



Carteira Recomendada de Ações – Small Caps

Julho/2020

Carteira Recomendada de Ações – Small Caps

Objetivo da Carteira

A Carteira Recomendada de Ações – Small Caps (BTGD SMLL) tem como objetivo capturar as melhores oportunidades e performances do mercado de small caps brasileiro, sendo composta por 5 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 informal de até R\$ 15 bilhões, tendo como benchmark o índice de small caps brasileiro (SMLL).

Rentabilidade Histórica

No mês de junho a carteira BTGD SMLL apresentou uma alta de 27,4%, contra um avanço de 14,4% do índice SMLL e 8,8% do IBOV. Desde julho de 2010, a carteira acumula uma rentabilidade de 1.264,4%, contra 97,7% do SMLL e 56,1% do IBOV.

BTG Pactual - Equity Research & Strategy:

Carlos Sequeira, CFA

New York – BTG Pactual US Capital LLC

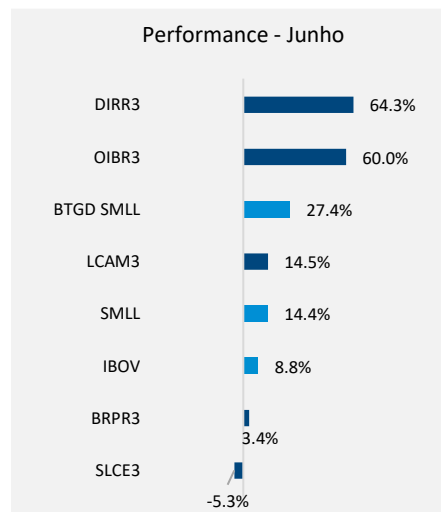
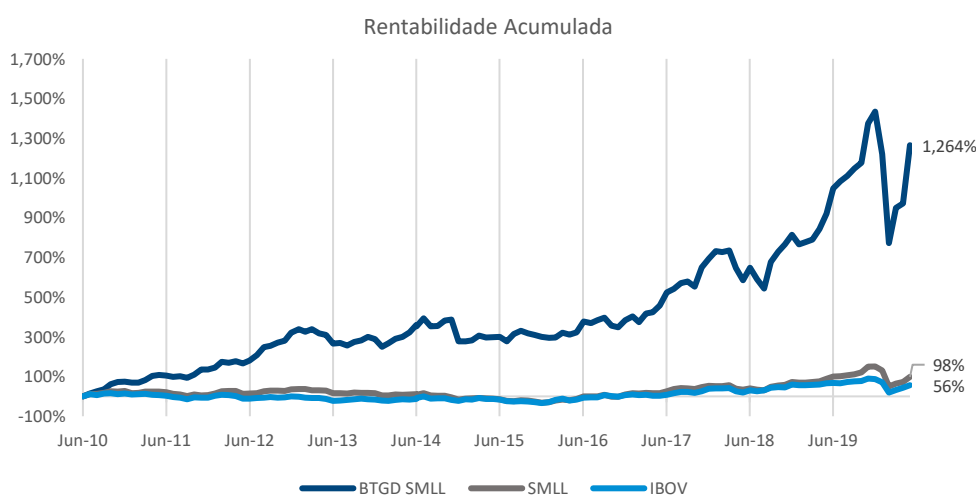
Osni Carfi

São Paulo – Banco BTG Pactual S.A.

BTG Pactual digital – Equity Research & Strategy:

Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual S.A.



Performance	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
BTGD SMLL	74,3%	34,7%	79,0%	-7,4%	24,9%	-15,9%	9,8%	67,1%	15,5%	70,5%	-7,5%
SMLL	26,7%	-16,6%	28,7%	-15,2%	-17,0%	-22,4%	31,8%	49,6%	7,5%	57,8%	-20,7%
IBOV	13,7%	-18,1%	7,4%	-15,5%	-2,9%	-13,3%	38,9%	26,9%	15,0%	31,5%	-17,8%

Performance	Jan-20	Feb-20	Mar-20	Apr-20	May-20	Jun-20	Jul-20	Aug-20	Sep-20	Oct-20	Nov-20	Dec-20
BTGD SMLL	4,0%	-14,0%	-33,9%	20,3%	2,1%	27,4%						
SMLL	0,5%	-8,3%	-35,1%	10,2%	5,1%	14,4%						
IBOV	-1,6%	-8,4%	-29,9%	10,3%	8,6%	8,8%						

* Rentabilidade em 2010 a partir do mês de julho.

