



Carteira de ações internacionais

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Abril 2025

Marcel Zambello
São Paulo – Banco BTG Pactual

Bruno Henriques
São Paulo – Banco BTG Pactual

Luis Mollo
São Paulo – Banco BTG Pactual

Arthur Mota
Miami – Banco BTG Pactual



Objetivo da Carteira

A carteira de ações internacionais oferece oportunidades de investimento no exterior e é composta por BDRs. O processo de seleção dos BDRs é realizado pelo time de analistas e estrategistas 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 | EUA: Avaliando o impacto das tarifas

A pauta tarifária permanece como principal catalisador para os mercados no curto prazo. Trump já impôs tarifas a diversos países e setores, e pode ampliá-las em abril, elevando a tarifa média norte-americana para mais de 10%. Projetamos como cada vez mais provável um cenário de core PCE em 2,9% no final de 2025, mas a probabilidade de uma leitura em 3,3% tem ganhado força, considerando o que já foi anunciado e o risco de novas medidas, o que tende a manter a inflação pressionada por mais tempo e influenciar o ciclo monetário em 2026. Diante desse contexto, o Fed manteve os juros entre 4,25%-4,50% em sua última reunião e adotou um tom mais cauteloso, incorporando o impacto inflacionário das tarifas em suas projeções econômicas. Powell indicou pouco espaço para cortes no curto prazo, ressaltando que tarifas elevadas podem prolongar o processo de desinflação.

Carteira para Abril/25 | Estratégia Mais Cautelosa e Defensiva

Realizamos ajustes relevantes na carteira de ações internacionais, com foco em maior qualidade diante de um cenário macroeconômico mais desafiador. No setor financeiro, J.P. Morgan substituiu o Goldman Sachs por apresentar maior previsibilidade nos resultados. Aumentamos em 2% a posição em Mastercard, que oferece proteção contra a inflação, após a divulgação de um PCE acima das expectativas do mercado. Removemos a TSMC, devido ao aumento das tensões comerciais entre EUA e China após uma nova rodada de tarifas pelos governos norte-americanos, e a Tesla, justificada pelo aumento da concorrência dos veículos elétricos chineses. A Oracle também foi retirada, como parte da estratégia de redução da exposição ao setor de tecnologia.

Por outro lado, aumentamos a posição em Meta em 2%, apoiada pela maior eficiência na monetização das soluções de inteligência artificial da companhia. Aumentamos nossa exposição à chinesa PDD (+1%), com a melhora na percepção sobre o setor de tecnologia no país e do fortalecimento de sua posição competitiva em inteligência artificial em relação aos EUA, especialmente após o evento Deepseek. Por fim, adicionamos a American Water Works (4%), a principal empresa de saneamento dos EUA, por seu modelo de negócios regulado e previsível para reforçar a defensividade da nossa carteira.

Tabela 1: Carteira de ações internacionais | Abril/25

Empresa	Valor de mercado	Setor	Código	Código	Peso
	(em bilhões de US\$)		(EUA)	(BDR)	
Apple	3,337	Tecnologia	AAPL	AAPL34	10%
Microsoft	2,791	Tecnologia	MSFT	MSFT34	12%
Nvidia	2,644	Tecnologia	NVDA	NVDC34	11%
Amazon	2,016	Consumo Discricionário	AMZN	AMZO34	9%
Alphabet	1,894	Comunicação	GOOGL	GOGL34	7%
Meta Platforms	1,460	Comunicação	META	M1TA34	8%
J.P Morgan	686	Financeiro	JPM	JPMC34	4%
Exxon Mobil	516	Energia	XOM	EXXO34	5%
Mastercard	500	Financeiro	MA	MSCD34	5%
ASML	261	Tecnologia	ASML	ASML34	3%
Progressive Corporation	166	Financeiro	PDD	P1GR34	5%
PDD	164	Consumo Discricionário	PGR	P1DD34	3%
Uber	152	Indústria	BKNG	U1BE34	3%
Booking	151	Consumo Discricionário	UBER	BKNG34	3%
GE Vernova	83	Indústria	GEV	G2EV34	4%
Freeport	54	Materiais básicos	FCX	FCXO34	4%
American Water Works	29	Serviços Básicos	AWK	A1WK34	4%

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

Macro | EUA: Avaliando o impacto das tarifas

A pauta tarifária segue como o principal catalisador no curto prazo, tanto para a economia e os tomadores de decisão quanto para os mercados. Trump iniciou as tarifas contra México, Canadá e China, além de setores como alumínio, aço e o setor automotivo. Mas, em abril, sua pauta deve ser estendida para outros setores e, em especial, para a aplicação de tarifas recíprocas aos parceiros comerciais, o que pode levar a uma tarifa média nos EUA acima de 10%. A implementação dessa agenda — por mais dura ou branda que seja em relação às expectativas — deve reduzir o nível de incerteza à frente, abrindo espaço para os agentes econômicos e de mercado se ajustarem ao novo ambiente.

Na perspectiva de crescimento, o consumo cresceu menos do que o esperado nos dois primeiros meses do ano, em parte devido a condições climáticas atípicas que impactaram a mobilidade, mas também por conta da cautela no consumo de alguns bens discricionários diante da incerteza de curto prazo. Revisamos nossa projeção de crescimento para 2,1% em 2025, devido à revisão para baixo no 1T25, ao choque de aproximadamente 10 bps decorrente da forte redução na imigração, e ao atual nível de incerteza, que, se mantido, pode levar a um crescimento mais fraco — ainda que próximo do potencial.

Cabe notar que os fundamentos para esse crescimento permanecem os mesmos, com um ciclo relevante de capex vindo do setor corporativo, enquanto as famílias ainda apresentam um balanço financeiro saudável e estão inseridas em um mercado de trabalho sólido.

Já para a inflação, o cenário permanece em aberto. A divulgação do PCE de fevereiro reforçou que o quadro inflacionário segue incerto, mesmo antes dos primeiros impactos efetivos da política tarifária. A deterioração ficou concentrada no segmento de serviços, que carrega maior inércia. O deflator do PCE — medida de inflação acompanhada pelo Fed — registrou alta de +0,33% m/m em fevereiro, acima da nossa estimativa de +0,27% m/m. O núcleo também veio acima do esperado, com alta de +0,37% m/m, frente à nossa projeção de +0,33% m/m e à média dos últimos seis meses (+0,22% m/m). A partir dos próximos meses, devemos observar a incorporação dos impactos tarifários em alguns itens do mercado de bens. Nesse sentido, estimamos como mais provável um cenário de core PCE em 2,9% no final deste ano, mas vemos como crescente a chance de uma taxa de 3,3%, em função do que já foi anunciado e das ameaças tarifárias, com implicações para um 2026 com taxas mais altas e desafios para o ciclo monetário do Fed.

No campo da política monetária, o FOMC optou por manter a fed funds rate inalterada no intervalo de 4,25%-4,50% na segunda reunião do ano, ainda

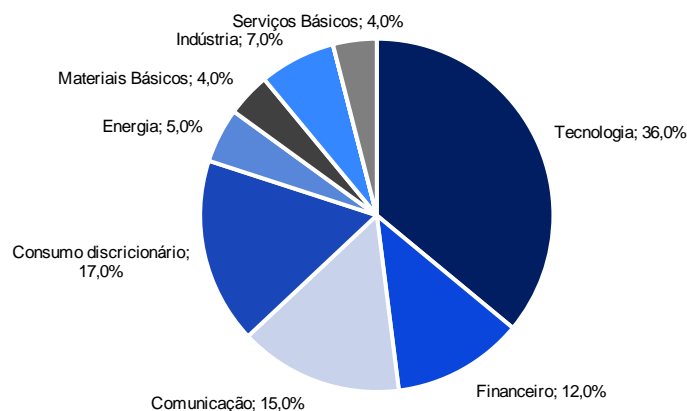
navegando um momento de monitoramento dos dados econômicos. O tom geral mudou do pragmatismo para algo mais cauteloso, reforçando que o comitê já incorporou os choques tarifários às projeções de inflação deste ano, com elevação das estimativas do core PCE de 2,5% para 2,8% em 2025, bem como os impactos da incerteza sobre o crescimento — que deve seguir mais próximo do potencial — ainda configurando um cenário de soft landing, com baixo impacto sobre a taxa de desemprego, convergência da inflação para a meta até 2027, e espaço para cortes de juros neste e nos próximos dois anos.

Em nossa visão, a comunicação de Powell indica baixa inclinação para cortes no curto prazo, dado o nível de incerteza e o balanço de riscos. Assim, mantemos nosso cenário base de apenas um corte de juros este ano, no 4T25, com a taxa encerrando 2025 no intervalo de 4,00%-4,25%.

Carteira para Abril/25 | Estratégia Mais Cautelosa e Defensiva

Março trouxe uma correção de 5,7% no S&P 500, devido à divulgação de indicadores macroeconômicos mais fracos e uma inflação que segue resiliente. Nesse contexto, o S&P 500 acumula uma queda de 4,6% no ano e negocia a 21x Preço/Lucros para 2025 — um desconto de 5% em relação à média histórica dos últimos cinco anos. Embora nossa visão seja construtiva em relação a exposição à renda variável nos EUA no médio prazo, estamos adotando uma postura mais cautelosa em nossa carteira de ações internacionais em abril, aumentando o posicionamento em teses mais defensivas, com modelos de negócios resilientes e sólido momento operacional.

Gráfico 1: Alocação setorial da carteira x BDRx (Abril/25)



Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

No setor financeiro, J.P. Morgan substitui Goldman Sachs na carteira, por apresentar maior qualidade e menor exposição ao segmento de banco de investimentos, em um cenário de um mercado de capitais norte-americano menos aquecido. Também estamos aumentando em 2% a posição em Mastercard, por oferecer proteção contra a inflação nos volumes transacionados.

Estamos retirando a TSMC da carteira, com o acirramento das tensões comerciais e geopolíticas entre EUA e China. A Tesla também está sendo removida, diante do avanço da concorrência dos veículos elétricos da BYD. Por fim, decidimos remover a Oracle após desempenho abaixo do esperado, como parte de uma estratégia para reduzir a exposição da carteira em teses de tecnologia e redução da duration da nossa carteira.

Como ajuste estratégico, estamos aumentando a posição em Meta (+2%), sustentada por um forte momento de resultados e pela monetização mais eficaz dos serviços de inteligência artificial entre as big techs. Também aumentamos a exposição em PDD (+1%), devido a melhora na narrativa em relação à China, o que reforça uma visão mais construtiva sobre a capacidade do setor de tecnologia local de competir com os EUA em inteligência artificial.

Por fim, estamos adicionando a American Water Works (+4%) ao portfólio por seu modelo de negócios previsível, com a maior parte da receita proveniente de operações reguladas e por estar inserida em um novo ciclo de investimentos em infraestrutura hídrica nos EUA — o primeiro desde a década de 1970 — impulsionado pelo pacote federal IIJA (Infrastructure Investment and Jobs Act).

Tabela 2: Alterações da carteira (Março/25 e Abril/25)

Empresa	Peso	Peso	Varição
	(Março/25)	(Abril/25)	(%)
Meta Platforms	6%	8%	2.0%
TSMC	4%	0%	-4.0%
Tesla	3%	0%	-3.0%
Goldman Sachs	3%	0%	-3.0%
Mastercard	3%	5%	2.0%
Oracle	3%	0%	-3.0%
PDD	4%	5%	1.0%
American Water Works	0%	4%	4.0%
J.P Morgan	0%	4%	4.0%

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

Escolhas do mês

Apple (10%): AAPL | AAPL34

A Apple atua na comercialização de smartphones, computadores pessoais, tablets, wearables, acessórios tecnológicos e serviços digitais. Os principais pilares da tese de investimento são: (i) elevado retorno ao acionista, com ROE estimado em 174% para 2025, segundo o consenso de mercado; (ii) comercialização do headset Vision Pro, que marca sua entrada no segmento de computação espacial; e (iii) início de um novo ciclo de inovação no iPhone com a incorporação de recursos de inteligência artificial (Apple Intelligence).

Microsoft (12%): MSFT | MSFT34

A Microsoft atua na comercialização de softwares, incluindo o sistema operacional Windows, o pacote Office e os serviços de nuvem do Azure. A tese de investimento se apoia em: (i) integração de aplicações de inteligência artificial em seus principais produtos, como o Microsoft Office e o mecanismo de busca Bing; (ii) desenvolvimento de soluções em realidade virtual; e (iii) ciclo de crescimento impulsionado pela expansão da computação em nuvem por meio da plataforma Azure.

Nvidia (11%): NVDA | NVDC34

Estamos otimistas com os avanços recentes no campo da inteligência artificial e dos large language models, com a NVIDIA se consolidando como uma das principais beneficiárias, dada sua posição dominante no fornecimento de data centers. Adicionalmente, vemos um ponto de entrada atrativo para as ações da companhia, que negociam a um múltiplo Preço/Lucros de 24x, aproximadamente 15% abaixo da média dos últimos cinco anos.

Alphabet (7%): GOOGL | GOGL34

A Alphabet atua como uma holding com operações em busca na web, publicidade online, aplicativos de software, sistemas operacionais móveis e produtos de hardware. A tese de investimento na companhia está baseada em:

(i) liderança consolidada no mercado de buscas online, com o Google Search detendo cerca de 90% de participação de mercado; (ii) investimentos contínuos em inteligência artificial e machine learning aplicados aos principais produtos e serviços; (iii) expansão do segmento de computação em nuvem por meio do Google Cloud Platform; e (iv) crescimento das operações do YouTube, com ganho de participação no mercado de streaming via publicidade e assinaturas.

Amazon (9%): AMZN | AMZN34

A Amazon é um varejista com atuação em comércio eletrônico, serviços de computação em nuvem (AWS - Amazon Web Services), soluções de inteligência artificial e streaming por meio do Amazon Prime. A tese de investimento na companhia se apoia em: (i) crescimento consistente dos serviços de nuvem via AWS; (ii) novas oportunidades de expansão em inteligência artificial; e (iii) avanço das operações de streaming com o fortalecimento do Amazon Prime.

ASML (5%): ASML | ASML34

A ASML é a principal fornecedora global de equipamentos de litografia para a fabricação de semicondutores. Seus sistemas abrangem todas as etapas do processo produtivo, desde pesquisa e desenvolvimento até a produção em escala, com foco em tecnologias de escala nanométrica. A tese de investimento na companhia é sustentada por: (i) posição dominante em um setor altamente especializado, com 66% de participação de mercado; (ii) liderança na tecnologia de litografia ultravioleta extrema (EUV), essencial para a produção de chips em escala nanométrica e para o avanço da inteligência artificial; e (iii) fundamentos financeiros robustos, com ROE projetado de 48% em 2025 e crescimento médio estimado do LPA de 16% entre 2024 e 2026, segundo o consenso de mercado.

Meta Platforms (8%): META | M1TA34

A Meta Platforms atua nos setores de tecnologia e comunicação digital, com destaque para sua liderança no mercado de anúncios online. A tese de investimento na companhia se apoia em: (i) forte geração de caixa no segmento legado de publicidade digital, principalmente via Facebook; (ii) expansão das operações da divisão Reality Labs, com foco em metaverso, realidade virtual e aumentada; e (iii) novo ciclo de investimentos focado na monetização de soluções de inteligência artificial em suas plataformas.

Exxon Mobil (5%): XOM | EXXO34

A Exxon Mobil atua nos segmentos de petróleo, gás e produtos petroquímicos. A tese de investimento na companhia está baseada em: (i) valuation atrativo, com ações negociadas a 16x P/L projetado para 2025; e (ii) consolidação do setor e Petróleo & Gás, com a Exxon desempenhando papel relevante nesse movimento.

Uber (3%): UBER | U1BE34

O Uber é uma plataforma tecnológica que utiliza big data e tecnologia proprietária para conectar usuários a prestadores de serviços. A companhia atua em três segmentos principais: Mobilidade, Entregas e Frete. Nossa visão otimista se baseia em: (i) yield de fluxo de caixa sólido de 4,5%, um desvio padrão acima da média dos últimos dois anos; (ii) uso de inteligência artificial e machine learning em sua tecnologia proprietária, permitindo maior escalabilidade nas soluções logísticas; e (iii) efeitos de rede do ecossistema da Uber, que ampliam sua alavancagem operacional, com ROE estimado em 24% para 2025, segundo o consenso de mercado.

J.P Morgan (4%): JPM | JPMC34

Com aproximadamente US\$ 4,2 trilhões em ativos, o JPMorgan Chase é o banco premium dos Estados Unidos. Nossa visão otimista em relação à

companhia se baseia em: (i) expansão global, especialmente em meios de pagamento voltado a clientes de alta renda; (ii) maior integração entre as áreas de banco comercial e banco de investimentos, com ênfase nos segmentos de middle market e banco de investimento regional; (iii) investimentos recentes em tecnologia, com uso de automação, machine learning e inteligência artificial para otimização de processos; e (iv) potencial desregulamentação do setor financeiro na atual administração Donald Trump, beneficiando as operações da companhia.

Progressive Corporation (3%): PGR | P1GR34

A Progressive Corporation é uma companhia de seguros, com atuação de destaque no segmento automotivo, que representa aproximadamente 90% de sua receita. Nosso otimismo com a tese se baseia em: (i) sólido momento de resultados, impulsionado pela recuperação da rentabilidade por meio do reajuste dos preços das apólices; (ii) resiliência nos preços dos seguros automotivos; e (iii) ganhos de participação de mercado por meio da estratégia de distribuição direta de seus produtos.

Mastercard (5%): MA | MSCD34

A Mastercard é uma das maiores empresas de tecnologia de pagamentos do mundo. Em nossa visão, a companhia é uma tese de investimento de alta qualidade, sustentada por um balanço robusto e um retorno sobre o patrimônio líquido robusto, estimado em 227% para 2025, segundo o consenso de mercado. A empresa se destaca por seu modelo de negócios defensivo, com forte capacidade de repasse de preços. As perspectivas de crescimento são positivas, com CAGR do lucro por ação de 11% entre 2024 e 2026, suportado pela resiliência dos gastos dos consumidores e pelo crescimento expressivo dos volumes de transações internacionais. Por fim, ressaltamos que a Mastercard está bem-posicionada para enfrentar eventuais pressões inflacionárias, diante da possibilidade de aumento nas tarifas e de políticas migratórias mais restritivas no governo de Donald Trump.

Booking (3%): BKNG | BKNG34

A Booking Holdings opera uma plataforma proprietária que permite reservas de viagens, hospedagens, aluguel de carros, passagens aéreas e pacotes de férias. Nosso otimismo se baseia em: (i) exposição à temática de inteligência artificial, com uso de big data e machine learning, aumentando as taxas de conversão, eficiência operacional e rentabilidade; (ii) histórico consistente de alocação de capital, com destaque para programas relevantes de recompra de ações e forte geração de caixa; e (iii) ampla diversificação geográfica, com aproximadamente 90% da receita líquida originada fora dos Estados Unidos.

GE Vernova (4%): GEV | G2EV34

A companhia atua no setor de energia, fornecendo produtos e serviços para geração, transmissão, conversão e armazenamento de eletricidade, por meio de três segmentos: energia, eólico e eletrificação. A tese de investimento se apoia em: (i) posição de liderança no mercado de gás natural, com 35% de participação; (ii) aumento da demanda por energia impulsionado pelo avanço da inteligência artificial; e (iii) forte expansão da carteira de pedidos, que atingiu patamares recordes, refletindo a robustez do backlog e a sólida perspectiva de crescimento.

Freeport (4%): FCX | FCXO34

A Freeport é uma mineradora com operações na América do Norte, América do Sul e Indonésia, focada na extração de cobre, ouro, molibdênio, prata e outros metais. Nosso otimismo com a tese de investimento se baseia em dois fatores principais: (i) perspectiva favorável para o mercado de cobre em 2025, com a commodity acumulando alta de 11,8% no ano, impulsionada por tendências estruturais como a transição para energias renováveis, maior penetração de veículos elétricos e avanço de novas tecnologias de comunicação; e (ii) a

possível classificação do cobre como “mineral crítico” nos Estados Unidos, o que pode viabilizar créditos tributários e reduzir os custos operacionais das companhias com atuação local.

PDD (5%): PDD | P1DD34

A PDD Holdings opera um portfólio de negócios que inclui a Pinduoduo, plataforma de e-commerce com ampla variedade de produtos, como alimentos, vestuário, eletrônicos e itens para o lar, e a Temu, um marketplace com atuação global. Estamos otimistas com a tese de investimento da companhia com base em: (i) melhora no sentimento em relação aos ativos chineses após o efeito Deepseek, reforçando a percepção de capacidade de inovação tecnológica local e maior nível de competitividade global; e (ii) forte presença no mercado de e-commerce na China, com uma base ampla de usuários ativos e um modelo de prestação de serviços de baixo custo.

American Water Works (4%): AWK | A1WK34

A American Water Works é a maior empresa de serviços de abastecimento de água potável e tratamento de esgoto dos Estados Unidos. Nossa visão otimista se baseia em: (i) modelo de negócios previsível, com a maior parte da receita proveniente de operações reguladas; (ii) capex em forte expansão, refletindo a necessidade de modernização da infraestrutura hídrica dos EUA, em um novo ciclo de investimentos, o primeiro desde a década de 1970 impulsionado pelo pacote federal IIJA. (Infrastructure Investment and Jobs Act – IIJA).

Tabela 3: Carteira de ações internacionais | Abril/25

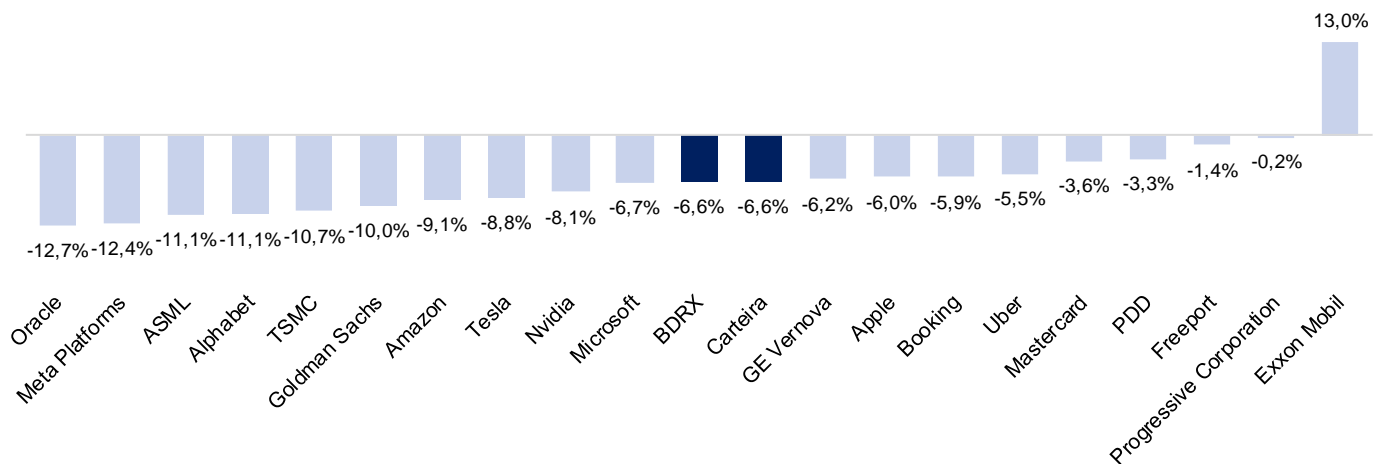
Empresa	Peso	Código	Código	P/L		LPA	ROE (%)	
	(%)	(EUA)	(BDR)	2025E	2026E	CAGR 24E-26E	2025E	2026E
Apple	10%	AAPL	AAPL34	30.3x	27.1x	7.8%	174.6%	192.6%
Microsoft	12%	MSFT	MSFT34	28.6x	25.0x	12.6%	30.9%	28.4%
Nvidia	11%	NVDA	NVDC34	23.6x	18.9x	90.4%	100.5%	85.1%
Amazon	9%	AMZN	AMZO34	27.0x	22.4x	9.7%	21.1%	19.8%
Alphabet	7%	GOOGL	GOGL34	16.9x	14.7x	11.4%	29.6%	27.0%
Meta Platforms	8%	META	M1TA34	22.0x	19.1x	8.7%	31.2%	27.3%
J.P Morgan	4%	JPM	JPMC34	13.4x	12.5x	0.8%	15.5%	15.8%
Exxon Mobil	5%	XOM	EXXO34	15.9x	13.7x	5.0%	12.1%	14.2%
Mastercard	5%	MA	MSCD34	34.5x	29.3x	11.2%	226.6%	314.5%
ASML	3%	ASML	ASML34	25.2x	20.8x	22.2%	48.6%	50.6%
Progressive Corporation	5%	PDD	P1GR34	18.3x	18.0x	7.5%	31.3%	25.5%
PDD	3%	PGR	P1DD34	9.6x	8.0x	15.6%	32.4%	28.6%
Uber	3%	BKNG	U1BE34	27.0x	20.4x	31.4%	23.9%	25.8%
Booking	3%	UBER	BKNG34	21.9x	18.8x	11.1%	-154.6%	-139.8%
GE Vernova	4%	GEV	G2EV34	46.0x	28.0x	53.4%	17.6%	24.7%
Freeport	4%	FCX	FCXO34	22.9x	16.8x	23.0%	12.7%	15.3%
American Water Works	4%	AWK	A1WK34	25.8x	24.0x	9.0%	10.3%	10.5%
Mediana				23.6x	19.1x	11.2%	29.6%	25.8%

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

Desempenho

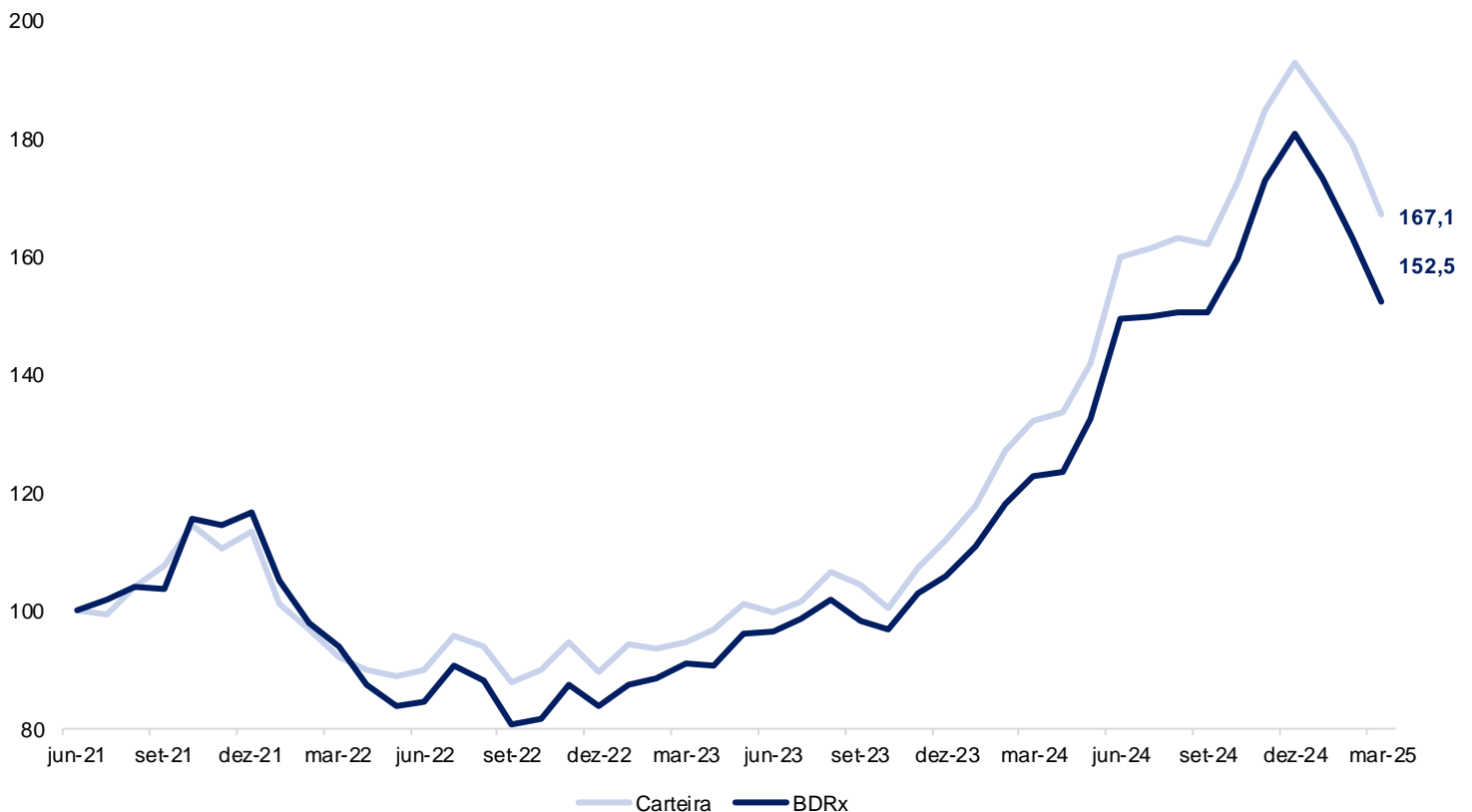
No último mês, a carteira de ações internacionais teve uma queda de -6,6%, (vs. BDRX com -6,6%). Desde o início (14/07/2021), a carteira recomendada apresentou um retorno de 14.7 p.p acima do BDRX.

Gráfico 2: Rentabilidade no mês de Março/25 das ações da carteira de ações internacionais (*)



Fonte: BTG Pactual e Bloomberg, (*) rentabilidade considerando o último preço de fechamento. Desempenho anterior não é indicativo de resultados futuros.

Gráfico 3: Rentabilidade histórica da carteira de ações internacionais (*)



Fonte: BTG Pactual e Bloomberg, (*) rentabilidade considerando o último preço de fechamento. Desempenho anterior não é indicativo de resultados futuros.

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

Ano	Janeiro	Fevereiro	Março	Abril	Mai	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%	2021	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%	2,1%	5,2%	-5,4%	2022	-21,0%	-28,1%	-10,4%	-16,1%
2023	5,2%	-0,7%	1,1%	2,1%	4,6%	-1,2%	1,8%	4,7%	-2,0%	-3,7%	6,7%	4,5%	2023	25,0%	26,3%	12,0%	6,0%
2024	5,1%	7,8%	4,0%	1,1%	6,3%	12,7%	0,9%	1,2%	-0,8%	6,6%	7,0%	4,4%	2024	72,2%	70,6%	92,9%	80,8%
2025	-3,4%	-4,0%	-6,6%										2025	-13,3%	-15,7%	67,1%	52,5%

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg, (*) rentabilidade considerando o último preço. Desempenho anterior não é indicativo de resultados futuros.

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 do 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 disclosuras associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse:

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