



# Small Caps

Carteira Recomendada

Equity Research  
Banco BTG Pactual S.A.

Dezembro 2025

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

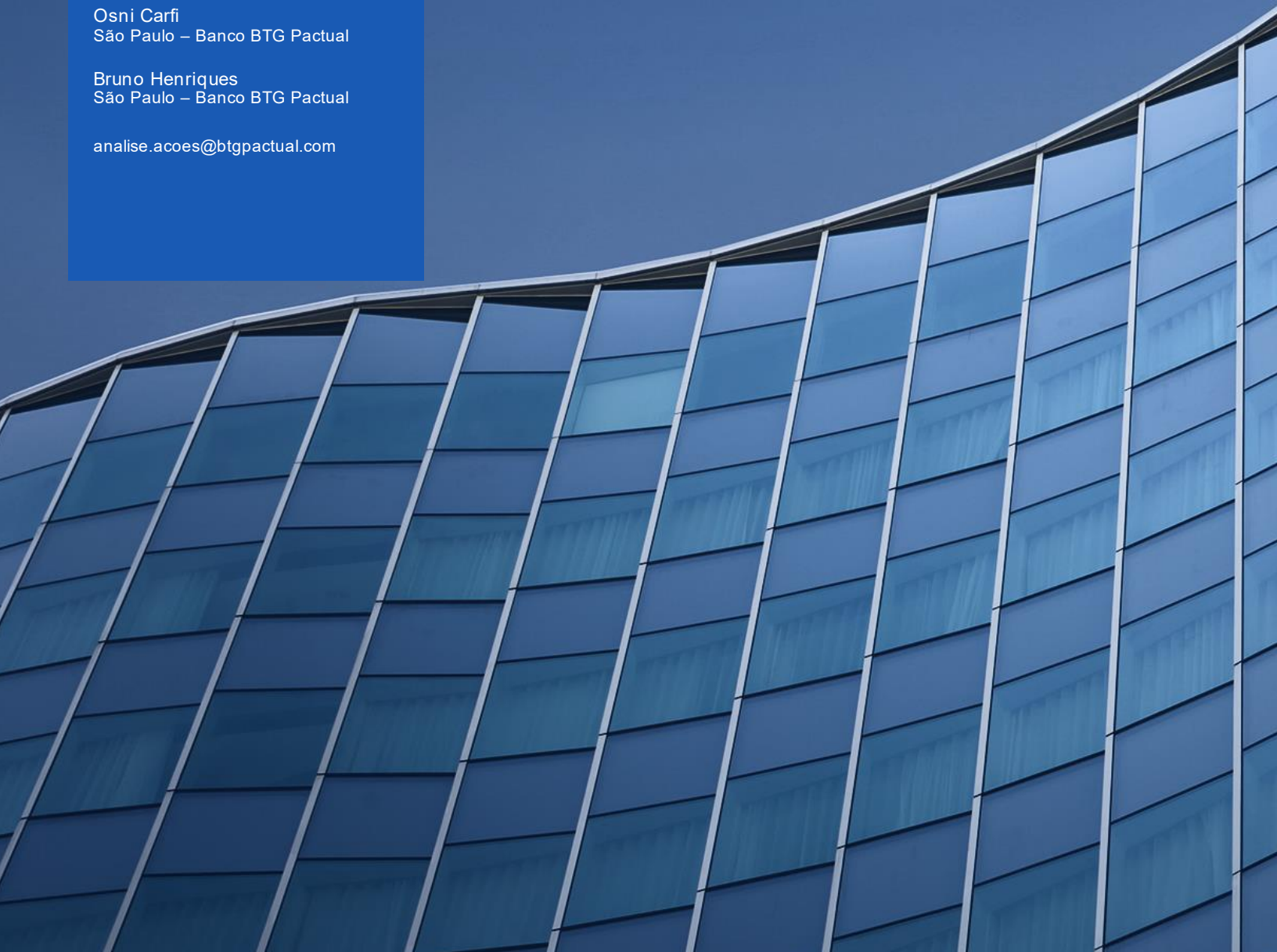
Leonardo Correa  
São Paulo – Banco BTG Pactual

Antonio Junqueira, CFA  
São Paulo – Banco BTG Pactual

Osni Carfi  
São Paulo – Banco BTG Pactual

Bruno Henriques  
São Paulo – Banco BTG Pactual

[analise.acoes@btgpactual.com](mailto:analise.acoes@btgpactual.com)



# Carteira recomendada de Ações – Small Caps



BTG Pactual Equity Research

01 de dezembro de 2025

## Objetivo da Carteira

A Carteira Recomendada de Ações – Small Caps (BTG SMLL) tem como objetivo capturar as melhores oportunidades e performances do mercado de small caps brasileiro, sendo composta por 10 ativos selecionados pela equipe de análise e estratégia do BTG Pactual. Dentre o universo de ações analisadas, estão empresas que possuem um valor de mercado (indicativo) ~R\$ 15 bilhões, tendo como benchmark o índice de small caps brasileiro (SMLL).