No curto prazo, os fluxos podem continuar impulsionando os mercados

O Ibovespa subiu pelo terceiro mês consecutivo em junho (+9%) e agora está 50% acima do seu fundo realizado em 23 de março. Em 95.056 pontos, o Ibovespa, excluindo Petrobras e Vale, está sendo negociado a 17,7x P/L projetado de 12 meses e 14,1x P/L 2021E, um prêmio à sua média histórica (de 12,6x).

Com os fundamentos atuais, vemos um potencial de valorização limitado para o Ibovespa continuar se valorizando. Melhoramos nossas previsões de queda do PIB em 2020 à medida que os dados de maio e junho apontam para uma recuperação mais rápida do que o esperado – agora modelamos uma queda do PIB de 6% em 2020 contra 7% antes – mas continuamos a esperar uma recuperação um tanto modesta em 2021 (3%), deixando o PIB esperado para 2021 ainda abaixo dos níveis de 2019.

Talvez o mais importante seja que ainda há um grande ponto de interrogação sobre a capacidade do governo de consolidar suas contas fiscais e criar condições para que a dívida pública, como % do PIB, comece a cair novamente. As taxas de juros reais de longo prazo se estabilizaram acima de 4% (medido pelos títulos do governo federal de 2035), consideravelmente acima do nível de 3% observado antes da crise. Em nossa opinião, para que as taxas reais de longo prazo comprimam, os mercados precisam ter maior visibilidade sobre o impacto fiscal de longo prazo das medidas relacionadas ao Covid-19 e sobre melhores perspectivas para a aprovação das principais reformas.

Gráfico 1: Brasil P/L 12-meses projetados (Ex - Petro & Vale)



Fonte: Estimativas BTG Pactual

Gráfico 2: Taxa de juros real de longo prazo (NTN-B 2035)



Fonte: Banco Central do Brasil

Um ambiente político um pouco mais estável e taxas de curto prazo extremamente baixas

Embora ainda existam alguns riscos relevantes, o ambiente político parece ser um pouco mais favorável agora. A nova coalizão política do governo, agora incluindo partidos do chamado "Centrão", deve melhorar a governabilidade e proteger o governo dos ataques da oposição. Em algumas votações recentes no Congresso, a nova coalizão mostrou sua força, garantindo ao governo importantes vitórias.

O novo arranjo político deve funcionar particularmente bem no curto prazo. O governo aumentou materialmente as despesas para combater os efeitos da pandemia – incluindo um subsídio mensal de R\$ 600 por três meses (prestes a ser prorrogado por mais 2) para trabalhadores informais e de baixa renda que beneficiam mais de 50 milhões de brasileiros. Esses benefícios são especialmente importantes, do ponto de vista político, alguns meses antes das eleições municipais.

Ao mesmo tempo, a respeitada equipe econômica do governo, conhecida por sua disciplina fiscal, concordou com o aumento de despesas, dada a dramática situação que afeta os trabalhadores de baixa renda no Brasil.

A melhora do relacionamento do governo com o Congresso indica águas mais calmas pela frente. Os dois riscos políticos mais importantes no curto prazo, a nosso ver, provêm de duas investigações que podem envolver a família do Presidente: i) a investigação de fake news; e ii) uma investigação envolvendo um possível esquema político do filho mais velho do presidente, o senador Flavio Bolsonaro. Neste momento, nenhum deles parece ser relevante o suficiente para ter um impacto político relevante no governo.

A nova coalizão política do governo é positiva; mas é sustentável?

Para melhorar sua governabilidade e se proteger de ataques, o governo decidiu convidar os partidos do “Centrão” para compor sua base política no Congresso. Em uma votação importante no final da semana passada, com o potencial de custar ao governo vários bilhões de reais em despesas adicionais, a nova base mostrou sua força e deu ao governo uma importante vitória.

A nova composição pode ajudar a promover a agenda do governo no Congresso, mas pode se juntar a uma demanda crescente por acesso ao orçamento do governo federal. Isso pode criar um conflito constante entre o novo arranjo político e a equipe econômica do governo, que tem uma agenda clara de reduzir o tamanho do estado. Esse conflito em potencial pode ser fonte de volatilidade adicional nos próximos meses.

