



Small Caps

Carteira Recomendada

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Maio 2025

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

Leonardo Correa
São Paulo – Banco BTG Pactual

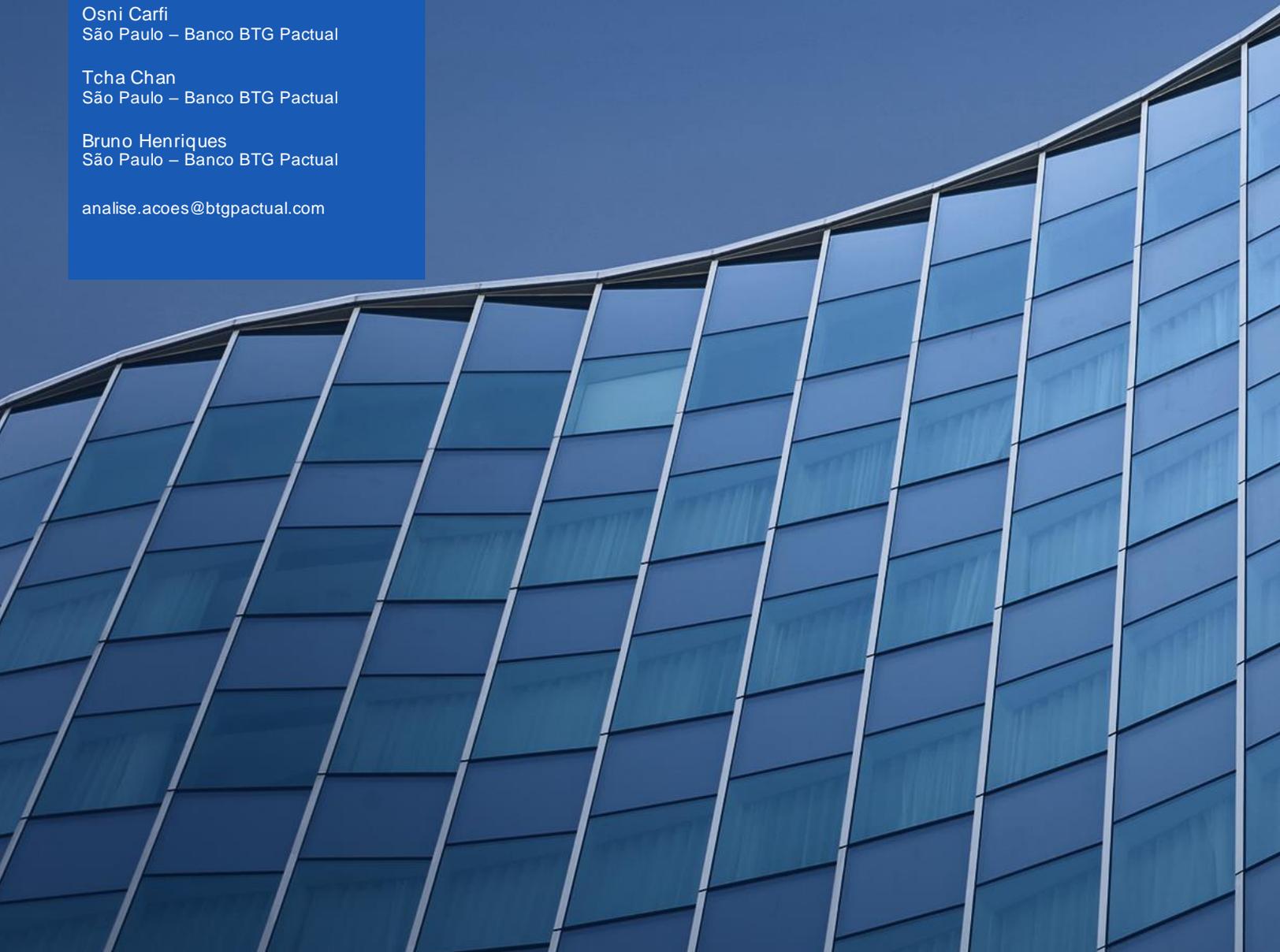
Antonio Junqueira, CFA
São Paulo – Banco BTG Pactual

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



Carteira recomendada de Ações – Small Caps



BTG Pactual Equity Research

02 de Maio 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, SLC e Blau são as estreantes deste mês.

