



# Small Caps

Carteira Recomendada

Equity Research  
Banco BTG Pactual S.A.

Março 2025

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

Leonardo Correa  
São Paulo – Banco BTG Pactual

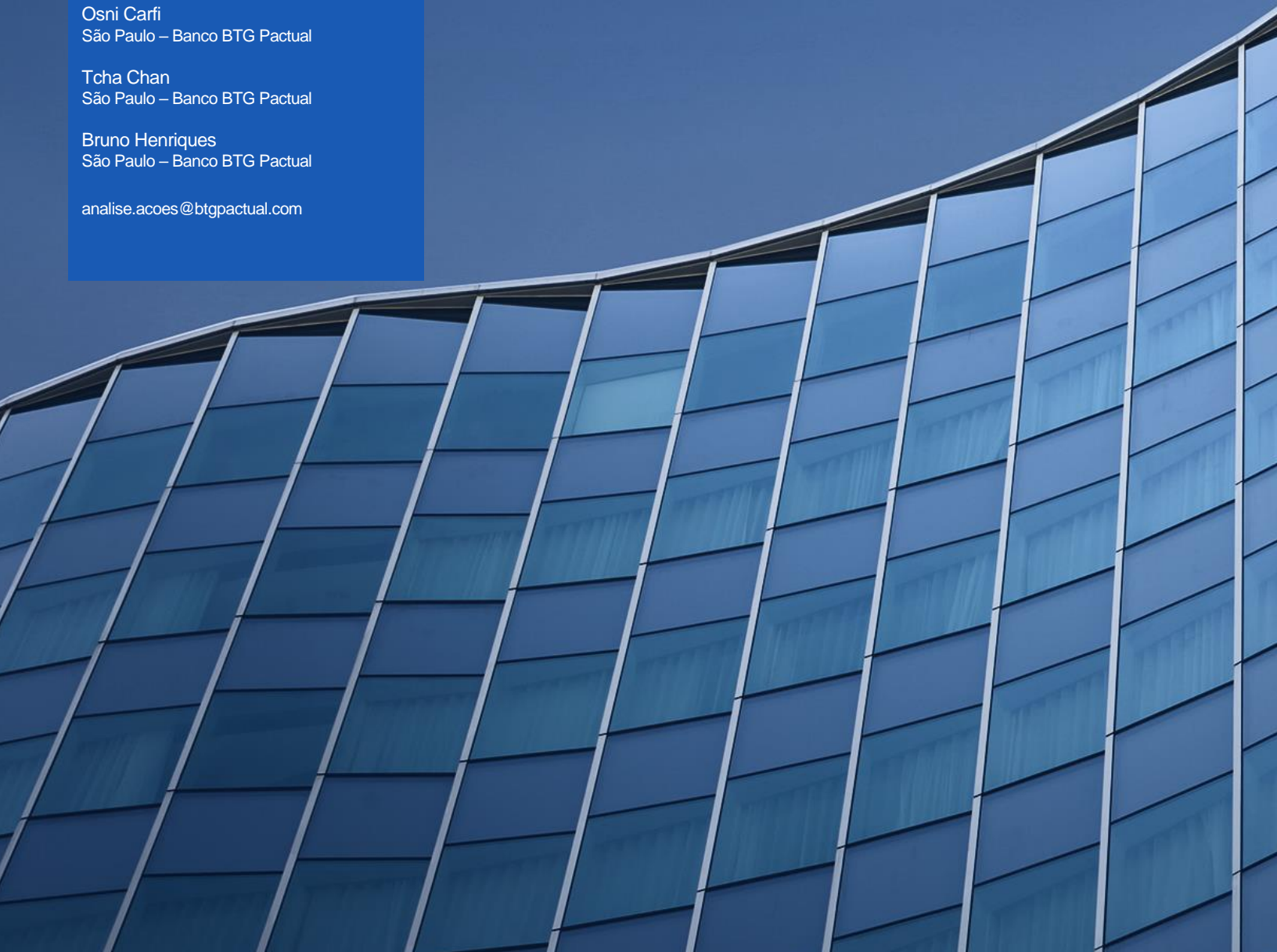
Antonio Junqueira, CFA  
São Paulo – Banco BTG Pactual

Osni Carfi  
São Paulo – Banco BTG Pactual

Tcha Chan  
São Paulo – Banco BTG Pactual

Bruno Henriques  
São Paulo – Banco BTG Pactual

[analise.acoes@btgpactual.com](mailto:analise.acoes@btgpactual.com)



