



Ações Internacionais

Carteira Recomendada

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Julho 2024

Marcel Zambello
São Paulo – Banco BTG Pactual

Bruno Lima
São Paulo – Banco BTG Pactual

Luis Mollo
São Paulo – Banco BTG Pactual

Arthur Mota
São Paulo – Banco BTG Pactual



Objetivo da Carteira

A carteira recomendada de ações internacionais oferece as melhores oportunidades de investimento no exterior e é composta por BDRs. O processo de seleção dos BDRs é realizado pelo time de analistas e estrategistas de Research do Banco BTG Pactual, com base em uma análise conjunta dos fundamentos das companhias e do cenário econômico global. O objetivo da carteira é superar o BDRX, nosso principal benchmark, o índice de referência da B3 para os BDRs.

Pontos Principais

Macro | Cenário favorável nos EUA

O cenário econômico global apresenta desafios distintos nas principais economias. Nos EUA, observa-se a consolidação do soft landing, combinando a desinflação e um crescimento mais moderado, com o Fed adotando uma postura cautelosa em relação aos cortes de juros. Na Europa, os riscos políticos, especialmente na França, aumentaram a incerteza econômica, embora o ECB tenha iniciado um ciclo de flexibilização monetária em resposta à desaceleração da inflação. Já a China enfrenta uma recuperação econômica aquém das expectativas, com resultados mistos nos indicadores de atividade e persistentes desafios no setor imobiliário.

Carteira para julho/24 | Entra Disney (+3%) e sai Rio Tinto (+3%)

Decidimos substituir a Rio Tinto (-3%) por Disney (+3%) em nossa carteira para aumentar a duration do nosso portfólio. Nosso otimismo com a Disney está baseado em três pilares, (i) crescimento das operações de streaming, (ii) reestruturação corporativa, (iii) desconto relevante do múltiplo Preço/Lucro em relação a Netflix, próxima das máximas históricas.

S&P 500: alta de 14,5% no ano, mas com catalisadores macro e microeconômicos suportando a performance no segundo semestre

O mercado apresenta um técnico desfavorável no momento. O indicador bull-bear spread dos investidores de varejo norte-americano reflete otimismo após a sólida performance do S&P em 2024. O posicionamento dos investidores institucionais mostra que a maioria dos gestores está exposta ao mercado de ações, em patamares acima da média histórica. Mesmo com esses movimentos técnicos de sobre posicionamento, nosso otimismo está baseado em: (i) dois cortes de juros pelo FED em 2024, (ii) a temática de inteligência artificial e, (iii) uma temporada de resultados do S&P 500 no 2T24 positiva, com crescimento de lucros de 4,5% t/t, de acordo com o consenso de mercado.

Tabela 1: Carteira Recomendada de ações internacionais | julho/24

Empresa	Valor de mercado	Setor	Código	Código	Peso
	(em bilhões de US\$)		(EUA)	(BDR)	(%)
Microsoft	3,322	Tecnologia	MSFT	MSFT34	14%
Apple	3,230	Tecnologia	AAPL	AAPL34	7%
Nvidia	3,039	Tecnologia	NVDA	NVDC34	8%
Alphabet	2,259	Comunicação	GOOG	GOGL34	10%
Amazon	2,011	Consumo discricionário	AMZN	AMZO34	8%
Meta Platforms	1,279	Comunicação	META	M1TA34	8%
TSMC	902	Tecnologia	TSM	TSMC34	4%
Eli Lilly	860	Saúde	LLY	LILY34	5%
Tesla	631	Consumo discricionário	TSLA	TSLA34	2%
Exxon Mobil	516	Energia	XOM	EXXO34	5%
Mastercard	410	Financeiro	MA	MSCD34	5%
Thermo Fischer	211	Saúde	TMO	TMOS34	3%
Disney	181	Comunicação	PFE	DISB34	3%
Pfizer	159	Saúde	GS	PFIZ34	4%
Goldman Sachs	151	Financeiro	PGR	GSGI34	5%
Progressive Corporation	122	Financeiro	RIO	P1GR34	3%
Emerson Eletric	63	Indústria	EMR	E1MR34	3%
Simon Property	49	Imobiliário	SPG	SIMN34	3%

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

EUA: expectativas de cortes de juros no segundo semestre

O mercado passou o último mês absorvendo dados mistos de atividade nos EUA. Alguns indicadores de sentimento ainda reforçam um ambiente de crescimento sólido no 2T24, enquanto certos indicadores de atividade real frustraram no curto prazo (como as vendas no varejo). Esse cenário tem limitado o apetite ao risco nos mercados, especialmente de ações, e aumentado a pressão sobre a curva de juros, reforçando o cenário de cortes no segundo semestre.