Quem permanece e quem sai

Grupo Mateus, Inter, São Martinho, Marcopolo, Orizon, Tenda e Desktop mantêm suas posições, enquanto Smart Fit, 3tentos e CBA 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	17.311	30,9	5,9x	4,9x	11,0x	8,3x	1,5x	1,3x
Inter	INBR32	10%	Neutro	16.752	90,7	n.a.	n.a.	9,3x	7,3x	1,7x	1,5x
SLC	SLCE3	10%	Compra	8.722	57,5	6,4x	4,6x	10,3x	7,0x	1,5x	1,3x
Marcopolo	POMO4	10%	Compra	7.287	98,6	4,4x	3,7x	6,0x	5,1x	1,7x	1,5x
São Martinho	SMTO3	10%	Compra	6.445	34,9	2,9x	2,3x	9,8x	5,7x	1,1x	1,0x
Orizon	ORVR3	10%	Compra	4.068	18,9	9,2x	6,6x	21,2x	12,3x	4,6x	4,5x
IRB	IRBR3	10%	Compra	3.915	59,3	n.a.	n.a.	6,2x	5,4x	0,8x	0,8x
Blau	BLAU3	10%	Compra	2.294	4,6	5,2x	5,2x	7,0x	7,2x	1,0x	0,9x
Tenda	TEND3	10%	Compra	1.980	29,7	4,0x	3,4x	5,0x	3,9x	1,6x	1,3x
Desktop	DESK3	10%	Compra	1.068	2,8	3,5x	2,9x	6,0x	3,6x	0,6x	0,6x

Fonte: Economática e BTG Pactual.

Tabela 2: Alterações da carteira Small Caps para Maio

Abril				Maio			
Setor	Empresa	Código	Peso (%)	Setor	Empresa	Código	Peso (%)
Agronegócio	3tentos	TTEN3	10%	Agronegócio	SLC	SLCE3	10%
Imobiliário	Tenda	TEND3	10%	Imobiliário	Tenda	TEND3	10%
Bens de Capital	Marcopolo	POMO4	10%	Bens de Capital	Marcopolo	POMO4	10%
Bancos	Inter	INBR32	10%	Bancos	Inter	INBR32	10%
Agronegócio	São Martinho	SMTO3	10%	Agronegócio	São Martinho	SMTO3	10%
Serviços Básicos	Orizon	ORVR3	10%	Serviços Básicos	Orizon	ORVR3	10%
Varejo	Grupo Mateus	GMAT3	10%	Varejo	Grupo Mateus	GMAT3	10%
Varejo	Smart Fit	SMFT3	10%	Financeiro	IRB	IRBR3	10%
TMT	Desktop	DESK3	10%	TMT	Desktop	DESK3	10%
Metais e Mineração	CBA	CBAV3	10%	Saúde	Blau	BLAU3	10%

Fonte: Empresa e BTG Pactual

Um resumo das nossas escolhas para Maio

Blau (BLAU3)

A ação oferece atualmente um bom ponto de entrada. Os papéis da Blau tiveram desempenho abaixo do mercado recentemente (−2% em abril; −3% no acumulado do ano), enquanto o Ibovespa subiu +3,8% em abril (+12% no ano) e o setor de saúde avançou +10% no mês. Além desse momento técnico favorável, os resultados do 1T24 (a serem divulgados em 6 de maio) devem novamente se destacar como um dos melhores da temporada no setor, com crescimento de EBITDA superior a 30% a/a e forte expansão de margem (+440bps a/a), impulsionados por melhor utilização da capacidade e sinergias adicionais com a Bergamo. Como a companhia possui exposição vendida em dólar (mais custos do que receitas na moeda), a recente valorização do real melhora as perspectivas, especialmente de margem. Em termos de valuation, a ação está bastante atrativa, negociando a apenas 7x P/L para 2025.