## Destaques

### As novidades

3tentos é a única novidade deste mês.

### Quem permanece e quem sai

Inter, Aura, Copasa, GPS, Vivara, Eztec, Tenda, Track&Field e Unifique mantêm suas posições, enquanto Minerva deixa o portfólio.

**Tabela 1: Carteira Recomendada de Ações – Small Caps**

Empresa	Código	Peso	Recomendação	Valor de mercado (R\$ m)	ADTV (R\$ m)	EV/EBITDA		P/L		PVP	
						2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
Inter	INBR32	10%	Compra	21.379	98,2	n.a	n.a	13,5x	11,0x	2,2x	1,9x
Aura	AURA33	10%	Compra	17.519	47,7	6,4x	3,7x	11,8x	5,5x	8,6x	5,3x
Copasa	CSMG3	10%	Compra	15.785	69,7	7,3x	7,3x	11,8x	14,3x	1,8x	1,7x
GPS	GGPS3	10%	Compra	13.478	53,1	8,6x	6,8x	20,8x	15,2x	3,3x	2,8x
Vivara	VIVA3	10%	Neutro	8.256	81,0	9,1x	7,4x	12,5x	12,0x	2,6x	2,2x
3tentos	TTEN3	10%	Compra	7.647	19,5	7,5x	6,6x	15,0x	9,0x	1,6x	1,4x
Eztec	EZTC3	10%	Compra	4.421	30,1	8,4x	9,7x	6,5x	7,0x	1,1x	1,3x
Tenda	TEND3	10%	Compra	3.365	52,8	6,2x	3,7x	8,6x	4,8x	2,4x	1,7x
Track&Field	TFCO4	10%	Compra	2.799	15,3	11,3x	9,1x	17,8x	15,0x	4,5x	3,6x
Unifique	FIQE3	10%	Neutro	1.988	3,0	4,3x	3,9x	11,5x	8,0x	1,5x	1,4x

Fonte: Economática e BTG Pactual.

**Tabela 2: Alterações da carteira Small Caps**

Novembro				Dezembro			
Setor	Empresa	Código	Peso (%)	Setor	Empresa	Código	Peso (%)
Varejo	Vivara	VIVA3	10%	Varejo	Vivara	VIVA3	10%
Imobiliário	Tenda	TEND3	10%	Imobiliário	Tenda	TEND3	10%
TMT	Unifique	FIQE3	10%	TMT	Unifique	FIQE3	10%
Bancos	Inter	INBR32	10%	Bancos	Inter	INBR32	10%
Alimentos e Bebidas	Minerva	BEEF3	10%	Agronegócio	3tentos	TTEN3	10%
Varejo	Track & Field	TFCO4	10%	Varejo	Track & Field	TFCO4	10%
Imobiliário	Eztec	EZTC3	10%	Imobiliário	Eztec	EZTC3	10%
Metais e Mineração	Aura 360	AURA33	10%	Metais e Mineração	Aura 360	AURA33	10%
Serviços básicos	Copasa	CSMG3	10%	Serviços básicos	Copasa	CSMG3	10%
Transporte	GPS	GGPS3	10%	Transporte	GPS	GGPS3	10%

Fonte: Empresa e BTG Pactual

## Um resumo das nossas escolhas

### 3tentos (TTEN3)

Estamos incluindo 3tentos em nossa carteira de Small Caps. Enxergamos a empresa como uma tese de alta qualidade, alto crescimento e elevado retorno dentro do agronegócio brasileiro. Margens menores no setor influenciaram negativamente sobre o momento de resultados nos últimos meses, mas acreditamos que o pior já passou, abrindo espaço para uma trajetória mais forte de resultados que deve sustentar a performance da ação. Além disso, o início de operação da nova planta de etanol de milho em 2026 adiciona mais uma avenida de crescimento. Do ponto de vista de fundamento, o papel segue atrativo, negociando a 9x P/L para 2026 e 7,1x para 2027, com expectativa de crescimento anual composto de resultados de cerca de 30% nos próximos três anos e retorno sobre o capital investido acima de 20%, em um nível de valuation bastante atrativo. 3tentos é nossa principal escolha dentro da cobertura de agronegócio.

