



Small Caps

Carteira Recomendada

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Abril 2024

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

Osni Carfi
São Paulo – Banco BTG Pactual

Guilherme Guttilla
São Paulo – Banco BTG Pactual

Bruno Lima
São Paulo – Banco BTG Pactual

analise.acoes@btgpactual.com



Carteira recomendada de Ações – Small Caps



BTG Pactual Equity Research

01 de Abril de 2024

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 informal de até R\$ 15 bilhões, tendo como benchmark o índice de small caps brasileiro (SMLL).

Pontos Principais

As novidades

Vivara e ABC são as novidades deste mês.

Quem permanece e quem sai

A Embraer, Inter, São Martinho, Santos Brasil, Marcopolo, BR Partners, Desktop e Tenda mantêm suas posições, enquanto a Locaweb e a Iguatemi saem.

Carteira Recomendada de Ações – Small Caps

Empresa	Código	Peso	Recomendação	Valor de mercado (R\$ mi)	ADTV (R\$ mi)	EV/EBITDA		P/L		P/VP	
						2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Embraer	EMBR3	10%	Compra	24.471	261.0	9.0x	6.8x	20.5x	16.3x	1.7x	1.6x
Inter	INBR32	10%	Neutro	12.529	74.9	n.a.	n.a.	12.0x	8.6x	1.5x	1.3x
Santos Brasil	STBP3	10%	Compra	11.502	65.9	9.9x	8.9x	19.2x	17.3x	4.5x	4.4x
São Martinho	SMTO3	10%	Compra	10.748	51.0	4.0x	3.2x	10.1x	10.1x	1.7x	1.7x
Marcopolo	POMO4	10%	Compra	7.830	55.9	5.0x	4.4x	6.2x	5.6x	1.7x	1.5x
Vivara	VIVA3	10%	Compra	5.974	161.5	9.0x	7.2x	14.2x	11.4x	2.5x	2.2x
ABC Brasil	ABCB4	10%	Compra	5.635	14.1	n.a.	n.a.	5.7x	5.2x	0.8x	0.8x
Desktop	DESK3	10%	Compra	1.757	2.5	5.1x	4.5x	9.3x	7.0x	1.2x	1.1x
BR Partners	BRB11	10%	Compra	1.748	3.5	n.a.	n.a.	9.6x	8.2x	1.9x	1.8x
Tenda	TEND3	10%	Compra	1.579	38.4	6.7x	3.8x	12.4x	3.9x	1.6x	1.2x

Fonte: Economática e BTG

Alterações da carteira Small Caps para Abril

Março				Abril			
Setor	Empresa	Código	Peso (%)	Setor	Empresa	Código	Peso (%)
Infraestrutura	Santos Brasil	STBP3	10%	Infraestrutura	Santos Brasil	STBP3	10%
Imobiliário	Tenda	TEND3	10%	Imobiliário	Tenda	TEND3	10%
Bens de capital	Embraer	EMBR3	10%	Bens de capital	Embraer	EMBR3	10%
Finanças	Inter	INBR32	10%	Finanças	Inter	INBR32	10%
Telecomunicações	Desktop	DESK3	10%	Telecomunicações	Desktop	DESK3	10%
Agronegócio	São Martinho	SMTO3	10%	Agronegócio	São Martinho	SMTO3	10%
Tecnologia	Locaweb	LWSA3	10%	Varejo	Vivara	VIVA3	10%
Finanças	BR Partners	BRBI11	10%	Finanças	BR Partners	BRBI11	10%
Bens de capital	Marcopolo	POMO4	10%	Bens de capital	Marcopolo	POMO4	10%
Shoppings	Iguatemi	IGTI11	10%	Bancos	ABC Brasil	ABCB4	10%

Fonte: BTG Pactual

Um resumo das nossas escolhas em abril

Embraer (EMBR3)

A Embraer apresentou resultados sólidos no quarto trimestre, com uma forte geração de caixa, transmitindo uma mensagem positiva para 2024. Adicionalmente, a empresa revelou uma sólida estimativa de entregas (80 unidades), apesar das restrições no fornecimento de motores, enquanto a estimativa para a geração de fluxo de caixa livre também foi positiva, considerando que anteriormente era de mais de US\$150 milhões (melhora sequencial). Além disso, vemos novos desenvolvimentos importantes na divisão de defesa, como o anúncio do Memorando de Entendimento com a Mahindra, que poderia levar a um pedido adicional de 40 a 80 aeronaves KC-390 Millennium. Ademais, ainda vemos a Embraer bem-posicionada no mercado de aviação e acreditamos que ofereça uma exposição interessante a um setor em recuperação, permanecendo assim uma opção de valor atraente (eVTOL, cibersegurança e outras parcerias). Negociando a 9x EV/EBITDA 24, vemos a Embraer como uma sólida tese baseada em um bom momento de resultados.

São Martinho (SMTO3)

Estamos mantendo a SMTO em nosso portfólio de Small Caps. Com a alavancagem operacional da recuperação do yield da cana-de-açúcar bem encaminhada, esperamos que a empresa entregue sólidas margens no negócio de cana-de-açúcar. Os preços do etanol atingiram um piso e agora estão se recuperando conforme a demanda aumenta. Contudo, dado que o mercado de etanol está passando de uma situação de excesso de oferta para déficit na safra 2024/25, acreditamos que os preços podem subir além da paridade de 70% com a gasolina (o que já seria 12% acima do preço à vista). Além disso, continuamos vendo um mercado global de açúcar apertado (oferta e demanda) suportando preços mais altos. Também esperamos que preços menores de milho contribuam para margens positivas no negócio de etanol de milho. Vemos as ações da SMTO3 negociando a um múltiplo atraente 7,1x EV/EBIT 25, o que deve fornecer um suporte de *valuation*, enquanto o aumento dos preços do etanol ainda deixa espaço para revisões positivas de lucros. Reiteramos COMPRA.

BR Partners (BRBI11)

Estamos mantendo a ação no portfólio de small-cap por mais um mês. 2024 começou muito melhor do que 2023, já que a incerteza do ano passado em relação ao novo governo e o evento da Americanas prejudicaram o mercado de capitais. Também destacamos que a melhoria no mercado de capital local já está gerando resultados positivos, conforme indicado pelos números do quarto trimestre. Menos incerteza sobre inflação e taxas de juros impulsionou o pipeline de fusões e aquisições, aumentando o número de negócios concluídos no 4T23 e 1T24. Menos volatilidade facilitou a atividade de oferta de títulos de dívida privada para o BR Partners. Com isso em mente, vemos risco de surpresas positivas para as nossas estimativas do 1T24. Se a atividade de ECM (oferta de ações) melhorar este ano, isso também deve impulsionar uma grande recuperação no fluxo de negócios. Isso posto, embora a receita de *floating* (20% da receita do 4T) possa ser afetada pela queda das taxas de juros, impactando a receita líquida, ainda poderíamos ver um ROE de +20% este ano. Com o BRBI11 negociando a 9,6x P/L 24 (com um dividend yield de 6,7%), vemos espaço para uma expansão de múltiplos (e para as expectativas de lucros aumentarem também) se os mercados continuarem evoluindo positivamente.

Desktop (DESK3)

Estamos mantendo a Desktop em nosso portfólio. Negociando a 9,3x P/L estimado para 2024, a empresa está com desconto tanto em relação às empresas de telecomunicações integradas globais (12,1x) quanto aos provedores de serviços de internet (ISPs) locais (a Brisanet está negociando a 13,4x P/L estimado para 2024 e a Unifique a 11,1x). Com um valuation atraente e oportunidades interessantes de criação de valor, reiteramos COMPRA e mantemos a Desktop como nossa principal escolha em nosso universo de cobertura de ISPs

Santos Brasil (STBP3)

Permanecemos otimistas com a ação, com base em um ambiente favorável de preços em Santos, perspectivas de volumes melhores (ajudadas por uma base comparativa fraca, ganhos de participação de mercado com restrições de infraestrutura dos principais concorrentes e melhor mix), uma redução do risco regulatório significativa e níveis de valuation atraentes. A Santos Brasil anunciou a renovação do contrato com a Maersk para seu terminal Tecon Santos, que, segundo nossos cálculos, implica um aumento de preço de 60% (assumindo crescimento de volumes ano a ano estável), que já foi observado no 4T e deve ter efeito completo nos resultados de 2024. Além disso, as discussões em andamento sobre a expansão da capacidade do Porto de Santos e a decisão de não prosseguir com o terminal STS10 aumentam o valor estratégico do terminal da Santos Brasil. Adicionalmente, devido ao acidente da operadora BTP, a STBP conseguiu negociar dois contratos com a MSC com duração de mais de 1 ano, o que deve trazer 200-250 mil contêineres, suportando um momento positivo para os resultados operacionais.

Vivara (VIVA3)

A empresa enfrentou eventos importantes nas últimas semanas (uma tese que era anteriormente um consenso entre os investidores). Em 15 de março, Nelson Kaufman, fundador e maior acionista da empresa, foi aprovado como o novo CEO após a renúncia de Paulo Kruglensky. Após o anúncio, os investidores levantaram muitas questões sobre a governança da empresa e se poderia haver mudanças na estratégia de curto prazo. Na semana passada, a Vivara divulgou seus resultados trimestrais, mostrando um forte crescimento da receita, mas uma rentabilidade abaixo do esperado. Então, na segunda-feira desta semana, a empresa recuou em sua decisão anterior e anunciou que Otavio Lyra, CFO desde o IPO, assumiria como CEO, enquanto Nelson Kaufman se tornaria presidente do conselho. Após os eventos, a ação caiu 17%. Embora acreditemos que a incerteza persistirá no curto prazo após os acontecimentos recentes (e reconhecemos que isso pode impedir os investidores de comprar a ação mesmo após a recente queda), continuamos enxergando fundamentos sólidos para a tese, agora negociando a um *valuation* muito mais barato. Após a divulgação de seus resultados do 4T23, revisamos nossas estimativas para incorporar uma melhoria gradual da margem nos próximos trimestres (dado o menor crédito presumido e maior volume de importações e aberturas de lojas no período, como no 4T) e uma maior alíquota efetiva de imposto de renda (mediante a Medida Provisória nº 1185). Vemos um crescimento consistente da receita (CAGR de 4 anos de 17%), margens saudáveis e retornos

crescentes, levando a um CAGR de LPA de 4 anos de 22%, o que ainda nos deixa positivos com a tese de investimento.

Tenda (TEND3)

Temos uma visão otimista sobre o setor imobiliário de baixa renda devido às mudanças no MCMV. A acessibilidade nunca foi tão favorável para os compradores de imóveis, especialmente aqueles elegíveis para o MCMV Faixa 1 (com renda de até R\$2,6 mil/mês). A ação sofreu bastante recentemente devido ao guidance para 2024 (abaixo das expectativas dos investidores e das nossas estimativas). No entanto, a Tenda está estrategicamente focada na Faixa 1 (~65% da base de clientes) e está preparada para enfrentar uma demanda mais forte. A Tenda vem entregando margens brutas ajustadas de +30% em novas vendas e ficamos positivamente surpresos com os números do 4T, com um fluxo de caixa livre maior do que o esperado, reforçando nossa confiança em sua recuperação. Embora a ação não pareça barata para este ano (12,4x P/L 24E), está sendo negociada a um valuation extremamente barato de 3,9x P/L para 25E (enquanto RET e FGTS poderiam torná-la ainda mais barata).

Inter (INBR32)

Estamos mantendo o Inter em nosso portfólio de small caps por mais um mês. O banco digital reportou resultados muito sólidos do quarto trimestre em fevereiro. O Inter continuou aprimorando a ativação de clientes, adicionando cerca de 1 milhão de clientes ativos no quarto trimestre. O crescimento de empréstimos manteve seu ritmo acelerado iniciado no terceiro trimestre, e a receita de tarifas também foi positiva, mantendo-se aproximadamente estável trimestre após trimestre após um forte 3T impulsionado por eventos não recorrentes. A qualidade dos ativos, as despesas operacionais e as provisões também apresentaram bons resultados. No geral, após uma oferta de ações inesperada, entregar um trimestre "sem grandes surpresas" (e com qualidade razoável) reduziu os "riscos de cauda" da tese, por menores que sejam. Apesar do desempenho positivo das ações em março, o desempenho abaixo do Nubank ainda é significativo, portanto, acreditamos que possa haver um potencial de recuperação.

Marcopolo (POMO4)

Permanecemos otimistas com os resultados da Marcopolo mediante (i) uma recuperação da indústria de ônibus (ajudado pelas tarifas aéreas mais altas, com os clientes optando por viagens de ônibus), (ii) a recente capacidade de produção ajustada da POMO e (iii) um cenário melhor para o fornecimento de componentes. Apesar da alta da ação no ano passado, acreditamos que o momento positivo de curto prazo persistirá, impulsionado por uma demanda resiliente na produção de ônibus, um ambiente favorável para os preços e alavancagem operacional, e novos leilões do programa *Caminho da Escola*. Além disso, a POMO mudou recentemente sua gestão, transmitindo uma mensagem positiva em relação às suas práticas de governança e melhorando políticas internas, abrindo também espaço para novas oportunidades, como aprimorar o posicionamento B2B e acelerar a transformação tecnológica.

ABC Brasil (ABCB4)

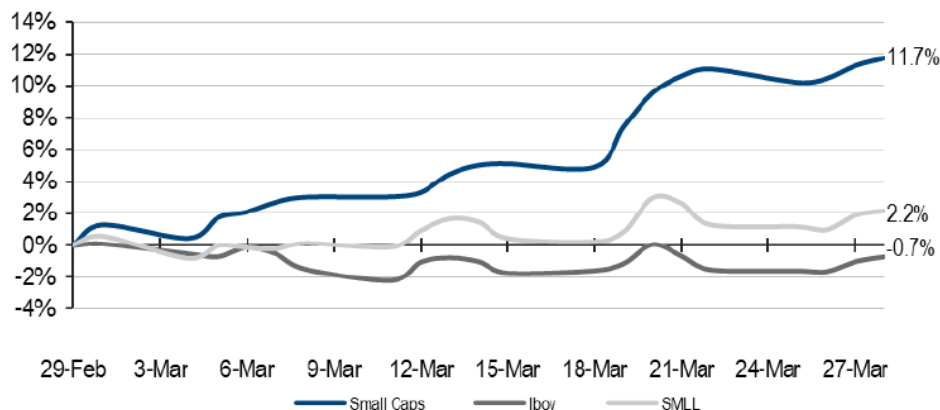
Estamos adicionando o ABC Brasil ao portfólio, uma empresa que tem sido parte das nossas recomendações e das nossas principais escolhas de small caps por anos no setor financeiro. A equipe de gestão possui grande credibilidade, e o banco ostenta uma franquia sólida. Acreditamos que ele possa sustentar ROEs na faixa de 15-16% mesmo em um ambiente de taxa SELIC mais baixa. Nos últimos anos, a empresa diversificou suas fontes de receita em direção a PMEs, banco de investimentos e gestão de caixa, o que deve diminuir a volatilidade dos resultados e potencialmente levar a uma expansão dos múltiplos das ações.

Rentabilidade(*) Histórica:

Performance Mensal

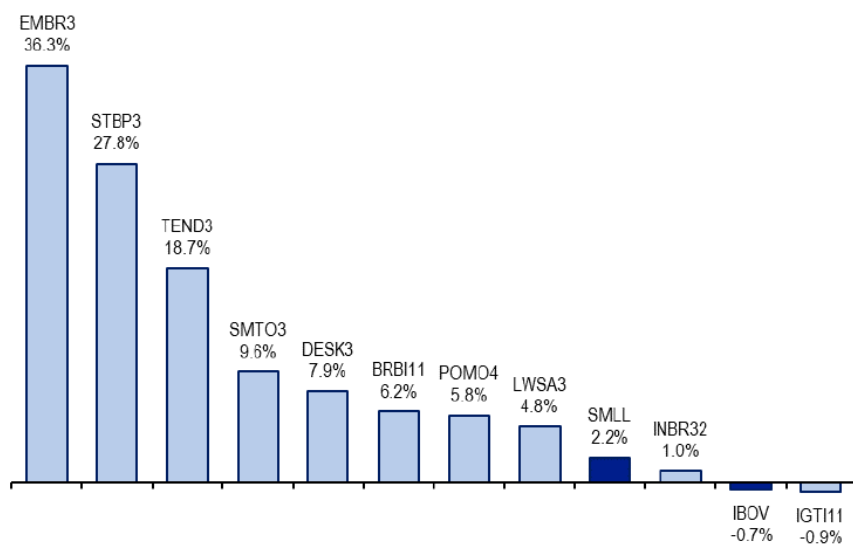
Em março, a nossa carteira Small Caps apresentou uma alta de 11,7%, performando acima do Ibovespa (-0,7%) e acima do SMLL (+2,2%), conforme gráfico abaixo