Essa nova coalizão política durará muito? Talvez não

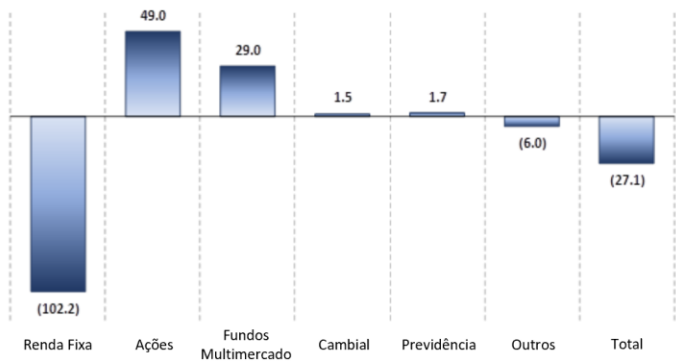
A nova coalizão pode avançar a agenda do governo no Congresso, embora com maiores demandas por acesso a fundos do orçamento federal. Isso pode desencadear conflitos constantes entre o novo arranjo político e a equipe econômica – que tem uma agenda clara de redução do tamanho do Estado. Como mencionado acima, isso não deve ser um problema a curto prazo, mas pode ser um potencial conflito e uma fonte de volatilidade do mercado, quando a equipe econômica avançar com sua agenda de reformas.

Fluxos fortes para ações podem continuar sendo o principal driver no curto prazo

Ruído político reduzido e taxas de juros de curto prazo incrivelmente baixas (a taxa Selic foi cortada para 2,25%, indicando taxas reais de curto prazo muito próximas de zero) podem deixar a porta aberta para que mais recursos locais fluam para as ações.

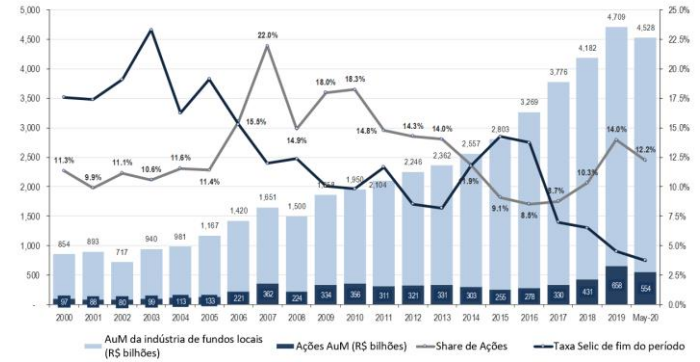
Não é novidade que, dado o atual nível das taxas de juros, os fluxos de saídas de fundos de renda fixa atingiram R\$ 102 bilhões no ano em 2020, com quase R\$ 50 bilhões entrando em fundos de ações (gráfico 3). Ainda assim, as alocações de fundos locais para ações permanecem em níveis muito baixos, terminando em maio em apenas 12% (gráfico 4). É razoável supor que as alocações para ações devam crescer ao longo do tempo.

Gráfico 3: Fluxos líquidos de recursos por tipo de fundo (R\$ bilhões)



Fonte: Anbima e estimativas do BTG Pactual

Gráfico 4: alocações de fundos locais

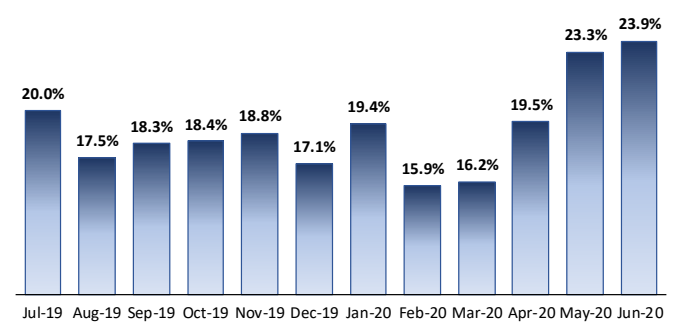


Fonte: Anbima e estimativas do BTG Pactual

Também é interessante destacar o aumento da participação de investidores pessoa física na Bovespa. Em junho, os investidores individuais representaram 24% de todo o volume negociado na B3, acima dos percentuais de 2019 e quase tanto quanto o volume negociado pelos investidores institucionais (de 24,5% em junho).

