



Small Caps

Carteira Recomendada

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Julho 2025

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

Leonardo Correa
São Paulo – Banco BTG Pactual

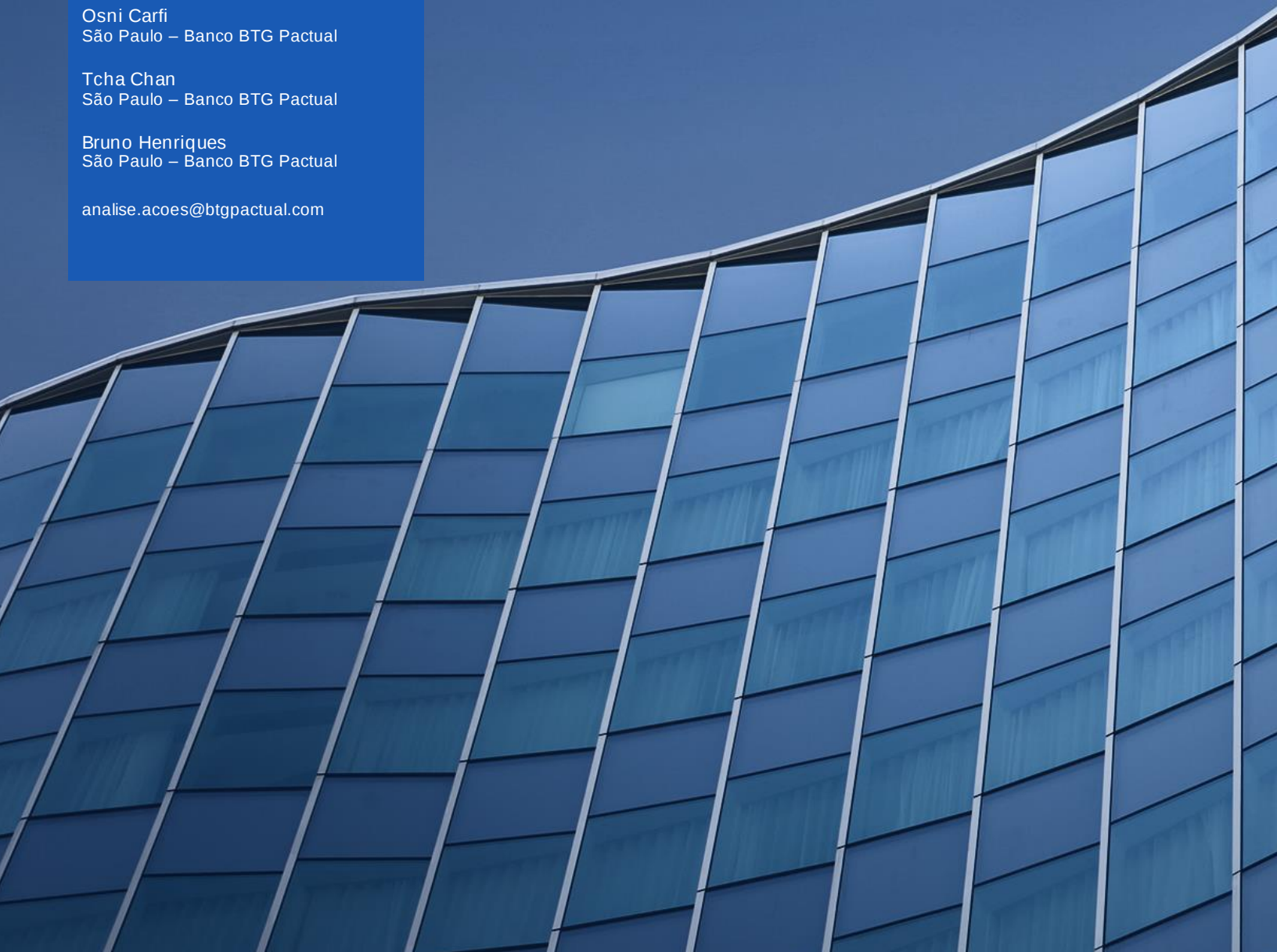
Antonio Junqueira, CFA
São Paulo – Banco BTG Pactual

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

01 de Julho 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

Minerva é a novidade deste mês.

Quem permanece e quem sai

Vivara, Tenda, Marcopolo, Inter, São Martinho, Orizon, Azzas, IRB e Desktop permanecem, enquanto Blau deixa 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	17.647	75,9	n.a	n.a	12,8x	9,9x	1,8x	1,6x
Azzas	AZZA3	10%	Compra	8.878	116,3	5,0x	4,0x	11,0x	8,5x	1,1x	1,0x
Marcopolo	POMO4	10%	Compra	8.373	72,5	5,4x	4,5x	7,0x	6,1x	2,0x	1,7x
Vivara	VIVA3	10%	Compra	6.354	81,7	7,5x	6,1x	11,7x	9,0x	2,2x	1,9x
São Martinho	SMTO3	10%	Compra	5.773	34,5	2,6x	2,2x	8,2x	5,9x	0,9x	0,9x
Orizon	ORVR3	10%	Compra	5.178	22,2	9,9x	7,1x	23,3x	13,5x	5,0x	5,0x
Minerva	BEEF3	10%	Neutro	4.871	79,8	5,1x	5,0x	76,0x	13,0x	2,3x	2,3x
IRB	IRBR3	10%	Compra	3.703	43,7	n.a	n.a	6,4x	5,6x	0,8x	0,7x
Tenda	TEND3	10%	Compra	2.991	45,6	5,7x	4,9x	7,0x	5,0x	2,4x	2,0x
Desktop	DESK3	10%	Compra	1.137	2,0	3,6x	3,0x	7,0x	3,8x	0,7x	0,6x

Fonte: Economática e BTG Pactual.

Tabela 2: Alterações da carteira Small Caps para Julho

Junho				Julho			
Setor	Empresa	Código	Peso (%)	Setor	Empresa	Código	Peso (%)
Varejo	Vivara	VIVA3	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	Azzas	AZZA3	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%	Alimentos e Bebidas	Minerva	BEEF3	10%

Fonte: Empresa e BTGPactual

Um resumo das nossas escolhas para Julho

Minerva (BEEF3)

Estamos incluindo a Minerva em nossa carteira de Small Caps. A perspectiva de curto prazo é construtiva, com o sólido momento das exportações e a monetização dos estoques devendo sustentar resultados mais fortes à frente. O 1T25 foi fraco, com receita e EBITDA abaixo das expectativas, mas grande parte da fraqueza parece estar relacionada ao acúmulo de estoques. No Brasil, o abate de gado cresceu 32% t/t, enquanto os volumes aumentaram apenas 3%, sugerindo que a Minerva antecipou a produção para se beneficiar da cota de importação isenta de impostos dos EUA e estocou carne para vendas com margens maiores. Esperamos que esses estoques sejam monetizados no 2T25 a preços elevados, já que os preços da carne bovina nos EUA continuam atingindo novas máximas. As exportações para a China e os EUA também seguem fortes, o que deve favorecer o momento de curto prazo. Com o mercado buscando papéis com momento de resultados, vemos a ação da Minerva bem posicionada para entregar resultados positivos.

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 1T25 e geração positiva 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: 7x P/L para 2025 e aproximadamente 5x P/L para 2026. Por isso, mantemos a Tenda em nossa carteira de Small Caps.

Orizon (ORVR3)

A Orizon é nossa Top Pick 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

content.btgpactual.com

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 tese de carregamento nos próximos anos.

São Martinho (SMT03)

Mantemos São Martinho em nossa carteira de Small Caps. As ações tiveram desempenho abaixo do mercado recentemente, pressionadas pela forte queda nos preços do açúcar. Continuamos com uma visão estruturalmente positiva para o setor, sustentada pelo balanço global apertado de oferta e demanda. No curto prazo, acreditamos que os preços atuais do açúcar — nos menores níveis em quatro anos — estejam próximos de um piso. Nesse patamar, algumas usinas podem considerar mais rentável redirecionar a produção para o etanol, especialmente aquelas localizadas mais distantes dos portos, onde os custos logísticos mais elevados reduzem o prêmio do açúcar a níveis pouco atrativos. Vemos pouco espaço para novas quedas. Uma mudança na produção brasileira para o etanol pode marcar o início de uma recuperação nos preços e nas ações. Do ponto de vista de valuation, a São Martinho segue atrativa, sendo negociada com um yield de fluxo de caixa de 16% para 2026 e 17% para 2027. A margem de segurança é elevada, com uma relação de risco-retorno bastante interessante.

Marcopolo (POM04)

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 7x para 2025 e um dividend yield de 9%, mantemos nossa visão construtiva para a ação, que continua sendo uma tese atrativa de carregamento e crescimento de lucros.

Desktop (DESK3)

Negociando com um múltiplo P/L de 7x para 2025, a Desktop é negociada com desconto em relação tanto às operadoras integradas globais (14x) quanto à Brisanet, 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 Top Pick no universo de ISPs.

Inter (INBR32)

Após um bom desempenho em maio (+8%), as ações do Inter ficaram praticamente estáveis em junho — o que, do ponto de vista de valuation, indica que continuam atrativas nos níveis atuais. Acreditamos que a qualidade dos ativos no primeiro trimestre e o crescimento dos ativos que geram receita com juros apontam para um segundo trimestre mais forte. Além disso, seguimos vendo o Inter como o principal beneficiário da nova linha de crédito consignado privado, que traz um potencial relevante de expansão do ROE a partir de 2026.

IRB (IRBR3)

Mantemos a IRB na carteira por mais um mês, pois seguimos vendo a ação como altamente atrativa — especialmente após o desempenho fraco em junho — sendo negociada atualmente próxima a 5x o lucro caixa anualizado. Os resultados do primeiro trimestre foram impactados por um sinistro não recorrente de grande porte, mas esperamos uma melhora no segundo trimestre (apesar de os resultados de abril terem sido afetados pelos incêndios na Califórnia; ainda assim, a IRB reportou um lucro líquido de R\$ 20 milhões no mês).

Vivara (VIVA3)

Embora os resultados tenham sido sólidos no início do ano, destacamos que o mercado deve monitorar a capacidade de expansão de margem bruta ao longo de 2025, bem como o ritmo de recuperação do capital de giro — ambos fundamentais para uma possível expansão de múltiplos das ações. Reconhecemos os riscos associados às recentes (e numerosas) mudanças na equipe de gestão da Vivara e acreditamos que será necessário acompanhar de perto, no longo prazo, a evolução de indicadores-chave, como produtividade das lojas, possível canibalização entre as bandeiras Life e Vivara, além das mudanças na gestão. Ainda assim, a perspectiva operacional tende a melhorar gradualmente. Considerando que VIVA3 é negociada a 9x o P/L para 2026, o valuation atual continua oferecendo um potencial de valorização atrativo.

Azzas (AZZA3)

A empresa reforçou que está seguindo uma estratégia disciplinada, com foco em eficiência, controle de custos, expansão de margens e otimização de capital — com sinais positivos no primeiro trimestre. O ritmo de vendas segue forte, especialmente para a marca Farm, impulsionado por vendas sem descontos no início da coleção e política de preços disciplinada. A Hering também deve contribuir com um crescimento sólido de dois dígitos, enquanto o segmento de calçados tem como mercado endereçável consumidores de menor renda, com preços mais acessíveis. No capital de giro, a empresa está eliminando o excesso de estoques, melhorando prazos de pagamento e unificando estruturas de fornecimento. Esses movimentos refletem um esforço mais amplo para construir um modelo operacional mais enxuto e resiliente em um ambiente de varejo volátil. Desde o início do processo de integração, a performance das ações tem sido impulsionada principalmente pelas notícias relacionadas à fusão Arezzo–Grupo Soma, tendência que deve continuar (com sinais mais

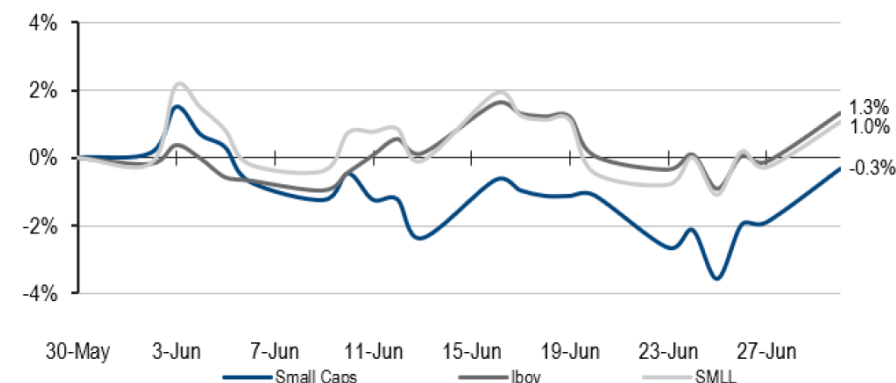
positivos após o 1T). Revisamos recentemente nossas estimativas de EBITDA e lucro líquido para os próximos quatro anos em +2% e +3%, respectivamente, elevando o preço-alvo de Azzas para R\$ 51 ao final de 2025 (ante R\$ 49). A ação é negociada a 8,5x P/L para 2026, configurando um ponto de entrada atrativo para investidores.

