhia. Embora a ação não pareça barata para este ano (~15x P/L estimado para 2024), está sendo negociada a um valuation extremamente atrativo de ~4x P/L para 2025. Portanto, estamos mantendo a Tenda em nossa carteira de Small Caps.

Orizon (ORVR3)

A Orizon é nossa principal escolha no setor de serviços básicos entre as Small Caps. A empresa possui muitas das características de uma tese de qualidade e carregó. A maior parte de suas receitas assemelha-se a monopólios naturais regulados. No entanto, sua característica mais interessante é a quantidade de opcionalidades que oferece. Embora apresente uma TIR real elevada (11%), a Orizon ainda opera em um setor fragmentado e pode verticalizar muitos de seus Ecoparques em outros negócios, adicionando valor presente líquido a tese de investimento e aumentando a TIR projetada.

São Martinho (SMT03)

Estamos adicionando a São Martinho à nossa carteira de Small Caps. A empresa destaca-se como uma empresa de qualidade, exposta a uma das poucas commodities agrícolas para as quais mantemos uma perspectiva estruturalmente otimista de preços: o açúcar. A recente queda no preço das ações (-8% nos últimos dois meses) apresenta um ponto de entrada atrativo, com a ação sendo negociada a um yield de fluxo de caixa de 9,4% para 2026 e 13% para 2027. Além disso, com os estoques de etanol (provavelmente atingindo o pico em breve) e a demanda elevada por combustíveis, vemos um forte potencial para aumentos de preços, fornecendo um catalisador de curto prazo que pode impulsionar revisões positivas nos lucros. Nos níveis atuais das ações, a margem de segurança é elevada, tornando o perfil risco-retorno bastante atrativo.

GPS (GGPS3)

Mantemos uma perspectiva positiva para o GPS, sustentada por vários fatores: (i) uma perspectiva de crescimento robusto, com um CAGR do LPA esperado de 18% entre 2024 e 2026, impulsionado por seu amplo mercado endereçável (+R\$247 bilhões); (ii) uma equipe de gestão experiente e competente; e (iii) baixos requisitos de capital, mantendo altos níveis de ROIC em torno de 20%. Embora consideremos que o terceiro trimestre possa não servir como catalisador para a ação, uma vez que a tendência de crescimento orgânica permanecerá em um único dígito, a rentabilidade permanece saudável e esperamos ver tendências melhores após o 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 caixa para 2025, próximo à sua média histórica.

Marcopolo (POMO4)

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

Desktop (DESK3)

Negociada a 6,4x P/L estimado para 2025, a Desktop possui um desconto em relação tanto às operadoras integradas globais (10,8x) quanto à Brisnet, que está sendo negociada a 11x P/L estimado para 2025. Há alguns meses, as ações valorizaram-se em meio a especulações sobre uma possível aquisição pela Vivo, que posteriormente confirmou conversas sobre um potencial acordo. Embora não haja um prazo específico ou conclusão sobre as discussões em andamento, o desempenho de DESK3 pode se beneficiar das notícias positivas. Com um valuation atrativo e oportunidades promissoras de criação de valor, reiteramos nossa recomendação de COMPRA e mantemos a Desktop como nossa principal escolha em nosso universo de cobertura de ISPs.

Locaweb (LWSA3)

Removemos a LWSA de nossa carteira em março, próximo a R\$6 por ação, devido a preocupações com a desaceleração do crescimento, principalmente causada por uma reestruturação na Squid. De fato, o crescimento desacelerou, 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 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 11 vezes o Preço/Fluxo de caixa, um nível atrativo, especialmente considerando que as margens estão se expandindo de forma satisfatória e o crescimento deve retornar.

Intelbras (INTB3)

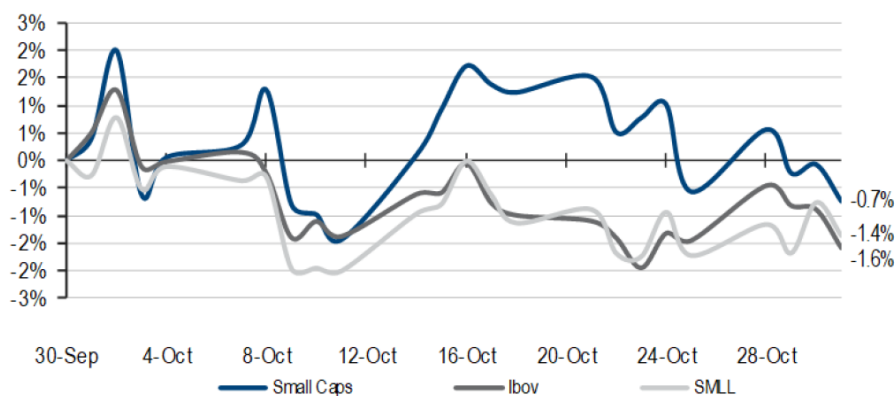
Por algum tempo, a principal pergunta dos investidores parece ter sido: o crescimento pode voltar aos níveis históricos? Bem, o segundo e o terceiro trimestres trouxeram sinais positivos, e vemos espaço para uma boa valorização à medida que isso se torna mais claro, já que uma expansão dos múltiplos seria mais do que merecida (pelo menos 15x os lucros em comparação com 10x hoje), juntamente com um carregamento sólido de dois dígitos. A principal preocupação dos investidores com a Intelbras agora está relacionada às margens (ironicamente, exatamente o oposto da dinâmica entre o 2T23 e o 1T24, quando a empresa apresentava margens impressionantemente altas, mas com crescimento negativo), mas destacamos mais uma vez que as margens estão sendo prejudicadas por questões cíclicas, e não estruturais. Portanto, o crescimento da receita (que é estrutural) deve prevalecer.