### Tenda (TEND3)

Mantemos uma visão otimista para o segmento de construção de baixa renda diante das mudanças recentes no programa Minha Casa, Minha Vida, que melhoraram de forma relevante a acessibilidade para compradores — sobretudo aqueles na Faixa 1, foco estratégico da Tenda. A empresa entregou resultados sólidos no primeiro semestre de 2025, reforçando nossa confiança na reestruturação, com margens já comparáveis às de seus pares e uma revisão positiva de guidance no segundo trimestre, o que pode trazer riscos de surpresas positivas para nossas estimativas de 2026. Esperamos que os resultados sigam melhorando nos próximos trimestres, favorecendo uma desalavancagem mais rápida e um crescimento expressivo do lucro líquido. O papel segue atrativo, negociando a 4,8x P/L para 2026 mesmo após uma forte performance no ano, e por isso seguimos com Tenda no portfólio de Small Caps.

## Aura (AURA33)

Seguimos otimistas com a tese e vemos a recente queda de 10% no último mês (20% desde a máxima) como um bom ponto de entrada. A companhia vive um momento de resultados muito forte, impulsionado pelo crescimento de produção — com dois novos ativos entrando no portfólio no segundo semestre de 2025 — e pelos preços elevados do ouro (US\$3.900–4.000/onça). Estruturalmente, a história segue atraente: a Aura deve quase dobrar sua produção nos próximos anos, oferece diversificação via exposição ao ouro, paga dividendos trimestrais consistentes com retorno entre 7% e 9%, mantém baixa alavancagem (dívida líquida/EBITDA abaixo de 0,5x em 2025), a empresa reduz risco operacional ao diversificar sua base de ativos e ainda negocia com forte desconto (0,7x P/VP e cerca de 3x EV/EBITDA para 2026), com espaço claro para expansão de múltiplos acima de 1x P/VP conforme o crescimento avança e a liquidez melhora.

## Vivara (VIVA3)

Aproveitamos a divulgação dos resultados trimestrais para revisar nossas projeções para Vivara. Nossas estimativas de EBITDA e lucro líquido sobem 1% e 1,5%, respectivamente, nos próximos três anos em relação ao modelo anterior, levando a um preço-alvo de R\$38 para o fim de 2026 (antes R\$32). Enxergamos Vivara como uma das teses mais interessantes do varejo brasileiro para os próximos trimestres, combinando valuation descontado de 12x lucros em 2026, sinais construtivos de governança e um momento operacional ainda favorável. O potencial de valorização dependerá essencialmente de dois catalisadores: a continuidade da expansão de margem bruta — especialmente com Life e categorias premium — e uma recuperação mais rápida do capital de giro nos próximos trimestres. No horizonte mais longo, acompanharemos produtividade das lojas, possíveis efeitos de canibalização entre Vivara e Life e a capacidade da empresa de reter e desenvolver talentos-chave. Embora existam riscos — sobretudo ligados à continuidade da governança e mudanças na gestão —, o conjunto de evidências aponta para uma empresa que vem executando bem e com maior alinhamento entre estratégia, conselho e operação. Com pipeline sólido de inovação, treinamento intensificado da força de vendas e iniciativas de eficiência mais maduras, Vivara tem um caminho claro para entregar crescimento de resultados e uma expansão de múltiplos com base em melhores práticas de governança.

## Track&Field (TFCO4)

Mantemos uma visão positiva para Track&Field, apoiada em seu modelo de margens elevadas, ROIC alto e modelo de negócios leve em ativos, no forte alinhamento com franqueados por meio de royalties atrelados ao sell-out, na presença nacional com estrutura flexível e escalável, e em um ecossistema proprietário que combina social selling e eventos esportivos para fortalecer fidelização e recorrência. Embora a baixa liquidez das ações seja um ponto de atenção em ambientes de maior aversão ao risco, a TFCO negocia a 15x P/L para 2026, com uma taxa de crescimento composta do lucro por ação estimada de 24% entre 2025 e 2028 e ROIC em expansão, sustentando nossa recomendação de Compra.

## Copasa (CSMG3)

Estamos mantendo Copasa na carteira, considerando que catalisadores relevantes ligados ao processo de privatização podem avançar nos próximos meses. Vemos a ação sendo negociada a 1,13x EV/RAB de 2024 e 1,13x para 2025. Embora o desconto em relação à Sabesp não pareça tão grande à primeira vista, entendemos que focar demais no múltiplo de base de ativos regulatória é incorreto: a Copasa realizou investimentos reduzidos por muitos anos e, independentemente da forma de análise, é possível concluir que sua base de ativos regulatória deveria ser significativamente maior. Na prática, caso a privatização ocorra, Copasa poderia ter duas fontes de valorização relevantes em relação à Sabesp — crescimento da base de ativos regulatória e redução de opex como proporção da base de ativos regulatória — fatores que, combinados, podem gerar um potencial de valorização relevante frente aos preços atuais.

## Inter (INBR32)

Estamos mantendo Inter na carteira por mais um mês. No curto prazo, esperamos que a carteira de crédito siga crescendo em ritmo forte, em torno de 30% na comparação anual, com mais 10–20bps de expansão de margem financeira por trimestre (mix + reajustes), preservando um custo de risco controlado. A nosso ver, a diretoria permanece firme, com forte momento de resultados à frente apoiada por três elementos: alavancagem operacional, posição sólida de capital e crescimento acelerado no crédito consignado privado, um produto altamente alinhado ao ecossistema do Inter. Com isso, projetamos mais uma etapa consistente de avanço no lucro entre 2025 e 2027 e acreditamos que o valuation continua atraente, dado o menor risco da tese. Apesar do rali de cerca de 90% no ano e dos +35% desde nossa recomendação de compra no início de agosto, Inter ainda negocia a 11x P/L para 2026 e 9x P/L para 2027. Mantemos uma visão construtiva para os próximos dezoito a vinte e quatro meses.

## EZTEC (EZTC3)

Mantemos a Eztec no portfólio de Small Caps. Mesmo em um cenário desafiador para o segmento médio/alto padrão — pressionado por juros elevados no crédito imobiliário — seguimos construtivos na tese, apoiados em três pilares: primeiro, um momento operacional forte, que deve continuar no quarto trimestre de 2025 com aceleração de lançamentos; segundo, um valuation atrativo, negociando a 0,8x P/VP; e terceiro, um potencial de valorização relevante quando as torres Esther forem locadas ou vendidas, já que o edifício corporativo representa cerca de 30% do EV da empresa e, na nossa visão, o mercado praticamente não precifica esse ativo hoje.

## GPS (GGPS3)

Esperamos um momento de resultados mais forte para o GPS no segundo semestre de 2025, com maior convicção de que o primeiro semestre de 2025 marcou o pior momento três principais catalisadores da tese de investimento: o crescimento orgânico avançando de 6% para uma tendência de 7–8% no curto e médio prazo (impulsionado pela implementação de um grande contrato recém-vencido, com espaço para mais ao longo do tempo), um pipeline aquecido de

aquisições com cerca de R\$2 bilhões em receitas em negociação avançada — dos quais R\$1,3 bilhão ligado aos seus segmentos principais, Facilities e Segurança — e uma trajetória de margens mais favorável, já que a maior parte dos efeitos não recorrentes da GRSA foi reconhecida no primeiro semestre de 2025 e a pressão de provisões trabalhistas tende a diminuir adiante. Com essa dinâmica de resultados mais favorável e negociando a 13x lucro caixa de 2026, enquanto entrega ROIC e crescimento acima da média, GPS se destaca como uma das histórias de geração de valor mais atraentes da nossa cobertura.

## Unifique (FIQE3)

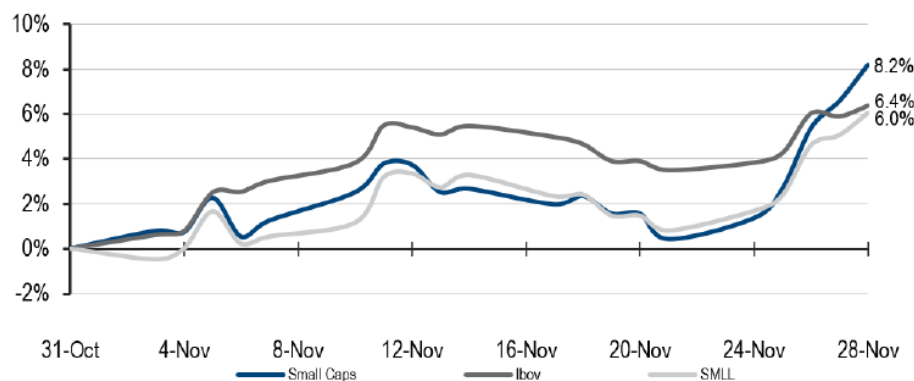
Mantemos a Unifique no portfólio de Small Caps. A empresa é um provedor de internet de alta qualidade que atua na região Sul do país e apresenta fundamentos sólidos, com o menor churn entre os pares listados (1,5% de churn no segmento de fibra) e a menor alavancagem (0,6x dívida líquida/EBITDA). O segmento móvel vem ganhando tração de forma consistente, enquanto as margens permanecem próximas de 50%. Além disso, a companhia está bem posicionada para anunciar dividendos extraordinários relevantes nos próximos meses — estimamos que o yield extraordinário pode chegar a até 17%. Também vemos FIQE negociando a um atrativo P/L para 2026 de 8x, abaixo da mediana de 12x dos ISPs globais, o que reforça nossa visão de que o papel apresenta um bom ponto de entrada.

## Rentabilidade Histórica:

### Performance Mensal

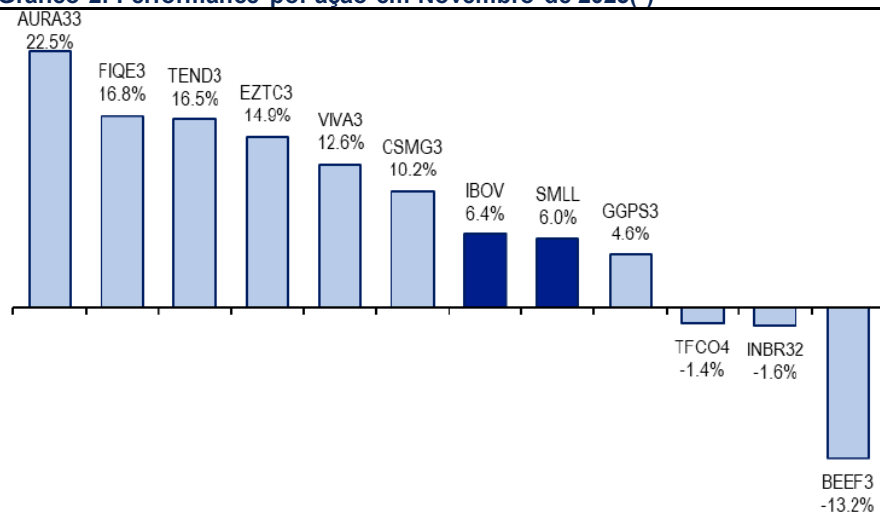
Em novembro, nosso portfólio de Small Caps subiu 8,2%, superando o Ibovespa (6,4%) e o SMLL (6,0%), conforme ilustrado no gráfico abaixo.

**Gráfico 1: Performance do portfólio em Novembro de 2025 (\*)**



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

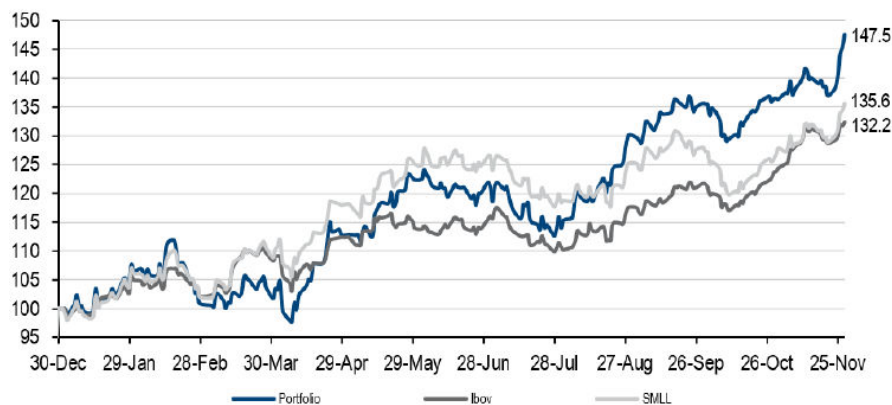


**Gráfico 2: Performance por ação em Novembro de 2025(\*)**


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

### Desempenho no ano

Desde 31 de dezembro de 2024, o portfólio acumula alta de 47,5%, frente aos 32,2% do Ibovespa e 35,6% do SMLL. No mesmo período, o CDI avançou 13%.

**Gráfico 3: Desempenho no acumulado do ano**


Fonte: Economática e BTG Pactual

### Rentabilidade Histórica (\*):

Desde julho de 2010, quando Carlos E. Sequeira assumiu a gestão do portfólio, a carteira de Small Caps acumula valorização de 5.822,4%, comparada a 161,1% do Ibovespa e 110,3% do SMLL.

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


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

**Tabela 3: Rentabilidade histórica (\*):**

	Jan	Fev	Mar	Abr	Maio	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Acumulado	Ibov	Acumulado do Ibov
<b>2010</b>							14,7%	9,0%	8,6%	18,6%	6,8%	1,3%	74,3%	74,3%	13,7%	13,7%
<b>2011</b>	-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%
<b>2012</b>	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%
<b>2013</b>	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%
<b>2014</b>	-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%
<b>2015</b>	-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%
<b>2016</b>	-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%
<b>2017</b>	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%
<b>2018</b>	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%
<b>2019</b>	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%
<b>2020</b>	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%
<b>2021</b>	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%
<b>2022</b>	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%
<b>2023</b>	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%
<b>2024</b>	-2,1%	5,9%	11,7%	-7,3%	1,3%	1,7%	3,8%	3,7%	-2,8%	-0,7%	-6,7%	-9,3%	-2,8%	3915,2%	-10,4%	97,4%
<b>2025</b>	6,5%	-5,6%	1,2%	10,8%	8,5%	-0,3%	-6,5%	14,2%	4,1%	0,6%	8,2%		47,5%	5822,4%	32,2%	161,1%

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



## Informações importantes

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

## Certificado do Analista

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

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

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

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

## Disclaimer Global

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

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

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

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

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

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

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

Os valores mobiliários aqui descritos podem não ser elegíveis para venda em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Opções, produtos derivativos e futuros não são adequados para todos os investidores, e a negociação desses instrumentos é considerada arriscada. Títulos garantidos por hipotecas e ativos podem envolver risco e podem ser altamente voláteis em resposta a flutuações nas taxas de juros e outras condições de mercado. O desempenho passado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. Se um instrumento financeiro for denominado em uma moeda diferente da moeda de um investidor, uma alteração nas taxas de câmbio pode afetar adversamente o valor ou preço ou a receita derivada de qualquer título ou instrumento relacionado mencionado neste relatório, e o leitor deste relatório assume qualquer risco cambial.

Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer investidor em particular. Os investidores devem obter aconselhamento financeiro independente com base em suas próprias circunstâncias particulares antes de tomar uma decisão de investimento com base nas informações aqui contidas. Para aconselhamento sobre investimentos, execução de negócios ou outras questões, os clientes devem entrar em contato com seu representante de vendas local. Nem o BTG Pactual nem qualquer de suas afiliadas, nem qualquer um de seus respectivos diretores, funcionários ou agentes aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda ou dano decorrente do uso de todo ou parte deste relatório.

Quaisquer preços declarados neste relatório são apenas para fins informativos e não representam avaliações de títulos individuais ou outros instrumentos. Não há representação de que qualquer transação possa ou não ter sido afetada a esses preços e quaisquer preços não refletem necessariamente os livros e registros internos do BTG Pactual ou avaliações baseadas em modelos teóricos e podem ser baseados em certas suposições. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído a qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o consentimento prévio por escrito do BTG Pactual e o BTG Pactual não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito. Informações adicionais relacionadas aos instrumentos financeiros discutidos neste relatório estão disponíveis mediante solicitação. O BTG Pactual e suas afiliadas mantêm acordos para administrar conflitos de interesse que possam surgir entre eles e seus respectivos clientes e entre seus diferentes clientes. O BTG Pactual e suas afiliadas estão envolvidos em uma gama completa de serviços financeiros e relacionados, incluindo serviços bancários, bancos de investimento e prestação de serviços de investimento. Dessa forma, qualquer membro do BTG Pactual ou de suas afiliadas pode ter interesse relevante ou conflito de interesses em quaisquer serviços prestados a clientes pelo BTG Pactual ou por tal afiliada. As áreas de negócios dentro do BTG Pactual e entre suas afiliadas operam independentemente umas das outras e restringem o acesso do(s) indivíduo(s) específico(s) responsável(is) por lidar com os assuntos do cliente a determinadas áreas de informações quando isso é necessário para administrar conflitos de interesse ou interesses materiais.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse:

[www.btgactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx](http://www.btgactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)