Não obstante, o mercado de trabalho permanece saudável, com o payroll registrando um aumento de 272 mil empregos em maio, em um ambiente ainda favorável para manter-se em patamar elevado, aliado a uma taxa de desemprego de 4,0%, nível historicamente baixo. Adicionalmente, o consumo avançou 0,26% m/m em maio, com contribuição do setor de bens (0,59% m/m) e serviços (0,10% m/m), demonstrando uma dinâmica ainda sólida no curto prazo, porém mais tímida do que o verificado no 1T24 e 4T23. Prevemos que a demanda doméstica continuará normalizando, com crescimentos mais graduais nos próximos meses, em linha com a exaustão da poupança excedente das famílias, especialmente as de menor renda. Conseqüentemente, revisamos nossa projeção do PIB do 2T24 para 2,09% t/t atualizado e, somado à revisão baixista do 1T24, ajustamos gradualmente nossa estimativa em 2024 para 2,48%.

A inflação, por sua vez, mostrou-se significativamente mais benigna em maio. O deflator do PCE, índice de inflação ao consumidor acompanhado pelo Fed, apresentou deflação de -0,01% m/m em maio, próximo às nossas estimativas (+0,02% m/m). O núcleo avançou 0,08%, também em linha com nossa projeção, ficando abaixo do ritmo médio dos últimos três meses (+0,28% m/m). Os resultados confirmam a melhora da tendência já sinalizada pelo CPI e

evidenciam uma suavização nas principais métricas acompanhadas pelo Fed e pelo mercado, especialmente nas taxas de serviços subjacentes. Antecipamos números baixos para junho e julho, projetando um PCE abaixo da meta na métrica de 3 meses anualizado.

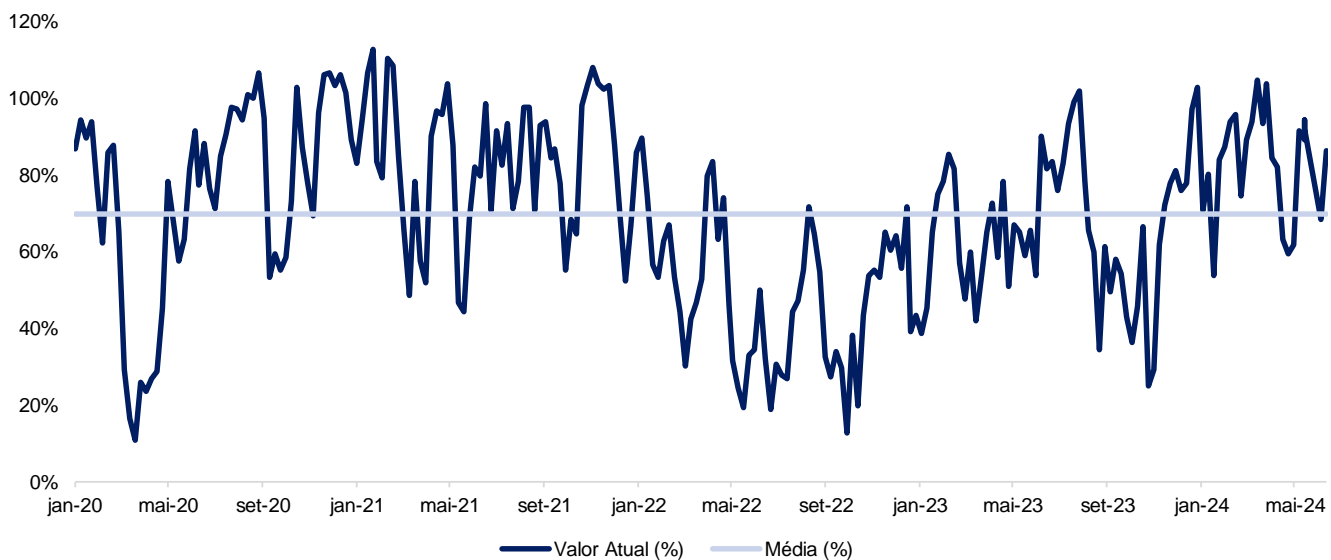
No âmbito da política monetária, entramos no semestre que será marcado pelo ciclo de corte de juros. O Fed reconheceu a retomada do progresso da inflação no curto prazo, mas optou por adotar uma postura cautelosa, não assumindo que essa seja uma tendência garantida. Na reunião de junho, o FOMC revelou que ainda vislumbra um crescimento sólido da economia americana, projetando 2,1% em 2024 e 2,0% em 2025 e 2026. Contudo, dado o incremento altista nas projeções do núcleo do PCE de 2024 (de 2,4% para 2,8%) e de 2025 (de 2,2% para 2,3%), o comitê elevou a projeção mediana da taxa de juros de 4,6% para 5,1%, sugerindo espaço para apenas um corte de juros este ano.