Gráfico 1: Performance do portfólio em março de 2024



Fonte: BTG Pactual e Econômica, (*) rentabilidade teórica

Gráfico 2: Performance por ação em março de 2024

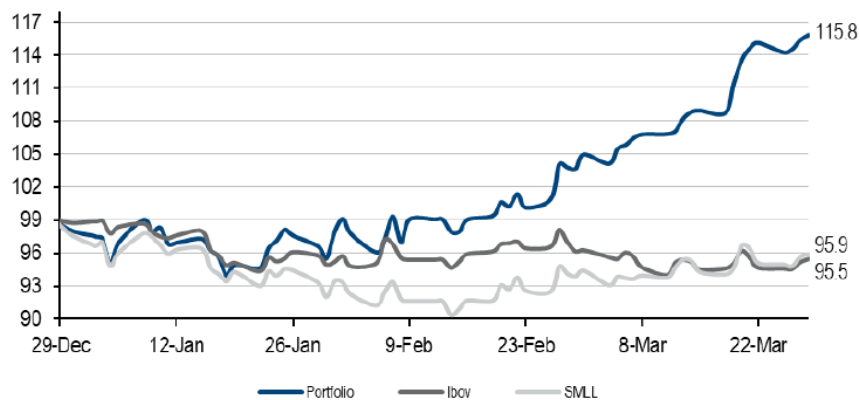


Fonte: BTG Pactual e Econômica

Rentabilidade (*) no acumulado do ano:

Desde 31 de dezembro de 2023, nosso portfólio de Small Caps apresentou uma alta de 15,8%, contra -4,5% para o Ibovespa e -4,1% para o SMLL. A taxa de empréstimo interbancário CDI teve alta de +2,6% no período

Gráfico 3: Performance no acumulado do ano

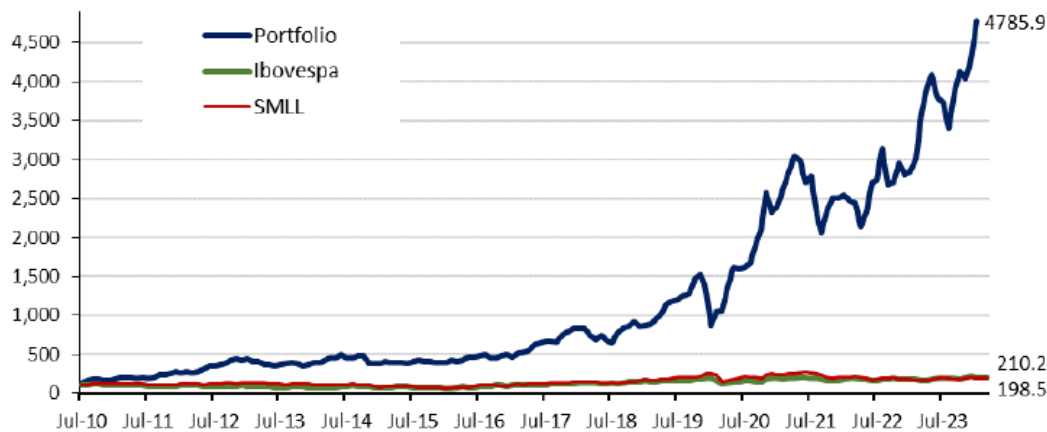


Fonte: BTG Pactual e Econômica, (*) rentabilidade teórica

Rentabilidade (*) Histórica:

Desde julho de 2010, quando Carlos E. Sequeira assumiu a gestão da carteira Small Caps, a carteira acumula alta de 4.685,9%, contra 110,2% do Ibovespa e 98,5% do o SMLL.

Gráfico 4: Performance Histórica (desde julho de 2010)



Fonte: BTG Pactual e Econômica, (*) rentabilidade teórica

Tabela de 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%										15,8%	4685,9%	-4,5%	110,2%

Fonte: BTG Pactual e Econômica, (*) rentabilidade teórica

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 emitir 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 possa 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,

www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx