



Small Caps

Carteira Recomendada

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Junho 2025

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

Leonardo Correa
São Paulo – Banco BTG Pactual

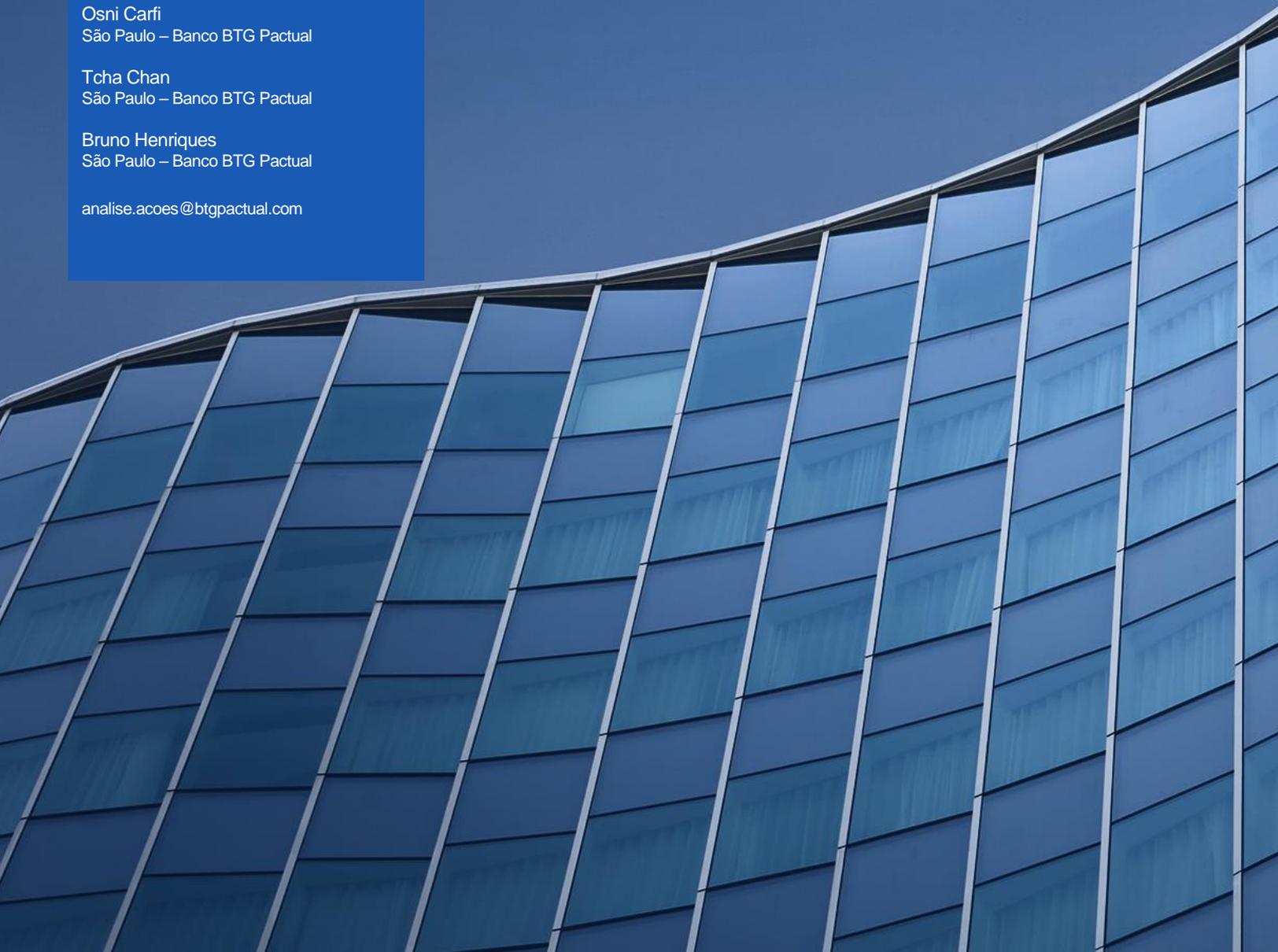
Antonio Junqueira, CFA
São Paulo – Banco BTG Pactual

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 Junho 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

Vivara e Azzas são as novidades deste mês.