# Carteira recomendada de Ações – Small Caps



BTG Pactual Equity Research

06 de Março 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, Smart Fit, Marcopolo, 3tentos, SLC, São Martinho, Orizon, Tenda e Desktop mantêm suas posições, enquanto Fleury 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	
						2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
Grupo Mateus	GMAT3	10%	Compra	14.342	28,0	4,9x	3,9x	9,0x	6,8x	1,3x	1,1x
Smart Fit	SMFT3	10%	Compra	10.459	60,1	7,9x	6,3x	16,0x	10,3x	1,7x	1,5x
SLC	SLCE3	10%	Compra	7.936	48,0	4,8x	4,3x	9,4x	6,3x	1,3x	1,2x
Marcopolo	POMO4	10%	Compra	7.621	83,3	4,6x	3,9x	6,0x	5,4x	1,8x	1,6x
3tentos	TTEN3	10%	Compra	7.313	21,8	7,7x	5,8x	10,8x	8,7x	1,6x	1,4x
Sao Martinho	SMTO3	10%	Compra	6.994	28,0	3,1x	2,5x	10,7x	6,4x	1,2x	1,1x
IRB	IRBR3	10%	Compra	3.858	92,3	n.a	n.a	7,0x	5,1x	0,8x	0,7x
Orizon	ORVR3	10%	Compra	3.452	16,2	6,7x	5,7x	12,3x	10,9x	3,7x	3,7x
Tenda	TEND3	10%	Compra	1.806	39,5	3,7x	3,1x	4,0x	3,5x	1,5x	1,2x
Desktop	DESK3	10%	Compra	944	2,8	3,3x	2,8x	5,6x	3,2x	0,6x	0,5x

Fonte: Economática e BTG Pactual.

Tabela 2: Alterações da carteira Small Caps para Março

Fevereiro				Março			
Setor	Empresa	Código	Peso (%)	Setor	Empresa	Código	Peso (%)
Agronegócio	3tentos	TTEN3	10%	Agronegócio	3tentos	TTEN3	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%	Financeiro	IRB	IRBR3	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%
Varejo	Smart Fit	SMFT3	10%	Varejo	Smart Fit	SMFT3	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 para março

### IRB (IRBR3)

O IRB retorna à carteira este mês. Após uma forte valorização em janeiro, decidimos retirá-lo da carteira em fevereiro, mas, após uma queda de 10%, estamos adicionando a empresa de volta. O IRB é líder no setor de resseguros no Brasil e tem um valor de mercado de “apenas” R\$3,8 bilhões, mas é uma ação altamente líquida. O papel continua apresentando baixa correlação com o mercado e ainda parece ter um potencial expressivo de valorização no curto prazo. Embora ainda acumule alta de 45% desde nossa recomendação de compra em meados de agosto, caiu 17,5% desde seu pico em fevereiro, apesar dos números razoáveis de 2024, especialmente considerando o evento climático extremo que atingiu o Rio Grande do Sul e aumentou as indenizações no primeiro semestre. Esperamos que os números de underwriting continuem melhorando em 2025, e, combinado com uma Selic mais alta, acreditamos que o IRBR3 está sendo negociado a um “baixo” múltiplo de 7x P/L para 2025, com base em lucros e ROE que ainda não consideramos “recorrentes” (o que significa que há potencial para crescimento adicional do ROE nos próximos anos). Além do valuation atrativo, o IRB também possui uma quantidade significativa de créditos fiscais. Um exercício de valor presente líquido dos benefícios fiscais (com valor contábil de ~R\$2,1 bilhões no final de 2024), assumindo o cronograma de utilização divulgado pela empresa e nosso custo de capital próprio de 15%, indica um valor presente de aproximadamente R\$800 milhões, ou 20% do valor de mercado do IRB, sugerindo que a ação pode estar sendo negociada a 5,5x P/L 2025. O IRBR3 sobe 5% no ano, mas acreditamos que ainda há espaço para mais valorização.

### Tenda (TEND3)

Temos uma visão otimista sobre a habitação de baixa renda devido às mudanças no MCMV, a acessibilidade nunca esteve tão favorável para os compradores, especialmente aqueles elegíveis para o MCMV Faixa 1, onde a Tenda está estrategicamente focada. A empresa apresentou um forte crescimento de lançamentos e vendas em 2024, com aumentos de 57% e 44% a/a, respectivamente, além de uma expansão de 820bps na margem bruta ajustada no terceiro trimestre de 2024, [content.btgpactual.com](http://content.btgpactual.com)

impulsionando o ROE anualizado para 34% e gerando um fluxo de caixa operacional positivo, o que reforça nossa confiança na sua reestruturação. Esperamos que os resultados continuem melhorando nos próximos trimestres, com alguns eventos pontuais, como o programa Pode Entrar e a venda de uma participação minoritária na subsidiária Alea, ajudando a acelerar a desalavancagem da companhia. A ação é a mais barata entre as incorporadoras atuando na baixa renda e está sendo negociada a um valuation extremamente atrativo de aproximadamente 4x P/L para 2025. Assim, seguimos com Tenda em nossa carteira Small Cap.