Powell destacou que os membros do FOMC podem alterar a projeção durante a reunião caso um dado importante seja divulgado, como ocorreu com o CPI apresentado recentemente, embora a maioria não tenha atualizado suas projeções – o que deixa em aberto se a visão apresentada é, de fato, a mais consistente após o CPI de maio mais baixo. Considerando o posicionamento do banco central, bem como a evolução dos dados recentes (emprego, inflação e crescimento) e nossas projeções, ainda vislumbramos espaço para um início de corte de juros em setembro, seguido de outro ajuste em dezembro, além de quatro cortes adicionais em 2025.

Fluxo financeiro: S&P tem uma alta de 14,5% no acumulado do ano, mas técnico está desfavorável no momento

O mercado está apresentando um técnico desfavorável, conforme evidenciado por diversos indicadores. De acordo com o AAI (*American Association of Individual Investors*), o indicador Bull-Bear spread está atualmente em 18,9%, mostrando otimismo entre os investidores de varejo para os próximos seis meses, refletindo a performance em 2024 do S&P 500. O Índice NAAIM (*National Association of Active Investment Managers*) indica que 86,3% dos investidores institucionais estão expostos ao mercado de ações, acima da média histórica de 69,7%, mostrando um mercado sobre posicionado do ponto de vista do investidor institucional em renda variável.

Mesmo com esses movimentos técnicos de sobre posicionamento, nosso otimismo está baseado em: (i) dois cortes de juros pelo FED em 2024, (ii) a temática de inteligência artificial e, (iii) uma temporada de resultados do S&P 500 no 2T24 positiva, com crescimento de lucros de 4,5% t/t, de acordo com o consenso de mercado.

Gráfico 1: Índice NAAIM (Exposição dos investidores institucionais ao mercado de ações | US)

Fonte: Índice NAAIM (National association of active investment managers) e BTG Pactual.

Carteira para julho/24 | Entra Disney (+3%) e sai Rio Tinto (-3%)

Decidimos substituir a Rio Tinto (-3%) por Disney (+3%) em nossa carteira para aumentar a duration do nosso portfólio. Nosso otimismo com a Disney está baseado em três pilares:

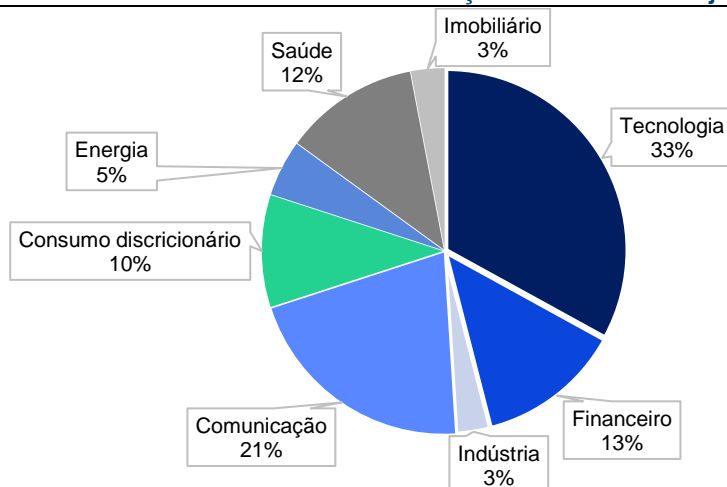
- **Crescimento das operações de streaming:** A expansão contínua das plataformas de streaming da Disney, como Disney+, representa um significativo catalisador, com aumento constante na base de assinantes, receitas recorrentes e ganhos de participação de mercado em relação as plataformas tradicionais de mídia.
- **Reestruturação corporativa:** A empresa está implementando uma reestruturação estratégica, focada na otimização de custos operacionais e maior eficiência operacional dos seus parques temáticos.
- **Desconto no múltiplo Preço/Lucro:** O valuation da Disney, em termos de múltiplo Preço/Lucro, apresenta um desconto de mais de 60% em relação à Netflix para 2024.

Em contraste, a Rio Tinto, apesar de se beneficiar de preços resilientes do minério de ferro, apresenta uma elevada exposição à economia chinesa, e nesse momento estamos privilegiando companhias em nosso portfólio com maior exposição geográfica aos EUA.

Tabela 2: Alterações da carteira (junho/24 e julho/24)

Empresa	Peso	Peso	Varição
	(Junho/24)	(Julho/24)	(%)
Microsoft	14%	14%	0.0%
Apple	7%	7%	0.0%
Nvidia	8%	8%	0.0%
Alphabet	10%	10%	0.0%
Amazon	8%	8%	0.0%
Meta Platforms	8%	8%	0.0%
TSMC	4%	4%	0.0%
Eli Lilly	5%	5%	0.0%
Tesla	2%	2%	0.0%
Exxon Mobil	5%	5%	0.0%
Mastercard	5%	5%	0.0%
Thermo Fischer	3%	3%	0.0%
Disney	0%	3%	3.0%
Pfizer	4%	4%	0.0%
Goldman Sachs	5%	5%	0.0%
Progressive Corporation	3%	3%	0.0%
Rio Tinto	3%	0%	-3.0%
Emerson Eletric	3%	3%	0.0%
Simon Property	3%	3%	0.0%

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg

Gráfico 2: Composição setorial da carteira recomendada de ações internacionais - julho/24


Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

Alocação setorial | Setor de Comunicação é a nossa principal escolha

Empresas: Meta, Alphabet e Disney.

Racional: Marcas consolidadas, monopólio nos mercados de atuação e exposição ao segmento de anúncios online.

Alocação: 8,3% acima do BDRX (21% no total da carteira)

Não temos exposição aos setores de serviços básicos, materiais básicos e consumo não-discricionário em nossa carteira recomendada de ações internacionais.

Tabela 3: Alocação setorial da carteira x BDRX (julho/24)

Setor	Carteira	BDRX	Over/Under	Empresas
Tecnologia	33.0%	41.2%	-8.2 p.p	Microsoft, Apple, Nvidia, TSMC
Comunicação	21.0%	12.7%	8.3 p.p	Meta, Alphabet, Disney
Financeiro	13.0%	7.8%	5.2 p.p	Mastercard, Progressive corporation, Goldman Sachs
Saúde	12.0%	9.9%	2.1 p.p	Eli Lilly, Thermo Fischer, Pfizer
Consumo discricionário	10.0%	14.1%	-4.1 p.p	Tesla, Amazon
Energia	5.0%	3.6%	1.4 p.p	Exxon Mobil
Indústria	3.0%	1.9%	1.1 p.p	Emerson Eletric
Imobiliário	3.0%	1.2%	1.8 p.p	Simon Property
Materiais Básicos	0.0%	0.6%	-0.6 p.p	-
Consumo não discricionário	0.0%	6.5%	-6.5 p.p	-
Serviços Básicos	0.0%	0.5%	-0.5 p.p	-

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

Escolhas do mês

Microsoft

A Microsoft atua na comercialização de softwares, que incluem o sistema operacional Windows, Office e os serviços de nuvem do Azure. A tese de investimento da Microsoft está baseada em: (i) integração dos aplicativos de inteligência artificial em seus produtos, como o Microsoft office e o sistema de busca Bing (ii) lançamento de aplicativos e soluções de realidade virtual; (iii) ciclo de crescimento focado em computação na nuvem via Azure.

Apple

A Apple atua na comercialização de smartphones, computadores pessoais, tablets, *wearables*, acessórios de tecnologia e suas plataformas de serviços. Os principais pilares na tese de investimento da companhia são: (i) alto retorno aos acionistas (ROE estimado de 152% para 2024, de acordo com o consenso de mercado); (ii) comercialização do headset Vision Pro, marcando a entrada da companhia no setor de computação espacial.

Nvidia

Estamos otimistas com os desenvolvimentos recentes no campo da inteligência artificial e large language model, com a Nvidia sendo uma das maiores beneficiárias no fornecimento de data centers, com uma participação de mercado dominante. Além disso, vemos um ponto de entrada interessante para as ações da NVIDIA baseado em um forte momento de resultados.

Alphabet

A Alphabet opera como uma holding em pesquisas na web, anúncios online, aplicativos de software, sistemas operacionais móveis e produtos de hardware. A tese de investimento da companhia está baseada em: (i) liderança no segmento de busca online via o Google Search com 90% de participação de mercado; (ii) investimentos em ferramentas de Inteligência Artificial e machine learning em seus principais produtos e serviços, (iii) crescimento do segmento

de computação na nuvem via o Google Cloud Platform, (iv) crescimento das operações do youtube, ganhando participação de mercado no rrstreaming.

Amazon

A Amazon é um varejista que atua no comércio eletrônico, serviços na nuvem (AWS- Amazon Web Services), produtos de inteligência artificial e streaming (Amazon Prime). A tese de investimento está baseada em: (i) o crescimento do mercado de inteligência artificial generativa deve suportar as vendas da sua unidade de negócios AWS, via locação da sua unidade de hardware (GPU – General Processing Units) (ii) novas avenidas de crescimento com o lançamento do Amazon CodeWhisper e Amazon Bedrock em inteligência artificial, (iii) crescimento das operações de streaming via Amazon Prime.

Meta Platforms

A Meta Platforms atua nos setores de tecnologia e comunicação em redes sociais, com destaque para o mercado de anúncios online. Os principais pilares na tese de investimento são: (i) sólida geração de caixa no segmento legado da companhia em anúncios online; (ii) crescimento das operações da divisão de Reality Labs, com foco no metaverso, realidade virtual e realidade aumentada, (iii) novo ciclo de investimento baseado em inteligência artificial.

TSMC

A Taiwan Semiconductor Manufacturing Company fabrica e comercializa circuitos integrados e semicondutores. Os produtos da TSMC são utilizados nos setores de computadores, comunicações, eletrônicos, automotivos e equipamentos industriais. Vemos a tese como uma das principais beneficiárias da temática de inteligência artificial, com um momento de resultados positivo e destacamos o lançamento do chip A16 nos próximos anos.

Eli Lilly

A Eli Lilly atua na comercialização de produtos farmacêuticos. A tese de investimento da empresa está baseada em: (i) atuação em um setor com altas barreiras de entrada e sólida geração de caixa; (ii) comercialização do Tirzepatilde, medicamento destinado ao combate a diabete e obesidade, com um mercado endereçável de US\$ 100 bilhões por ano.

Tesla

A Tesla atua na produção e comercialização de veículos elétricos, produtos de armazenamento de energia, painéis e telhas solares. Os principais pilares na tese de investimento da companhia são: (i) produção de veículos elétricos de baixo custo (ii) crescimento do segmento de armazenagem de energia, (iii) opcionalidades não precificadas pelo mercado, como a divisão de táxis robôs e robótica em inteligência artificial.

Exxon Mobil

A Exxon Mobil atua nos segmentos de Petróleo & Gás e produtos petroquímicos. Sua tese de investimento está baseada em: (i) valuation atraente, negociando a 12x P/L para 2024; (ii) desequilíbrio da relação oferta & demanda no setor de Petróleo & Gás deve manter o petróleo em patamares elevados, (iii) movimento de consolidação no setor.

Mastercard

Vemos a Mastercard como uma tese de investimento de alta qualidade. A empresa possui um balanço sólido, com um alto índice de rentabilidade sobre o patrimônio líquido (ROE de 171% em 2024, de acordo com o consenso) e com um modelo de negócios defensivo mesmo diante de pressões inflacionárias. Destacamos também as sólidas perspectivas de crescimento, com um CAGR do lucro por ação de 14% (2023-2026E) impulsionado pelos gastos resilientes dos consumidores e robusto crescimento dos volumes internacionais transacionados.

Thermo Fischer

A Thermo Fisher atua na fabricação de instrumentos científicos, produtos consumíveis e químicos. A empresa oferece instrumentos analíticos, equipamentos de laboratório, software, serviços, produtos consumíveis, reagentes e produtos químicos. Vemos a Thermo Fischer como uma das teses beneficiárias da temática de inteligência artificial e com um ponto de entrada interessante, com um desconto do múltiplo Preço/Lucro em 2024 atualmente em 29% para o seu principal par comparável (vs. 7% de média histórica).

Pfizer

A Pfizer é uma das maiores empresas farmacêuticas do mundo, atuando em pesquisa, produção de medicamentos para saúde cardiovascular, metabolismo, oncologia, inflamação e imunologia, entre outras áreas. Estamos otimistas com a tese de investimento da companhia com base no seu programa de redução de custos de US\$ 4 bilhões em 2024 e um sólido momento de resultados, com uma surpresa do lucro por ação de 60,1% em relação as estimativas do consenso de mercado no 1T24. Por fim, o valuation é atraente, negociando a 1,8x Preço/Valor Patrimonial (dois desvios padrões abaixo da média histórica, desde jan/2017).

Goldman Sachs

O Goldman Sachs é uma holding, atuando principalmente como banco de investimentos e na gestão de ativos. Nosso otimismo com a tese de investimentos está baseado em: (i) visão otimista com o mercado de capitais norte-americano, com base no nível de atividade econômica resiliente e perspectivas de cortes de juros pelo Fed no segundo semestre. Do ponto de vista técnico, destacamos o volume significativo de emissões de títulos do governo americano nos próximos trimestres, beneficiando o setor financeiro com o *steepening* da curva de juros via aumento dos *yields* em títulos de renda fixa.

Progressive Corporation

A Progressive Corporation é uma companhia de seguros, com destaque para o segmento automotivos (80% do seu modelo de negócios). Nosso otimismo com a tese está baseado em: (i) sólido momento de resultados com a recuperação da rentabilidade via aumento de preços das apólices de seguros e da queda dos preços dos carros usados, (ii) resiliência dos preços dos seguros automotivos, (iii) ganho de participação de mercado nos via a distribuição direta dos seus produtos, implicando em ganhos de margem consolidada para a empresa.

Disney

A Walt Disney Company opera como uma empresa de entretenimento e mídia. Os segmentos de negócios da companhia incluem serviços de mídia, parques e resorts, estúdio de entretenimento, produtos de consumo e mídia interativa. Nosso otimismo com a tese de investimento está baseado em: (i) crescimento das operações de streaming, (ii) reestruturação corporativa com redução dos custos, (iii) desconto de múltiplo Preço/Lucro em 2024 em mais de 60% para o Netflix.

Emerson Eletric

A Emerson Electric projeta e fabrica equipamentos eletrônicos e elétricos, softwares, sistemas e serviços. A empresa oferece seus produtos para clientes industriais, comerciais e de consumo em todo o mundo por meio de suas divisões de equipamentos inteligentes e software & controle. A companhia tem um modelo de negócios sólidos, com pagamento de dividendos aos acionistas por mais de 60 anos consecutivos e está apresentando um sólido momento de resultados, reforçando pelo novo guidance anunciado pós 1T24, estimando um crescimento nas vendas de 14,5% a 17,0%, acima da faixa anterior de 13% a 15,5% para 2024.

Simon Property Group

A Simon Property Group é um REIT (Real Estate Investment Trust) que atua na administração de propriedades comerciais por todo o mundo. Com 289 propriedades, a companhia opera nos segmentos de hotelaria, escritórios e, principalmente, inúmeras modalidades de varejo (shoppings, outlets, espaços de conveniência...) onde atua com mais de 3 mil marcas. O destaque da companhia neste momento é a concentração de seu portfólio em propriedades e marcas de luxo (60% de seu portfólio) como Chanel, Louis Vuitton, Prada e Hermès por exemplo, garantindo uma exposição a um segmento de consumo resiliente.

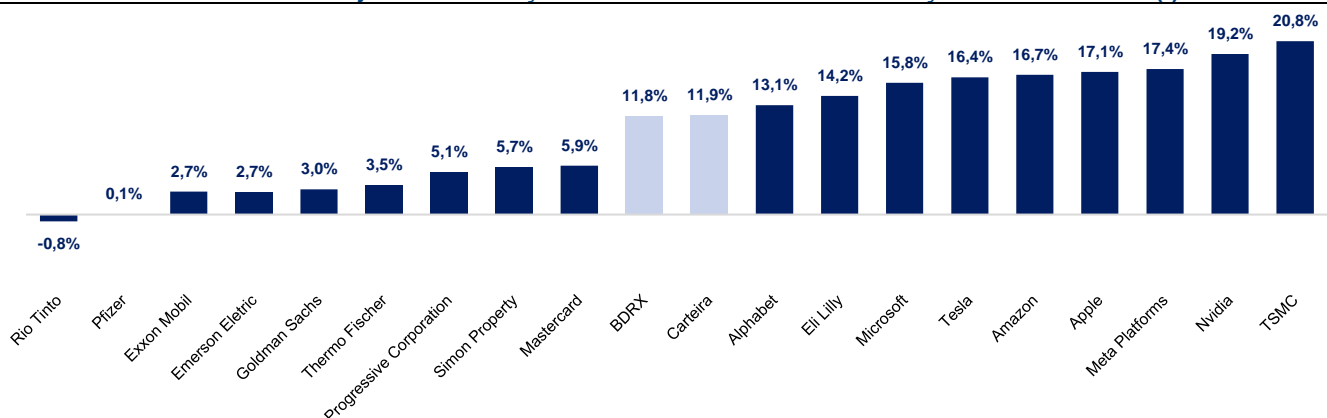
Tabela 4: Carteira Recomendada de Ações Internacionais | julho/24*

Empresa	Valor de Mercado (em bilhões de US\$)	P/L		LPA	ROE (%)	
		2024E	2025E	CAGR 23E-26E	2024E	2025E
Microsoft	3,322	37.9x	33.6x	17.8%	35.8%	33.1%
Apple	3,230	31.9x	28.8x	5.7%	152.5%	149.7%
Nvidia	3,039	45.4x	34.6x	122.6%	83.1%	90.7%
Alphabet	2,259	23.8x	20.9x	16.0%	29.9%	28.5%
Amazon	2,011	36.6x	29.9x	30.7%	19.4%	19.9%
Meta Platforms	1,279	24.1x	21.1x	23.9%	30.6%	29.1%
TSMC	902	28.6x	22.7x	23.2%	26.7%	28.0%
Eli Lilly	860	66.0x	47.3x	61.0%	78.1%	72.7%
Tesla	631	81.2x	60.6x	13.6%	12.0%	13.5%
Exxon Mobil	516	12.2x	11.4x	4.4%	17.2%	16.0%
Mastercard	410	30.9x	26.7x	14.4%	171.0%	150.9%
Thermo Fischer	211	25.5x	22.7x	6.7%	15.5%	16.3%
Disney	181	20.8x	18.3x	21.3%	7.3%	9.0%
Pfizer	159	11.9x	10.2x	23.4%	15.1%	16.2%
Goldman Sachs	151	12.2x	11.2x	21.3%	11.4%	11.8%
Progressive Corporation	122	18.6x	17.0x	32.6%	28.6%	26.4%
Emerson Eletric	63	20.2x	18.5x	12.3%	11.6%	14.7%
Simon Property	49	21.6x	23.5x	-2.9%	86.6%	99.4%
Mediana		24.8x	22.7x	19.5%	27.7%	27.2%

Fonte: BTG Pactual e *estimativas do consenso da Bloomberg.

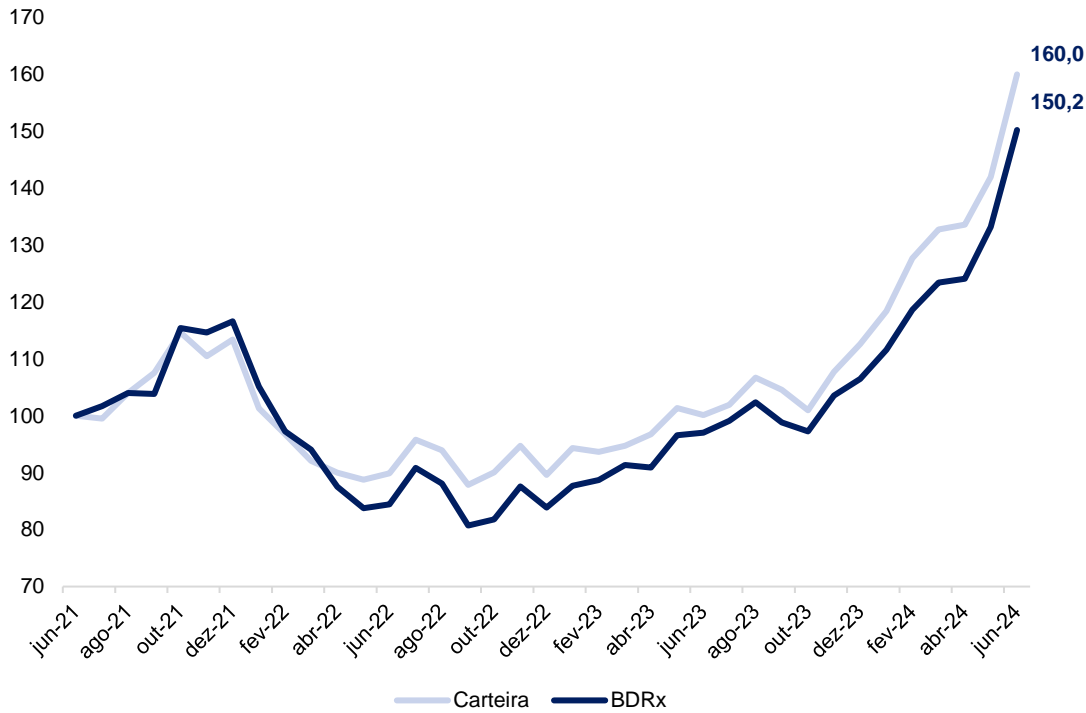
Desempenho

Em junho, a carteira recomendada de ações internacionais teve uma alta de +12,7%, (vs. BDRX com +12,8%). Desde o início (14/07/2021), a carteira recomendada apresentou um retorno de 9.8 p.p acima do BDRX.

Gráfico 3: Rentabilidade no mês de junho/24 das ações da carteira recomendada de ações internacionais (*)


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

Gráfico 4: Rentabilidade acumulada da Carteira Recomendada de ações internacionais x BDRX | Base 100 (Desde o dia 14/07/2021) (*)



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

Tabela 5: Rentabilidade acumulada da Carteira Recomendada de ações internacionais x BDRX | Base 100 (Desde o dia 14/07/2021) (*)

Ano	Janeiro	Fevereiro	Março	Abril	Maio	Junho	Julho	Agosto	Setembro	Outubro	Novembro	Dezembro	Ano	BDRx	Acumulado	BDRx Acumulado
2021							-0.5%	4.5%	3.4%	6.6%	-3.6%	2.7%	13.4%	16.6%	13.4%	16.6%
2022	-10.7%	-4.5%	-4.9%	-2.2%	-1.4%	1.3%	6.6%	-1.9%	-6.5%	2.5%	5.2%	-5.4%	-21.0%	-28.1%	-10.4%	-16.1%
2023	5.3%	-0.7%	1.1%	2.1%	4.8%	-1.2%	1.8%	4.7%	-2.0%	-3.5%	6.7%	4.5%	25.7%	26.9%	12.6%	6.5%
2024	5.1%	7.8%	4.0%	0.6%	6.2%	12.7%							42.0%	41.1%	60.0%	50.2%

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg, (*) 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 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