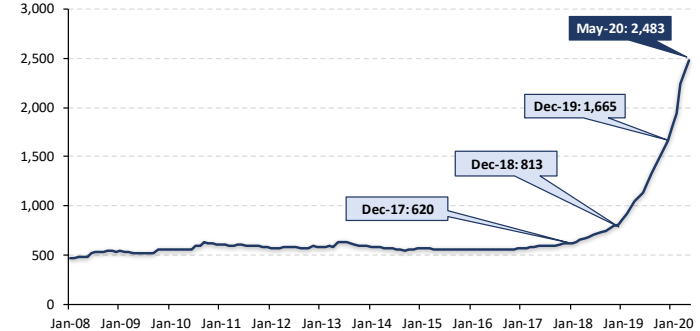
Foram 98 mil novas contas de pessoas físicas abertas em maio (ticket médio de R\$ 122 mil), indicando um aumento de 50% nos primeiros cinco meses de 2020.

Gráfico 5: Participação de investidores sendo pessoa física (%)



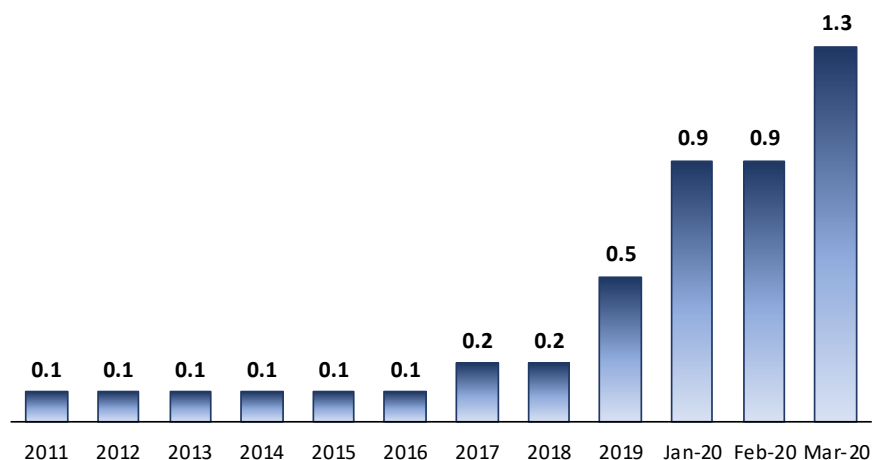
Fonte: B3

Gráfico 6: Número de contas de pessoa física ('000)



Fonte: B3

Segundo estudo divulgado recentemente pela B3, o número de investidores que negociam todos os meses aumentou de 200 mil em 2018 para 1,3 milhão em março de 2020, um impressionante aumento de 466%, enquanto o volume desses investidores cresceu 138%, de R\$ 4,4 bilhões em 2018 para R\$ 10,4 bilhões por dia em 20 de março (considerando compras e vendas).

Gráfico 7: O número de indivíduos com pelo menos uma negociação por mês está aumentando


Fonte: B3 e estimativas do BTG Pactual

Por fim, os indivíduos (PFs) têm sido os compradores líquidos mais consistentes no acumulado do ano, permanecendo em território positivo todos os meses do ano.

Outro destaque importante aqui é que junho foi o primeiro mês em que investidores estrangeiros foram compradores líquidos, depois de muitos meses em território negativo.

Tabela 2: Negociação líquida por tipo de investidor

Negoc. líquida por tipo de investidor	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun
Estrangeiro	(19.158)	(18.458)	(24.208)	(5.069)	(7.441)	846
Pessoa Física	4.445	4.305	17.633	7.339	1.798	3.658
Institucional	16.457	13.278	3.920	(3.138)	4.690	(4.396)
Corporações locais	(119)	(448)	2.371	1.082	670	387
Instituições Financeiras	(1.709)	1.323	85	(207)	299	(512)

Fonte: B3 e estimativas do BTG Pactual

O P/L alvo do Ibovespa utilizando diferentes premissas de taxa de longo prazo

Estamos revisando abaixo o mesmo exercício que fizemos em nossa 10SIM de maio e junho, pois acreditamos que isso pode dar aos investidores uma boa noção de como os valuations podem mudar para diferentes níveis dependendo das taxas de juros de longo prazo.

Estamos comparando dois cenários. Um pré-crise, usando uma taxa de juros real de longo prazo de 3%, inflação de 3%, crescimento real de 2,0% do PIB, um prêmio de 3% para deter ações e ROE de 15%. Isso nos deu um P/L alvo de 16,8x e um potencial de valorização de 19% com base no atual P/L projetado de 2021 do Ibovespa de 14,1x.

Nosso segundo cenário assume taxas de juros reais de longo prazo de 4,1% (ou seja, o nível atual) e inflação de 2%, preservando todas as outras variáveis, atingimos um P/L alvo de 14,5x. Isso apontaria para um Ibovespa alvo de aproximadamente 97 mil pontos e com um potencial de valorização de apenas 2,5%.

Tabela 3: P/L alvo do Ibovespa sob diferentes premissas

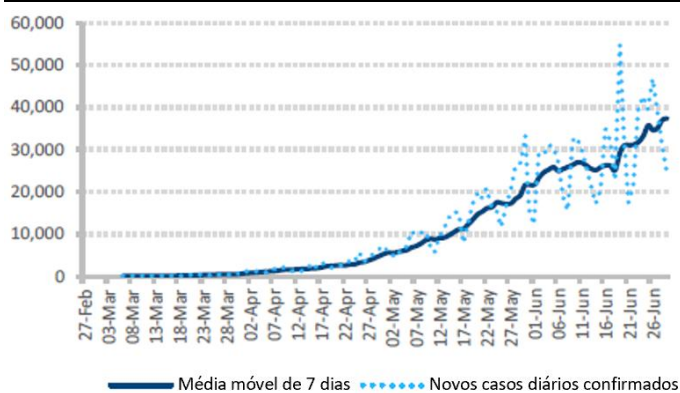
	Pós-crise	Pré-crise
ROE	15.0%	15.0%
Ke	9.1%	9.0%
Inflação	2.0%	3.0%
Juro real	4.1%	3.0%
Juros	6.1%	6.0%
Prêmio	3.0%	3.0%
Crescimento	4.0%	5.0%
Inflação	2.0%	3.0%
Crescimento real	2.0%	2.0%
P/L alvo	14.5x	16.8x
Atual P/L para 2021	14.1x	14.1x
IBOV	95.055	95.055
IBOV alvo	97.424	113.092
Upside	2.5%	19.0%

Fonte: Estimativas BTG Pactual

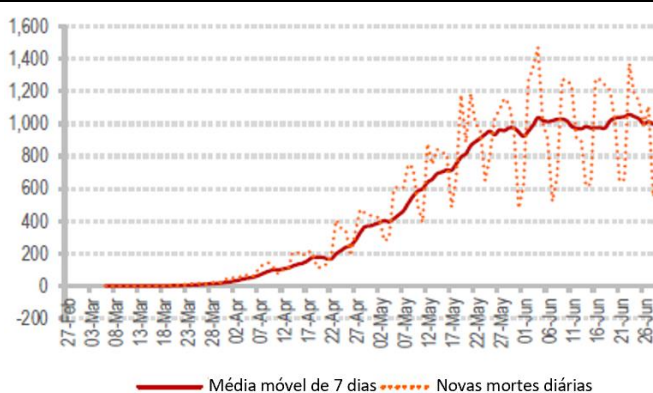
No Brasil, o COVID-19 ainda não está sob controle

No Brasil, a maioria dos dados indica que a pandemia permaneceu em um nível muito alto nas últimas três semanas. A média móvel de 7 dias de infecções diárias está em torno de 7 mil, enquanto a média de mortes diárias é de cerca de 1.000 (gráficos 8 e 9).

Com vários estados iniciando o processo de reabertura, não podemos descartar os riscos de um aumento no número de infecções.

Gráfico 8: Novos casos diários de COVID-19 no Brasil


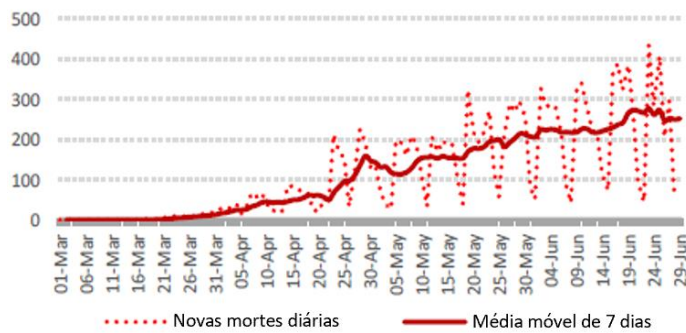
Fonte: Ministério da Saúde do Brasil e estimativas BTG Pactual

Gráfico 9: Novas mortes diárias por COVID-19 no Brasil


Fonte: Ministério da Saúde do Brasil e estimativas BTG Pactual

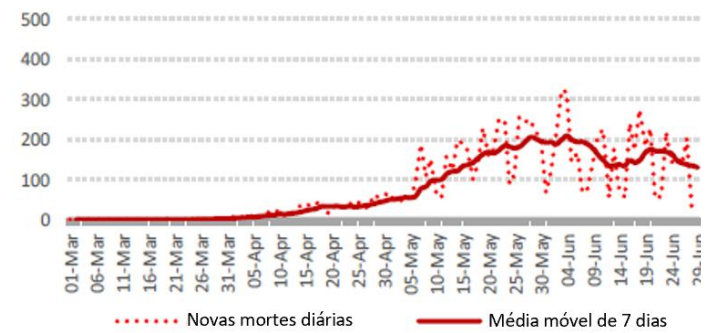
Os dados de São Paulo e Rio de Janeiro, os dois principais estados do Brasil e os mais impactados, estão mostrando algumas melhorias, mesmo que apenas marginalmente.

Gráfico 10: Novas mortes diárias por COVID-19 em São Paulo



Fonte: Ministério da Saúde do Brasil e estimativas BTG Pactual

Gráfico 11: Novas mortes diárias por COVID-19 no Rio de Janeiro



Fonte: Ministério da Saúde do Brasil e estimativas BTG Pactual

A capacidade de utilização da UTI em vários estados melhorou um pouco em relação ao mês passado (consulte a tabela 4).

Tabela 4: Capacidade de utilização da UTI em diferentes estados

Estado	Leitos de UTI exclusivos para Covid (capacidade)	UTI em uso de pacientes de Covid-19	Utilização da capacidade da UTI (%)	Leitos de UTI do SUS (capacidade pública total)
Minas Gerais	3,118	2,733	88%	-
Alagoas	252	218	87%	227
Espírito Santo	675	555	82%	356
Pernambuco	768	614	80%	891
Bahia	916	705	77%	932
Sergipe	169	125	74%	166
Ceará**	1,172	855	73%	-
Rio Grande do Sul*	2,130	1,523	72%	-
Maranhão	449	309	69%	355
Pará	702	466	66%	462
Paraná	785	511	65%	1,414
Paraíba	359	225	63%	386
Santa Catarina	501	261	52%	620
Amazonas	205	94	46%	300

Fonte: Departamentos locais de saúde e estimativas do BTG Pactual

Carteira Recomendada de Ações – Small Caps

Alterações:

Para o mês de julho inserimos a operadora de rodovias Ecorodovias (ECOR3) e a operadora logística JSL (JSLG3). Com isso, removemos a BR Properties (BRPR3) e a Unidas (LCAM3). Por fim, mantivemos a construtora e incorporadora Direcional (DIRR3), a empresa de telecomunicações Oi (OIBR3) e a produtora agrícola SLC Agrícola (SLCE3).

Junho				Julho			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
Direcional	Construção Civil	DIRR3	20%	Direcional	Construção Civil	DIRR3	20%
Oi	Telecom	OIBR3	20%	Oi	Telecom	OIBR3	20%
SLC Agrícola	Agronegócio	SLCE3	20%	SLC Agrícola	Agronegócio	SLCE3	20%
Unidas	Aluguel de Carros	LCAM3	20%	Ecorodovias	Infraestrutura	ECOR3	20%
BR Properties	Propriedades Comerciais	BRPR3	20%	JSL	Logística	JSLG3	20%

Fonte: BTG Pactual

Carteira Recomendada de Ações – Small Caps:

Empresa	Ticker	Peso	Volume Médio Diário (R\$ mn)	Market Cap. (R\$ mn)	Preço-Alvo (R\$)	P/L 2020E
Direcional	DIRR3	20%	21,0	2.333	15,00	10,3x
Oi	OIBR3	20%	209,4	7.190	2,00	N/A
SLC Agrícola	SLCE3	20%	40,5	4.416	29,00	12,2x
Ecorodovias	ECOR3	20%	74,6	7.237	13,00	19,7x
JSL	JSLG3	20%	30,7	4.793	30,00	72,0x

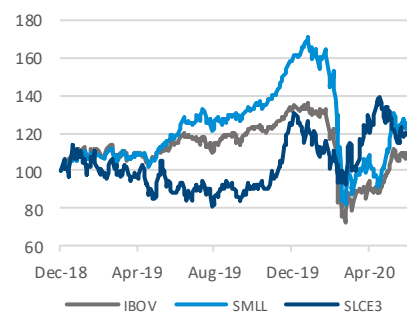
Fonte: BTG Pactual e Bloomberg

SLC Agrícola (SLCE3)

Em meio a um ambiente de pouca visibilidade sobre quanto tempo o surto de Covid-19 poderia durar, decidimos manter a SLC ao nosso portfólio de Small Caps. Conforme discutido em relatórios recentes sobre commodities, no qual atualizamos a ação para Compra, acreditamos que a empresa deve conseguir resultados resilientes nos próximos trimestres. Não apenas esperamos que a demanda por grãos seja uma das mais consistentes entre todas as commodities, mas os preços também têm favorecido os produtores domésticos, devido a uma forte depreciação do BRL, que mais do que compensou a queda no acumulado do ano na CBOT (Chicago Board of Trade). No caso do algodão, também prevemos um cenário muito mais construtivo de oferta e demanda para o 2S20. No curto prazo, também estimamos pouco ou nenhum impacto para a SLC, uma vez que atualmente a empresa detém mais de 70% de sua produção de algodão 2019/20 protegida por hedge acima de US\$ c70/lb (em comparação com ~US\$ c57/lb à vista). Além disso, com a maioria dos campos de soja colhidos e com condições climáticas favoráveis nas áreas de algodão, vemos os riscos para os rendimentos da SLC com potencial de valorização.

Performance:

Junho (%) -5,3%
 2020 (%) -3,4%



Fonte: Economática

EcoRodovias (ECOR3)

Vemos o ECOR bem posicionado para se beneficiar de: (i) o grande pipeline de investimentos em infraestrutura, a ser usado pelo governo como incentivo à recuperação da atividade macroeconômica no país; (ii) menor ambiente competitivo para novas concessões, devido à pressão financeira enfrentada pela maioria dos pares diretos; (iii) ritmo acelerado das discussões sobre os reequilíbrios do contrato com o Estado de SP, que acreditamos que devem ser assinados no curto prazo, representando um dos principais impulsionadores para as ações. Além disso, vemos a empresa negociando em níveis de valuation atraentes, com TIR real de 6%.

Performance:

Junho (%) -1,4%
 2020 (%) -20,4%



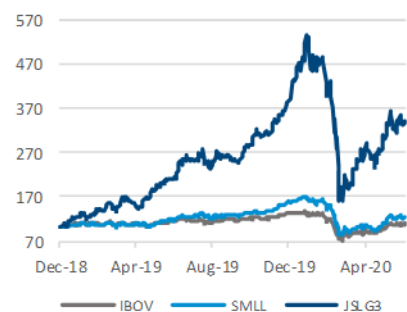
Fonte: Economática

JSL (JSLG3)

Nossa visão positiva sobre a JSL se baseia em (i) fortes perspectivas de crescimento (expansão da tendência de terceirização de veículos no Brasil); (ii) desalavancagem, oferecendo uma história de criação de valor aos acionistas; (iii) alto mix de diversificação de receita, segmento e clientes; e (iv) aumento da lucratividade (o ROIC deve responder positivamente ao maior mix de contratos de aluguel de longo prazo). A JSL tornou-se uma grande fornecedora de contratos de gerenciamento de frota de longo prazo, nos quais os volumes devem ser menos voláteis do que em segmentos como logística de ativos pesados (apenas 36% da divisão de logística) e produtos de aluguel de carros de curto prazo (RAC representa 65% da frota total da MOVI). O valuation atual de 12x P/L 21 ainda é atraente em comparação com a maioria dos pares de logística e aluguel de carros.

