



# Small Caps

Carteira Recomendada

Equity Research  
Banco BTG Pactual S.A.

Agosto 2025

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

Leonardo Correa  
São Paulo – Banco BTG Pactual

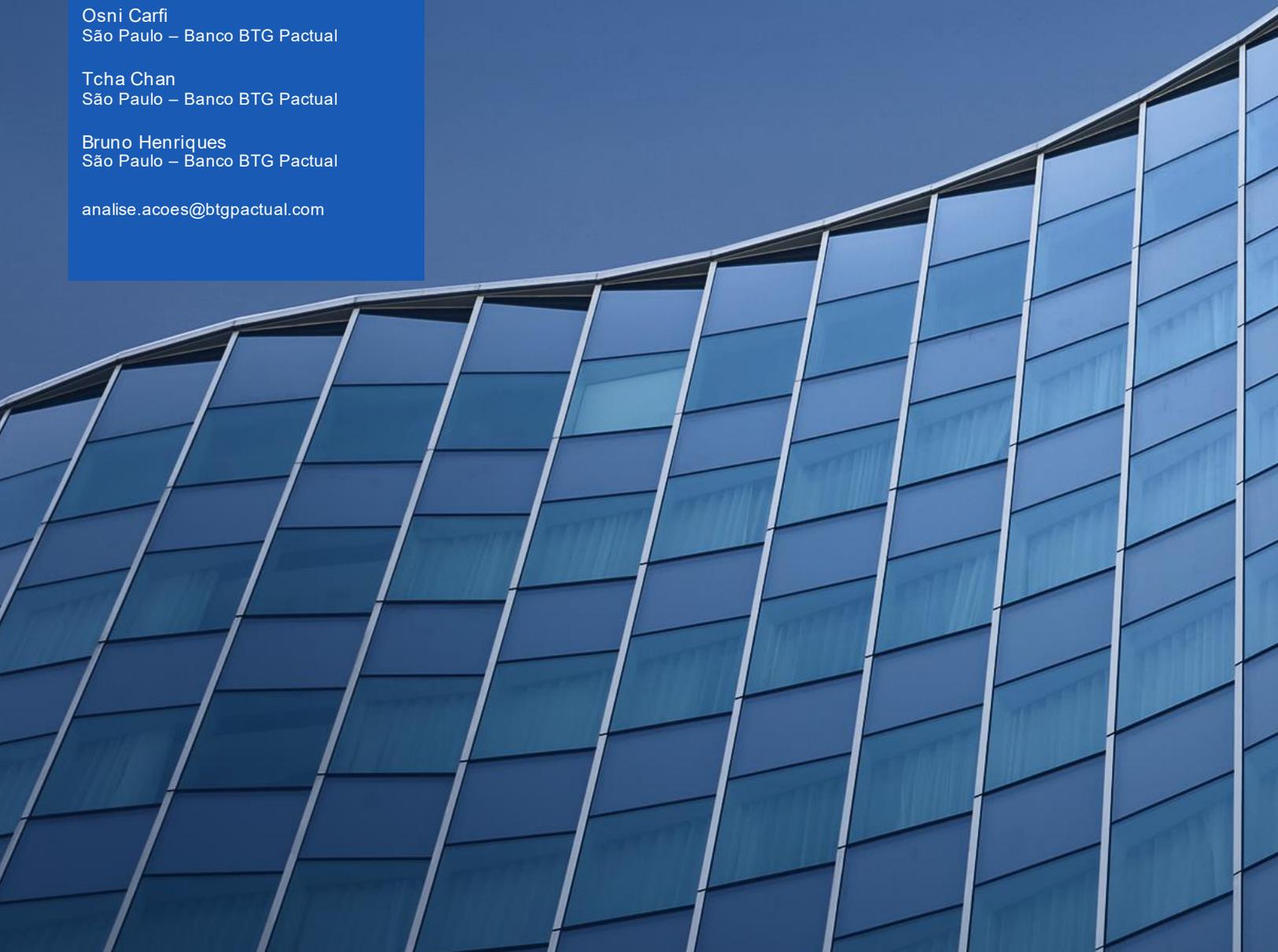
Antonio Junqueira, CFA  
São Paulo – Banco BTG Pactual

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 Agosto 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

Multiplan e Auren são as novidades deste mês.

### Quem permanece e quem sai

Inter, Marcopolo, Vivara, São Martinho, Orizon, Minerva, IRB e Tenda mantêm suas posições, enquanto Azzas e Desktop 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	16.107	77,8	n.a	n.a	11,8x	9,2x	1,6x	1,4x
Multiplan	MULT3	10%	Compra	12.360	89,5	9,4x	8,4x	13,3x	12,7x	2,0x	1,9x
Auren	AURE3	10%	Compra	9.687	37,3	7,6x	7,4x	n.a	n.a	0,7x	0,7x
Marcopolo	POMO4	10%	Compra	8.649	63,9	5,6x	4,7x	6,9x	6,0x	2,1x	1,8x
Vivara	VIVA3	10%	Compra	5.975	75,3	7,0x	5,7x	11,0x	9,0x	2,1x	1,8x
São Martinho	SMTO3	10%	Compra	5.698	35,7	2,6x	2,2x	8,1x	5,9x	0,9x	0,8x
Minerva	BEEF3	10%	Neutro	4.911	68,1	5,1x	5,0x	n.a	13,1x	2,3x	2,3x
Orizon	ORVR3	10%	Compra	4.611	22,0	9,1x	6,5x	20,8x	12,0x	4,5x	4,4x
IRB	IRBR3	10%	Compra	3.724	31,1	n.a	n.a	6,0x	5,2x	0,8x	0,7x
Tenda	TEND3	10%	Compra	2.611	36,6	5,0x	4,3x	6,0x	4,0x	2,1x	1,8x

Fonte: Econômica e BTG Pactual.

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

Julho				Agosto			
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	SMT03	10%	Agronegócio	São Martinho	SMT03	10%
Serviços Básicos	Orizon	ORVR3	10%	Serviços Básicos	Orizon	ORVR3	10%
Varejo	Azzas	AZZA3	10%	Imobiliário	Multiplan	MULT3	10%
Financeiro	IRB	IRBR3	10%	Financeiro	IRB	IRBR3	10%
TMT	Desktop	DESK3	10%	Serviços Básicos	Auren	AURE3	10%
Alimentos e Bebidas	Minerva	BEEF3	10%	Alimentos e Bebidas	Minerva	BEEF3	10%

Fonte: Empresa e BTG Pactual

## Um resumo das nossas escolhas

### Minerva (BEEF3)

Mantemos a Minerva em nossa carteira de Small Caps. As perspectivas de curto prazo são construtivas, com o bom momento das exportações e a monetização dos estoques sustentando resultados mais fortes à frente. O 1T25 foi fraco, com receita e EBITDA abaixo do esperado, em grande parte devido ao acúmulo de estoque. No Brasil, o abate de bovinos subiu 32% t/t, enquanto os volumes aumentaram apenas 3%, sugerindo que a Minerva antecipou a produção para aproveitar a cota de importação livre de impostos dos EUA e estocou carne para vendas com margens mais altas. Esperamos que esses estoques sejam monetizados no 2T25 a preços elevados, com os preços da carne bovina nos EUA atingindo recordes. As exportações para China e EUA também seguem fortes, o que é positivo. Com o mercado buscando histórias de crescimento de lucros, vemos as ações da Minerva bem-posicionadas.

### 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 atraentes: 6x P/L para 2025 e aproximadamente 4x P/L para 2026. Por isso, mantemos a Tenda em nossa carteira de Small Caps.

## Orizon (ORVR3)

Em 9 de maio, a Orizon concluiu com sucesso sua segunda oferta subsequente de ações, levantando R\$ 635 milhões via oferta primária ao preço de R\$ 48,20 por ação. A alavancagem encerrou o 1T em 3,1x dívida líquida/EBITDA, mas pós-oferta pró-forma, a alavancagem cairia para 1,69x. Assim, os recursos proporcionam à empresa flexibilidade de capital para buscar crescimento inorgânico e acelerar sua estratégia de biometano. Atuando em um setor altamente fragmentado, com amplas oportunidades de crescimento, a Orizon tem demonstrado histórico sólido em alocação de capital. Se continuar performando com uma boa capacidade de execução, a empresa pode se consolidar como uma tese geradora de valor no longo prazo.

## 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 17% para 2026 e 19% para 2027. A margem de segurança é elevada, com uma relação de risco-retorno bastante interessante.

## Marcopolo (POMO4)

Após um início de ano mais fraco, impactado por menor produção e mix desfavorável, a produção está ganhando momento e o mix tem melhorado (com maior participação de ônibus rodoviários). Embora os dados de produção de julho ainda não estejam disponíveis, a administração indicou em seus comentários ao mercado que essa tendência positiva deve continuar no segundo semestre. Esperamos que o 3T e o 4T sejam os mais fortes de 2025, impulsionados por sazonalidade favorável. Além disso, um novo leilão do programa caminhos da escola pode ocorrer até o fim do ano, o que traria um upside adicional ao nosso cenário-base, que atualmente considera um evento entre o fim de 2025 e início de 2026. Dado o *momentum* positivo dos lucros, e valuation atrativo de 6x P/L 2026E e yield projetado de dividendos de 9% para 2025, reiteramos nossa recomendação de Compra.

## Multiplan (MULT3)

Estamos adicionando Multiplan à carteira de Small Caps neste mês. Com um portfólio dominante de shoppings, a companhia segue apresentando forte desempenho operacional (crescimento real de aluguéis, SSS sólido, vacância e custos de ocupação em mínimas históricas), consistentemente acima do setor de shoppings no Brasil. No geral, acreditamos que a Multiplan agrega defensividade à carteira. Dada sua natureza de “proxy de juros” e alavancagem próxima de 2,5x dívida líquida/EBITDA (com expectativa de queda), vemos a companhia também como uma boa tese de sensibilidade a juros. Em termos de valuation, negocia com TIR real de 9,5%, cerca de 250bps acima da taxa real de juros (vs. média histórica de 150bps).

## Inter (INBR32)

Também mantemos Inter na carteira por mais um mês. As ações caíram 8% em julho — o que, do ponto de vista de valuation, melhora o ponto de entrada para a tese. Apesar de o lucro do 2T poder vir levemente abaixo do consenso, seguimos esperando que o ROE mantenha sua tendência de melhora. A carteira de crédito deve continuar crescendo de forma sólida nos próximos trimestres, com expansão da margem financeira e controle no custo de risco (dado o baixo nível de penetração de crédito do Inter). Além disso, seguimos vendo o Inter como principal beneficiário da nova modalidade de crédito consignado privado, que deve impulsionar o ROE a partir de 2026.

## IRB (IRBR3)

Mantemos IRB na carteira por mais um mês, pois vemos a ação como altamente atrativa, negociando próxima de 5x o lucro caixa anualizado. Os resultados do 1T foram impactados por um sinistro pontual relevante, mas esperamos melhora no 2T (apesar de abril ter sido afetado pelos incêndios na Califórnia; ainda assim, a companhia reportou lucro líquido de R\$ 20 milhões no mês). Melhoras recentes na disciplina de subscrição e no desempenho financeiro ajudaram o ROTE a se aproximar de um patamar sustentável de 20%, mesmo sem crescimento nos prêmios. Com o patrimônio líquido tangível crescendo mais rápido que o contábil e um saldo relevante de ativo fiscal diferido, o IRB está gerando mais caixa do que lucro contábil — criando espaço para dividendos, especialmente se o crescimento da receita for mantido.

## Vivara (VIVA3)

Apesar de os resultados ainda terem sido razoáveis no início do ano, destacamos que o mercado deve acompanhar de perto o espaço para expansão de margem bruta em 2025, assim como o ritmo de recuperação do capital de giro — ambos essenciais para uma expansão de múltiplos da ação. Reconhecemos os riscos decorrentes das recentes (e numerosas) mudanças na gestão da companhia, sendo importante monitorar, no longo prazo, a evolução de KPIs como produtividade por loja, canibalização entre as marcas Life e Vivara e a rotatividade da gestão. Ainda assim, a perspectiva operacional deve melhorar gradualmente. Com VIVA3 negociando a 9x P/L 2026, o valuation atual continua oferecendo um retorno atrativo.

## Auren (AURE3)

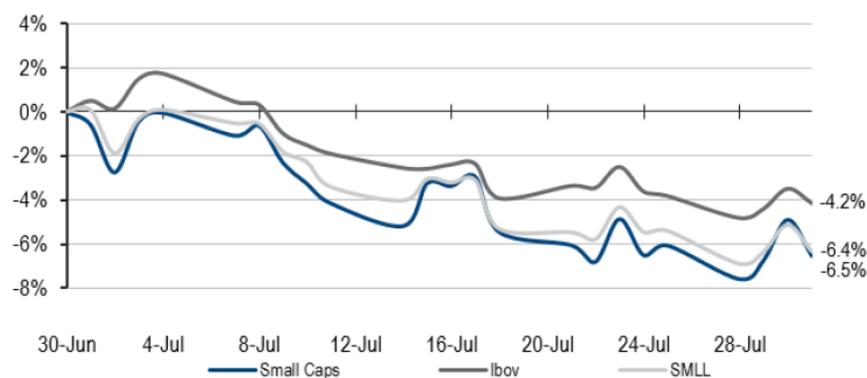
Como uma tese de investimento mais alavancada, a Auren foi mais penalizada pelas quedas recentes de preços das ações. Estimamos sua TIR real em 13,1%, mas o papel tem *duration* mais curto do que as companhias de distribuição que cobrimos. A empresa também deve se beneficiar da queda dos juros de curto prazo e a assimetria da tese é positiva.

## Rentabilidade Histórica:

### Performance Mensal

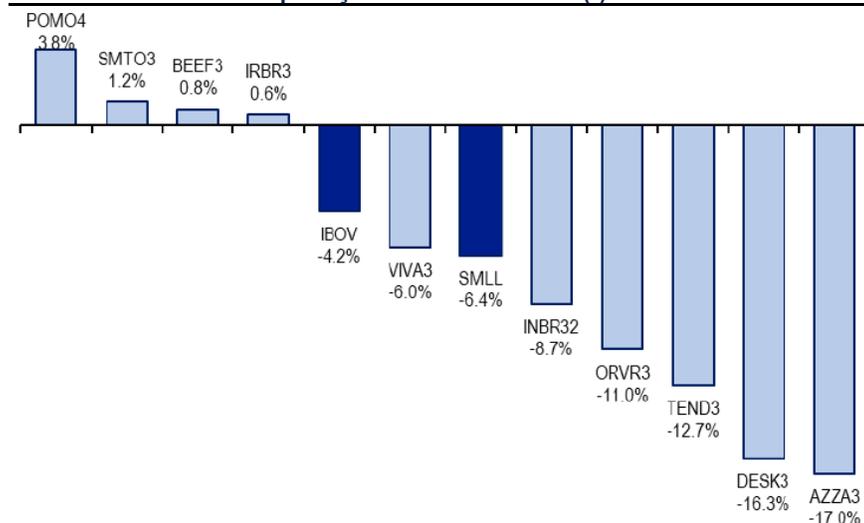
Em julho, nossa carteira de Small Caps teve queda de 6,5%, desempenho inferior ao do Ibovespa (-4,2%) e do SMLL (-6,4%), conforme ilustrado no gráfico abaixo.

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



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

**Gráfico 2: Performance por ação em Julho 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 13,9%, frente a 10,6% do Ibovespa e 18,4% do SMLL. No mesmo período, o CDI apresenta alta de 7,8%

**Gráfico 3: Desempenho no acumulado do ano**

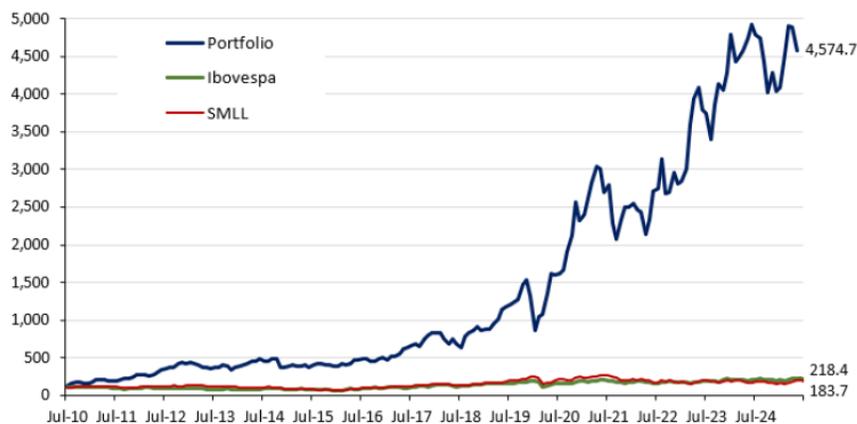


Fonte: Economática e BTG Pactual

## Rentabilidade Histórica (\*):

Desde julho de 2010, quando Carlos E. Sequeira assumiu a gestão da carteira de Small Caps, a carteira acumula valorização de 4.474,7%, contra 118,4% do Ibovespa e 83,7% 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%	10,8%	8,5%	-0,3%	-6,5%						13,9%	4474,7%	10,6%	118,4%

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)