



# Small Caps

Carteira Recomendada

Equity Research  
Banco BTG Pactual S.A.

Abril 2025

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

Leonardo Correa  
São Paulo – Banco BTG Pactual

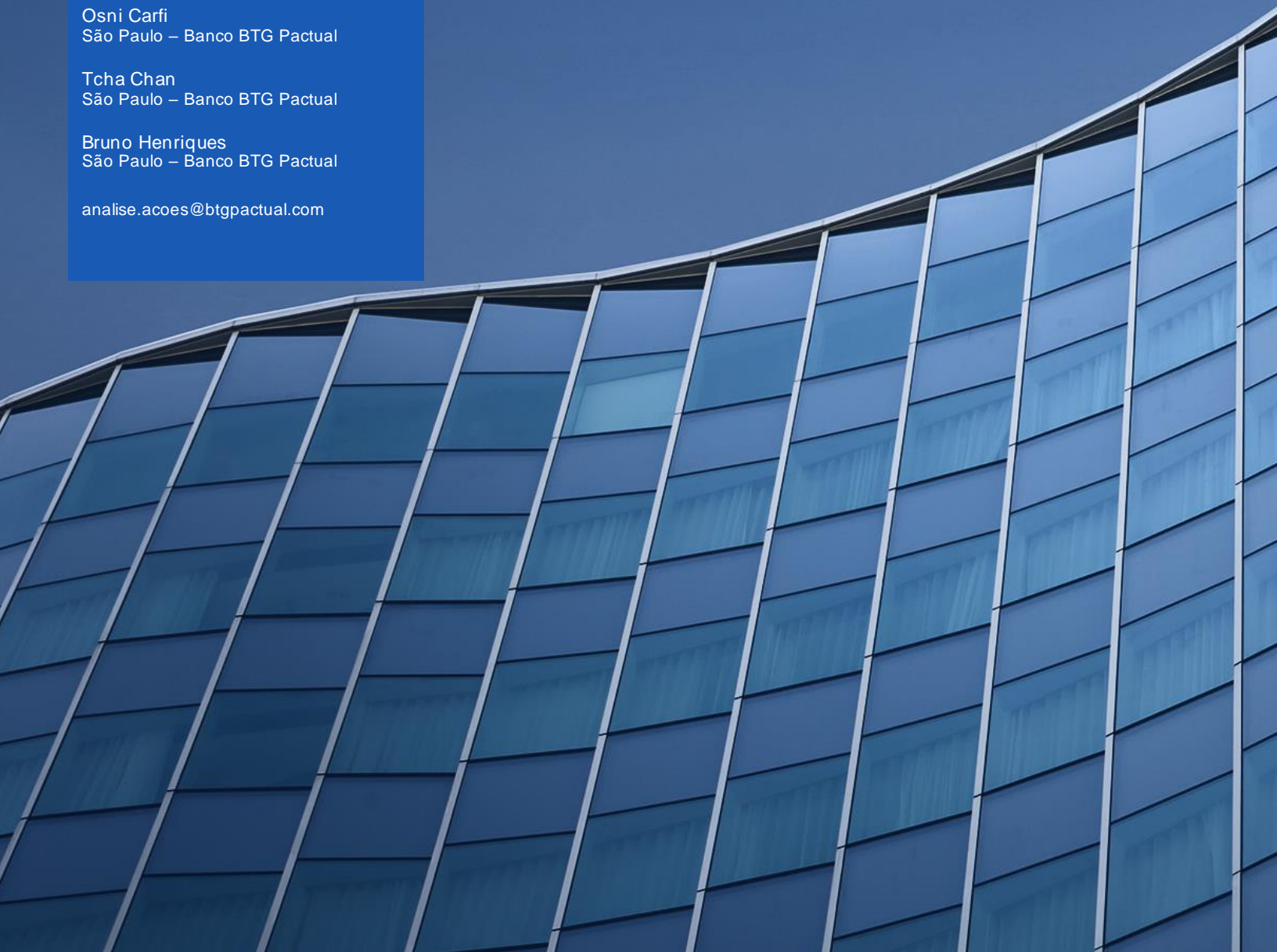
Antonio Junqueira, CFA  
São Paulo – Banco BTG Pactual

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

01 de Abril 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

CBA e Inter são as novidades deste mês.

### Quem permanece e quem sai

3tentos, Tenda, Marcopolo, São Martinho, Orizon, Grupo Mateus, Smart Fit e Desktop mantêm suas posições, enquanto SLC e IRB deixam 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	15.243	27,9	5,2x	4,2x	10,0x	7,2x	1,3x	1,1x
Inter	INBR32	10%	Neutro	13.751	66,1	n.a	n.a	7,7x	6,0x	1,4x	1,2x
Smart Fit	SMFT3	10%	Compra	12.196	63,2	8,5x	6,8x	18,0x	12,0x	1,9x	1,7x
3tentos	TTEN3	10%	Compra	7.219	20,0	7,6x	5,7x	10,6x	8,4x	1,6x	1,3x
São Martinho	SMTO3	10%	Compra	6.838	28,7	3,0x	2,4x	10,4x	6,1x	1,1x	1,0x
Marcopolo	POMO4	10%	Compra	6.412	105,0	3,8x	3,1x	5,0x	4,5x	1,5x	1,3x
Orizon	ORVR3	10%	Compra	3.509	16,6	6,8x	5,8x	12,5x	11,1x	3,8x	3,7x
CBA	CBAV3	10%	Compra	3.132	21,7	3,7x	3,4x	3,0x	3,7x	0,6x	0,6x
Tenda	TEND3	10%	Compra	1.692	40,1	3,5x	3,0x	4,0x	3,3x	1,4x	1,1x
Desktop	DESK3	10%	Compra	911	2,6	3,2x	2,7x	5,4x	3,1x	0,6x	0,5x

Fonte: Economática e BTG Pactual.

**Tabela 2: Alterações da carteira Small Caps para Abril**

Março				Abril			
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%
Financeiro	IRB	IRBR3	10%	Bancos	Inter	INBR32	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	Grupo Mateus	GMAT3	10%
Varejo	Smart Fit	SMFT3	10%	Varejo	Smart Fit	SMFT3	10%
TMT	Desktop	DESK3	10%	TMT	Desktop	DESK3	10%
Agronegócio	SLC	SLCE3	10%	Mineração & Siderurgia	CBA	CBAV3	10%

Fonte: Empresa e BTG Pactual

## Um resumo das nossas escolhas para abril

### CBA (CBAV3)

Os preços do alumínio vêm se comportando de forma positiva nos últimos meses, com uma média de aproximadamente US\$ 2.600/t. Vemos a CBA como uma opção atrativa no setor de alumínio — especialmente após a recente queda das ações, que recuaram cerca de 20% em relação às máximas recentes de R\$ 6,10/ação. Após mantermos uma recomendação neutra por mais de um ano, principalmente devido às preocupações com a alavancagem, estamos agora mais confiantes na melhora do balanço patrimonial da companhia (com alavancagem estimada em 2,0x até 2025), sustentada por uma geração de fluxo de caixa saudável, o que suporta a nossa recente alteração da recomendação para compra. Apesar do impacto de curto prazo da questão do contrato de energia nos resultados, acreditamos que há espaço para uma boa performance das ações, especialmente considerando o valuation deprimido (3,7x EV/EBITDA25) e a trajetória favorável de desalavancagem.

### Tenda (TEND3)

Temos uma visão otimista para o segmento de habitação popular, diante das mudanças no MCMV, a acessibilidade para os compradores de imóveis nunca esteve tão favorável, especialmente para os elegíveis à Faixa 1 do programa, onde a Tenda está estrategicamente posicionada. A companhia apresentou forte crescimento de lançamentos e vendas em 2024, com margem bruta ajustada sólida de 36% (+210bps a/a) e geração de fluxo de caixa operacional de R\$132 milhões no segmento principal no quarto trimestre, reforçando nossa confiança na tese de reestruturação da empresa. Esperamos que os resultados sigam em trajetória positiva nos próximos trimestres, com alguns efeitos não recorrentes (como a venda de participação minoritária na subsidiária Alea) ajudando a acelerar o processo de desalavancagem. Projetamos um crescimento de ~4x no lucro líquido neste ano. A ação é a mais barata entre as construtoras voltadas à baixa renda, negociando a um valuation extremamente atrativo de 4x P/L para 2025. Por isso, mantemos a Tenda na nossa carteira de Small Caps.

## 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 (compounder). 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 negociar com uma TIR real alta (12%), a empresa ainda opera em um setor fragmentado e pode verticalizar muitos de seus Eco Parques, adicionando VPL – Valor Presente Líquido e maior de retorno ao capital investido em relação aos nossos números projetados.

## São Martinho (SMT03)

Estamos mantendo a São Martinho em nossa carteira de Small Caps. A empresa se destaca como uma das teses 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, a tese continua atrativa, negociando a um yield de geração de fluxo de caixa de 14% em 2026 de e 16% 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 uma companhia exportadora de açúcar, a São Martinho também se beneficia de um real mais desvalorizado. Aos níveis de preços atuais, vemos uma elevada margem de segurança, tornando a relação de risco-retorno da companhia atrativa.

## Marcopolo (POMO4)

A ação vem apresentando um desempenho inferior ao de pares domésticos desde a divulgação dos resultados do quarto trimestre, com uma performance mais fraca nos últimos pregões diante da expectativa de um primeiro trimestre mais fraco em termos de produção, com base nos dados recentes da FABUS em janeiro e fevereiro. Além disso, o primeiro trimestre deve mostrar margens mais fracas, reflexo de um mix sazonalmente desfavorável (com maior participação de ônibus rodoviários para fretamento e urbanos) no início do ano. Ainda assim, acreditamos que esse cenário já esteja amplamente precificado e mantemos a posição devido ao valuation atrativo, com a POMO negociando a 5x P/L para 2025 e oferecendo um dividend yield elevado de 10% aos acionistas.

## Desktop (DESK3)

Negociando com um P/L de 5,4x para 2025, a Desktop é negociada com desconto em relação às operadoras globais integradas (13x) e à Brisnet, que está sendo negociada a 17x P/L 2025. No ano passado, a ação subiu diante de especulações sobre uma possível aquisição pela Vivo, posteriormente confirmadas por meio de conversas sobre um potencial acordo. Embora não haja prazo definido nem conclusão sobre as negociações em andamento, a performance de DESK3 pode se beneficiar de um fluxo de notícias positivas. Dado o valuation atrativo e a potencial de geração de valor, reiteramos nossa recomendação de compra e mantemos a Desktop como nossa principal escolha no universo de cobertura de ISPs.

## Grupo Mateus (GMAT3)

Os resultados trimestrais recentes voltaram a reforçar 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 a forte concorrência (inclusive de empresas regionais, saturando alguns mercados) e as margens apertadas tornem o setor de varejo alimentar uma tese estrutural menos evidente, seguimos vendo o Grupo Mateus (nossa principal escolha no segmento) como uma tese mais defensiva, combinando baixa alavancagem financeira, valuation atrativo (negociando a 10x P/L 2025) e exposição ao aumento da inflação de alimentos no Brasil e em regiões (Nordeste e Norte) onde empresas nacionais (e mais agressivas) têm menor presença.

## Inter (INBR32)

As ações do Inter têm apresentado desempenho inferior ao de outras empresas com beta semelhante. Acreditamos que o lançamento do novo produto de crédito consignado privado representa mais oportunidades do que riscos para o Inter, considerando sua exposição muito baixa (ou inexistente) a crédito pessoal sem garantias. Com base em conversas com o banco e outras empresas do setor, entendemos que o Inter está adotando a abordagem correta — testando o produto com tíquetes menores antes de escalar de forma mais agressiva. Além disso, a expectativa para este ano segue sendo de melhoria contínua na margem financeira ajustado ao risco, impulsionando ROEs mais elevados em 2025, especialmente considerando a ainda incipiente carteira de crédito ao consumidor (incluindo financiamento via PIX, BNPL e cheque especial), que tem amplo espaço para crescer. Aos níveis de preços atuais, a ação nos parece atrativa. Por isso, estamos incluindo o papel na carteira de abril.

## 3tentos (TTEN3)

Estamos mantendo a 3tentos em nossa carteira de Small Caps. Vemos a empresa como uma tese de investimento apresentando um crescimento robusto e elevada 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 está baseada no forte momento dos resultados, especialmente no segmento Industrial. Em nossas estimativas, o P/L da 3tentos deve ter uma redução para 8,4x em 2026 e 6,5x em 2027, quando os investimentos recentes começarem a gerar maiores retornos, com um ROIC esperado de ~20% nos próximos anos.

## Smartfit (SMFT3)

A Smart Fit está muito bem-posicionada como uma empresa latino-americana (com mais de 50% das vendas fora do Brasil), se beneficiando de: (i) escala relevante na região; (ii) atratividade da rentabilidade do negócio das academias, com forte melhora recentemente, impulsionada por maior alavancagem operacional e otimização de custos; e (iii) exposição a um setor ainda fragmentado na América Latina. Além disso, a companhia segue buscando novas avenidas de crescimento, com expansão internacional por meio de franquias e novos formatos, o que pode acelerar ainda mais seu

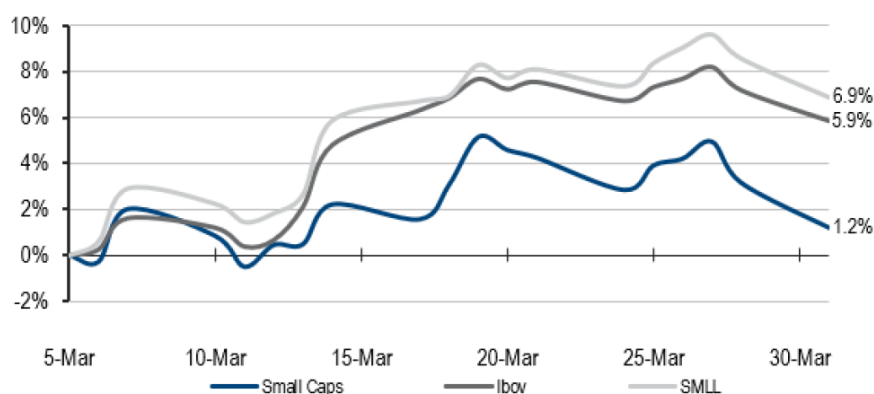
potencial de crescimento. Apesar do valuation premium (18x P/L 2025 e 12x P/L 2026), do risco de canibalização entre unidades (que pode impactar a base de alunos por academia) e da concorrência de nomes como a Bluefit (apoiada pela Mubadala), vemos excelentes perspectivas de crescimento para os próximos quatro anos, com uma taxa de crescimento composta do LPA de 37% entre 2024 e 2027, o que sustenta nossa recomendação de compra.

## Rentabilidade Histórica:

### Performance Mensal

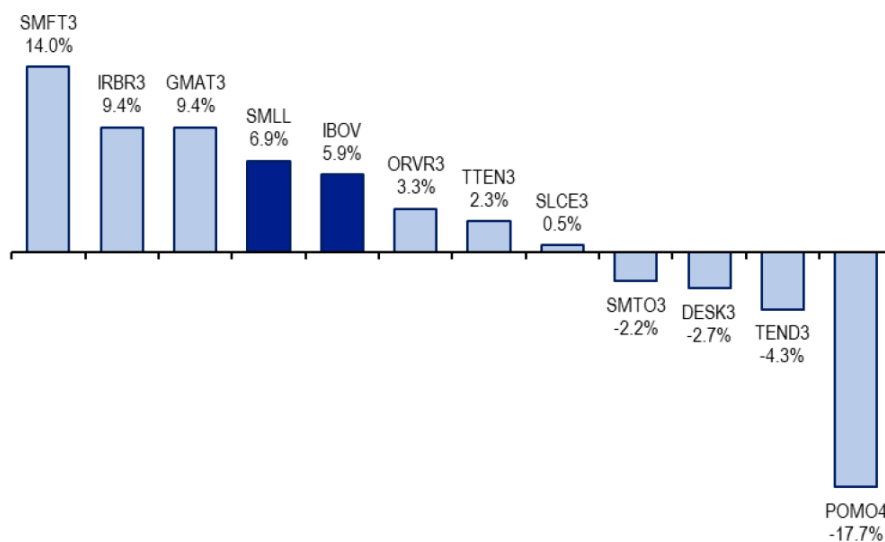
Em março, nossa carteira de Small Caps teve alta de 1,2%, abaixo do desempenho do Ibovespa (5,9%) e do SMLL (6,9%), conforme mostrado no gráfico abaixo.

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



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

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

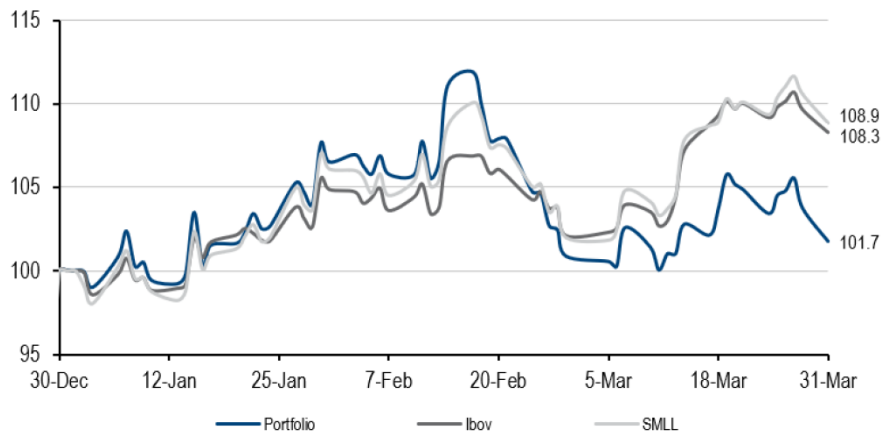


Fonte: BTG Pactual e Economática. (\*) rentabilidade considerando o último preço de fechamento

## Desempenho no ano

Desde 31 de dezembro de 2024, nossa carteira de Small Caps acumula alta de 1,7%, frente a 8,3% do Ibovespa e 8,9% do SMLL. No mesmo período, o CDI registra alta de 3,0%.

### Gráfico 3: Desempenho no acumulado do ano

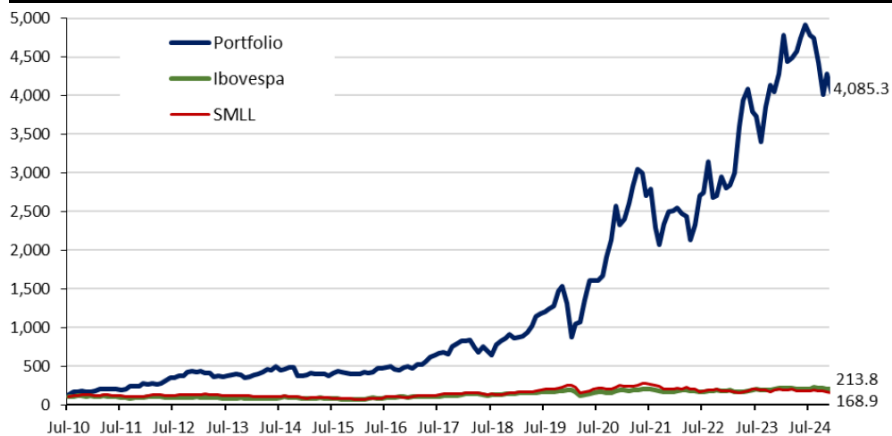


Fonte: Economática e BTG Pactual

### Rentabilidade Histórica (\*):

Desde julho de 2010, quando Carlos E. Sequeira assumiu a gestão da carteira de Small Caps, a carteira acumula alta de 3.985,3%, frente a 113,8% do Ibovespa e 68,9% 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%	1,2%										1,7%	3985,3%	8,3%	113,8%

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 vinculadas 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 emitido 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)