Quem permanece e quem sai

Tenda, Marcopolo, Inter, São Martinho, Orizon, IRB, Desktop e Blau mantêm suas posições, enquanto SLC e Grupo Mateus deixam a carteira.

Tabela 1: Carteira Recomendada de Ações – Small Caps

Empresa	Código	Peso	Recomendação	Valor de mercado (R\$ m)	ADTV (R\$ m)	EV/EBITDA		P/L		PVP	
						2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
Inter	INBR32	10%	Neutro	17.889	91,7	n.a	n.a	12,9x	10,1x	1,8x	1,6x
Azzas	AZZA3	10%	Compra	9.116	104,9	5,1x	4,1x	11,0x	8,5x	1,1x	1,0x
Marcopolo	POMO4	10%	Compra	7.593	89,9	4,9x	4,1x	6,0x	5,5x	1,8x	1,6x
São Martinho	SMTO3	10%	Compra	6.990	30,2	2,9x	2,5x	9,9x	7,1x	1,1x	1,0x
Vivara	VIVA3	10%	Compra	6.109	93,4	7,2x	5,9x	11,2x	9,0x	2,1x	1,8x
Orizon	ORVR3	10%	Compra	4.306	33,6	9,6x	6,9x	22,5x	13,0x	4,9x	4,8x
IRB	IRBR3	10%	Compra	4.023	56,7	n.a	n.a	6,5x	5,6x	0,9x	0,8x
Tenda	TEND3	10%	Compra	2.830	45,0	5,4x	4,6x	6,0x	4,0x	2,3x	1,9x
Blau	BLAU3	10%	Compra	2.488	5,2	5,6x	5,5x	8,2x	6,0x	1,1x	1,0x
Desktop	DESK3	10%	Compra	1.095	2,3	3,5x	3,0x	6,0x	5,8x	0,7x	0,6x

Fonte: Economática e BTG Pactual.

Tabela 2: Alterações da carteira Small Caps para Junho

Maio				Junho			
Setor	Empresa	Código	Peso (%)	Setor	Empresa	Código	Peso (%)
Agronegócio	SLC	SLCE3	10%	Varejo	Vivara	VIVA3	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	Azzas	AZZA3	10%
Financeiro	IRB	IRBR3	10%	Financeiro	IRB	IRBR3	10%
TMT	Desktop	DESK3	10%	TMT	Desktop	DESK3	10%
Saúde	Blau	BLAU3	10%	Saúde	Blau	BLAU3	10%

Fonte: Empresa e BTG Pactual

Um resumo das nossas escolhas para Junho

Blau (BLAU3)

Em termos de valuation, a ação está bastante atrativa, negociando a cerca de 6x o lucro estimado para 2026. Após um bom desempenho no primeiro trimestre, esperamos que os próximos trimestres sejam ainda melhores, com crescimento de receita acima da média do mercado (impulsionado por novos lançamentos) e expansão significativa de margem, em função de melhor utilização da capacidade e sinergias adicionais com a Bergamo. Como a companhia possui mais custos do que receitas em dólar, a valorização do real no acumulado do ano também contribui positivamente para as projeções, especialmente no que diz respeito às margens.

Tenda (TEND3)

Temos uma visão otimista para o segmento de habitação popular, diante das recentes mudanças no programa MCMV (a acessibilidade para os compradores de imóveis nunca esteve tão favorável, especialmente na Faixa 1, foco estratégico da Tenda). A companhia apresentou resultados robustos no 1T25, reforçando nossa confiança em sua reestruturação (margens já em linha com os pares, ROE de 32% no trimestre e geração positiva de fluxo de caixa). Esperamos que os resultados continuem melhorando nos próximos trimestres, favorecendo um processo mais rápido de desalavancagem e forte crescimento do lucro líquido. A ação ainda negocia a múltiplos bastante baixos: 6x P/L 2025E e aproximadamente 4x P/L 2026E. Por isso, mantemos a Tenda em nossa carteira de Small Caps.

