Carteira de ações internacionais

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Maio 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

Carteira de Ações Internacionais

BTG Pactual Equity Research

02 de Maio de 2025

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 | Choque tarifário muda o cenário de excepcionalismo

Abril foi marcado pelo anúncio das tarifas recíprocas pela nova administração Trump no chamado "Liberation Day", surpreendendo o mercado com alíquotas bem acima dos cenários mais pessimistas. Diante da forte reação — com a tarifa média saltando de 2,5% para quase 27% — o governo recuou, adotando uma tarifa-base de 10%, acrescida de 145% sobre a China, resultando em uma média próxima de 23%. Pequim respondeu com retaliações e se recusou a negociar. Esperamos que, após os 90 dias de conversas, a maioria dos parceiros mantenha a tarifa em 10% e que a China elimine a última tranche das retaliações (queda de 50 p.p.), reduzindo a tarifa média para 18% — ainda acima de 2024, mas menos severa que no início de abril.

Carteira para Maio/25 | recalibrando exposição frente à nova política tarifária

A carteira internacional de maio foi ajustada com foco em seletividade e qualidade, diante do enfraquecimento da narrativa de excepcionalismo norte-americano. Reduzimos o número de ativos de 17 para 15, com a saída de nomes cíclicos e de crescimento sem catalisadores claros, como Alphabet, ASML, GE Vernova e Freeport (-12%).

As entradas da carteira em maio foram UnitedHealth (5%), Novo Nordisk (3%) e Costco (3%). A UnitedHealth apresenta uma margem de segurança relevante após a queda de 22% no 1T25, negociando a 16x P/L, com ROE esperado acima de 20%. A Novo Nordisk mantém liderança global em GLP-1 e negocia com um múltiplo atrativo de 16x P/L frente aos 58x da Eli Lilly. Já a Costco reforça o perfil defensivo da carteira com seu modelo de negócios menos sensível a tarifas.

Também ampliamos a exposição em Microsoft (+2%), e em J.P. Morgan (+2%), pelo perfil premium das duas companhias. A posição em Exxon Mobil foi elevada (+2%) para aumentar a exposição ao petróleo, suportada por preços próximos ao custo marginal de produção. Mastercard (+1%) e Progressive (+1%) também tiveram aumento de alocação, devido à resiliência de suas operações em um cenário global marcado por maior pressão inflacionária e menor crescimento, em decorrência do conflito comercial entre Estados Unidos e China.

Tabela 1: Carteira de ações internacionais | Maio/25

Empresa	Valor de mercado (em bilhões de US$)	Setor	Código (EUA)	Código (BDR)	Peso (%)
Apple	3.192	Tecnologia	*AAPL34*	*AAPL*	10%
Microsoft	2.938	Tecnologia	*MSFT34*	*MSFT*	14%
Nvidia	2.658	Tecnologia	*NVDC34*	*NVDA*	11%
Amazon	1.957	Consumo Discricionário	*AMZO34*	*AMZN*	9%
Meta Platforms	1.386	Comunicação	*M1TA34*	*META*	8%
J.P Morgan	681	Financeiro	*JPMC34*	*JPM*	6%
Mastercard	498	Financeiro	*MSCD34*	*MA*	6%
Exxon Mobil	457	Energia	*EXXO34*	*XOM*	7%
Costco	441	Consumo não discricionário	*COWC34*	*COST*	5%
United Health	375	Saúde	*UNHH34*	*UNH*	5%
Novo Nordisk	297	Saúde	*N1VO34*	*NVO*	3%
Uber	169	Indústria	*U1BE34*	*UBER*	3%
Progressive Corporation	165	Financeiro	*P1GR34*	*PGR*	4%
PDD	150	Consumo Discricionário	*P1DD34*	*PDD*	5%
American Water Works	29	Serviços Básicos	*A1WK34*	*AWK*	4%

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

Macro | Choque tarifário muda o cenário de excepcionalismo

Abril foi marcado pela apresentação da agenda de tarifas recíprocas pela nova administração Trump, no chamado "Liberation Day", surpreendendo o mercado de forma expressiva com alíquotas muito superiores a todos os cenários mais pessimistas. Diante da forte reação dos mercados — com a tarifa efetiva média saltando de cerca de 2,5% para quase 27% — o governo foi forçado a recuar, adotando uma tarifa universal de 10% (que passou a ser o piso), compensada por uma tarifa adicional de 145% sobre a China, resultado em uma tarifa média mais próxima de 23%. Pequim, por sua vez, respondeu com retaliações e se recusou a iniciar negociações. Esperamos que após os 90 dias de conversas, a maior parte dos parceiros comerciais relevantes consigam manter as tarifas em 10% e que a China consiga retirar a última tranche das retaliações (queda de 50 pp), deixando uma tarifa média de 18%, ainda acima do exercido em 2024, mas mais brando do que o cenário adverso do início de abril.

O movimento evidenciou uma postura mais agressiva em relação à política tarifária, mas a mudança de estratégia após a reação dos mercados também revelou a existência de uma espécie de "Trump put", que tende a limitar decisões de política econômica que aumentem a incerteza e coloquem em xeque as instituições americanas — fator que contribuiu para o enfraquecimento global do dólar ao longo do mês.

No campo da atividade, a primeira leitura do PIB dos EUA no 1T25 apontou uma contração de 0,3% t/t saar, influenciada por dois meses de fortes importações (janeiro e março) e pelo impacto pontual do clima sobre o consumo (janeiro e fevereiro). Ainda assim, os indicadores mais ligados à demanda doméstica (como o FSDP, medida subjacente do crescimento do PIB) superaram nossas projeções, com alta de 3% t/t saar. O número cheio refletiu majoritariamente a deterioração do setor externo, com destaque para o expressivo aumento das importações (+41,3% t/t saar; contribuição de -5,03 p.p.), que não foi acompanhado pelas exportações (+1,8% t/t saar; contribuição de +0,19 p.p.), resultando em uma contribuição líquida negativa de -4,83 p.p. do saldo comercial. Parte desse efeito foi compensada pela contribuição positiva de +2,25 p.p. do acúmulo de estoques, fruto do adiantamento de compras. Esse desempenho negativo do setor externo, embora esperado, reflete a antecipação das empresas frente às tarifas anunciadas por Trump em 02 de abril.

Já o consumo das famílias em março veio mais forte que o esperado (+0,7% m/m), o que deixa um carrego estatístico de 2% t/t anualizado para o 2T25. Com o choque tarifário, revisamos nosso crescimento esperado para a economia americana para 1,4% em 2025.

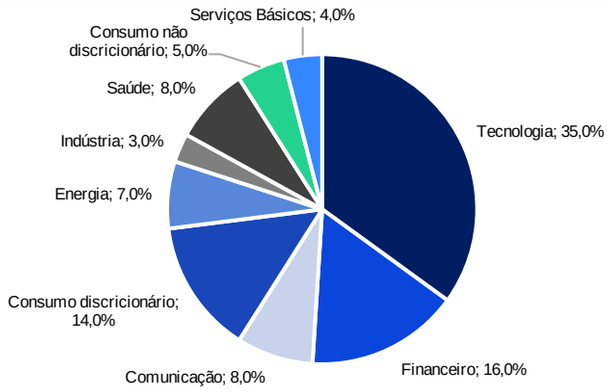
Do lado da inflação, o deflator do PCE de março registrou uma deflação de -0,04% m/m, exatamente em linha com nossas projeções. No entanto, os dados de janeiro e fevereiro foram revisados para cima — de 0,34% para 0,37% m/m e de 0,33% para 0,44% m/m, respectivamente — deixando o 1T25 mais pressionado do que o inicialmente estimado. Isso deve impactar as projeções do Fed para o ano, a serem divulgadas na reunião de junho. Com isso, o PCE em 12 meses se estabeleceu em 2,29% a/a (vs. 2,6% anterior).

Esse ambiente de elevada incerteza em torno do impacto das tarifas tem deixado o Fed em uma posição mais cautelosa: a autoridade reconhece a desaceleração econômica à frente, mas ainda não dispõe de dados suficientes e claros para reagir. Além disso, já antecipa uma aceleração da inflação corrente que pode ameaçar a estabilidade das expectativas de inflação de longo prazo — prioridade atual do comitê, como Powell reiterou ao longo de abril. Por isso, entendemos que o FOMC só terá dados consolidados sobre o choque tarifário após o processo de negociação, e que isso ocorrerá a tempo da reunião de setembro — momento em que projetamos o início do ciclo de corte de juros, com três reduções de 25 bps ao longo deste ano.

Carteira para Maio/25 | Recalibrando Exposição Frente à Nova Política Tarifária

A carteira internacional de maio reflete uma mudança tática relevante, com foco maior em seletividade e proteção, diante da perda de tração da narrativa de excepcionalismo norte-americano, impactada pela nova política tarifária anunciada pela administração Donald Trump em 2 de abril. Reduzimos o número de ativos de 17 para 15, saindo de nomes cíclicos e de crescimento sem catalisadores claros (Alphabet, ASML, GE Vernova e Freeport, totalizando -12%) para alocar em empresas de alta qualidade e perfil mais defensivo.

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



Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

A principal movimentação foi o aumento da exposição ao setor de saúde (+8%), com UnitedHealth (+5%) e Novo Nordisk (+3%), seguido da entrada no setor de consumo não discricionário (+5%) com a inclusão da Costco (+5%).

Em UnitedHealth (+5%), vemos uma relação de risco-retorno aprimorada após a queda de 22% nas ações com a divulgação dos resultados do primeiro trimestre de 2025, a maior desde 1998, justificada pela revisão negativa de 12% no guidance de lucro líquido para o ano. O valuation oferece uma margem de segurança relevante, com a empresa negociando a 16x P/L, enquanto a rentabilidade segue elevada, com ROE projetado acima de 20% em 2025 (de acordo com o consenso de mercado).

Na Novo Nordisk (+3%), a tese de investimento está baseada na liderança global no mercado de GLP-1 e na forte geração de receita com seus principais medicamentos, que somaram 5,65 bilhões de dólares em março (Ozempic: 3,96 bilhões de dólares e Wegovy: 1,69 bilhão de dólares). Além disso, a ação negocia a 16x P/L estimado para 2025, bem abaixo dos 58x P/L da Eli Lilly.

A Costco (+5%) reforça o caráter defensivo da carteira, com um modelo de negócios resiliente baseado em assinaturas, pouco impactado por tarifas globais mais elevadas.

Além disso, ampliamos a exposição em Microsoft (+2%), reforçando a qualidade dentro das 7 Magníficas; J.P. Morgan (+2%), pelo perfil diversificado e execução histórica consistente; Exxon Mobil (+2%), com foco em maior exposição ao petróleo; e Mastercard (+1%) e Progressive (+1%), ambas com as teses resilientes em um cenário global de inflação mais elevada.

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

Empresa	Setor	Peso (Abril/25)	Peso (Maio/25)	Variação (%)
Microsoft	Tecnologia	*12%*	*14%*	**2,0%**
Alphabet	Comunicação	*7%*	*0%*	**-7,0%**
Exxon Mobil	Energia	*5%*	*7%*	**2,0%**
Progressive Corporation	Financeiro	*3%*	*4%*	**1,0%**
Mastercard	Financeiro	*5%*	*6%*	**1,0%**
ASML	Tecnologia	*3%*	*0%*	**-3,0%**
Booking	Consumo Discricionário	*3%*	*0%*	**-3,0%**
GE Vernova	Indústria	*4%*	*0%*	**-4,0%**
Freeport	Materiais básicos	*4%*	*0%*	**-4,0%**
J.P Morgan	Financeiro	*4%*	*6%*	**2,0%**
United Health	Saúde	*0%*	*5%*	**5,0%**
Costco	Consumo não discricionário	*0%*	*5%*	**5,0%**
Novo Nordisk	Saúde	*0%*	*3%*	**3,0%**

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 176% 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 (14%): 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 está baseada 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) novo 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 de 20x P/L.

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.

Meta Plataforms (8%):META | M1TA34

A Meta Platforms atua no setore 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 (7%): 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 13x 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 4,1%, 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 (6%): 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 administração Donald Trump.

Progressive Corporation (4%): 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) resiliência nos preços dos seguros automotivos; e (ii) ganhos de participação de mercado por meio da estratégia de distribuição direta de seus produtos.

Mastercard (6%): 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 elevado, 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.

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).

UnitedHealth (5%): UNH | UNHH34

A UnitedHealth é a maior operadora de saúde dos Estados Unidos, com atuação verticalizada e diversificada que integra serviços médicos, farmacêuticos e tecnologia em saúde por meio das divisões UnitedHealthcare e Optum. Apesar da forte queda das ações após os resultados do primeiro trimestre de 2025, com desvalorização de 22% em um único dia, a maior desde 1998, e da revisão negativa de 12% no guidance de lucro por ação para 2025, a companhia mantém fundamentos sólidos. Estamos otimistas com a tese de investimento baseado em: (i) recuperação gradual dos resultados à medida que a sinistralidade se normaliza, sustentada por uma rentabilidade ainda elevada, com um ROE projetado em 22% para 2025 segundo o consenso de mercado, (ii) margem de segurança elevada proporcionada pelo múltiplo de 15,7x, um desconto relevante de 30% em relação à média histórica de 22,4x.

Novo Nordisk (3%): NVO | N1VO34

A Novo Nordisk desenvolve, produz e comercializa medicamentos com foco principal no tratamento do diabetes e obesidade, incluindo sistemas de administração de insulina e terapias inovadoras como o GLP-1. Mantemos uma visão otimista sobre a tese de investimento, sustentada por: (i) liderança global no segmento de GLP-1, com destaque para os resultados recentes de vendas de março, US$ 3,96 bilhões em receita com o Ozempic e US$ 1,69 bilhão com o Wegovy, e(ii) valuation atrativo, com a ação negociando a 16x P/L estimado para 2025, o que representa um desconto significativo frente à Eli Lilly (58x), oferecendo, assim, uma margem de segurança considerável.

Costco (5%): COST | COWC34

A Costco é uma varejista global que oferece produtos de marcas reconhecidas a preços mais competitivos do que os praticados por atacadistas e varejistas tradicionais. Nosso otimismo está baseado em: (i) fundamentos sólidos, com um ROE projetado de 30% para 2025, segundo o consenso de mercado, reflexo da eficiência do seu modelo baseado em assinaturas e com um churn historicamente baixo; (ii) mesmo em cenários de tarifas globais mais elevadas,

a Costco demonstra resiliência operacional, com impacto limitado em seu modelo de negócios devido à oferta de itens não discricionários com preços competitivos aos seus clientes.

Tabela 3: Carteira de ações internacionais | Maio/25

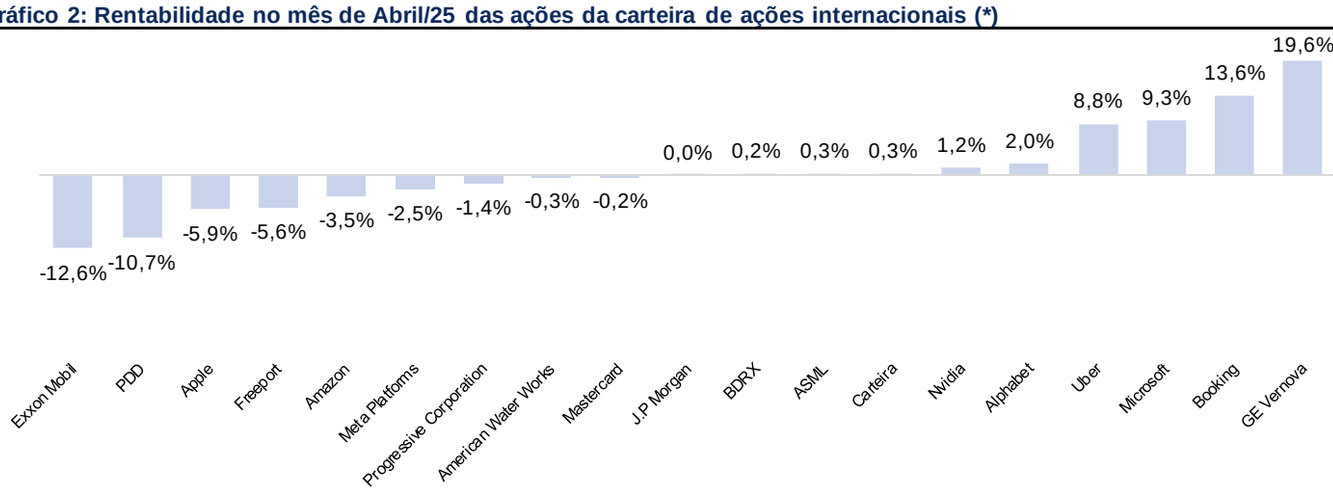
Empresa	Peso	Valor de Mercado	P/L		LPA	ROE (%)	
	(%)	(em bilhões de US$)	2025E	2026E	CAGR 24E-26E	2025E	2026E
Apple	10%	3.192	29,2x	26,7x	6,5%	176,1%	186,9%
Microsoft	14%	2.938	30,0x	26,4x	12,4%	31,3%	28,5%
Nvidia	11%	2.658	24,6x	19,3x	87,8%	100,8%	82,9%
Amazon	9%	1.957	25,0x	22,2x	8,6%	20,7%	19,5%
Meta Platforms	8%	1.386	22,0x	18,9x	8,3%	29,7%	26,8%
J.P Morgan	6%	681	13,3x	12,5x	-0,4%	15,5%	16,1%
Mastercard	6%	498	34,5x	29,4x	11,0%	227,7%	311,2%
Exxon Mobil	7%	457	15,5x	13,0x	0,6%	11,2%	13,3%
Costco	5%	441	54,8x	49,8x	11,0%	30,5%	27,7%
United Health	5%	375	15,7x	13,6x	2,8%	22,2%	24,2%
Novo Nordisk	3%	297	16,3x	13,5x	20,0%	69,0%	64,4%
Uber	3%	169	30,2x	22,7x	30,9%	23,8%	25,5%
Progressive Corporation	4%	165	18,0x	17,9x	8,0%	30,4%	24,9%
PDD	5%	150	8,6x	7,4x	15,0%	32,0%	28,4%
American Water Works	4%	29	25,7x	23,9x	9,0%	10,4%	10,5%
Mediana			**24,6x**	**19,3x**	**9,0%**	**30,4%**	**26,8%**

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

Desempenho

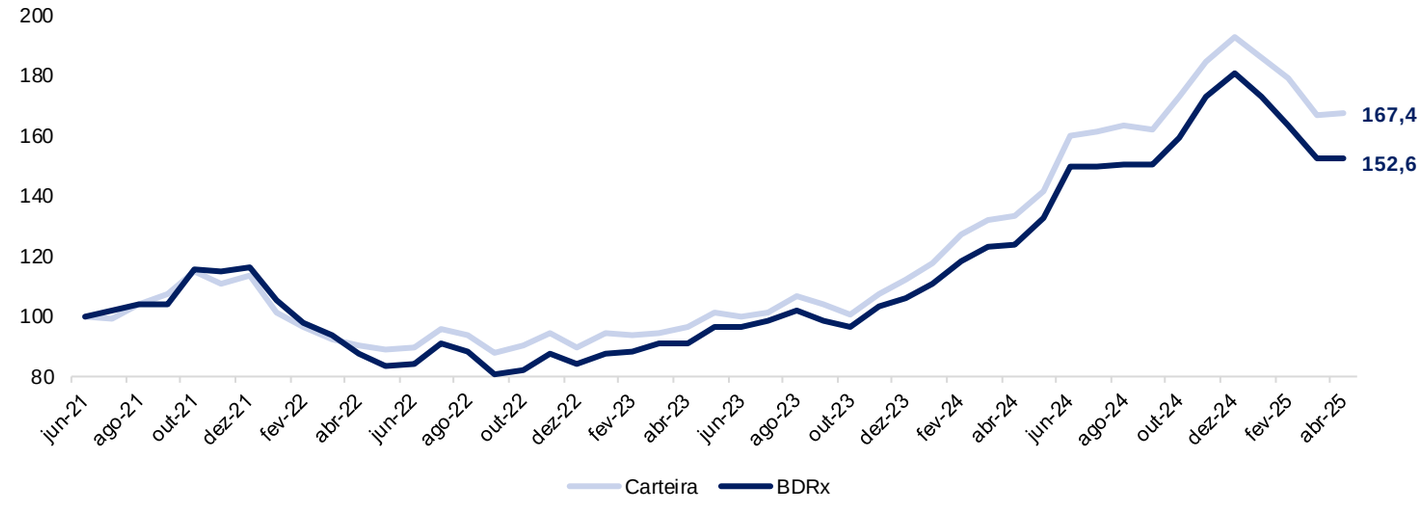
No último mês, a carteira de ações internacionais teve uma alta de 0,3%, (vs. BDRX com +0,2%). Desde o início (14/07/2021), a carteira recomendada apresentou um retorno de 14.8 p.p acima do BDRX.

Gráfico 2: Rentabilidade no mês de Abril/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	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%	2,1%	5,2%	-5,4%	-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%	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%	72,2%	70,6%	92,9%	80,8%
2025	-3,4%	-4,0%	-6,7%	0,3%									-13,2%	-15,6%	67,4%	52,6%

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 vinculados ao preço de qualquer um dos valores mobiliários aqui discutidos.
Parte da remuneração do analista provém dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, consequentemente, 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