



Small Caps

Carteira Recomendada

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Junho 2026

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

Leonardo Correa
São Paulo – Banco BTG Pactual

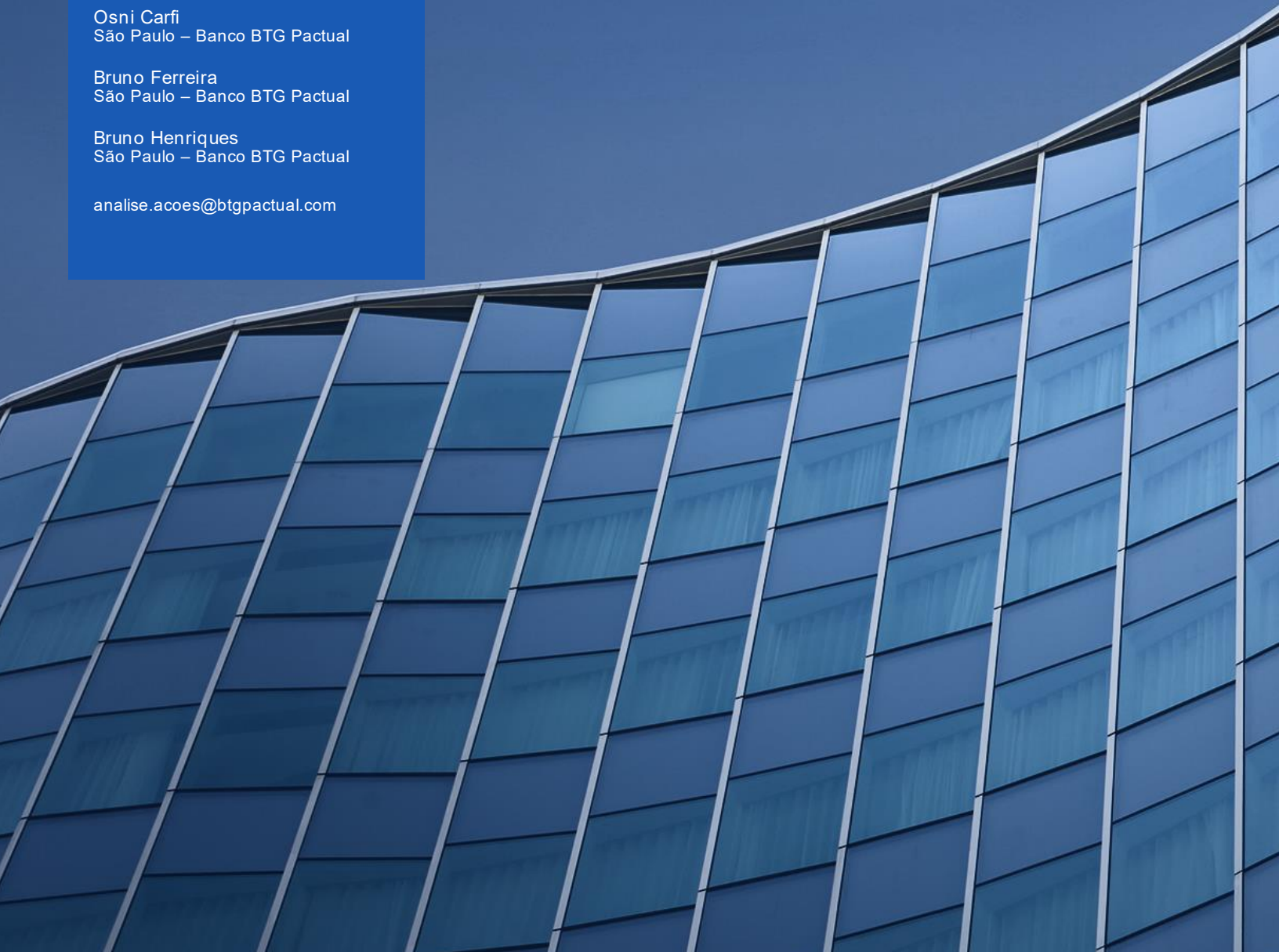
Antonio Junqueira, CFA
São Paulo – Banco BTG Pactual

Osni Carfi
São Paulo – Banco BTG Pactual

Bruno Ferreira
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 Junho 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

SBF e Orizon são as novidades deste mês.

Quem permanece e quem sai

Copasa, Sanepar, Smart Fit, 3tentos, Tenda, Banco Pine, Pague Menos e Bemobi permanecem na carteira, enquanto Vitru e Bradesco Saúde deixam a seleção.

Tabela 1: Carteira Recomendada de Ações – Small Caps

Empresa	Código	Peso	Recomendação	Valor de mercado (R\$ m)	ADTV (R\$ m)	EV/EBITDA		P/L		P/V	
						2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
Copasa	CSMG3	10%	Compra	19.987	267,4	7,1x	5,5x	12,7x	8,6x	2,1x	1,9x
Sanepar	SAPR11	10%	Neutro	11.747	75,0	4,3x	4,2x	6,6x	6,1x	0,8x	0,8x
Smart Fit	SMFT3	10%	Compra	11.371	145,5	7,8x	6,5x	12,0x	8,8x	1,7x	1,4x
3tentos	TTEN3	10%	Compra	7.798	21,7	7,0x	5,6x	8,0x	7,5x	1,4x	1,2x
Orizon	ORVR3	10%	Compra	7.784	54,2	15,0x	7,9x	41,6x	22,0x	4,4x	3,0x
Tenda	TEND3	10%	Compra	4.007	89,3	5,1x	3,9x	6,0x	4,7x	2,4x	1,8x
Banco Pine	PINE4	10%	Compra	3.627	21,1	n.a.	n.a.	5,1x	4,4x	1,7x	1,3x
Pague Menos	PGMN3	10%	Compra	3.071	25,1	4,1x	3,4x	8,5x	6,0x	0,9x	0,8x
SBF	SBFG3	10%	Compra	2.634	25,1	4,3x	3,8x	6,0x	5,2x	0,8x	0,7x
Bemobi Tech	BMOB3	10%	Compra	2.057	17,3	6,3x	5,5x	11,0x	10,7x	1,9x	1,9x

Fonte: Economática e BTG Pactual.

Tabela 2: Alterações da carteira Small Caps

Maio				Junho			
Setor	Empresa	Código	Peso (%)	Setor	Empresa	Código	Peso (%)
TMT	Bemobi	BMOB3	10%	TMT	Bemobi	BMOB3	10%
Imobiliário	Tenda	TEND3	10%	Imobiliário	Tenda	TEND3	10%
Educação	Vitru	VTRU3	10%	Varejo	SBF	SBFG3	10%
Varejo	Smartfit	SMFT3	10%	Varejo	Smartfit	SMFT3	10%
Agronegócio	3tentos	TTEN3	10%	Agronegócio	3tentos	TTEN3	10%
Varejo	Pague Menos	PGMN3	10%	Varejo	Pague Menos	PGMN3	10%
Saúde	Bradsaude	SAUD3	10%	Serviços Básicos	Orizon	ORVR3	10%
Bancos	Banco Pine	PINE4	10%	Bancos	Banco Pine	PINE4	10%
Serviços Básicos	Copasa	CSMG3	10%	Serviços Básicos	Copasa	CSMG3	10%
Serviços Básicos	Sanepar	SAPR11	10%	Serviços Básicos	Sanepar	SAPR11	10%

Fonte: Empresas e BTG Pactual

Um resumo das nossas escolhas

Copasa

Em janeiro, o governo de Minas Gerais definiu o modelo de privatização da Copasa, marcando mais um passo importante em direção à privatização. Mantemos a companhia na nossa carteira, uma vez que os principais catalisadores remanescentes relacionados ao processo podem se materializar nos próximos meses. A ação negocia a 1,7x EV/RAB para 2025. Embora o desconto em relação à Sabesp possa não parecer expressivo, acreditamos que focar excessivamente no múltiplo EV/RAB é uma abordagem limitada. A Copasa investiu abaixo do necessário durante muitos anos e, independentemente da metodologia utilizada, concluímos que sua base regulatória de ativos deveria ser significativamente maior. Na prática, caso seja privatizada, a companhia pode apresentar duas fontes de upside em relação à Sabesp: crescimento da base regulatória líquida de ativos e redução de despesas operacionais como percentual dessa base, fatores que podem gerar valorização relevante das ações.

Sanepar

A Sanepar negocia a aproximadamente 0,7x EV/RAB. Os múltiplos P/L estimados são de 6,6x para 2026 e 6,1x para 2027. Já os múltiplos EV/EBITDA são de 4,3x para 2026 e 4,2x para 2027. Trata-se de uma ação com um valuation atrativo, apesar da capacidade operacional da companhia ser significativamente abaixo de seu potencial. Caso a companhia elimine a diferença em relação ao EBITDA regulatório, reduza o desconto aplicado ao capex para aproximadamente 3% e negocie a uma TIR real de aproximadamente 9% até o final de 2026, em linha com diversas empresas atualmente, o potencial de valorização seria superior a 60%. Caso a ação passasse a negociar a 1x EV/RAB, o potencial de valorização seria superior a 50%. O principal evento de 2026 será político. A eleição para governador pode levar os investidores a anteciparem uma melhora de eficiência operacional ou avanços em direção à privatização. Em ambos os casos, o potencial de valorização é significativo. Apesar de apresentar características mais especulativas, acreditamos que seja uma das teses mais promissoras para 2026.

Smart Fit

Embora acreditemos que as preocupações relacionadas ao impacto do TotalPass sobre margens e à canibalização do canal B2C devam persistir nos próximos trimestres, os resultados do primeiro trimestre de 2026 ajudaram a aliviar parte desse debate de curto prazo. A companhia entregou resultados operacionais e financeiros melhores do que o mercado estimava, enquanto o TotalPass continuou ampliando sua escala, aumentando sua participação em usuários ativos mensais e apresentando melhor rentabilidade. A discussão deixou de ser se a plataforma consegue escalar o seu modelo de negócios. Os números do primeiro trimestre demonstram claramente que sim. O foco agora está em saber se essa escala poderá resultar em melhor monetização ao longo do tempo, por meio da redução da diferença de receita por frequência, disciplina na alocação dos planos e canibalização limitada do canal B2C. A Smart Fit continua se destacando como uma das melhores teses de crescimento consistente do varejo latino-americano. A tese de investimento permanece sustentada por: (i) escala incomparável na região; (ii) rentabilidade elevada, com margens em expansão via alavancagem operacional; (iii) exposição a um mercado fragmentado com espaço para consolidação; e (iv) crescimento de plataformas adjacentes, como o TotalPass, capazes de ampliar a monetização além do modelo tradicional de academias. Projetamos uma taxa de crescimento composta do LPA de 30% entre 2026 e 2029 e, negociando a 12x P/L estimado para 2026, reiteramos nossa recomendação de COMPRA.

Pague Menos

A trajetória recente da Pague Menos pode ser dividida em algumas fases. A primeira foi marcada por rápida expansão e intensa alocação de capital. A segunda foi caracterizada pelos desafios de integração da Extrafarma, pelas mudanças de demanda durante a pandemia e pelo aumento da alavancagem financeira. A terceira foi marcada pela chegada de uma nova liderança executiva e pela realização de uma ampla reestruturação baseada em disciplina de capital. O recente aumento de capital marca o início de uma nova fase, fortalecendo o balanço patrimonial e permitindo que a companhia busque ganhos de produtividade, impulsionados pelas oportunidades associadas aos medicamentos GLP-1, além de retomar uma estratégia gradual de expansão. Em resumo, vemos uma companhia capaz de entregar uma taxa de crescimento composta do LPA de 32% entre 2026 e 2029, negociando a um múltiplo atrativo de 8,5x P/L estimado para 2026, com uma interessante assimetria positiva para as estimativas decorrentes das oportunidades associadas ao segmento de GLP-1.

3tentos

Mantemos a 3tentos em nossa carteira de Small Caps. Uma postura mais cautelosa em relação à trajetória de lucro líquido pressionou o desempenho das ações após os resultados do quarto trimestre de 2025, mas acreditamos que os números do primeiro trimestre de 2026 recuperaram a confiança e reforçaram os principais pilares da tese de investimento: uma companhia de elevado retorno, com perspectivas atrativas de crescimento e histórico consistente de expansão rentável. Olhando à frente, vemos catalisadores nos principais segmentos. As margens de esmagamento de soja já melhoraram em relação aos níveis do ano passado e podem continuar avançando à medida que os

preços do óleo no Brasil acompanhem os preços de Chicago. Já as margens da divisão de varejo devem se beneficiar de preços mais elevados de fertilizantes e de um mercado mais normalizado. Além disso, o início das operações da planta de etanol de milho adiciona uma nova avenida de crescimento rentável. Do ponto de vista de fundamentos, a ação parece atrativa, negociando a 8x P/L estimado para 2026, com taxa de crescimento composta do lucro líquido superior a 15% nos próximos três anos e ROIC acima de 20%.

SBF

Embora o primeiro trimestre já tenha mostrado tendências operacionais melhores do que o esperado, continuamos esperando uma aceleração gradual da receita líquida ao longo de 2026, sustentada por iniciativas voltadas para aumento da produtividade de vendas, continuidade dos ganhos de penetração no segmento digital e, principalmente, pelo próximo ciclo da Copa do Mundo. Com a SBF3 negociando atualmente a aproximadamente 6x P/L estimado para 2026, acreditamos que o valuation não reflete plenamente a melhora das perspectivas de crescimento da companhia nem as oportunidades contínuas de ganho de participação de mercado no fragmentado mercado brasileiro de artigos esportivos. Dessa forma, mantemos nossa recomendação de COMPRA.