Rentabilidade Histórica:

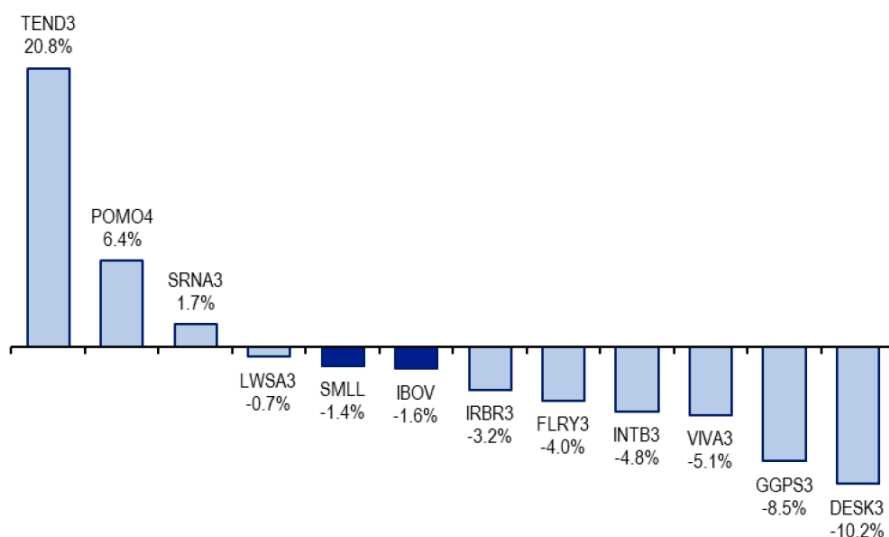
Performance Mensal

Em outubro, a carteira Small Caps apresentou uma queda de -0,7%, performando acima do Ibovespa (-1,6%) e do SMLL (-1,4%), conforme gráfico abaixo.

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



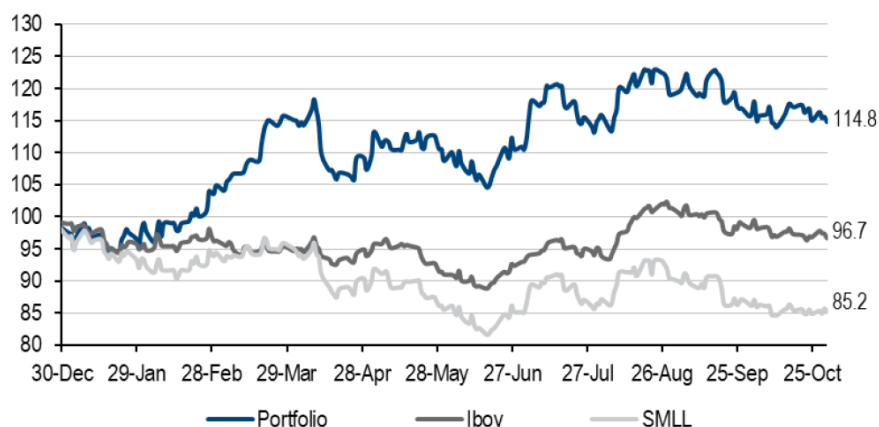
Fonte: BTG Pactual e Econômica, (*) rentabilidade considerando último preço de fechamento

Gráfico 2: Performance por ação em outubro de 2024(*)


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

Rentabilidade no acumulado do ano (*):

Desde 31 de dezembro de 2023, o portfólio de Small Caps apresentou uma alta de +14,8%, contra -3,3% para o Ibovespa e -14,8% para o SMLL. A taxa de empréstimo interbancário CDI teve alta de +8,9% no período.

Gráfico 3: Performance no acumulado do ano (*)


Fonte: BTG Pactual e Econômica, (*) rentabilidade considerando 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 4.646%, contra 112,9% do Ibovespa e 76,2% do SMLL.

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


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

Tabela 3: 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%	-0,7%			14,8%	4645,6%	-3,3%	112,9%

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