Carteira Recomendada de Ações – Small Caps

Equity Research

Banco BTG Pactual S.A.

Abril 2023

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

03 de Abril de 2023

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

Os recém-chegados

Banco Inter, Locaweb e 3R Petroleum são as novidades deste mês.

Quem fica e quem sai

Smartfit, Santos Brasil, Orizon, Cury, São Martinho, Cielo e Embraer mantêm suas posições, enquanto Porto Seguro, Desktop e Vamos saem.

Carteira Recomendada de Ações – Small Caps:

Empresa	Ticker	Peso	Volume Médio Diário (R$ mi)	Market Cap. (R$ mi)	EV/EBITDA		P/L		P/VP	
					2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
Embraer	EMBR3	10%	181	15.273	8,6x	7,7x	27,4x	18,4x	1,1x	1,0x
Cielo	CIEL3	10%	118	13.068	3,1x	3,1x	6,9x	5,8x	0,6x	0,6x
São Martinho	SMTO3	10%	68	9.359	3,5x	3,1x	10,0x	8,4x	1,7x	1,5x
Smart Fit	SMFT3	10%	32	7.820	10,1x	7,0x	27,0x	12,0x	1,7x	1,5x
Santos Brasil	STBP3	10%	5	7.012	6,5x	6,0x	12,1x	11,7x	2,8x	2,7x
3R Petroleum	RRRP3	10%	264	5.985	3,4x	1,8x	3,2x	1,8x	0,8x	0,6x
Cury	CURY3	10%	18	3.719	6,4x	5,1x	6,5x	6,2x	4,2x	3,5x
Banco Inter	INBR32	10%	7	3.494	n.a.	n.a.	12,9x	7,5x	0,5x	0,5x
Orizon	ORVR3	10%	10	2.943	7,7x	7,7x	21,3x	21,6x	5,0x	4,2x
Locaweb	LWSA3	10%	54	2.831	9,0x	5,6x	22,5x	14,0x	0,9x	0,9x

Fonte: BTG Pactual e Economática

Carteira Recomendada de Ações – Small Caps:

Março				Abril			
Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)	Empresa	Setor	Ticker	Peso (%)
Porto Seguro	Financeiro ex-Bancos	PSSA3	10%	3R Petroleum	Petróleo & Gás	PSSA3	10%
Vamos	Aluguel de veículos	VAMO3	10%	Banco Inter	Bancos	INBR32	10%
Cielo	Financeiro ex-Bancos	CIEL3	10%	Cielo	Financeiro ex-Bancos	CIEL3	10%
Embraer	Bens de capital	EMBR3	10%	Embraer	Bens de capital	EMBR3	10%
Smartfit	Varejo	SMFT3	10%	Smartfit	Varejo	SMFT3	10%
Orizon	Serviços Básicos	ORVR3	10%	Orizon	Serviços Básicos	ORVR3	10%
São Martinho	Agronegócio	SMTO3	10%	São Martinho	Agronegócio	SMTO3	10%
Santos Brasil	Infraestrutura	STBP3	10%	Santos Brasil	Infraestrutura	STBP3	10%
Cury	Construção civil	CURY3	10%	Cury	Construção civil	CURY3	10%
Desktop	Telecom	DESK3	10%	Locaweb	Telecom & Tech	LWSA3	10%

Fonte: BTG Pactual

São Martinho (SMTO3)

Estamos mantendo a São Martinho em nosso portfólio. O setor de Açúcar & Etanol passou por uma tempestade perfeita no ano passado, com uma combinação de (i) menores yields agrícolas decorrentes das secas e geadas nas safras anteriores, que resultaram em desalavancagem operacional e custos unitários de produção muito maiores; (ii) a redução dos impostos estaduais e federais sobre os combustíveis, que reduziram os preços do etanol; (iii) preços menores do açúcar, na expectativa de que o Brasil mude seu mix de produção de energia para alimentos; e (iv) preços da CBio abaixo do esperado, uma vez que as metas de aquisição foram adiadas. Mas nos últimos meses temos reiterada a nossa visão de que o setor deve ter um momento melhor pela frente, e a convicção disso só aumentou. As chuvas favoráveis devem permitir uma boa recuperação dos yields na safra 23/24, levando a uma muito bem-vinda diluição de custos fixos. O etanol recuperou sua competitividade relativa à gasolina em relação aos impostos federais, o que foi um dos principais desafios para o setor, e a nova alíquota de ICMS sobre a gasolina pode significar, em última análise, que a estrutura tributária no Brasil será ainda mais favorável ao etanol do que esperávamos. Apesar dos preços menores do petróleo e do atual desconto da gasolina para a paridade internacional, ainda vemos os preços de equilíbrio do etanol hidratado em torno de ~R$ 2,9/litro em nosso modelo. Além disso, os preços do açúcar estão se mostrando muito mais fortes do que esperávamos, apesar da visão consensual de que o Brasil deveria maximizar o mix de açúcar. E, até certo ponto, as medidas implementadas recentemente também apontam para um governo mais consciente no aspecto ESG. Apesar de tudo isso, as ações da São Martinho estão sendo negociadas a 6,6x EV/EBIT em 2023/24, o que está próximo das mínimas históricas. Somos Compradores.

Banco Inter (INBR32)

Com a ação apresentando quedas de mais de 90% desde o pico, a redução dos múltiplos de negociação claramente aconteceu. Enquanto nós, e os investidores, estamos frustrados com a incapacidade do Inter de melhorar a lucratividade e/ou fornecer um guidance de curto prazo comprometendo-se com isso, a relação risco-retorno está positiva. A liquidez das ações diminuiu enormemente, o que não ajuda, e conforme sinalizado, os investidores estão precificando a insustentabilidade do negócio (ou seja, o Inter não conseguir capital suficiente para o seu plano de crescimento). Mas como uma evidência que suporta uma visão mais construtiva na tese de investimento, notamos que a maioria dos KPIs ainda estão se movendo na direção certa, especialmente o financiamento. Com a SELIC provavelmente tendo atingido o pico, as tendências da margem financeira têm melhorado, o que deve (finalmente) aumentar o ROE. Se isso acontecer, então provavelmente há grande potencial de alta das ações (negociando abaixo de 0,5x P/VP). Mas o relógio está correndo. E se as coisas não derem certo, um valuation muito barato deve fornecer uma proteção para o preço das ações e as conversas de fusões e aquisições podem ser retomadas. Então, algo deverá acontecer com as ações do Banco Inter.

Orizon (ORVR3)

A Orizon tem entregado consistentemente aquisições geradoras de valor desde seu IPO em fev/21. A ação subiu ~65% desde o IPO e ainda é negociada a uma TIR real atraente de 11,5%, enquanto ainda oferece um potencial de alta. A aquisição transformacional dos ativos da Estre aumentou a capacidade de aterro da empresa em cerca de 60% e criou um potencial upside em relação aos nossos números, a partir do segmento de biogás e da produção de créditos de carbono. Além disso, a Orizon (i) ganhou 2 PPAs para sua usina térmica em Barueri, garantindo 82,5% da capacidade contratada por 20 anos a +R$ 600/MWh, e vendeu 20% de participação na usina para a Sabesp; (ii) adquiriu o Cuiabá Ecopark (+295 mil toneladas de resíduos em 2023); (iii) beneficiou-se de preços de crédito de carbono acima do esperado; (iv) formou uma JV para construir uma usina termelétrica a gás de 16MW em Paulínia que ganhou um PPA no leilão emergencial de 2021 a R$ 1,6 mil/MWh até 2025; (v) tem valor a ser destravado por meio da conversão de biogás em biometano para abastecer a usina termelétrica de Paulínia; e (vi) apresentou evolução na gestão de passivos, reduzindo seu custo de dívida. Nós estimamos que a Orizon desalavancará seu balanço dos atuais 3,0x dívida líquida/EBITDA para 2,1x no final de 2023, abrindo espaço para novas fusões e aquisições, pois opera em um setor altamente fragmentado com sólidas perspectivas de crescimento para as novas UTMs (usinas de reciclagem), UBMs (unidades materiais de processamento), aterros sanitários e plantas de conversão em outros ecoparques para vender biometano para os clientes industriais.

Smartfit (SMFT3)

As Academias foram as mais atingidas pela pandemia, prejudicadas pelos lockdowns e limites no número de pessoas que poderiam permitir em aulas e treinos. Apesar de já apresentar uma tendência de recuperação, o setor de academias tem enfrentado vários desafios no ano passado, incluindo a ameaça de recessão global, desafios contínuos da cadeia de suprimentos e taxas de juros em rápido aumento, ou seja, um cenário desafiador. Mas há motivos para o otimismo, principalmente impulsionados por uma maior conscientização sobre saúde, condicionamento físico e esportes, bem como a retirada das restrições de mobilidade. Nós ainda vemos riscos para a tese de investimento em Smartfit, como a inflação reduzindo o poder de compra e prejudicando o fluxo de membros. Mas a SmartFit está bem posicionada para aumentar sua participação de mercado na América Latina (13%) via quatro pilares: (i) maior escala na região, com mais de 1,1 mil academias em 14 países; (ii) unit economics atrativo das academias, com maior rentabilidade e melhorias recentes graças a uma maior alavancagem operacional e iniciativas de otimização de custos; e (iii) exposição a um setor em recuperação, como já observado em muitos países. Então, apesar de um valuation negociando com prêmio (27x P/L em 2023, 12x P/L 2024), vemos boas perspectivas de crescimento nos próximos quatro anos, e uma tese de investimento sólida para os próximos meses, dado o momento mais forte.

Locaweb (LWSA3)

Estamos adicionando a Locaweb ao nosso portfólio de Small Caps. A ação caiu 29% no acumulado do ano devido as preocupações com os resultados de curto prazo (o 4T22 foi realmente fraco, e nós não esperamos uma melhora de rentabilidade no 1T23). No entanto, nos níveis atuais, vemos uma oportunidade assimétrica positiva. Observamos uma poderosa combinação de fatores que poderiam desencadear uma expansão de múltiplos significativa para a ação à medida que nos aproximamos do segundo semestre: i) as margens devem finalmente voltar a crescer, ii) os investidores estarão mais dispostos a olhar para os múltiplos de 2024 (vemos um valuation atraente de 14x P/L) e iii) qualquer redução (ou sinalização de queda potencial) nas taxas de juros deve desencadear uma alta nas ações. Além disso, acreditamos que os investidores estrangeiros fornecem forte suporte para a ação nos níveis atuais (a General Atlantic é um bom exemplo).

Cury (CURY3)

A Cury está bem posicionada para se beneficiar das recentes mudanças no programa MCMV (o governo anunciou recentemente aumentos nos subsídios, que devem ser um catalisador para o aumento do preço de venda de novas casas e aumentar a velocidade de vendas), uma vez que a empresa está entregando margens altas se tem um forte pipeline de projetos a serem lançados em 2023. A ação também é nossa Top Pick no segmento imobiliário, devido a: (i) sua execução impecável; (ii) recentes revisões positivas do programa MCMV são favoráveis para suas operações; (iii) forte crescimento operacional, com o melhor ROE do setor; e (iv) valuation atraente (~6,5x P/L 2023E), portanto, estamos mantendo a Cury em nosso portfólio small caps.

Embraer (EMBR3)

A empresa divulgou recentemente seus resultados do quarto trimestre, entregando o guidance e também divulgando sua expectativa para ano de 2023. O guidance de 2023 positivo em nossa opinião, com uma expansão sólida da receita líquida impulsionada por melhores entregas e condições de preços favoráveis, vemos riscos altistas em relação aos números divulgados, principalmente em relação a geração de caixa. Além do melhor momento de resultados, a Embraer oferece exposição a indústria da aviação em recuperação e continua sendo uma tese de valor interessante (produção de eVTOLs, segurança cibernética, defesa e arbitragem da Boeing). Além disso, vemos alguns catalisadores de curto prazo interessantes nas ações, como a retomada das operações no mercado de aviação chinês e novas campanhas relacionadas ao avião de defesa C-390 Millenium. Além disso, vemos as ações da Embraer negociando em uma valuation atraente de 8,6x EV/EBITDA em 2023 (vs. média dos pares internacionais de 14x).

Santos Brasil (STBP3)

Continuamos otimistas com a companhia com base em um ambiente de preços favorável em Santos e níveis atrativos de valuation. Nossa visão de longo prazo reflete: (i) melhor ambiente regulatório na indústria portuária; (ii) melhor dinâmica competitiva em Santos, criação de condições de preços favoráveis para a Santos Brasil e (iii) balanço sólido, suportado por sua posição líquida de caixa. Além disso, a Santos Brasil anunciou na sexta-feira a renovação do contrato com a Maersk para seu terminal Tecon Santos, que segundo nossos cálculos, implica um aumento de preço de 60% (assumindo um crescimento de volumes estável a/a). Se confirmado, foi um acordo altamente favorável para a Santos Brasil e superou significativamente as expectativas do mercado sobre o tema, reduzindo os riscos da relação comercial com a Maersk e confirmando a tese de recuperação de preços no Porto de Santos. Negociando com uma TIR real de 12%, vemos a tese de investimento da Santos Brasil como muito atraente.

Cielo (CIEL3)

A Cielo provavelmente será a primeira empresa em nossa cobertura a reportar seus resultados do 1T23 e esperamos que os números confirmem que as ações estão sendo negociadas a preços muito atraentes nos níveis atuais. O TPV deve ser mais fraco do que o que temos em nosso modelo para o primeiro trimestre, e esperamos a Cielo perderá participação de mercado no segmento de grandes contas, enquanto o take rate se mantém resiliente. A divisão de negócios da Cateno continua performando bem, e os resultados financeiros/ARV devem surpreender positivamente. Estimamos R$ 360 milhões em lucro líquido GAAP recorrente no 1T (-26% t/t; +95% a/a; e vemos riscos de alta para esses números), enquanto o consenso de mercado está em R$ 380 milhões. Para o ano de 2023, estimamos R$ 1,95 bilhão em lucro líquido (+15% a/a; em linha com o consenso; 6,9x P/L 23), o que acreditamos que ainda faz sentido. E excluindo a amortização do ágio e seu benefício fiscal associado relacionado à Cateno, prevemos um lucro líquido caixa de R$ 2,1 bilhões para o ano (6,3x P/L 23). Se assumirmos um múltiplo P/L de 10x para o negócio da Cateno, o valor de mercado de R$ 13,6 bilhões da Cielo implicaria que o negócio de aquisição está sendo negociado a um múltiplo P/L 23 de ~2,5x, reforçando o valuation barato. Ainda por cima, a reversão das provisões

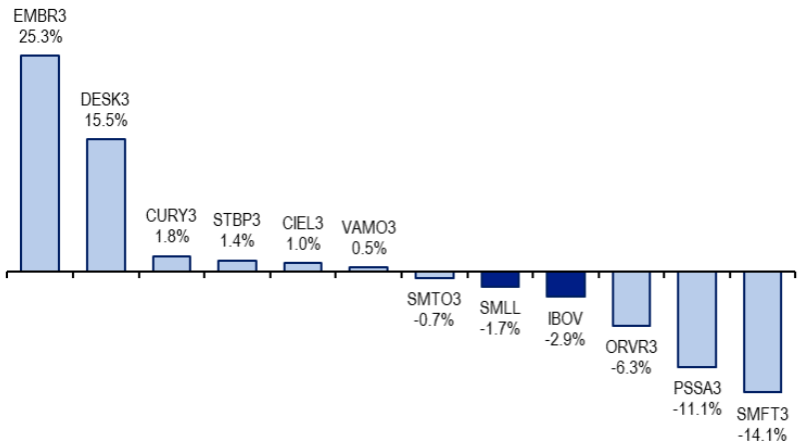
dos impostos sobre serviços (ISS) poderia ajudar os resultados de curto prazo, como alguns ministros do Supremo Tribunal Federal (STF) recentemente votando uma decisão favorável à Cielo nessa questão. Embora, nossa visão seja mais cautelosa no médio prazo sobre o setor e a Cielo, o valuation ainda parece muito atraente e gostamos da assimetria de riscos.

3R Petroleum (RRRP3)

Depois de retirar a companhia de nosso portfólio de março, estamos adicionando a RRRP novamente para a nossa carteira de Small Cap. As ações caíram 25% desde que o governo anunciou a criação de um imposto de exportação e o Ministério da Energia solicitou que a Petrobras interrompa seu processo de venda de ativos. Mas achamos que o ruido no setor é exagerado, pois o impacto do imposto de exportação é limitado a quase nulo para a RRRP e porque é improvável que a Petrobras interrompa o desinvestimento dos negócios que foram assinados anteriormente. A aquisição do ativo Potiguar já está assinada e esperamos que seja concluído no curto prazo. Potiguar será o ativo de maior valor no portfólio da RRRP e um importante catalisador para as ações. Além de tudo isso, nós recentemente argumentamos que as reservas 1P de Macau e Recôncavo 1P deveriam valer combinados R$ 40/ação (+36% de potencial de alta). Ao todo, o cenário está pronto para que a ação responda melhor aos seus fundamentos, os quais estão muito sólidos. O valuation é pouco exigente (3,4x e 1,8x EV/EBITDA para 2023 e 2024, respectivamente), e vemos as ações precificando um Brent de longo prazo bem abaixo de US$ 65/bbl, o que parece improvável neste momento. Prevemos uma expansão de múltiplos gradual e acreditamos que a recente reestruturação da gestão levará a uma melhoria nos seguintes aspectos (i) comunicação da empresa, (ii) alinhamento de interesses entre os acionistas de referência e a gestão, (iii) e simplificação das operações, o que deverá desempenhar um papel relevante na redução da percepção de risco da tese de investimento e no seu custo de capital.

Rentabilidade Histórica:

Gráfico 1: Performance por ação em março de 2023



Fonte: BTG Pactual e Economática

Performance Histórica:

No mês de Março, a carteira BTG SMLL apresentou uma performance de 1,3%, contra uma performance de -1,7% do índice SMLL e de -2,9% do IBOV. Desde julho de 2010, a carteira acumula uma rentabilidade de 2.745%, contra 59,9% do SMLL e 67,2% do IBOV.

Gráfico 12: Performance Histórica (desde outubro de 2009)

Fonte: BTG Pactual e Economática

Tabela de Performance Histórica:

BTG SMALL	Jan	Fev	Mar	Abr	Maio	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	BTG SMLL no ano	BTG SMLL Acum.	Ibov Acum.
2010						0,0%	14,7%	9,0%	8,6%	18,6%	6,8%	1,3%	74,3%	74,3%	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%	-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%	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%
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%	-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%	-15,9%	308,7%	-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%	348,6%	-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%	649,4%	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%	765,4%	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%	1375,1%	89,7%
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%	44,5%	2032,2%	95,2%
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%	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%	80,1%
2023	9,3%	-4,9%	1,3%										5,4%	2745,6%	67,2%

Fonte: BTG Pactual e Economática

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.

- 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 Global

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A ("BTG Pactual S.A.") para distribuição somente no Brasil, sob circunstâncias permitidas pela regulamentação vigente. BTG Pactual S.A. é o responsável pela distribuição desse relatório no Brasil. Nada nesse relatório constitui indicação de que a estratégia de investimento ou recomendações aqui citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Este relatório possui caráter informativo, não constitui material promocional e não foi produzido como uma solicitação de compra ou venda de qualquer ativo ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição. Os dados que aparecem nos gráficos referem-se ao passado, a rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Os preços e demais informações contidas neste relatório são críveis e dignas de confiança na data de publicação do mesmo e foram obtidas de uma ou mais das fontes que seguem: (i) fontes expressas ao lado da informação; (ii) preço de cotação no principal mercado regulado do valor mobiliário em questão; (iii) fontes públicas confiáveis; ou (iv) base de dados do BTG Pactual S.A.

Nenhuma garantia ou declaração, tanto expressa quanto implícita, é provida em relação à exatidão, abrangência ou confiabilidade das informações aqui contidas, com exceção das informações referentes ao BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas. Também não tem o intuito de ser uma declaração completa ou um resumo sobre os ativos, mercados ou estratégias abordados no documento. Em todos os casos, investidores devem conduzir suas próprias investigações e análises antes de proceder ou deixar de proceder qualquer ação relacionada aos valores mobiliários analisados neste relatório.

BTG Pactual S.A. não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. BTG Pactual S.A. 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. BTG Pactual S.A. não tem obrigações fiduciárias com os destinatários deste relatório e, ao divulgá-lo, não apresenta capacidade fiduciária.

O presente relatório não deve ser considerado pelos destinatários como um substituto para o exercício do seu próprio julgamento. Opiniões, estimativas e projeções expressas aqui constituem o julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data na qual foi preparada e por isso, está sujeito a mudanças sem aviso e pode diferir ou ser contrário a opiniões expressas por outras áreas de negócios ou grupos do BTG Pactual, BTG Pactual S.A. e suas afiliadas ou subsidiárias como resultado do uso de diferentes hipóteses e critérios.

Preços e disponibilidade de instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a mudanças sem aviso.

A análise contida aqui é baseada em diversas hipóteses. Diferentes hipóteses podem ter resultados substancialmente diferentes.

Os analistas responsáveis pela preparação deste relatório podem interagir com a mesa de operações, mesa de vendas e outros departamentos, com o intuito de reunir, sintetizar e interpretar informações de mercado. BTG Pactual S.A. não está sob a obrigação de atualizar ou manter atualizada a informação contida neste relatório.

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 BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiadas do 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 BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

Os ativos mencionados neste relatório podem não estar disponíveis para venda em todas as jurisdições ou para certas categorias de investidores. Opções, derivativos e futuros não são adequados a todos os investidores e a negociação desses tipos de instrumentos é considerada arriscada. Hipotecas e ativos lastreados em títulos de crédito podem envolver alto grau de risco e podem ser altamente voláteis em resposta às taxas de juros ou outras variáveis de mercado. Performance passada não é indicação de resultado futuro. Se um instrumento financeiro é cotado em uma moeda que não a do investidor, mudanças nas taxas de câmbio podem afetar de forma adversa o valor, o preço ou o retorno proveniente de qualquer ativo mencionado nesse documento e o leitor deve considerar o risco relacionado ao descasamento de moedas.

Este relatório não leva em consideração objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades especiais de nenhum investidor em particular. Investidores devem buscar orientação financeira baseada em suas particularidades antes de tomar qualquer decisão de investimento baseadas nas informações aqui contidas. Para recomendações de investimento, execução de ordens de negociação ou outras funções correlacionadas, os clientes devem contatar seus representantes de vendas locais. O BTG Pactual S.A., 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 presente relatório.

Qualquer preço apresentado neste relatório possui caráter informativo e não representa avaliação individual do valor de mercado do ativo ou outro instrumento. Não há garantias de que qualquer transação pode ou pôde ter sido efetuada nos preços apresentados neste relatório. Os preços eventualmente apresentados não necessariamente representam os preços contábeis internos ou os preços teóricos provenientes de avaliação por modelos do BTG Pactual S.A. e podem estar baseados em premissas específicas. Premissas específicas assumidas pelo BTG Pactual S.A. ou por terceiros podem ter resultados substancialmente diferentes.

Este relatório não pode ser reproduzido ou distribuído por qualquer outra pessoa, parcialmente ou em sua totalidade, sem o prévio consentimento por escrito do BTG Pactual S.A.

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