Tenda

Mantemos uma visão otimista para o segmento de habitação popular após as recentes mudanças no programa MCMV, que melhoraram significativamente a acessibilidade para os compradores de imóveis, especialmente aqueles elegíveis à Faixa 1, segmento no qual a Tenda possui foco estratégico. A companhia entregou resultados sólidos em 2025, reforçando nossa confiança na reestruturação, com margens já comparáveis às dos concorrentes. Continuamos otimistas com a ação, uma vez que: (i) a Tenda está no caminho para entregar margens sólidas, elevado retorno sobre patrimônio líquido e forte geração de fluxo de caixa; e (ii) a Alea deve melhorar gradualmente, tornando-se menos relevante para a DRE consolidada ao longo deste ano. Também acreditamos que a companhia está relativamente bem-posicionada para enfrentar um cenário de maiores custos de construção, beneficiando-se de economias de custos em projetos mais antigos e de espaço para reajustes de preços em novos lançamentos. A ação negocia a um múltiplo atrativo de 6x P/L estimado para 2026 e, por isso, mantemos a Tenda em nossa carteira de Small Caps.

Banco Pine

Continuamos otimistas em relação ao Banco Pine, mesmo após o bom desempenho das ações no último mês, com alta de 2%. A demanda por crédito consignado privado permanece forte e mais do que compensou o impacto modesto do recente teto de juros, enquanto a originação de crédito ligado ao INSS tornou-se mais previsível após as novas exigências de consentimento e autenticação. Estrategicamente, isso reforça a migração contínua para o crédito consignado privado, segmento no qual o banco continua se beneficiando de forte originação, melhor mix e spreads resilientes. O núcleo da tese permanece inalterado: o Pine construiu uma importante vantagem competitiva operacional nesse mercado, apoiada por processos robustos, arquitetura de dados, proteção via seguros e rotinas ativas

de cobrança, fatores que devem preservar margens financeiras ajustadas ao risco atrativas e sustentar retorno sobre patrimônio líquido acima de 35% em 2026. Negociando a 5,1x P/L estimado para 2026, seguimos vendo uma relação risco-retorno atrativa e reiteramos nossa recomendação de COMPRA.

Bemobi

A companhia combina crescimento de dois dígitos, rentabilidade e retorno ao acionista, uma combinação rara no setor brasileiro de tecnologia. Em termos relativos, também parece barata em praticamente todas as métricas, negociando a apenas 11x P/L estimado para 2026. A companhia acaba de entregar mais um trimestre de destaque, com crescimento orgânico superior a 20% e expansão contínua de margens, combinação que deve levar a novas revisões positivas nas estimativas do consenso.

Orizon

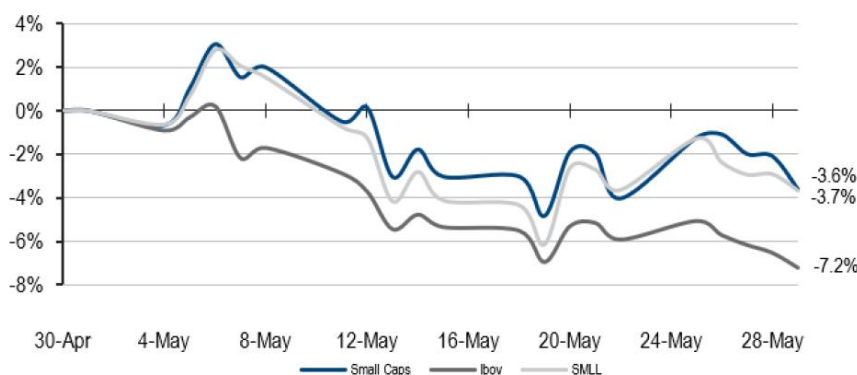
A Orizon possui um excelente histórico de alocação de capital e atua em um setor fragmentado, com amplas oportunidades de crescimento. A conclusão da aquisição da Vital, esperada para os próximos meses, deve trazer oportunidades de sinergias e potencial adicional de crescimento no segmento de biometano, caracterizado por elevados retornos. Além disso, a companhia recentemente entregou duas plantas de biometano e vem apresentando resultados sólidos, sustentados pelo crescimento real das tarifas e por uma contribuição mais recorrente da venda de créditos de carbono.

Rentabilidade Histórica:

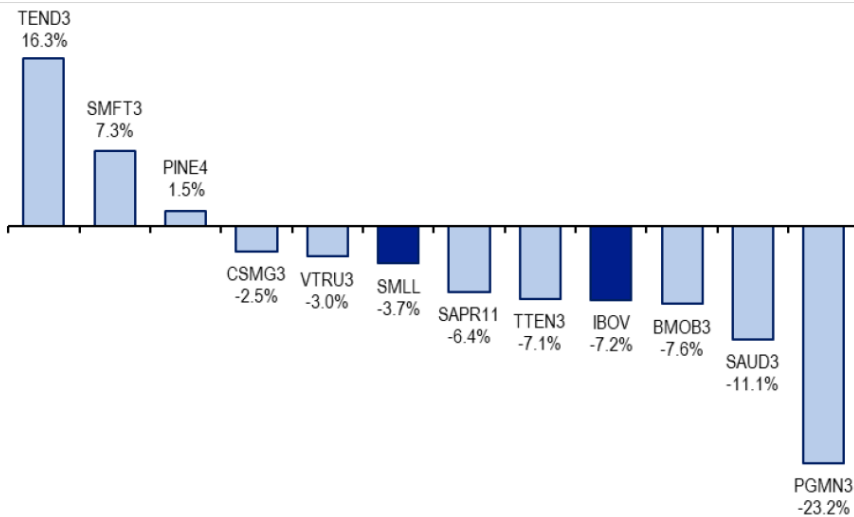
Performance Mensal

Em maio, nossa carteira de Small Caps teve queda de 3,6%, superando o desempenho do Ibovespa (-7,2%) e do SMLL (-3,7%), conforme ilustrado no gráfico abaixo.

Gráfico 1: Performance do portfólio em Maio de 2026 (*)



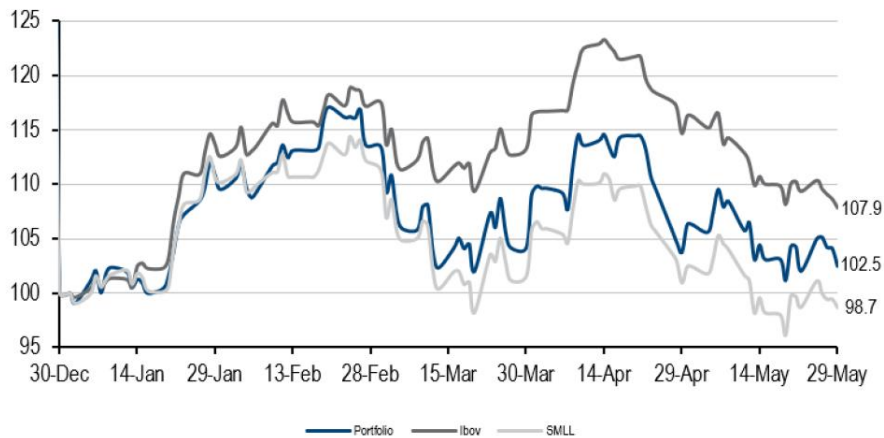
Fonte: BTG Pactual e Economática, (*) rentabilidade considerando último preço de fechamento

Gráfico 2: Performance por ação em Maio de 2026 (*)


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

Performance no acumulado do ano

Desde 31 de dezembro de 2025, nossa carteira de Small Caps acumula alta de 2,5%, frente a 7,9% do Ibovespa e queda de 1,3% do SMLL. O CDI acumula valorização de 5,7% no mesmo período.

Gráfico 3: Performance no acumulado do ano


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

Rentabilidade Histórica (*):

Desde julho de 2010, quando Carlos E. Sequeira assumiu a gestão da carteira de Small Caps, a estratégia acumula valorização de 6.021%, comparada a 185,2% do Ibovespa e 100,1% 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%	-6,5%	14,2%	4,1%	0,6%	8,2%	0,9%	48,8%	5874,0%	34,0%	164,4%
2026	9,5%	3,7%	-4,1%	-2,5%	-3,6%								2,5%	6021,4%	7,9%	185,2%

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

Informações importantes

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

Certificado do Analista

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

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

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

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

Disclaimer Global

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

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

- (i) fontes conforme expressamente especificadas ao lado dos dados relevantes;
- (ii) o preço cotado no principal mercado regulamentado para o valor mobiliário em questão;
- (iii) outras fontes públicas consideradas confiáveis;
- (iv) dados proprietários do BTG Pactual ou dados disponíveis ao BTG Pactual.

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

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

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

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

Os valores mobiliários aqui descritos podem não ser elegíveis para venda em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Opções, produtos derivativos e futuros não são adequados para todos os investidores, e a negociação desses instrumentos é considerada arriscada. Títulos garantidos por hipotecas e ativos podem envolver 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