Tenda (TEND3)

Temos uma visão otimista sobre o segmento de baixa renda devido às mudanças no programa MCMV — a acessibilidade para compradores nunca esteve tão alta, especialmente para os elegíveis à Faixa 1, foco estratégico da Tenda. A companhia apresentou fortes lançamentos e crescimento de vendas em 2024, margem bruta ajustada sólida de 36% (+210bps a/a) e geração de fluxo de caixa operacional de R\$132 milhões no 4T no negócio principal, reforçando nossa confiança na reestruturação. Esperamos melhorias contínuas dos resultados, com alguns efeitos não recorrentes (como a venda de participação minoritária na Alea) acelerando o processo de desalavancagem. Projetamos o lucro líquido multiplicando por ~4x neste ano. A ação é a mais barata entre as construtoras focadas em baixa renda, negociando a apenas 5x P/L para 2025. Por isso, seguimos com Tenda na carteira.

Orizon (ORVR3)

É nossa principal escolha no setor de serviços básicos entre small caps. A companhia apresenta características de uma tese geradora de valor. A maior parte da receita funciona de forma semelhante a monopólios regulados. Seu principal diferencial está nas múltiplas opicionalidades: a empresa atua em um setor fragmentado, negocia com uma TIR real de 10% e pode verticalizar seus Ecoparques para outros negócios, o que aumenta tanto o valor presente líquido quanto os retornos dos investimentos.

São Martinho (SMTO3)

Mantemos SMTO na carteira. A ação tem tido desempenho abaixo tanto do índice quanto dos preços das commodities, mas acreditamos que o mercado ainda não precificou totalmente a esperada normalização do mix de produtos na próxima safra. Em termos de valuation, continua atrativa, com yield de fluxo de caixa livre de 13,5% para 2026 e 15% para 2027. Como exportadora de açúcar, SMTO também oferece hedge natural à alta do dólar. Aos preços atuais, a margem de segurança é elevada, tornando a relação risco-retorno bastante favorável.

Marcopolo (POMO4)

O 1T foi, de fato, mais fraco para a Marcopolo. A combinação de receita líquida razoável (devido à menor produção e sazonalidade) com um mix mais concentrado em ônibus urbanos e rodoviários leves (de menor margem) pressionou os resultados. Ainda assim, os números vieram ligeiramente acima das nossas estimativas, com destaque para a exportação. Para os próximos trimestres, esperamos melhora de margem à medida que a produção avance e ônibus de maior valor agregado ganhem participação nas entregas. Com ação negociando a 6x P/L 2025 e yield de 9%, seguimos positivos com a tese, que combina carregamento atrativo com crescimento de lucro.

Desktop (DESK3)

Negociando a 6,6x P/L 2025, a Desktop está com desconto frente a telcos integradas globais (13x) e à Brisanet (19x). No ano passado, a ação subiu com rumores de aquisição pela Vivo — depois confirmados por conversas em andamento. Embora não haja prazo definido ou conclusão sobre essas tratativas, a ação pode reagir positivamente a novos fatos. Dada a combinação entre valuation atrativo e possibilidade de geração de valor relevante, reiteramos recomendação de compra e mantemos a Desktop como Top Pick em nosso universo de ISPs.

Grupo Mateus (GMAT3)

Os números recentes voltaram a reforçar a resiliência das operações da GMAT, com sinais de melhora de margem e crescimento decente de receita, tendência que deve continuar nos próximos trimestres. Embora a concorrência acirrada (inclusive de players regionais) e as margens apertadas limitem uma visão estrutural positiva do setor de varejo alimentar, seguimos otimistas com o Grupo Mateus (nossa principal escolha no segmento) como uma tese mais defensiva, combinando baixa alavancagem financeira, valuation atrativo (11x P/L

2025) e exposição à inflação de alimentos e a regiões (Nordeste e Norte) onde há menor presença de concorrência nacional agressiva.

Inter (INBR32)

Apesar do rali recente em abril, mantemos Inter na carteira de small caps por mais um mês. Estamos otimistas com a oportunidade representada pelo novo produto de crédito consignado privado. O banco digital tem exposição muito reduzida a crédito pessoal não garantido. Com base em conversas com a própria instituição e outras empresas do setor, acreditamos que o banco está adotando a estratégia correta — testando o produto com tíquetes menores antes de escalar de forma mais agressiva. Além disso, as expectativas para 2025 seguem apontando melhora nos spreads ajustados ao risco (NIM), o que deve impulsionar o ROE nos próximos trimestres, especialmente considerando que a carteira de crédito ao consumo (como financiamento via PIX, Consumer Finance e cheque especial) ainda é incipiente e tem espaço relevante para crescer.