Orizon (ORVR3)

A Orizon é nossa principal escolha no setor de serviços básicos entre as Small Caps. Em 9 de maio, a empresa concluiu com sucesso seu segundo follow-on, levantando R\$ 635 milhões via oferta primária a R\$ 48,20 por ação. A alavancagem encerrou o 1T em 3,1x dívida líquida/EBITDA, mas, em base proforma após a oferta, teria alcançado 1,69x. Assim, os recursos fortalecem a flexibilidade de capital da companhia para viabilizar crescimento inorgânico e acelerar sua estratégia de biometano. Atuando em um setor altamente fragmentado

e com amplo potencial de crescimento, a Orizon tem demonstrado um histórico sólido de alocação de capital. Se mantiver sua disciplina estratégica, pode se tornar uma forte geradora de valor nos próximos anos.

São Martinho (SMT03)

Mantemos São Martinho em nossa carteira de Small Caps. As ações da companhia apresentaram desempenho abaixo tanto do índice quanto dos preços das commodities recentemente, mas acreditamos que o mercado ainda não incorporou totalmente a esperada normalização do mix de produtos na próxima safra. Do ponto de vista de valuation, o papel segue atrativo, negociando a um yield de fluxo de caixa de 11,5% para 2026 e 16% para 2027. Como exportadora de açúcar, São Martinho também oferece uma exposição relevante ao câmbio mais elevado no Brasil. Nos níveis atuais de preço, a margem de segurança é elevada, o que torna a relação risco-retorno bastante atrativa.

Marcopolo (POMO4)

De fato, o primeiro trimestre foi fraco para a Marcopolo. A combinação de uma receita líquida razoável (em função da menor produção e da sazonalidade desfavorável) com um mix de vendas concentrado em produtos de menor margem (principalmente ônibus urbanos e rodoviários leves) resultou em números modestos. Para os próximos trimestres, esperamos melhora de margem com o avanço da produção e a maior participação de ônibus pesados no mix de entregas. Com um múltiplo P/L de 6x para 2025 e um dividend yield de 10%, mantemos nossa visão construtiva para a ação, que continua sendo uma tese atrativa de carregamento e crescimento de lucros.

Desktop (DESK3)

Com um múltiplo P/L de 6x para 2025, a Desktop é negociada com desconto em relação tanto às operadoras integradas globais (14x) quanto à Brisnet, que está sendo negociada a aproximadamente 22x P/L para 2025. No ano passado, a ação se valorizou com especulações sobre uma possível aquisição pela Vivo, posteriormente confirmadas por conversas sobre um potencial acordo. Embora ainda não haja prazo definido ou conclusão sobre as tratativas em andamento, a performance de DESK3 pode se beneficiar de notícias positivas. Com um valuation atrativo e oportunidades relevantes de geração de valor, reiteramos nossa recomendação de compra e mantemos a Desktop como nossa principal escolha no universo de ISPs.

Inter (INBR32)

Apesar de uma leve decepção em relação às expectativas do mercado, as ações do Inter tiveram bom desempenho neste mês. Acreditamos que a qualidade dos ativos e o crescimento dos ativos que rendem juros no primeiro trimestre indicam um segundo trimestre mais forte. Além disso, seguimos vendo o Inter como o principal beneficiário do novo produto de crédito consignado privado, o que adiciona potencial de expansão do ROE a partir de 2026.

IRB (IRBR3)

Mantemos IRB em nossa carteira, pois acreditamos que a ação está muito atrativa, sendo negociada a múltiplos em torno ou até abaixo de 5x o lucro caixa. Os resultados do primeiro trimestre foram impactados por um sinistro não recorrente relevante, e esperamos melhorias para o segundo trimestre. Além disso, a companhia realizará seu Investor Day em junho, evento que pode trazer atualizações positivas para a tese de investimento e renovar o interesse pela ação.

Vivara (VIVA3)

Embora os resultados ainda tenham sido razoáveis no início do ano, destacamos que o mercado deve acompanhar de perto o espaço para expansão da margem bruta ao longo de 2025, bem como a velocidade de recuperação do capital de giro – ambos essenciais para uma possível expansão de múltiplos. Reconhecemos os riscos decorrentes das recentes (e numerosas) mudanças na equipe de gestão da Vivara, sendo fundamental monitorar KPIs como produtividade das lojas, canibalização entre as marcas Life e Vivara, além das mudanças da liderança. Ainda assim, o cenário operacional tende a melhorar gradualmente. Considerando que VIVA3 negocia a 9x P/L 2026, o valuation atual ainda oferece um potencial atrativo de valorização.

Smartfit (SMFT3)

Revisamos recentemente nossas estimativas de EBITDA e lucro líquido em +3% e +4%, respectivamente, elevando o preço-alvo para o final de 2025 de R\$27 para R\$28. Aos preços atuais, a ação negocia a 20x P/L 2025E e 13,5x P/L 2026E. A companhia continua sendo uma de nossas principais teses de crescimento no varejo da América Latina, com mais de 50% da receita fora do Brasil. A tese de investimento está baseada em: (i) escala incomparável na região; (ii) retorno atrativo por unidade com margens crescentes via alavancagem operacional; e (iii) atuação em um mercado fragmentado com espaço para consolidação. Embora as ações tenham apresentado desempenho abaixo do esperado após os resultados (em parte por conta da venda em bloco de R\$2,3 bilhões feita pela Pátria, que reduziu sua participação para 14%), acreditamos que isso aumente o *free float* e resolva questões de liquidez anteriores. Apesar dos riscos de curto prazo – valuation premium, canibalização e aumento da concorrência – projetamos um crescimento médio anual de LPA de 39% entre 2024 e 2027. Em nossa visão, a Smartfit continua sendo uma história de crescimento única e de longo prazo no setor de consumo da América Latina. Reiteramos recomendação de compra.

Azzas (AZZA3)

A empresa reiterou que está seguindo uma estratégia disciplinada com foco em eficiência, controle de custos, preservação de margens e otimização de capital – com sinais positivos já no 1T. O ritmo de vendas segue forte, com destaque para a marca Farm, beneficiada por vendas a preço cheio já no início da estação e disciplina na capacidade de precificação. A Hering também deve contribuir com crescimento sólido de dois dígitos, enquanto o segmento de calçados tem como objetivo o público de menor renda com preços mais acessíveis. No capital de giro, a companhia tem feito um esforço para limpar estoques excedentes, melhorar prazos de pagamento e unificar estruturas de suprimentos. Essas medidas reforçam a construção de um modelo

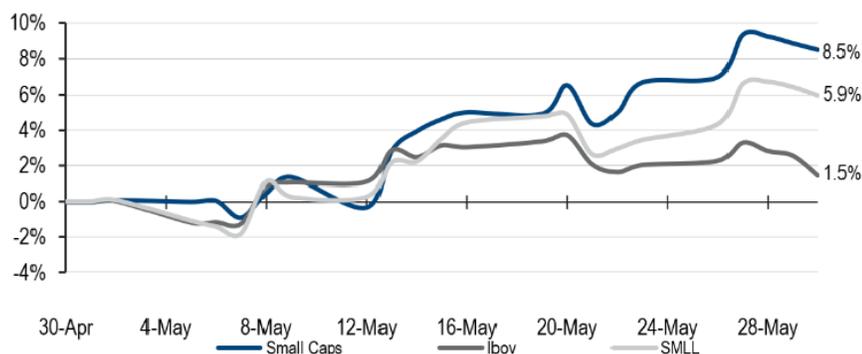
operacional mais enxuto e resiliente em um ambiente de varejo volátil. Desde o início da integração, o desempenho da ação tem sido guiado pelo noticiário da fusão Arezzo-Grupo Soma e deve continuar assim (com sinais mais positivos após o 1T). Após resultados acima do esperado no trimestre, atualizamos nossas estimativas para Azzas. Revisitamos o modelo e ajustamos EBITDA e lucro líquido em 2% e 3%, respectivamente, para os próximos quatro anos. O novo preço-alvo para o final de 2025 passou para R\$ 51 (de R\$ 49), com a ação negociando a 11x P/L 2025 e 8,5x P/L 2026 – mesmo após a forte valorização em maio – ainda oferecendo ponto de entrada atrativo.

Rentabilidade Histórica:

Performance Mensal

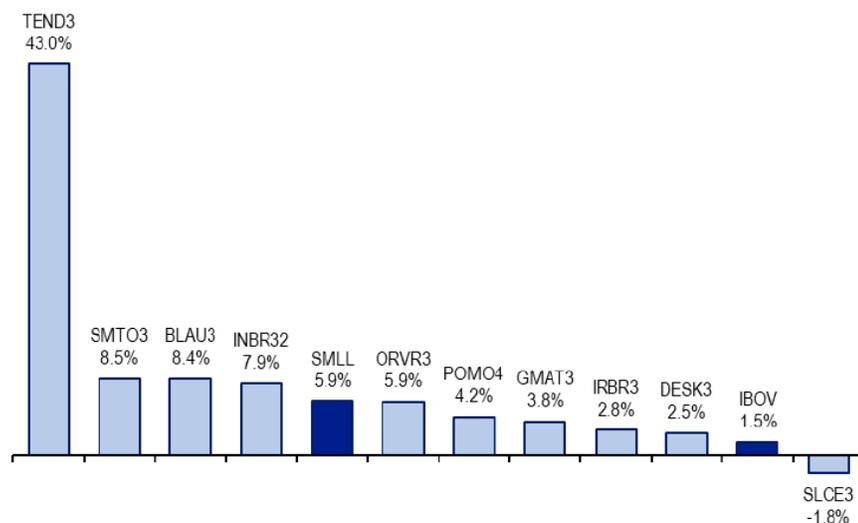
Em maio, nossa carteira de Small Caps registrou alta de 8,5%, superando o desempenho do Ibovespa (+1,5%) e do SMLL (+5,9%), conforme ilustrado no gráfico abaixo.

Gráfico 1: Performance do portfólio em Maio de 2025 (*)



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

Gráfico 2: Performance por ação em Maio de 2025(*)



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 22,3%, frente a 13,9% do Ibovespa e 25,1% do SMLL. No mesmo período, o CDI apresenta valorização de 5,3%.

Gráfico 3: Desempenho no acumulado do ano

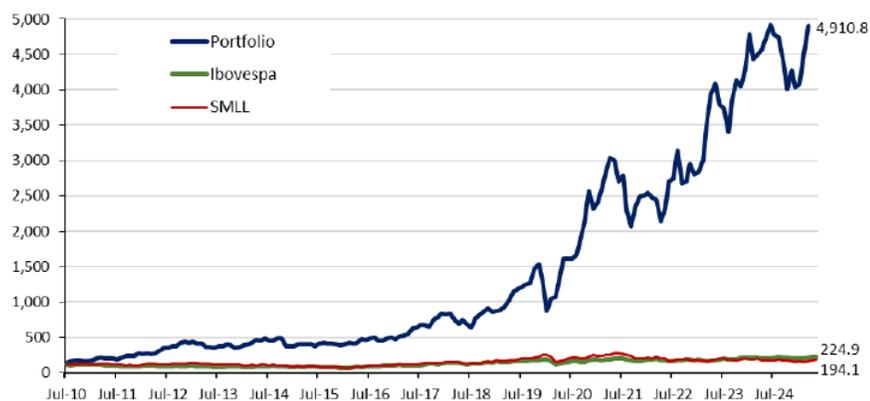


Fonte: Economática e BTG Pactual

Rentabilidade Histórica (*):

Desde julho de 2010, quando Carlos E. Sequeira assumiu a gestão da carteira de Small Caps, a carteira acumula valorização de 4.810,8%, frente a 124,9% do Ibovespa e 94,1% 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%
2025	6,5%	-5,6%	1,2%	10,8%	8,5%								22,3%	4810,8%	13,9%	124,9%

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

Informações importantes

Este relatório foi elaborado pelo Banco BTG Pactual S.A. Os números contidos nos gráficos de desempenho referem-se ao passado; desempenho passado não é um indicador confiável de resultados futuros.

Certificado do Analista

Cada analista de pesquisa responsável pelo conteúdo deste relatório de pesquisa de investimento, no todo ou em parte, certifica que:

(i) Nos termos do Artigo 21º, da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, todas as opiniões expressas refletem com precisão suas opiniões pessoais sobre esses valores mobiliários ou emissores, e tais recomendações foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação ao Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas, conforme o caso;

(ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas contidas aqui ou vinculados ao preço de qualquer um dos valores mobiliários aqui discutidos.

Parte da remuneração do analista provém dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas decorrentes de transações detidas pelo Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas. Quando aplicável, o analista responsável por este relatório, certificado de acordo com a regulamentação brasileira, será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

Disclaimer Global

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual S.A.") para distribuição apenas sob as circunstâncias permitidas pela lei aplicável. Este relatório não é direcionado a você se o BTG Pactual estiver proibido ou restrito por qualquer legislação ou regulamentação em qualquer jurisdição de disponibilizá-lo a você. Antes de lê-lo, você deve se certificar de que o BTG Pactual tem permissão para fornecer material de pesquisa sobre investimentos a você de acordo com a legislação e os regulamentos relevantes. Nada neste relatório constitui uma representação de que qualquer estratégia de investimento ou recomendação aqui contida é adequada ou apropriada às circunstâncias individuais de um destinatário ou, de outra forma, constitui uma recomendação pessoal. É publicado apenas para fins informativos, não constitui um anúncio e não deve ser interpretado como uma solicitação, oferta, convite ou incentivo para comprar ou vender quaisquer valores mobiliários ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição.

Os preços neste relatório são considerados confiáveis na data em que este relatório foi emitido e são derivados de um ou mais dos seguintes:

(i) fontes conforme expressamente especificadas ao lado dos dados relevantes;

(ii) o preço cotado no principal mercado regulamentado para o valor mobiliário em questão;

(iii) outras fontes públicas consideradas confiáveis;

(iv) dados proprietários do BTG Pactual ou dados disponíveis ao BTG Pactual.

Todas as outras informações aqui contidas são consideradas confiáveis na data em que este relatório foi emitido e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. Nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é fornecida em relação à precisão, integridade ou confiabilidade das informações aqui contidas, exceto com relação às informações relativas ao Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas, nem pretende ser uma declaração completa ou resumo dos valores mobiliários, mercados ou desenvolvimentos referidos no relatório.

Em todos os casos, os investidores devem conduzir sua própria investigação e análise de tais informações antes de tomar ou deixar de tomar qualquer ação em relação aos valores mobiliários ou mercados analisados neste relatório. O BTG Pactual não assume que os investidores obterão lucros, nem compartilhará com os investidores quaisquer lucros de investimentos nem aceitará qualquer responsabilidade por quaisquer perdas de investimentos. Os investimentos envolvem riscos e os investidores devem exercer prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual não aceita obrigações fiduciárias para com os destinatários deste relatório e, ao comunicá-lo, não está agindo na qualidade de fiduciário. O relatório não deve ser considerado pelos destinatários como um substituto para o exercício de seu próprio julgamento. As opiniões, estimativas e projeções aqui expressas constituem o julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data em que o relatório foi emitido e, portanto, estão sujeitas a alterações sem aviso prévio e podem divergir ou ser contrárias às opiniões expressas por outras áreas de negócios ou grupos do BTG Pactual em decorrência da utilização de diferentes premissas e critérios. Como as opiniões pessoais dos analistas podem diferir umas das outras, o Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas podem ter emitido ou emitir relatórios inconsistentes e/ou chegar a conclusões diferentes das informações aqui apresentadas. Quaisquer opiniões, estimativas e projeções não devem ser interpretadas como uma representação de que os assuntos ali referidos ocorrerão.

