



# Small Caps

Carteira Recomendada

Equity Research  
Banco BTG Pactual S.A.

Janeiro 2026

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

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

02 de Janeiro de 2026

## 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).

## Destaques

### As novidades

Sanepar e Pague Menos são as novidades deste mês.

### Quem permanece e quem sai

Aura, Copasa, GPS, 3tentos, Vivara, Tenda, Unifique e Inter mantêm suas posições, enquanto Eztec e Track&Field saem.

**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
Aura	AURA33	10%	Compra	22.812	48,5	8,1x	4,8x	14,9x	7,0x	10,9x	6,8x
Inter	INBR32	10%	Compra	20.492	86,9	n.a	n.a	12,9x	10,7x	2,1x	1,8x
Copasa	CSMG3	10%	Compra	16.654	112,8	7,6x	7,5x	12,4x	15,1x	1,9x	1,8x
Sanepar	SAPR11	10%	Neutro	12.422	56,8	6,1x	4,6x	6,0x	7,0x	1,0x	1,0x
GPS	GGPS3	10%	Compra	12.120	61,8	7,2x	5,6x	16,9x	12,3x	2,7x	2,3x
3tentos	TTEN3	10%	Compra	8.241	22,3	8,0x	7,0x	16,2x	9,5x	1,7x	1,5x
Vivara	VIVA3	10%	Compra	7.814	72,2	8,7x	7,0x	11,9x	11,0x	2,5x	2,1x
Pague Menos	PGMN3	10%	Compra	4.036	28,6	6,4x	5,3x	15,8x	13,0x	1,3x	1,2x
Tenda	TEND3	10%	Compra	3.011	56,3	5,5x	3,3x	7,7x	4,6x	2,1x	1,6x
Unifique	FIQE3	10%	Neutro	1.931	2,8	3,9x	3,5x	10,1x	9,0x	1,3x	1,2x

Fonte: Economática e BTG Pactual.

Tabela 2: Alterações da carteira Small Caps

Dezembro				Janeiro			
Setor	Empresa	Código	Peso (%)	Setor	Empresa	Código	Peso (%)
Varejo	Vivara	VIVA3	10%	Varejo	Vivara	VIVA3	10%
Imobiliário	Tenda	TEND3	10%	Imobiliário	Tenda	TEND3	10%
TMT	Unifique	FIQE3	10%	TMT	Unifique	FIQE3	10%
Bancos	Inter	INBR32	10%	Bancos	Inter	INBR32	10%
Agronegócio	3tentos	TTEN3	10%	Agronegócio	3tentos	TTEN3	10%
Varejo	Track & Field	TFCO4	10%	Varejo	Pague Menos	PGMN3	10%
Imobiliário	Eztec	EZTC3	10%	Serviços básicos	Sanepar	SAPR11	10%
Metais e Mineração	Aura 360	AURA33	10%	Metais e Mineração	Aura 360	AURA33	10%
Serviços básicos	Copasa	CSMG3	10%	Serviços básicos	Copasa	CSMG3	10%
Transporte	GPS	GGPS3	10%	Transporte	GPS	GGPS3	10%

Fonte: Empresas e BTG Pactual

## Um resumo das nossas escolhas

### Inter (INBR32)

Com prioridades de execução mais claras e melhoria na dinâmica do portfólio, o Inter entra em 2026 com confiança crescente e deve em breve fornecer mais clareza sobre a próxima fase de sua jornada. Após alguma insatisfação dos investidores com a comunicação em torno do plano no passado (conforme sinalizado pela nossa equipe), acreditamos que as conversas recentes, juntamente com uma atualização mais explícita da estratégia, devem ajudar a realinhar as expectativas, melhorar a transparência na execução e, por fim, apoiar uma expansão de múltiplos das ações à medida que a entrega continua a melhorar. Continuamos a ver o Inter como “pronto” para resultados mais fortes e ROEs mais elevados nos próximos trimestres. Em nossa opinião, a combinação do recente desempenho inferior das ações do Inter, sua base de capital robusta, trajetória de lucros sólida no médio prazo e valuation atraente (negociada a 10,7x P/L para 2026 e 8,5x P/L para 2027) nos mantém otimistas para os próximos 18 a 24 meses. Assim, reiteramos nossa recomendação de Compra para a tese.

### Aura (AURA33)

Continuamos otimistas em relação à tese de investimento. A empresa está aproveitando um forte momento nos lucros, impulsionado pelo crescimento da produção (com dois ativos entrando no portfólio da empresa em 2026) e pelos altos preços do ouro (+US\$ 4.300/onça). Nossa visão estruturalmente positiva é apoiada por (1) uma história de crescimento, com a Aura esperando quase dobrar a produção nos próximos anos; (2) exposição ao ouro, que adiciona diversificação às carteiras de metais preciosos; (3) pagamentos trimestrais consistentes de dividendos, com um yield de 7-9%, esperado ao longo do ciclo de investimento; (4) uma empresa com baixo nível de alavancagem e balanço patrimonial saudável (dívida líquida/EBITDA em 0,15x); (5) risco operacional (ativo único) reduzido, à medida que a empresa continua a diversificar sua base de ativos; e (6) um valuation com desconto, com potencial significativo de expansão de múltiplos (negociada a 0,85x P/NAV e ~3,8x EV/EBITDA para 2026, modelamos o ouro a US\$ 4.000 para 2026). Um P/NAV confortavelmente acima de

1x parece viável com base nas perspectivas de crescimento e maior liquidez.

### 3tentos (TTEN3)

Mantemos a 3tentos em nossa carteira de Small Caps. Consideramos a empresa uma tese de alta qualidade, alto crescimento e alto retorno no setor de agronegócios do Brasil. Margens mais fracas no setor pesaram sobre o momento de lucros da empresa nos últimos meses, mas acreditamos que o pior já passou, abrindo caminho para uma trajetória de lucros mais forte que deve apoiar o desempenho das ações. Além disso, o início das operações da nova usina de etanol de milho em 2026 acrescenta outra via lucrativa para o crescimento. Do ponto de vista de fundamentos, as ações parecem atraentes, sendo negociadas a 9,5x o P/L estimado para 2026 e 7,3x para 2027, com um CAGR de lucros esperado de ~25% nos próximos três anos e ROIC acima de 20%. A 3tentos é a nossa Top Pick na cobertura do agronegócio.

### Sanepar (SAPR11)

A Sanepar é negociada a cerca de 0,8x EV/RAB. O múltiplo de P/L da empresa está em 7x para 2026 e 6,5x para 2027. Os índices EV/EBITDA são de 4,6x para 2026 e 4,5x para 2027. A Sanepar é uma ação barata com múltiplos baixos, apesar de operar de forma ineficiente, bem abaixo do seu potencial. Se a ação fechasse sua lacuna em relação ao EBITDA regulatório, reduzisse seu desconto de capex para cerca de 3% e fosse negociada com uma TIR real de ~9%, semelhante ao que muitas ações estão sendo negociadas atualmente, ela precisaria apresentar uma valorização de pouco mais de 60%. Se a ação fosse negociada a 1x EV/RAB, ela teria que apresentar uma valorização de pouco mais de 50%. O principal evento da Sanepar em 2026 será político. A corrida para o governo estadual pode levar os investidores a esperar que a empresa se torne mais eficiente ou tome medidas para a privatização. Em ambos os casos, o potencial de valorização é significativo. A ação tem algumas características especulativas, mas acreditamos que esteja entre as teses mais promissoras de 2026.

### Copasa (CSMG3)

Em dezembro, o projeto de lei de privatização da Copasa foi aprovado e estamos mantendo o nome na carteira, pois os principais gatilhos restantes relacionados ao processo de privatização podem se desenrolar nos próximos meses. Vemos a ação sendo negociada a 1,32x EV/RAB (2025). Embora o desconto em relação à Sabesp possa não parecer significativo, acreditamos que focar demais no EV/RAB é problemático. A Copasa tem investido pouco há anos e, independentemente de como analisamos seus dados, podemos concluir que a RAB deveria ser significativamente maior. Em termos práticos, se privatizada, a Copasa poderia ter dois catalisadores de valorização (em comparação com a Sabesp): crescimento líquido da RAB e redução das despesas operacionais (como % da RAB líquida), ambas as quais poderiam levar a um aumento significativo dos preços atuais.

## GPS (GGPS3)

Esperamos uma melhora no momento dos lucros do GPS e acreditamos que o primeiro semestre de 2025 marcou o fundo do poço em três fatores-chave para a tese de investimento: (i) Crescimento orgânico, que ficou em 7% nos nove primeiros meses de 2025 e agora deve tender para um dígito alto no curto e médio prazo (impulsionado pela implementação de um grande contrato recentemente conquistado), mas com potencial de valorização no longo prazo; (ii) Um aquecido pipeline de M&A, com a empresa divulgando cerca de R\$ 2 bilhões em receitas atualmente em negociação avançada — dos quais R\$ 1,3 bilhão está vinculado aos seus segmentos principais (Instalações e Segurança) e (iii) Uma perspectiva de margem mais forte, já que a maioria dos eventos pontuais relacionados ao GRSA foram contabilizados nos 9M25, e as pressões sobre as provisões de mão de obra devem diminuir no futuro. Além dessa trajetória de melhoria nos lucros, o GPS é negociada a 10x P/L para 2026 (lucro caixa), ao mesmo tempo em que apresenta ROIC e crescimento acima da média — posicionando-a como uma das histórias mais atraentes de carrego em nossa cobertura.

## Vivara (VIVA3)

Consideramos a Vivara uma das teses mais atraentes no varejo brasileiro para os próximos trimestres, apoiada por um valuation com desconto de 11x P/L para 2026, sinais construtivos de governança e sólido momento operacional. O potencial de valorização dependerá de dois fatores principais: (i) expansão sustentada da margem bruta, particularmente das subcategorias Life e premium, e (ii) uma recuperação mais rápida do capital de giro nos próximos trimestres. Além do curto prazo, os pontos de monitoramento de longo prazo incluem a produtividade das lojas, a potencial canibalização entre os formatos Vivara e Life e a capacidade de reter e motivar os principais talentos de liderança. Embora os riscos permaneçam — particularmente em relação à continuidade da governança e à rotatividade da administração —, o conjunto de evidências sugere uma empresa que está executando com eficácia e mostrando maior alinhamento entre estratégia, conselho e operações. Com pipelines robustos de inovação de produtos, treinamento intensificado da força de vendas e iniciativas de eficiência em maturação, a Vivara tem um caminho claro para entregar crescimento de lucros e uma expansão de múltiplos impulsionada pela governança.

## Tenda (TEND3)

Mantemos uma visão otimista em relação ao segmento de habitação de baixa renda, dadas as recentes mudanças no programa MCMV, que melhoraram significativamente a acessibilidade para os compradores de imóveis, especialmente aqueles elegíveis ao “Faixa 1” do MCMV, onde a Tenda está estrategicamente focada. A Tenda apresentou resultados sólidos no primeiro semestre de 2025, reforçando nossa confiança na reestruturação da empresa, com margens já comparáveis às de seus pares e uma revisão positiva do guidance no segundo trimestre (o que pode trazer riscos de alta para nossas estimativas para 2026). Esperamos que os resultados continuem melhorando nos próximos trimestres, o que deve apoiar uma desalavancagem mais rápida e impulsionar um crescimento substancial do lucro líquido. As ações ainda parecem atraentes, sendo negociadas a 4,6x P/L para

2026, apesar do forte desempenho no acumulado do ano, e, como tal, mantemos a Tenda em nossa carteira de Small Caps.

### **Pague Menos (PGMN3)**

Após seu aumento de capital em setembro (R\$ 243 milhões; 57% primário e 43% secundário), recentemente restabelecemos a cobertura da PGMN com uma recomendação de Compra. Incorporando os recursos do follow-on e atualizando nossas estimativas com premissas mais construtivas (após um terceiro trimestre sólido), revisamos para cima as estimativas de receita líquida e EBITDA para 2026 (ex-IFRS16) em 4% e 18%, respectivamente, estabelecendo um novo preço-alvo para 2026 de R\$ 6,5/ação (ante R\$ 4,5/ação anteriormente), com a Pague Menos sendo negociada a 13x o P/L para 2026. Embora a injeção de caixa deva proporcionar uma ligeira desalavancagem, esperamos que a empresa continue a superar o desempenho de seus pares do setor de varejo (e farmacêutico), apoiada por um forte momento de lucros (com amplo espaço para melhoria da produtividade), opções de crescimento interessantes (por exemplo, introdução de GLP-1s genéricos no mercado brasileiro) e ganhos de eficiência nas despesas operacionais. Entre os varejistas farmacêuticos de menor valor de mercado, reforçamos nossa preferência pela PGMN.

### **Unifique (FIQE3)**

Mantemos a Unifique em nossa carteira Small Caps. A empresa é uma provedora de serviços de internet (ISP) de alta qualidade que opera na região sul do país. Ela tem fundamentos sólidos, apresentando a menor rotatividade entre as empresas listadas (1,5% de rotatividade de fibra) e a menor alavancagem (0,6x dívida líquida/EBITDA). Ela também está evoluindo seu segmento móvel de forma satisfatória, mantendo margens de ~50%. Além disso, a empresa está bem-posicionada para anunciar pagamentos extraordinários de dividendos significativos nos próximos meses. Estimamos que o yield extraordinário dos dividendos possa chegar a 17%. Além disso, vemos a FIQE sendo negociada a um atraente P/L de 9x para 2026, mais barato do que a mediana global de 12x das ISPs, o que consideramos um bom ponto de entrada.

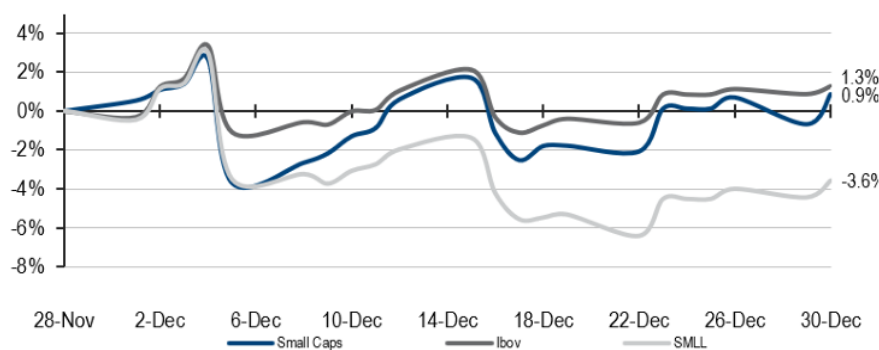
### **Rentabilidade Histórica:**

---

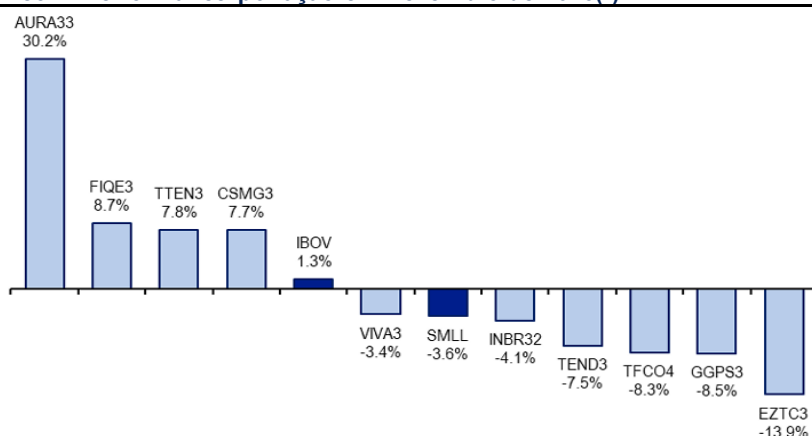
#### **Performance Mensal**

Em dezembro, nosso portfólio de Small Caps subiu 0,9%, ficando abaixo do Ibovespa (1,3%) e superando o SMLL (-3,6%), conforme ilustrado no gráfico abaixo.



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


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

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


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

## Desempenho no ano

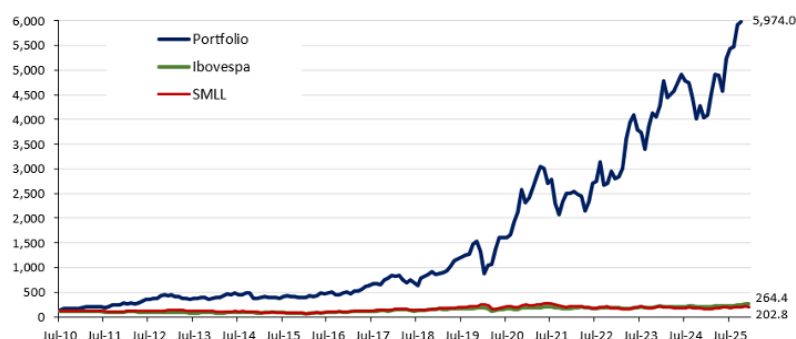
Desde 31 de dezembro de 2024, o portfólio acumula alta de 48,8%, frente aos 34,0% do Ibovespa e 30,7% do SMLL. No mesmo período, o CDI avançou 14,3%.

**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 do portfólio, a carteira de Small Caps acumula valorização de 5.874,0%, comparada a 164,4% do Ibovespa e 102,8% 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%	14,2%	4,1%	0,6%	8,2%	0,9%	48,8%	5874,0%	34,0%	164,4%

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 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)