IRB (IRBR3)

Como temos destacado desde o final de 2024, IRB segue sendo uma de nossas principais teses para 2025. A ação vem tendo desempenho positivo desde então, embora com bastante volatilidade. No fim das contas, como resseguradora, o IRB "vende volatilidade" para seus clientes — o que naturalmente torna seus resultados menos previsíveis do que os das seguradoras tradicionais. Ainda assim, seguimos confiantes nas tendências, com a reestruturação já concluída. A ação caiu quase 7% em abril diante da expectativa de um 1T mais fraco, mas alertamos que esse trimestre será impactado por um sinistro de grande porte — e mesmo com isso, os números devem ser razoáveis, com melhora esperada nos trimestres seguintes. O valuation segue bastante atrativo. Mantivemos IRB na carteira em janeiro, saímos em fevereiro após o rali, voltamos em março após correção e realizamos lucro em abril. Agora, estamos colocando novamente na carteira. Esperamos que a sequência funcione novamente.

SLC Agrícola (SLCE3)

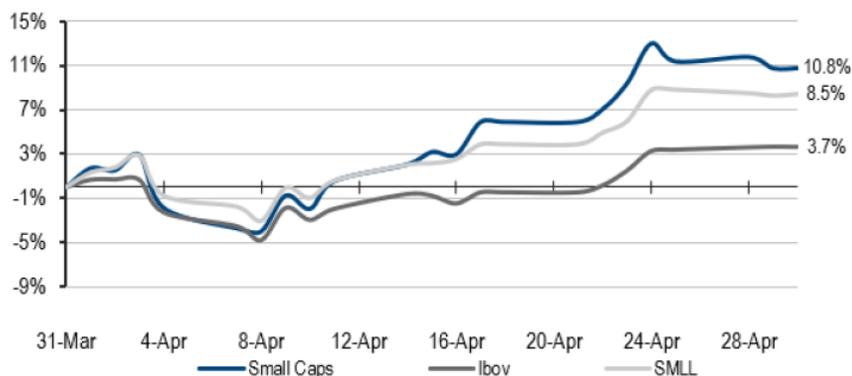
Estamos incluindo a SLC na carteira de small caps. A companhia possui vantagens competitivas e é líder em um dos setores mais promissores do Brasil: o agronegócio. Embora não vejamos uma assimetria altista relevante de curto prazo nos preços de soja ou algodão, tampouco esperamos novas quedas acentuadas, com os preços atuais próximos do custo marginal de produção. Como produtora agrícola brasileira, a SLC se destaca como a principal beneficiária — no curto e longo prazo — caso a guerra comercial entre EUA e China se prolongue, o que pode explicar parte do desempenho das ações desde o Liberation Day. Em termos de valuation, a SLC é uma tese de carregamento atrativa, negociando a 6,4x EV/EBITDA 2025 e abaixo de 1x P/VP ajustado ao valor da terra (P/NAV).

Rentabilidade Histórica:

Performance Mensal

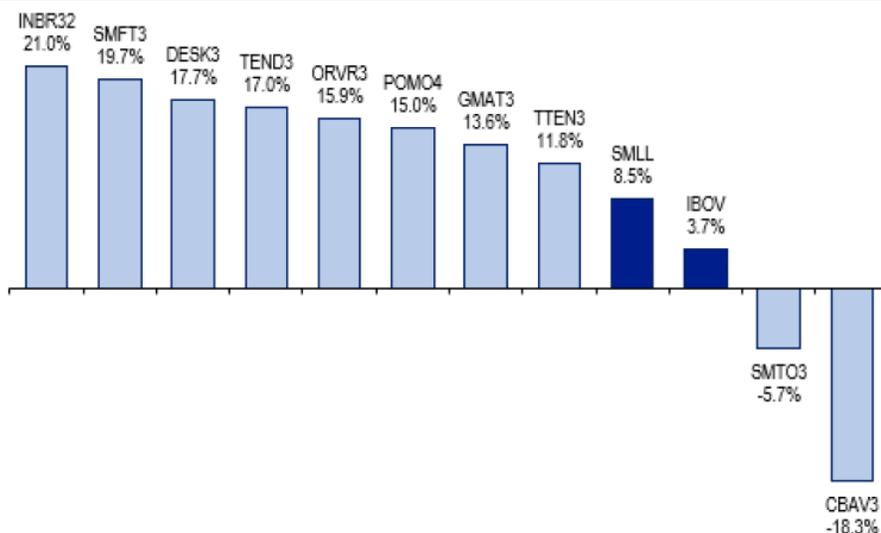
Em abril, nossa carteira de Small Caps teve alta de 10,8%, superando o Ibovespa (3,7%) e o SMLL (8,5%), conforme ilustrado no gráfico abaixo.

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



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

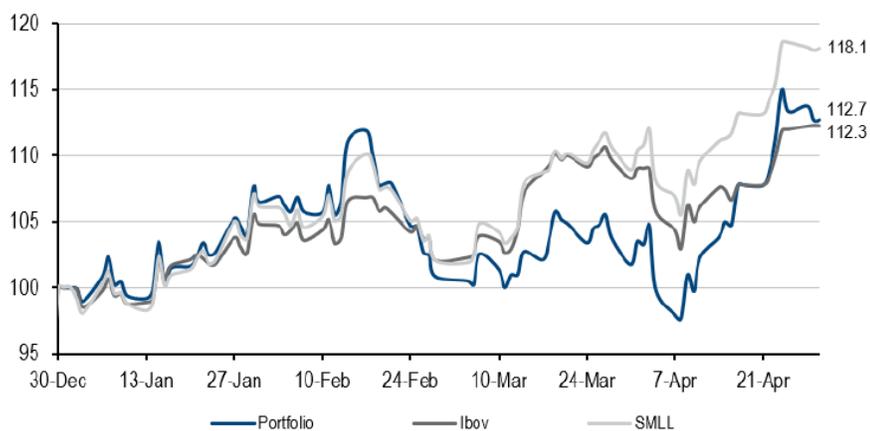
Gráfico 2: Performance por ação em Abril de 2024(*)



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

Desempenho no ano

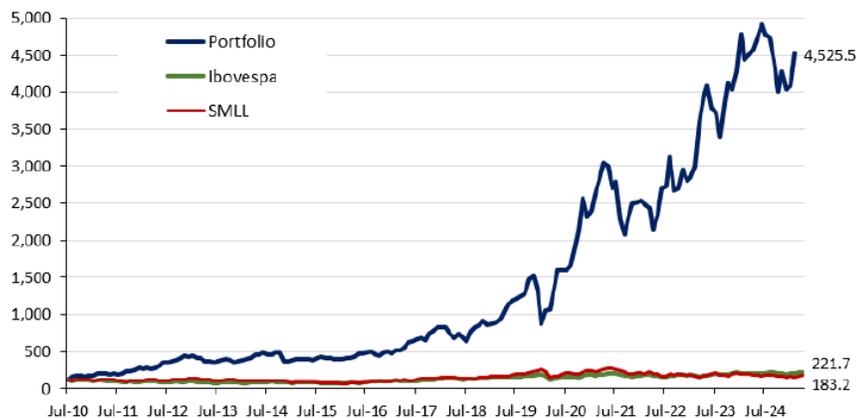
Desde 31 de dezembro de 2024, nossa carteira de Small Caps acumula alta de 12,7%, ante 12,3% do Ibovespa e 18,1% do SMLL. No mesmo período, o CDI registra valorização de 4,1%.

Gráfico 3: Desempenho no acumulado do ano


Fonte: Econômica e BTG Pactual

Rentabilidade Histórica (*):

Desde julho de 2010, quando Carlos E. Sequeira assumiu a gestão da carteira de Small Caps, a valorização acumulada é de 4.425,5%, frente a 121,7% do Ibovespa e 83,2% do SMLL.

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


Fonte: BTG Pactual e Econômica, (*) 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%
2025	6,5%	-5,6%	1,2%	10,8%									12,7%	4425,5%	12,3%	121,7%

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 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