



Small Caps

Carteira Recomendada

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Janeiro 2025

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

Leonardo Correa
São Paulo – Banco BTG Pactual

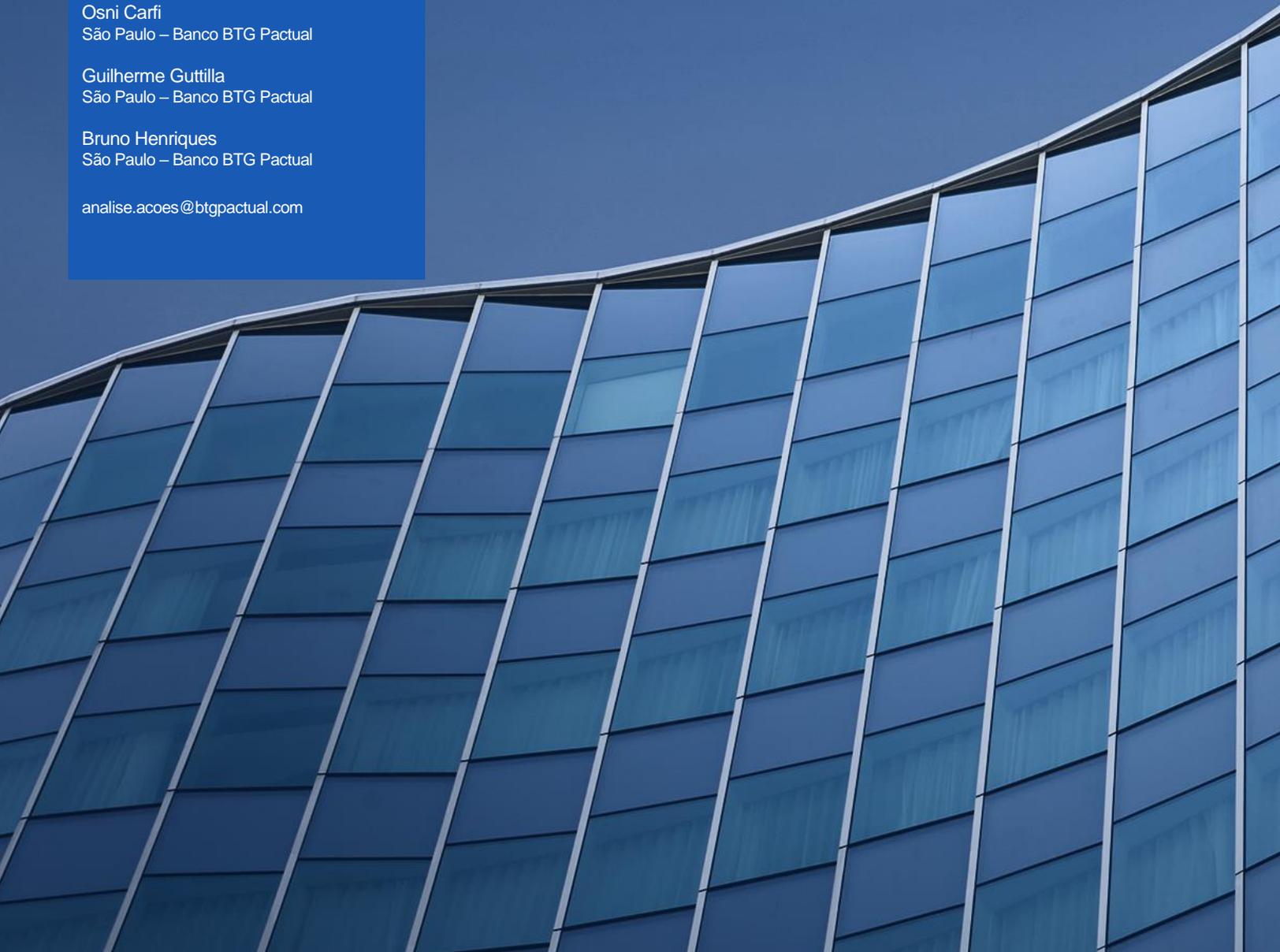
Antonio Junqueira, CFA
São Paulo – Banco BTG Pactual

Osni Carfi
São Paulo – Banco BTG Pactual

Guilherme Guttilla
São Paulo – Banco BTG Pactual

Bruno Henriques
São Paulo – Banco BTG Pactual

analise.acoes@btgpactual.com



Carteira recomendada de Ações – Small Caps



BTG Pactual Equity Research

02 de Janeiro de 2025

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

IRB é a novidade deste mês.

