



Small Caps

Carteira Recomendada

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Maio 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

02 de Maio 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

Cruzeiro do Sul e Iguatemi são as novidades deste mês no portfólio.

Quem permanece e quem sai

Inter, Santos Brasil, São Martinho, Marcopolo, Vivara, Desktop, BR Partners e Tenda mantêm suas posições, enquanto ABC Brasil e Embraer deixam o portfólio.

Carteira Recomendada de Ações – Small Caps

Empresa	Código	Peso	Recomendação	Valor de mercado (R\$ mi)	ADTV (R\$ mi)	EV/E BITDA		PL		P/VP	
						2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Santos Brasil	STBP3	10%	Compra	11.726	79,4	8,6x	7,1x	17,2x	15,3x	5,1x	5,0x
Inter	INBR32	10%	Neutro	11.414	63,2	n.a	n.a	10,9x	7,8x	1,4x	1,2x
São Martinho	SMT03	10%	Compra	9.903	62,9	3,7x	3,0x	9,3x	9,3x	1,6x	1,6x
Marcopolo	POMO4	10%	Compra	6.921	43,6	4,4x	3,9x	5,4x	4,9x	1,5x	1,3x
Iguatemi	IGTI11	10%	Compra	6.173	81	7,3x	6,4x	12,4x	11,6x	1,4x	1,3x
Vivara	VIVA3	10%	Compra	5.212	165	8,0x	6,4x	12,4x	11,0x	2,2x	1,9x
BR Partners	BRBI11	10%	Compra	1.533	2,9	n.a	n.a	8,5x	7,2x	1,7x	1,6x
Tenda	TEND3	10%	Compra	1.519	41,1	6,5x	3,7x	13,8x	3,8x	1,5x	1,2x
Desktop	DESK3	10%	Compra	1.501	2,4	4,8x	4,1x	8,3x	6,3x	1,0x	0,9x
Cruzeiro do Sul	CSED3	10%	Compra	1.465	1,7	4,0x	3,7x	7,0x	4,8x	0,9x	0,8x

Fonte: Econômica e BTG

Alterações da carteira Small Caps para Maio

Abril				Maio			
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%	Imobiliário	Iguatemi	IGTI11	10%
Financeiro	Inter	INBR32	10%	Financeiro	Inter	INBR32	10%
Telecomunicações	Desktop	DESK3	10%	Telecomunicações	Desktop	DESK3	10%
Agronegócio	São Martinho	SMT03	10%	Agronegócio	São Martinho	SMT03	10%
Varejo	Vivara	VIVA3	10%	Varejo	Vivara	VIVA3	10%
Financeiro	BR Partners	BRBI11	10%	Financeiro	BR Partners	BRBI11	10%
Bens de capital	Marcopolo	POMO4	10%	Bens de capital	Marcopolo	POMO4	10%
Bancos	Banco ABC	ABCB4	10%	Educação	Cruzeiro do Sul	CSED3	10%

Fonte: BTG Pactual

Um resumo das nossas escolhas em maio

Iguatemi (IGTI11)

O cenário macroeconômico tem sido desafiador para os varejistas, mas, como a Iguatemi possui um portfólio premium e dominante de shopping centers e vem apresentando um sólido desempenho operacional – as vendas cresceram mais entre as empresas de shopping centers no 4T23 (vendas dos lojistas cresceram cerca de 12% a/a) – a empresa deve continuar apresentando bons números. Além disso, a Iguatemi tem feito um excelente trabalho na redução de custos e despesas recentemente, especialmente com a iniciativa de comércio eletrônico Iguatemi365, que deve impulsionar o seu lucro líquido daqui para frente. Esperamos que a reforma tributária impacte negativamente os operadores de shopping centers (a proposta ainda está sujeita a mudanças), mas que não altere os sólidos fundamentos do setor. Com as ações em queda de -13% desde o início do ano e negociando a um *valuation* muito atraente (~9x P/FFO estimado para 2024; ~11,5% de TIR real).

São Martinho (SMT03)

Estamos mantendo a SMT0 em nosso portfólio de Small Caps. Com a alavancagem operacional da recuperação do *yield* de cana-de-açúcar já em pleno andamento, esperamos que a empresa entregue sólidas margens no futuro. Os preços do etanol atingiram um piso e estão se recuperando conforme a demanda cresce. Mas, com o mercado de etanol transitando de um excesso de oferta para uma escassez na safra de 2024/25, acreditamos que os preços podem subir além da paridade de 70% com a gasolina (o que já seria 10% acima do preço à vista). Além disso, continuamos vendo um mercado global de açúcar apertado em termos de oferta & demanda, suportando os preços. Também esperamos que preços menores de milho contribuam para content.btgpactual.com

margens melhores no negócio de etanol de milho. Vemos as ações da SMTO3 sendo negociadas a um múltiplo de 6,6x EV/EBITDA para 2025E, o que deve fornecer um suporte de valuation, enquanto a melhoria nos preços do etanol ainda deixa espaço para revisões positivas de lucros. Reiteramos nossa recomendação de COMPRA

BR Partners (BRBI11)

Mantemos a ação no portfólio de small caps por mais um mês. 2024 começou muito melhor que 2023, ano em que a incerteza em relação ao novo governo e o evento da Americanas prejudicaram os mercados de capitais. Destacamos também que a melhora nos mercados de capitais locais já está gerando resultados positivos, como indicado pelos números do 4T. Menor incerteza sobre inflação e as taxas de juros impulsionou o pipeline de fusões e aquisições, aumentando o fechamento de negócios no 4T23 e 1T24. Menos volatilidade facilitou a atividade de mercado de dívida corporativa para a BR Partners. Com isso em mente, vemos um risco de surpresas positivas para nossas estimativas do 1T24. E embora a atividade no mercado de ações tenha piorado em abril, as operações de fusões & aquisições e de dívida corporativa permanecem fortes. Após uma queda de 13% no último mês, o BRBI11 está sendo negociado a 8,5x P/L 24 (com um dividend yield de 7,6%), e vemos espaço para que as expectativas de lucro também melhorem caso os mercados evoluam positivamente.

Desktop (DESK3)

Mantemos a Desktop em nosso portfólio de Small Caps. Com um P/L estimado para 2024 de 8,3x (e 6,3x para 2025), ela negocia com desconto tanto em relação às empresas de telecomunicações integradas globais (11,6x) quanto aos ISPs locais (Brisanet está negociando a 17,2x P/L estimado para 2024 e a Unifique a 8,7x). Acreditamos que a Desktop oferece a melhor relação risco-retorno entre os ISPs locais, com valuation atraente, altas margens e sem o risco do 5G (o que pode ser uma ótima estratégia para Brisanet e Unifique, mas também carrega um risco de execução não negligenciável). Reiteramos nossa recomendação de COMPRA e mantemos a Desktop como nossa principal escolha no universo de cobertura de ISPs.

Santos Brasil (STBP3)

Mantemos uma visão otimista sobre a empresa com base em um ambiente de preços favorável em Santos, perspectiva de melhoria de volumes (auxiliada por uma base de comparação fraca, ganhos de

participação de mercado com restrições de infraestrutura nos principais concorrentes e melhor mix), uma importante redução do risco regulatório e níveis de valuation atrativos. 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 Santos Brasil. Adicionalmente, devido ao acidente da BTP, a Santos Brasil conseguiu negociar dois contratos com a MSC com duração de mais de um ano, que deverão trazer 200-250 mil contêineres, apoiando um momento positivo no curto prazo.

Vivara (VIVA3)

A empresa enfrentou um grande revés nas últimas semanas, uma tese que anteriormente era um consenso entre os investidores. Em 15 de março, Nelson Kaufman, fundador e maior acionista da empresa, foi aprovado como novo CEO após a renúncia de Paulo Kruglensky. Após o anúncio, muitas questões foram levantadas pelos investidores sobre a governança da empresa e possíveis mudanças na estratégia de curto prazo. No final de março, a Vivara divulgou seus resultados trimestrais, mostrando forte crescimento da receita líquida, mas uma lucratividade abaixo do esperado. Embora acreditemos que a incerteza persistirá no curto prazo após os eventos recentes e reconheçamos que isso possa impedir os investidores de comprar as ações mesmo após a recente queda, continuamos vendo fundamentos sólidos para a tese de investimento, agora negociando a um múltiplo mais barato. Após a divulgação dos resultados do 4T23, revisamos nossas estimativas para incorporar uma melhoria gradual das margens nos próximos trimestres (considerando créditos presumidos menores e maior volume de importações e aberturas de lojas no período, como no 4T) e uma maior taxa efetiva de imposto (devido à Medida Provisória nº 1185). Observamos um crescimento consistente da receita líquida (taxa de crescimento composta de 17% em 4 anos), margens saudáveis e retornos crescentes, levando a uma expectativa de crescimento do LPA de 22% em 4 anos, o que ainda nos deixa positivos quanto à tese de investimento (negociando a 11x P/L 2025).

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). As ações sofreram bastante recentemente devido ao guidance da gestão para 2024 (que ficaram abaixo das expectativas dos investidores e das nossas perspectivas). No entanto, a Tenda está estrategicamente focada na Faixa 1 (~65% da base de clientes) e está posicionada para content.btgpactual.com

enfrentar uma demanda maior. Existem algumas opcionalidades que podem ocorrer no curto prazo, como o RET 1 e o FGTS Futuro, que estão nos últimos passos de aprovação e devem melhorar a acessibilidade no segmento e ajudar a aumentar as margens das construtoras. A Tenda tem entregado margens brutas ajustadas de +30% em novas vendas e fomos positivamente surpreendidos pelos números do 4T, com um fluxo de caixa livre sólido, reforçando nossa confiança em sua reestruturação. Embora as ações não pareçam baratas para este ano (13,8x P/L para 24E), elas estão sendo negociadas a um valuation extremamente baixo de 3,8x P/L para 25E (enquanto o RET e o FGTS podem torná-lo ainda mais atrativo).

Inter (INBR32)

Mantemos o Inter em nosso portfólio de small caps por mais um mês. O banco digital divulgou resultados muito sólidos no 4T em fevereiro. O Inter continuou aumentando a ativação de clientes, adicionando cerca de 1 milhão de clientes ativos no 4T. O crescimento dos empréstimos manteve seu ritmo acelerado iniciado no 3T, e a receita de serviços também foi positiva, permanecendo praticamente inalterada t/t após um forte 3T impulsionado por eventos pontuais. A qualidade dos ativos, as despesas operacionais e as provisões também tiveram bons desempenhos. No geral, após uma oferta de ações inesperada, entregar um 4T "sem grandes surpresas" (e com qualidade razoável) elimina qualquer risco remanescente, por mínimo que seja. Esperamos que o banco continue sua tendência de melhoria trimestre após trimestre, mesmo que os lucros do 1T devam ser semelhantes aos do 4T (que se beneficiou de efeitos sazonais positivos). Após uma queda de 8% no último mês, o Inter está negociando a 1,3x P/VPA do 1T24E (considerando o aumento de capital), e o desempenho inferior comparado ao Nubank permanece significativo. Portanto, acreditamos que pode haver potencial de recuperação.

Marcopolo (POMO4)

Permanecemos otimistas com os resultados da Marcopolo, apoiados por um melhor momento no curto prazo, impulsionado por (i) a recuperação da indústria de ônibus (auxiliada pelas tarifas aéreas mais altas, com os clientes optando por viagens de ônibus), (ii) a recente capacidade de produção da POMO ajustada, (iii) um cenário mais favorável para o fornecimento de componentes e (iv) resultados melhores da New Flyer. Apesar da valorização das ações, acreditamos que o momento positivo no curto prazo deve persistir, impulsionado por uma demanda resiliente na produção de ônibus, um ambiente favorável de precificação, alavancagem operacional, e novos leilões do Caminho da Escola. Além disso, a POMO está cada vez mais posicionada para novas oportunidades, como o fortalecimento do posicionamento B2B da empresa, acelerando a transformação tecnológica e beneficiando-se do crescente mercado de ônibus elétricos.

Cruzeiro do Sul (CSED3)

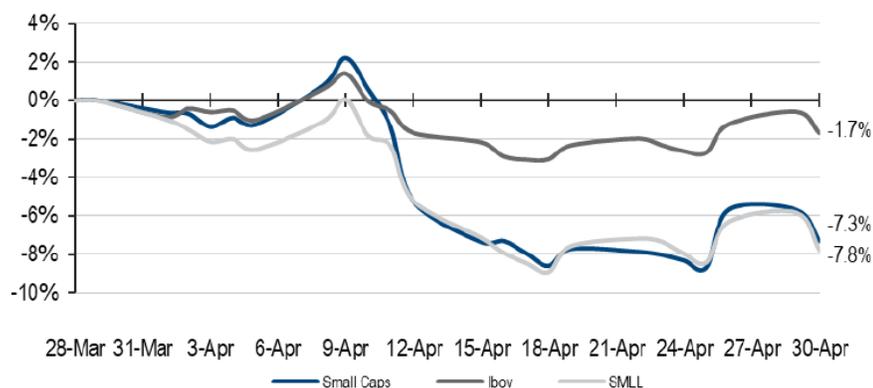
Impulsionada por indicadores construtivos do mercado de trabalho, a empresa está pronta para desempenhar de forma positiva no primeiro trimestre, com resultados sólidos decorrentes de um crescimento da receita líquida em dois dígitos baixos (apoiado por uma boa captação, menor evasão e reajustes de preços), ganhos de margem e menores despesas financeiras líquidas (devido ao seu balanço menos alavancado e taxas de juros menores). Além disso, a empresa oferece uma boa combinação de (i) exposição diversificada a diferentes segmentos de pós-graduação (47% da receita líquida em cursos presenciais relacionados à saúde; 22% em outros cursos presenciais; 31% em EaD); (ii) sólido yield de geração de fluxo de caixa (mais de 10% em 2024E); (iii) balanço patrimonial relativamente menos alavancado; e (iv) o valuation mais barato em toda a nossa cobertura de educação (negociando a 4x EV/EBTIDA 24 e 7x P/L 24). Somos compradores da Cruzeiro do Sul e consideramos que a ação oferece um bom ponto de entrada.

Rentabilidade Histórica (*):

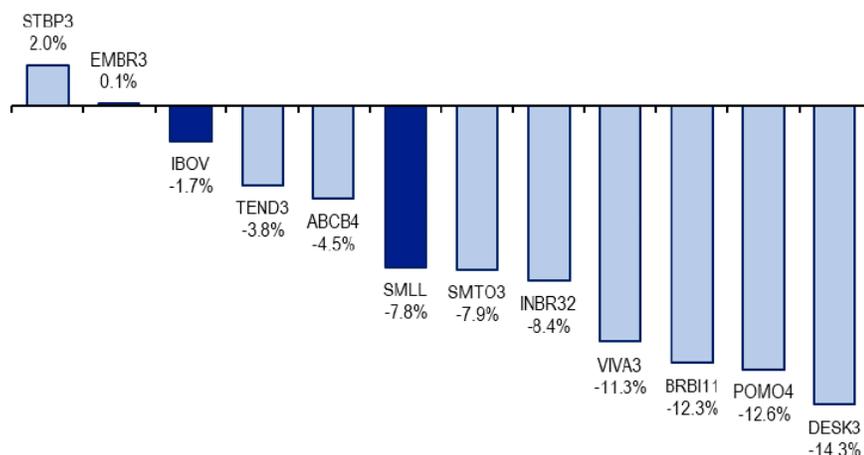
Performance Mensal

Em abril, a nossa carteira Small Caps apresentou uma queda de -7,3%, performando abaixo do Ibovespa (-1,7%) e acima do SMLL (-7,8%), conforme gráfico abaixo

Gráfico 1: Performance do portfólio em abril de 2024



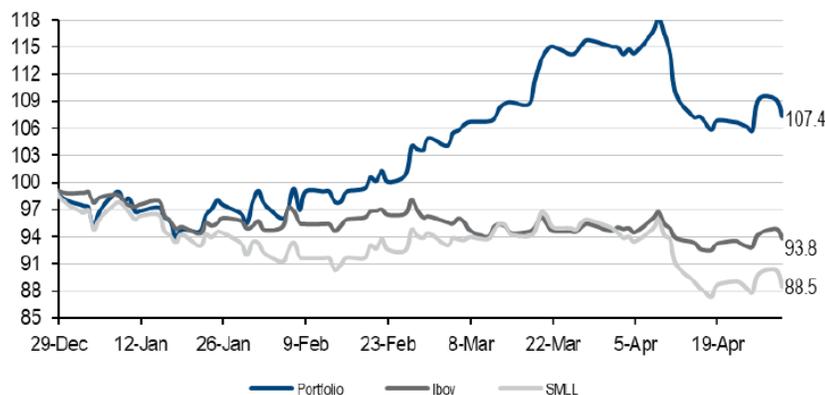
Fonte: BTG Pactual e Econômica, (*) rentabilidade considerando último preço de fechamento

Gráfico 2: Performance por ação em abril de 2024


Fonte: BTG Pactual e Econômica

Rentabilidade no acumulado do ano:

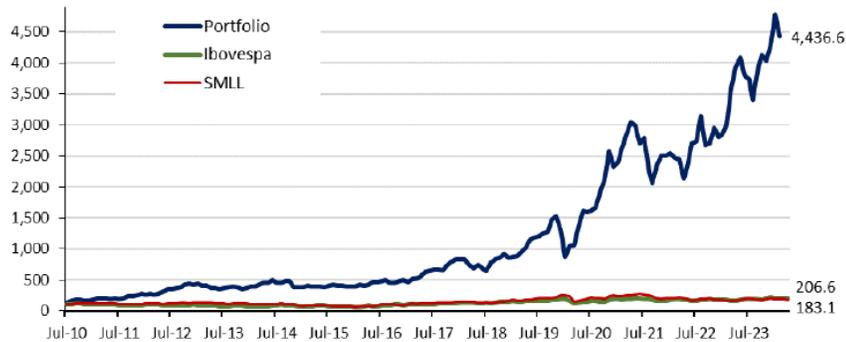
Desde 31 de dezembro de 2023, nosso portfólio de Small Caps apresentou uma alta de +7,4%, contra -6,2% para o Ibovespa e -11,5% para o SMLL. A taxa de empréstimo interbancário CDI teve alta de +3,5% no período.

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 Small Caps, a carteira acumula alta de 4.336,6%, contra 106,6% do Ibovespa e 83,1% do o SMLL.

Gráfico 4: Rentabilidade histórica (desde julho de 2010) (*)


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

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%	-7,3%									7,4%	4336,6%	-6,2%	106,6%

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 vinculados 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 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