Rentabilidade Histórica:

Performance Mensal

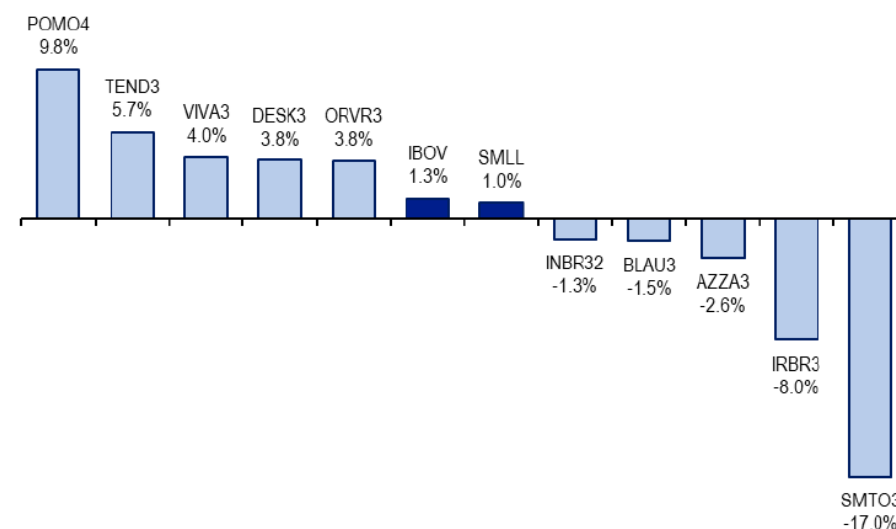
Em junho, nossa carteira de Small Caps teve queda de 0,3%, desempenho inferior ao do Ibovespa (1,3%) e ao do SMLL (1,0%), conforme mostra o gráfico abaixo.

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



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

Gráfico 2: Performance por ação em Junho 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 21,9%, frente a 15,4% do Ibovespa e 26,4% do SMLL. No mesmo período, o CDI registra alta de 6,4%.

Gráfico 3: Desempenho no acumulado do ano

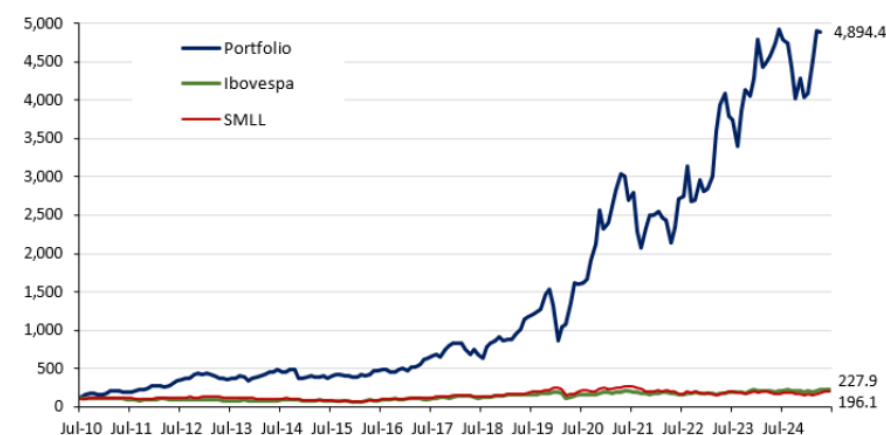


Fonte: Economática e BTG Pactual

Rentabilidade Histórica (*):

Desde julho de 2010, quando Carlos E. Sequeira assumiu a gestão da carteira de Small Caps, a valorização acumulada da carteira é de 4.794,4%, frente a 127,9% do Ibovespa e 96,1% 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%	-0,3%							21,9%	4794,4%	15,4%	127,9%

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 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, consequentemente, das receitas decorrentes de transações deidas 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