Quem permanece e quem sai

Grupo Mateus, GPS, Tenda, Marcopolo, São Martinho, Orizon, Desktop, SLC e Fleury mantém suas posições, enquanto Inter deixa a carteira.

Tabela 1: 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
Grupo Mateus	GMAT3	10%	Compra	14.366	37,0	5,9x	4,7x	10,8x	9,0x	1,4x	1,2x
GPS	GGPS3	10%	Compra	9.434	36,2	7,4x	6,0x	14,9x	10,0x	2,6x	2,2x
São Martinho	SMTO3	10%	Compra	7.732	32,6	3,3x	2,9x	5,5x	7,4x	1,2x	1,1x
SLC	SLCE3	10%	Compra	7.699	44,8	6,4x	5,0x	15,8x	5,0x	1,5x	1,3x
Marcopolo	POMO4	10%	Compra	7.625	103,7	5,0x	4,5x	6,4x	6,0x	2,0x	1,8x
Fleury	FLRY3	10%	Compra	6.569	41,8	4,2x	3,8x	9,6x	9,0x	1,3x	1,3x
IRB	IRBR3	10%	Compra	3.474	53,9	n.a	n.a	8,3x	6,4x	0,8x	0,7x
Orizon	ORVR3	10%	Compra	3.140	25,1	10,3x	6,5x	39,7x	10,8x	4,0x	3,4x
Tenda	TEND3	10%	Compra	1.531	48,0	6,0x	3,2x	12,9x	4,0x	1,6x	1,2x
Desktop	DESK3	10%	Compra	1.207	2,0	4,3x	3,7x	6,7x	5,1x	0,8x	0,7x

Fonte: BTG Pactual

Tabela 2: Alterações da carteira Small Caps para Janeiro

Dezembro				Janeiro			
Setor	Empresa	Código	Peso (%)	Setor	Empresa	Código	Peso (%)
Aluguel de Carros e Logística	GPS	GGPS3	10%	Aluguel de Carros 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%
Saúde	Fleury	FLRY3	10%	Saúde	Fleury	FLRY3	10%
Agronegócio	São Martinho	SMT03	10%	Agronegócio	São Martinho	SMT03	10%
Serviços Básicos	Orizon	ORVR3	10%	Serviços Básicos	Orizon	ORVR3	10%
Varejo	GMAT	GMAT3	10%	Varejo	GMAT	GMAT3	10%
Financeiro	Inter	INBR32	10%	Financeiro	IRB	IRBR3	10%
TMT	Desktop	DESK3	10%	TMT	Desktop	DESK3	10%
Agronegócio	SLC	SLCE3	10%	Agronegócio	SLC	SLCE3	10%

Fonte: Empresa e BTG Pactual

Um resumo das nossas escolhas

Fleury (FLRY3)

Em nossa cobertura de saúde, consideramos o Fleury uma das melhores escolhas de ações defensivas durante períodos de volatilidade aguda do mercado, pois oferece uma combinação atraente de: (i) baixa alavancagem; (ii) taxas de crescimento razoáveis em um negócio defensivo; (iii) um bom retorno, dado seu forte yield de fluxo de caixa livre (11% em 2024 e 12,5% em 2025) e yield de dividendos (9% em 2024 e 10% em 2025); e (iv) valuation atrativo (aproximadamente 9x P/L para 2025). Recentemente, a empresa realizou seu Investor Day, onde enfatizou que deve continuar ganhando participação de mercado (em B2C/B2B), enquanto potenciais ganhos de margem não foram descartados. Essas dinâmicas devem impulsionar um sólido momento de resultados.

IRB Brasil (IRBR3)

O IRB é líder em resseguros no Brasil e tem um valor de mercado de “apenas” R\$ 3,6 bilhões (mas é uma ação altamente líquida). A ação permanece altamente não correlacionada com o mercado em geral e ainda parece ter um potencial significativo de alta no curto prazo. Embora 33% acima da nossa atualização de recomendação em meados de agosto, o ativo caiu 2% no acumulado do ano, apesar de um bom ano operacional, particularmente considerando o evento climático desastroso que atingiu o Rio Grande do Sul, aumentando as sinistralidades no segundo trimestre. Esperamos que os números de subscrição continuem melhorando em 2025, o que combinado com uma Selic muito mais alta significa que acreditamos que o IRBR3 está sendo negociado a um baixo 6,4x P/L 25E, com base em lucros/ROE que ainda não são considerados “níveis recorrentes” (o que significa que há potencial para mais crescimento do ROE nos próximos anos). Além do múltiplo barato, o IRB também tem uma quantidade significativa de créditos fiscais. Um exercício de VPL do benefício fiscal (valor contábil de R\$ 2,1 bilhões em set/24), assumindo o cronograma de utilização divulgado pelo IRB em suas demonstrações financeiras (e nosso custo de capital do acionista de 15%), indica um valor presente de ~R\$ 800 milhões, ou 22,5% do último valor de mercado do IRB (as ações de fato podem estar sendo negociadas a 5x P/L 25). O IRBR3 caiu no acumulado do ano em comparação a um grupo de

pares do setor de seguros (no Brasil) que subiu > 20% no mesmo período. Então, acreditamos que há espaço para mais...

Tenda (TEND3)

Temos uma visão otimista sobre a habitação de baixa renda devido às mudanças no programa Minha Casa Minha Vida (MCMV), que ampliaram os limites de renda para a Faixa 1, beneficiando especialmente os compradores elegíveis para essa categoria, 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 também alcançou uma margem bruta ajustada de aproximadamente 32% no trimestre, um retorno sobre o patrimônio líquido anualizado de 17% e um fluxo de caixa livre positivo, reforçando nossa confiança na reestruturação da companhia. As ações estão sendo negociadas a um valuation extremamente atraente de aproximadamente 4 vezes o P/L estimado para 2025. Portanto, estamos mantendo a Tenda em nosso portfólio de Small Caps.

Orizon (ORVR3)

A Orizon é nossa principal escolha no setor de serviços básicos entre as small caps. A empresa possui muitas características de um ativo gerador de valor ao longo do tempo. A maior parte de suas receitas, provenientes de tarifas, assemelha-se às de monopólios naturais regulados. Sua característica mais interessante, porém, é a quantidade de opcionalidades que ele carrega. Embora tenha uma TIR real alta (13,5%), ele ainda opera em um setor fragmentado e ainda pode verticalizar muitos de seus Echo Parks em outros negócios (adicionando VPL e TIR percebida aos números que projetamos).

São Martinho (SMT03)

Mantemos a São Martinho em nosso portfólio de small caps. A empresa destaca-se como uma empresa premium e com exposição em uma das poucas teses de commodities agrícolas para as quais mantemos uma perspectiva estruturalmente otimista de preços: o açúcar. Do ponto de vista de valuation, a São Martinho permanece atrativa, negociando com um yield de fluxo de caixa de 12% para o ano fiscal de 2026 e 15% para 2027. Além disso, com os estoques de etanol provavelmente atingindo o pico e a expectativa de uma demanda robusta por combustíveis, estimamos um potencial significativo para aumentos de preços durante a entressafra, oferecendo um catalisador de curto prazo para revisões positivas dos lucros. Como exportadora de açúcar, a São Martinho também proporciona uma exposição importante a um nível de câmbio mais alto no Brasil. Nos níveis atuais de preço das ações, a margem de segurança parece elevada, tornando o perfil de risco-retorno altamente atraente.

GPS (GGPS3)

Mantemos uma perspectiva positiva para o GPS, sustentada por diversos fatores-chave: (i) uma projeção robusta de crescimento, com uma taxa composta de crescimento anual do LPA de 18% entre 2024 e 2026, impulsionada por seu amplo mercado endereçável (acima de R\$247 bilhões); (ii) uma equipe de gestão experiente e competente; e

content.btgpactual.com

(iii) baixos requisitos de capital, mantendo níveis elevados de ROIC em torno de 20%. Embora reconheçamos que o terceiro trimestre não tenha sido um catalisador para a ação, já que a tendência orgânica permaneceu em um dígito, a lucratividade continua saudável e esperamos ver tendências melhores nos próximos trimestres. 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 10 vezes o P/L caixa para 2025, próximo à sua média histórica.

Marcopolo (POMO4)

Mantemos uma perspectiva otimista em relação aos resultados da Marcopolo, sustentada por um momento favorável no curto prazo, impulsionado por: (i) recuperação da indústria de ônibus, auxiliada por tarifas aéreas mais altas, levando clientes a optarem por viagens de ônibus; (ii) ajuste recente da capacidade de produção da Marcopolo; (iii) cenário melhorado para o fornecimento de componentes; (iv) melhores resultados das operações internacionais; e (v) aumento nos volumes do programa Caminho da Escola. Além disso, a Marcopolo está cada vez mais posicionada para novas oportunidades, como o fortalecimento de sua atuação no mercado B2B, aceleração da transformação tecnológica, melhoria da eficiência produtiva e aproveitamento do crescente mercado de ônibus elétricos. Por fim, observamos que a Marcopolo está sendo negociada a um valuation atrativo de 6 vezes o P/L estimado para 2025.

Desktop (DESK3)

A Desktop está sendo negociada a um múltiplo de P/L de 5,1x para 2025E, apresentando um desconto em relação a empresas globais integradas de telecomunicações, que possuem um P/L médio de 10,8x, e à Brisanet, que negocia a 9,2x P/L para 2025E. Recentemente, as ações da Desktop tiveram valorização devido a especulações sobre uma possível aquisição pela Vivo, o que posteriormente foi confirmado como conversas sobre um potencial negócio. Embora não haja um prazo específico ou conclusão sobre as discussões em andamento, o desempenho da DESK3 pode se beneficiar de notícias positivas relacionadas a isso. Com um valuation atrativo e promissoras oportunidades de criação de valor, reiteramos nossa recomendação de COMPRA e mantemos a Desktop como nossa principal escolha em nosso universo de cobertura de ISPs.

Grupo Mateus (GMA3)

Os resultados trimestrais recentes reforçaram mais uma vez a resiliência das operações da GMAT, com sinais de melhorias nas margens e uma expansão decente da receita líquida (incluindo uma aceleração no formato C&C). Embora a forte concorrência (incluindo de players regionais, que saturam alguns mercados) e as margens apertadas signifiquem que o setor de varejo alimentar não seja uma grande tese de investimento estrutural, ainda vemos o GMAT (nossa principal escolha no segmento) como uma opção mais resiliente, combinando baixa alavancagem financeira, valuation atrativo e exposição ao aumento da inflação alimentar no Brasil e às regiões (Nordeste e Norte) onde os players nacionais (e mais agressivos) tem uma menor competitividade.

SLC (SLCE3)

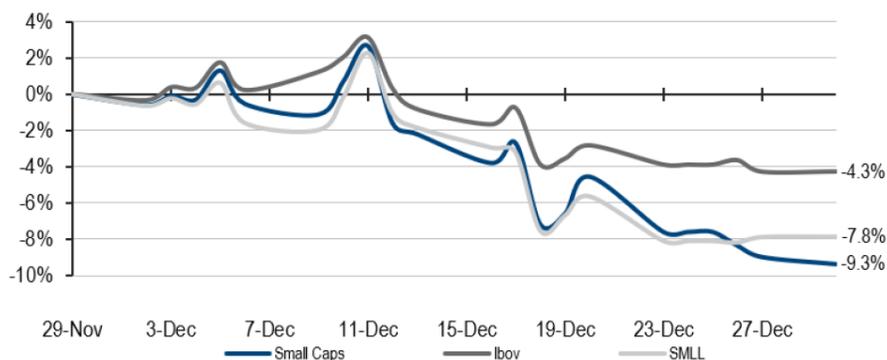
Estamos mantendo a SLC Agrícola em nosso portfólio de Small Caps. A empresa possui vantagens competitivas e é líder de mercado em um dos setores mais prósperos e de rápido crescimento do Brasil: o Agronegócio. Embora não seja nosso cenário base uma alta imediata nos preços da soja ou do algodão, também não antecipamos outra queda acentuada nos preços das commodities, com preços próximos ou abaixo dos custos marginais de produção. Em termos de valuation, a SLC continua sendo uma sólida tese de investimento de carregio, negociando a um atrativo múltiplo de 5x EV/EBITDA para 2025 e abaixo do patamar de 1x P/NAV. Como grande exportadora de commodities agrícolas, a SLC também oferece uma exposição interessante a uma taxa de câmbio maior no Brasil.

Rentabilidade Histórica:

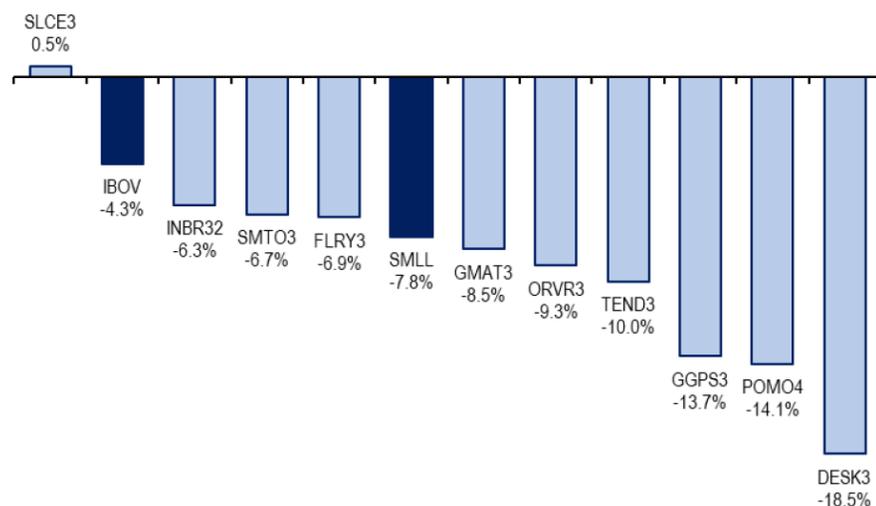
Performance Mensal

Em dezembro, a carteira Small Caps apresentou uma queda de -9,3%, performando abaixo do Ibovespa (-4,3%) e do SMLL (-7,8%), conforme gráfico abaixo.

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



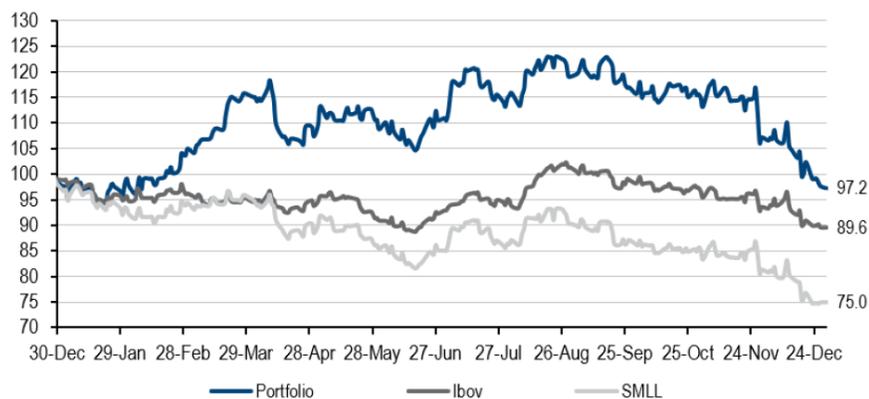
Fonte: BTG Pactual e Economática, (*) rentabilidade considerando último preço de fechamento

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


Fonte: BTG Pactual e Economática. (*) 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 queda de -2,8%, contra -10,4% para o Ibovespa e -25,0% para o SMLL. A taxa de empréstimo interbancário CDI teve alta de +10,8% no período.

Gráfico 3: Performance no acumulado do ano (*)


Fonte: BTG Pactual e Economática, (*) 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 3.915,2%, contra 97,4% do Ibovespa e 55,1% 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%	-6,7%	-9,3%	-2,8%	3915,2%	-10,4%	97,4%

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