Performance:

Junho (%) 14,0%
 2020 (%) -12,6%



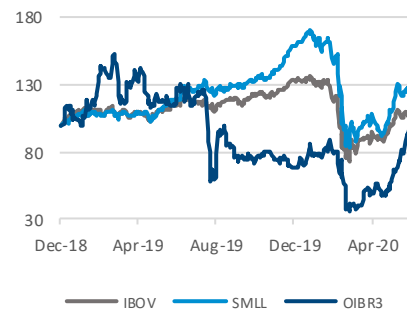
Fonte: Economática

Oi S.A. (OIBR3)

Há duas semanas, a Oi anunciou planos detalhados para levantar caixa e transformar a empresa em uma operadora de fibra B2B e B2C. Ela planeja vender: i) a unidade móvel por um preço mínimo de R\$ 15 bilhões; ii) 25,5% de sua infraestrutura de fibra (backbone, backhaul e FTTH de última etapa – “last mile”) por um preço mínimo de R\$ 6,5 bilhões (R\$ 25,5 bilhões por 100%) mais um pagamento extraordinário de dividendos de R\$ 2,4 bilhões; e iii) torres móveis e data centers no total de R\$ 1,3 bilhão. Após a venda dessas unidades, a Oi estaria operando: i) um negócio de ponta em B2C FTTH, que estimamos valer pelo menos R\$ 4 bilhões; e ii) uma herança dos negócios de voz fixa de cobre/banda larga e o DTH de TV paga. Seria também dono de 74,5% dos direitos econômicos da empresa de infraestrutura da Oi. Existem muitos desafios de execução, mas gostamos do que vimos no novo plano e pensamos que a empresa está no caminho certo. Atingimos um preço-alvo de R\$ 2 para as ações da Oi, mesmo com premissas mais conservadoras para a venda de ativos.

Performance:

Junho (%) 60,0%
 2020 (%) 39,5%

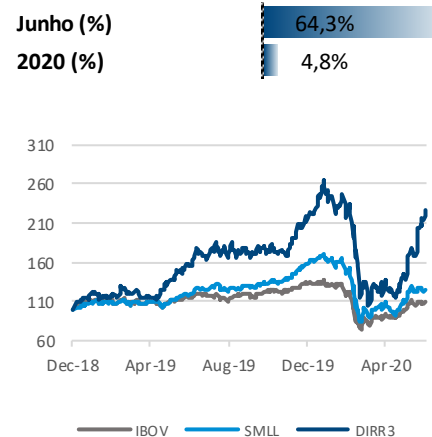


Fonte: Economática

Direcional (DIRR3)

A Direcional é uma construtora de casas focada no segmento de baixa renda. Desde o surto de Covid-19 e o fechamento de vendas em muitas cidades, as vendas da Direcional caíram, mas não de maneira significativa, para nos deixar preocupados. Além disso, a Direcional continua lançando projetos e possui um grande banco de terrenos (~R\$ 2 bilhões em projetos já aprovados e prontos para lançamento). Acreditamos que o programa MCMV (Minha Casa, Minha Vida) pode provar sua resiliência em tempos mais difíceis novamente (como foi o caso em 2015-2016), refletindo principalmente o grande déficit habitacional brasileiro (~8 milhões de famílias) e as atraentes condições de hipoteca do MCMV (taxas de hipoteca variam de TR + 5,0-7,0% a.a.). Além disso, também não descartamos novas medidas sendo anunciadas em breve para o programa MCMV (por exemplo, uma redução nas taxas de hipoteca) como uma medida anticíclica para mitigar os impactos do Covid-19 na economia brasileira (lembre-se de que para cada 100 bps de corte na taxa de hipoteca no MCMV, ~2 milhões de novos domicílios entram no mercado). Assim, como a Direcional possui alavancagem controlada (9% da Dívida Líquida/Patrimônio Líquido) e uma perspectiva positiva para as operadoras de MCMV (1,15x P/TBV), a companhia mantém seu lugar em nosso portfólio Small Caps (vemos a ação negociando a 1,85x P/TBV).

Performance:



Informações Importantes:

- Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTG Pactual Digital.
- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

Disclaimer Padrão:

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual digital não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual digital não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual digital e os seus clientes. O BTG Pactual digital ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

Certificação dos analistas: *Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao 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 aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.*

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

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