### **Orizon (ORVR3)**

A Orizon é nossa principal escolha no setor de serviços básicos entre as Small Caps. A empresa apresenta muitas características de uma tese geradora de valor. A maior parte de sua receita tem semelhança com monopólios naturais regulados. Sua característica mais interessante, no entanto, é a quantidade de opcionalidades que apresenta. Apesar de possuir uma TIR real alta (11,7%), ainda opera em um setor fragmentado e pode verticalizar muitos de seus Eco Parques, adicionando mais valor (VPL) e uma percepção maior de retorno ao capital investido.

### **São Martinho (SMT03)**

Mantemos São Martinho em nossa carteira de Small Caps. A empresa se destaca como uma das mais bem posicionadas dentro de um dos poucos mercados de commodities agrícolas onde temos uma visão estruturalmente otimista: o açúcar. Do ponto de vista de valuation, continua atrativa, negociando a um yield de 13% de geração de fluxo de caixa em 2026 e 15% para 2027. Além disso, esperamos que a forte demanda por combustíveis observada em 2024 se mantenha em 2025, levando a um mercado de etanol mais apertado, o que pode impulsionar revisões positivas dos lucros. Como exportadora de açúcar, a São Martinho também se beneficia de um real mais desvalorizado. Aos preços atuais, vemos uma elevada margem de segurança, tornando o perfil de risco-retorno da companhia altamente atrativo.

### **Marcopolo (POMO4)**

Seguimos otimistas em relação à tese de investimento da Marcopolo, apoiada por um modelo de negócios estruturalmente melhor e por um ambiente setorial mais resiliente. Apesar do debate recente sobre a sustentabilidade das margens, vemos vários fatores estruturais sustentando a rentabilidade, incluindo uma gestão melhor de capacidade, ganhos de eficiência operacional e alocação disciplinada de capital. As operações externas da empresa, especialmente na Argentina, continuam sendo um catalisador de crescimento relevante, enquanto a eletrificação representa uma oportunidade de longo prazo, com a Marcopolo estrategicamente posicionada nesse mercado em evolução. Além disso, sua exposição favorável ao câmbio e baixa alavancagem fornecem uma proteção natural em um ambiente macroeconômico desafiador. Com um valuation atrativo de 6x P/L e um dividend yield de 8% para 2025, a Marcopolo oferece uma forte proposta de valor promissora.

## Desktop (DESK3)

A Desktop negocia a 5,6x P/L para 2025, com desconto tanto em relação às operadoras integradas globais (11x) quanto à Brisanet (17x P/L para 2025). Apesar da especulação sobre uma aquisição pela Vivo no ano passado, ainda não há uma conclusão. Com valuation atrativo e boas perspectivas, reiteramos nossa recomendação de Compra e mantemos a Desktop como nossa principal escolha no setor de ISPs.

## Grupo Mateus (GMAT3)

Os resultados trimestrais recentes reforçaram mais uma vez a resiliência das operações do Grupo Mateus, com sinais de melhora nas margens e uma expansão razoável da receita líquida, tendência que acreditamos que deve continuar nos próximos trimestres. Embora o setor de varejo alimentar não seja uma tese estrutural devido a forte concorrência (incluindo das empresas regionais, que saturam alguns mercados) e as margens sejam apertadas, ainda vemos o Grupo Mateus (nossa principal escolha no segmento) como uma opção mais resiliente, combinando baixa alavancagem financeira, valuation atrativo (9x P/L para 2025) e exposição ao aumento da inflação dos alimentos no Brasil e forte posicionamento nas regiões Norte e Nordeste, onde empresas nacionais (e mais agressivas) são menos predominantes.

## SLC (SLCE3)

Mantemos a SLC Agrícola em nossa carteira de Small Caps. A empresa possui vantagens competitivas e é líder de mercado em um dos setores mais dinâmicos e promissores do Brasil: o agronegócio. Embora não vejamos um potencial de alta expressiva nos preços da soja ou do algodão no curto prazo, também não esperamos uma nova queda acentuada nos preços das commodities, que já estão próximos ou abaixo dos custos marginais de produção. Em termos de valuation, a SLC continua sendo uma tese sólida, negociando a um múltiplo atrativo de 4,8x EV/EBITDA para 2025 e abaixo de 1x P/NAV. Como uma grande exportadora de commodities agrícolas, a SLC também oferece uma exposição valiosa a um real mais depreciado.

## 3tentos (TTEN3)

Mantemos a 3tentos em nossa carteira de Small Caps. Vemos a empresa como uma tese de investimento de crescimento acelerado e alta rentabilidade dentro do setor de agronegócio no Brasil, sustentada por seu modelo de negócios integrado, que gera sinergias entre seus três segmentos operacionais. A tese de investimento também se apoia no forte momento dos resultados, especialmente no segmento Industrial. Estimamos que o P/L da 3tentos caia para 8,7x em 2026 e 6,8x em 2027, quando os investimentos recentes começarem a gerar retorno, com um ROIC esperado de ~20% nos próximos anos.

## Smartfit (SMFT3)

A Smart Fit está bem-posicionada como uma empresa de atuação na América Latina (mais de 50% da receita vem de fora do Brasil), beneficiando-se de: (i) grande escala na região; (ii) *unit economics* atrativo, com significativa melhoria na rentabilidade devido a maior

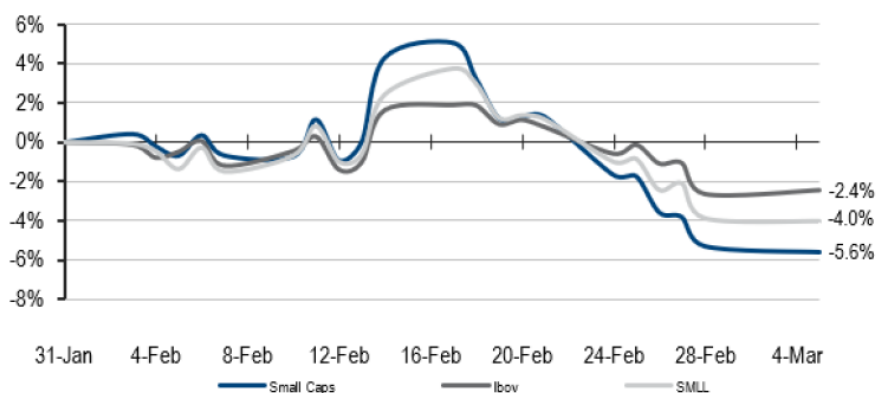
alavancagem operacional e otimização de custos; e (iii) exposição a um setor fragmentado na região. Além disso, a empresa segue buscando novas frentes de crescimento, como expansão internacional via franquias e novos formatos, o que pode acelerar ainda mais seu potencial de crescimento. Apesar do valuation elevado (16x P/L para 2025), do potencial de canibalização entre academias (que pode impactar o número de alunos por unidade) e da concorrência de empresas como a Bluefit (que conta com financiamento da Mubadala), vemos excelentes perspectivas de crescimento para os próximos quatro anos (taxa de crescimento composta do LPA de 37% entre 2024-2027), o que sustenta nossa recomendação de Compra.

## Rentabilidade Histórica:

### Performance Mensal

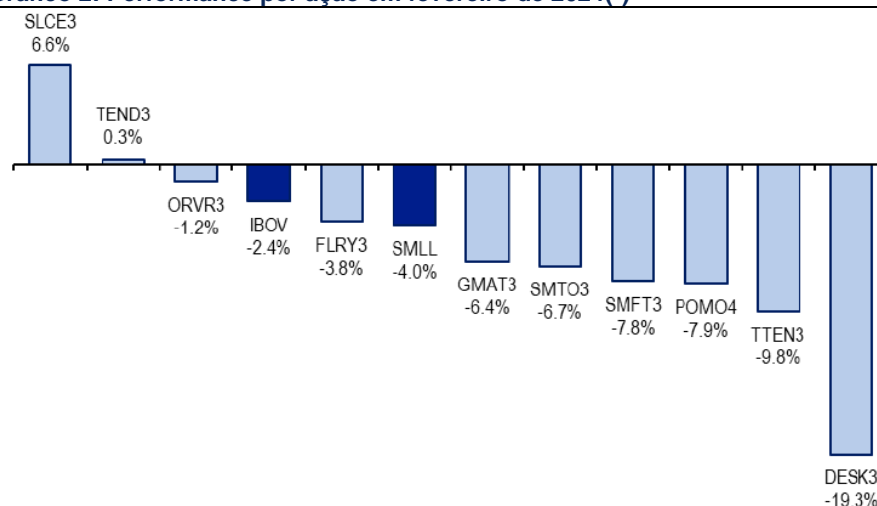
No último mês, a carteira Small Caps apresentou uma queda de -5,6%, performando abaixo do Ibovespa (-2,4%) e do SMLL (-4,0%), conforme gráfico abaixo. Nota: A performance do dia 05/03/2025 está contida no mês de fevereiro/25.

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



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

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



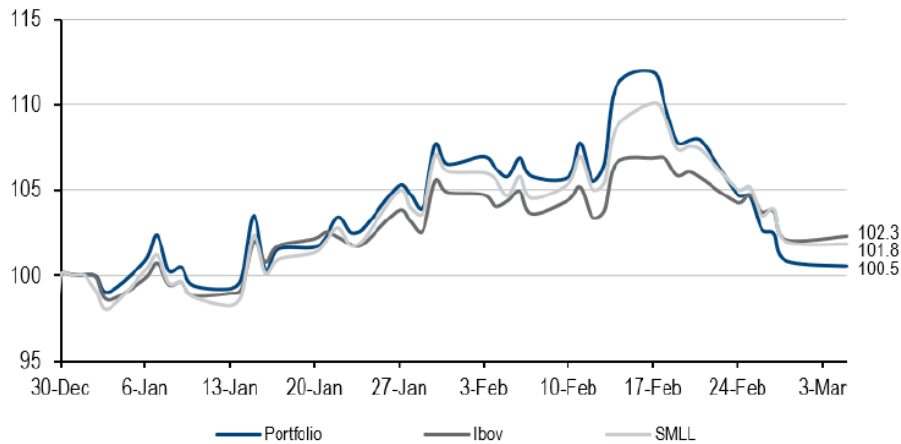
Fonte: BTG Pactual e Econômica. (\*) rentabilidade considerando o último preço de fechamento



## Desempenho no ano

Desde 31 de dezembro de 2024, nossa carteira Small Caps subiu 0,5%, vs. 2,3% do Ibovespa e 1,8% do SMLL. A taxa CDI registra alta de 2,1% no período.

### Gráfico 3: Desempenho no acumulado do ano

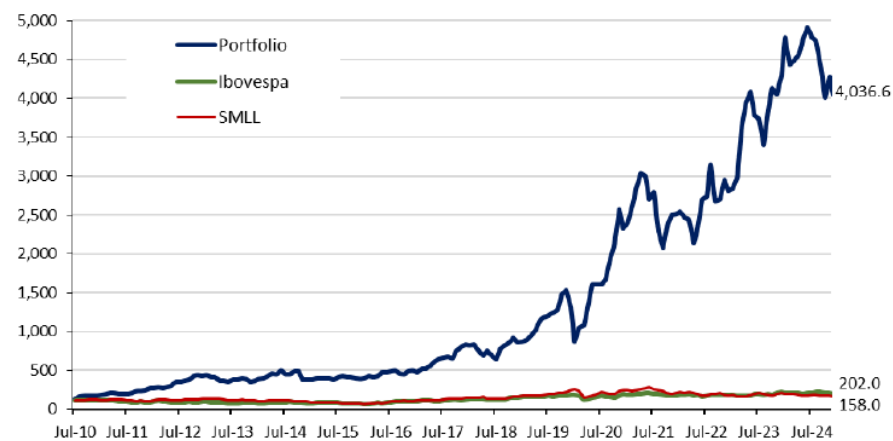


Fonte: Economática e BTG Pactual

### Rentabilidade Histórica (\*):

Desde julho de 2010, quando Carlos E. Sequeira assumiu a gestão da carteira Small Caps, a carteira acumula alta de 3.937%, vs 102,0% do Ibovespa e 58,0% 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
<b>2010</b>							14,7%	9,0%	8,6%	18,6%	6,8%	1,3%	74,3%	74,3%	13,7%	13,7%
<b>2011</b>	-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%
<b>2012</b>	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%
<b>2013</b>	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%
<b>2014</b>	-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%
<b>2015</b>	-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%
<b>2016</b>	-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%
<b>2017</b>	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%
<b>2018</b>	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%
<b>2019</b>	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%
<b>2020</b>	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%
<b>2021</b>	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%
<b>2022</b>	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%
<b>2023</b>	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%
<b>2024</b>	-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%
<b>2025</b>	6,5%	-5,6%											0,5%	3936,6%	2,3%	102,0%

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](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)