Os preços e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a alterações sem aviso prévio. A pesquisa iniciará, atualizará e encerrará a cobertura exclusivamente a critério da Gerência de Pesquisa do Banco de Investimentos do BTG Pactual. A análise contida neste documento é baseada em numerosas suposições. Suposições diferentes podem resultar em resultados substancialmente diferentes. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração deste relatório pode(m) interagir com o pessoal da mesa de operações, pessoal de vendas e outros públicos com a finalidade de coletar, sintetizar e interpretar informações de mercado. O BTG Pactual não tem obrigação de atualizar ou manter atualizadas as informações aqui contidas, exceto quando encerrar a cobertura das empresas abordadas no relatório. O BTG Pactual conta com barreiras de informação para controlar o fluxo de informações contidas em uma ou mais áreas dentro do BTG Pactual, para outras áreas, unidades, grupos ou afiliadas do BTG Pactual.

A remuneração do analista que preparou este relatório é determinada pela gerência de pesquisa e pela alta administração (não incluindo banco de investimento). A remuneração dos analistas não se baseia nas receitas de banco de investimento, no entanto, a remuneração pode estar relacionada às receitas do BTG Pactual Investment Bank como um todo, do qual fazem parte os bancos de investimento, vendas e negociação.

Os valores mobiliários aqui descritos podem não ser elegíveis para venda em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Opções, produtos derivativos e futuros não são adequados para todos os investidores, e a negociação desses instrumentos é considerada arriscada. Títulos garantidos por hipotecas e ativos podem envolver um alto grau de risco e podem ser altamente voláteis em resposta a flutuações nas taxas de juros e outras condições de mercado. O desempenho passado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. Se um instrumento financeiro for denominado em uma moeda diferente da moeda de um investidor, uma alteração nas taxas de câmbio pode afetar adversamente o valor ou preço ou a receita derivada de qualquer título ou instrumento relacionado mencionado neste relatório, e o leitor deste relatório assume qualquer risco cambial.

Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer investidor em particular. Os investidores devem obter aconselhamento financeiro independente com base em suas próprias circunstâncias particulares antes de tomar uma decisão de investimento com base nas informações aqui contidas. Para aconselhamento sobre investimentos, execução de negócios ou outras questões, os clientes devem entrar em contato com seu representante de vendas local. Nem o BTG Pactual nem qualquer de suas afiliadas, nem qualquer um de seus respectivos diretores, funcionários ou agentes aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda ou dano decorrente do uso de todo ou parte deste relatório.

Quaisquer preços declarados neste relatório são apenas para fins informativos e não representam avaliações de títulos individuais ou outros instrumentos. Não há representação de que qualquer transação possa ou não ter sido afetada a esses preços e quaisquer preços não refletem necessariamente os livros e registros internos do BTG Pactual ou avaliações baseadas em modelos teóricos e podem ser baseados em certas suposições. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído a qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o consentimento prévio por escrito do BTG Pactual e o BTG Pactual não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito. Informações adicionais relacionadas aos instrumentos financeiros discutidos neste relatório estão disponíveis mediante solicitação.

O BTG Pactual e suas afiliadas mantêm acordos para administrar conflitos de interesse que possam surgir entre eles e seus respectivos clientes e entre seus diferentes clientes. O BTG Pactual e suas afiliadas estão envolvidos em uma gama completa de serviços financeiros e relacionados, incluindo serviços bancários, bancos de investimento e prestação de serviços de investimento. Dessa forma, qualquer membro do BTG Pactual ou de suas afiliadas pode ter interesse relevante ou conflito de interesses em quaisquer serviços prestados a clientes pelo BTG Pactual ou por tal afiliada. As áreas de negócios dentro do BTG Pactual e entre suas afiliadas operam independentemente umas das outras e restringem o acesso do(s) indivíduo(s) específico(s) responsável(is) por lidar com os assuntos do cliente a determinadas áreas de informações quando isso é necessário para administrar conflitos de interesse ou interesses materiais.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse:

www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx