



Carteira de ações internacionais

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Junho 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 | Trégua tarifária ameniza choque e melhora perspectiva de crescimento dos EUA

Em maio, após o anúncio do “Liberation Day” em abril e a reação negativa dos mercados, o governo optou por redesenhar sua estratégia tarifária: reafirmou uma tarifa universal de 10% e reduziu a sobretaxa aplicada à China de 145% para 30%, resultando numa tarifa média de aproximadamente 13–14%, ou seja, 7 pontos percentuais abaixo do previsto no nosso cenário base.

Essa trégua mitigou de forma expressiva o choque de oferta inicialmente temido e abriu espaço para uma revisão altista das perspectivas macroeconômicas. Com um ambiente de política econômica mais estável, projetamos que o crescimento permanecerá saudável ao longo do segundo trimestre de 2025. Assim, mantemos nosso cenário base de soft landing, sustentado pela demanda doméstica que deve fornecer tração para 2026.

Carteira para Junho/25 | Retomada do apetite por risco impulsiona o S&P 500 em maio

Em maio, o mercado retomou o apetite por risco, impulsionado pela alta de 6,1% do S&P 500 após o acordo de 12 de maio de 2025 entre EUA e China para reduzir tarifas recíprocas. Nesse cenário, incluímos a TSMC no portfólio pela liderança no mercado de chips e nossa visão otimista em relação a temática de IA após resultados da Nvidia acima do esperado, e retiramos a UnitedHealth em razão do escrutínio regulatório no Medicare e da baixa visibilidade dos resultados no curto prazo.

Também incluímos exposição à infraestrutura dos EUA com a entrada de United Rentals (4%), beneficiária direta do pacote de US\$ 1,2 trilhão do Infrastructure Investment and Jobs Act, e retiramos a American Water Works diante do ambiente mais pró-risco do mercado. Mantemos a exposição à China e ajustamos a tese de investimento, trocando a PDD pela Alibaba em razão dos resultados mais sólidos desta última.

Tabela 1: Carteira de ações internacionais | Junho/25

Empresa	Valor de mercado	Setor	Código	Código	Peso
	(em bilhões de US\$)		(EUA)	(BDR)	
Microsoft	3.422	Tecnologia	MSFT34	MSFT	14%
Nvidia	3.297	Tecnologia	NVDC34	NVDA	11%
Apple	3.000	Tecnologia	AAPL34	AAPL	10%
Amazon	2.176	Consumo Discricionário	AMZO34	AMZN	9%
Meta Platforms	1.628	Comunicação	M1TA34	META	8%
TSMC	1.003	Tecnologia	TSMC34	TSM	5%
J.P Morgan	734	Financeiro	JPMC34	JPM	6%
Mastercard	532	Financeiro	MSCD34	MA	6%
Costco	462	Consumo não discricionário	COWC34	COST	5%
Exxon Mobil	441	Energia	EXXO34	XOM	7%
Novo Nordisk	319	Saúde	N1VO34	NVO	3%
Alibaba	272	Consumo Discricionário	BABA34	BABA	5%
Uber	176	Indústria	U1BE34	UBER	3%
Progressive Corporation	167	Financeiro	P1GR34	PGR	4%
United Rentals	46	Indústria	U1RI34	URI	4%

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

Macro | Trégua tarifária ameniza choque e melhora perspectiva de crescimento dos EUA

Após abril ter sido marcado pelo anúncio do “Liberation Day” e toda a reação negativa dos mercados, o governo recuou em maio e redesenhou sua estratégia: além de reafirmar uma tarifa universal de 10%, reduziu as tarifas adicionais sobre a China de 145% para 30% (10% universal + 20% relacionada a fentanil). O resultado foi uma tarifa média mais próxima de 13–14%, cerca de 7 p.p. abaixo do inicialmente previsto em nosso cenário base.

Essa trégua reduziu de forma significativa o choque de oferta inicialmente temido e abriu espaço para uma revisão altista do cenário macro. Acreditamos que o crescimento deve permanecer saudável no 2T25, impulsionado por um ambiente de política econômica mais estável. Apesar da incerteza quanto à continuidade da trégua com a China após os 90 dias iniciais, o novo arranjo tarifário representa um freio muito menos severo do que o temido no início de abril. Mantemos nosso cenário base de soft landing, com a demanda doméstica sustentando o crescimento e fornecendo tração para 2026, sustentando nossa revisão de projeção de crescimento para 2025 de 1,4% para 1,8%.

No mercado de trabalho, os dados de maio seguiram mostrando resiliência: foram criadas 177 mil vagas, acima do consenso de 138 mil e em linha com nossa projeção de 165 mil. A média móvel de seis meses acelerou de 171 mil para 193 mil, com a taxa de desemprego estável em 4,2%.

Do lado dos preços, o CPI de abril surpreendeu para baixo (+0,22% m/m vs. consenso de +0,3%), levando a inflação acumulada em 12 meses de 2,39% para 2,31%. O núcleo também veio benigno (+0,24% m/m), com destaque para a queda em vestuário (-0,2% m/m) e alívio nos serviços de transporte. Ainda que a inflação de aluguéis tenha permanecido pressionada, os dados confirmam uma tendência desinflacionária mais sólida do que o antecipado. Com isso, revisamos nossas projeções de inflação para 2025: o CPI cheio caiu de 4,3% para 3,9%, o núcleo para 3,6% e o núcleo do PCE para 3,4%.

A política monetária segue em compasso de espera. O Fed manteve os juros inalterados em 4,25–4,50% na reunião de maio, e Powell adotou um tom neutro, reconhecendo a incerteza do novo regime tarifário. Powell evitou endossar as projeções do SEP de março (com dois cortes) e rejeitou comparações com 2019, reiterando que o cenário atual é diferente. Assim, revisamos nossa expectativa para início do ciclo de cortes em dezembro, com dois cortes adicionais em 2026, levando o Fed Funds para 4,1% no final de 2025 e 3,6% em 2026.

No campo político, a rápida reversão da postura tarifária evidencia uma abordagem mais tática do que ideológica por parte do governo Trump, consolidando a ideia de um “Trump put” — um limite informal à agressividade econômica imposto pela reação dos mercados. No entanto, riscos políticos seguem no radar, incluindo o debate fiscal, possíveis mudanças na liderança do Fed em 2026 e as eleições legislativas, todos com potencial de reintroduzir volatilidade em um ambiente que começa a se estabilizar.

S&P 500 | Resultados do 1T25

Lucros do S&P 500 cresceram 12,5% a/a e mantém trajetória positiva em 2025

Estamos nos aproximando do fim da temporada de resultados do S&P 500, com 97% das empresas já tendo divulgado os seus resultados. Até o momento, o crescimento anual do lucro líquido consolidado do índice é de 12,5%, acompanhado por uma surpresa positiva de 7,7% no lucro por ação (LPA) em relação as estimativas de mercado. Esses resultados reforçam a resiliência das companhias americanas, mesmo diante de um cenário macroeconômico incerto no primeiro trimestre e de um início de ano marcado por volatilidade e incertezas relacionadas à nova administração Trump. Seguimos com uma visão construtiva para o S&P 500, suportado por três pilares: (i) o arrefecimento recente das tensões comerciais entre Estados Unidos e China, que reduz incertezas e melhora o ambiente externo; (ii) maior apetite ao risco, impulsionado pelas revisões positivas nas projeções de crescimento do PIB dos EUA; e (iii) fundamentos microeconômicos sólidos, com o consenso de mercado projetando expansão a/a dos lucros do S&P 500 de 12,7% em 2026.

Saúde surpreende positivamente, enquanto energia e materiais básicos apresentam queda dos lucros

No primeiro trimestre de 2025, o setor de Saúde foi o grande destaque do S&P 500, surpreendendo positivamente o mercado, impulsionado especialmente pelo forte desempenho do segmento de Biotech & Pharma. O lucro líquido do setor cresceu 44,1% a/a, com uma surpresa positiva de 8,9%, enquanto Biotech & Pharma registrou alta de 105,6% nos lucros. Em contraste, os setores de Energia e Materiais Básicos apresentaram os piores desempenhos setoriais do trimestre: o lucro por ação do setor de Energia recuou 12,8% a/a, enquanto o de Materiais Básicos caiu 14,4% a/a, pressionados por um ambiente mais desafiador para as commodities no 1T25.

Microsoft e Meta são os destaques entre as sete magníficas

A performance das Sete Magníficas no trimestre foi mista no 1T25. Na nossa visão, o principal destaque foi a Microsoft, impulsionada pelo forte crescimento do Azure (+31% a/a) e um guidance otimista sustentado pelas iniciativas de monetização de inteligência artificial, o que levou a uma valorização de 7,6% das ações após a divulgação dos resultados.

O segundo maior destaque dentro das Sete Magníficas foi a Meta, que se beneficia da aplicação de IA na monetização de anúncios e apresentou crescimento de 6% a/a na base de usuários, atingindo 3,4 bilhões de pessoas, com as ações subindo 4,3%.

Outro destaque positivo foi a Nvidia, com crescimento impressionante de 69% na receita líquida a/a, reforçando a tese de demanda resiliente por infraestrutura de inteligência artificial mesmo diante das restrições de exportação de chips para a China.

Já a Alphabet surpreendeu positivamente no LPA (+40,1% vs. consenso), mas os números foram impulsionados por efeitos não recorrentes, em especial um

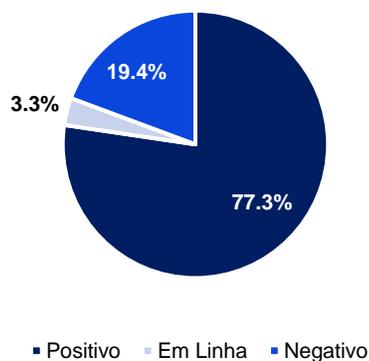
ganho não realizado de US\$ 8 bilhões com participações societárias não listadas, o que limitou a reação das ações (+1,7%).

A Tesla teve resultados pressionados por uma desaceleração na produção de veículos, mas o discurso mais construtivo da gestão durante o call levou a um desempenho positivo das ações (+2,9%).

A Apple entregou números em linha com o consenso, mantendo as tendências recentes como a desaceleração nas vendas na China, mas ainda assim registrou alta de 3,7% das suas ações no dia posterior a divulgação dos resultados.

Por fim, a Amazon teve uma performance neutra, com surpresa positiva no lucro (+17%), mas com leve queda nas ações (-0,1%), refletindo um guidance mais conservador da gestão.

Gráfico 1: Análise qualitativa dos Resultados do 1T25 do S&P 500

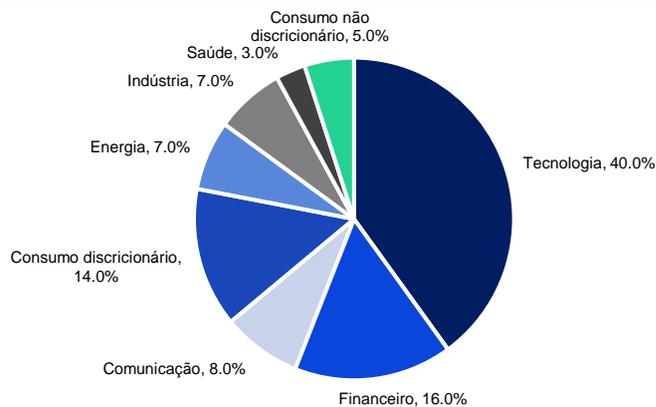


Fonte: Bloomberg e BTG Pactual.

Carteira para Junho/25 | Aumento da propensão ao risco impulsionou o S&P 500 em maio

Em maio, o apetite ao risco foi retomado, refletido na alta de 6,1% do S&P 500, após EUA e China chegarem a um acordo em 12 de maio de 2025 para reduzir as tarifas recíprocas por 90 dias (de 145% para 30% nos EUA e de 125% para 10% na China), cenário que também beneficiou teses de tecnologia e inteligência artificial, com ganhos de 20% a 40% no período.

Com esse ambiente mais favorável a ativos de risco, o mercado migrou para teses com dinâmica de resultados mais positivas no curto prazo (*momentum*) e crescimento reduzindo a exposição a empresas de valor, menor volatilidade e de alto dividend yield. Nesse contexto, os setores de Tecnologia, industrial e consumo discricionário se destacaram positivamente, enquanto saúde e energia registraram desempenho negativo em maio.

Gráfico 2: Alocação setorial da carteira x BDRx (Junho/25)


Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

Inserimos a TSMC (5%) em junho com base em nossa visão otimista sobre inteligência artificial, tema no qual a companhia se destaca como uma das principais beneficiária graças à posição de liderança em fundição de chips. A ação negocia a 20x lucros estimados para 2025, um desconto de 5% em relação média dos últimos cinco anos. Para a sua entrada, retiramos a United Health, que enfrenta escrutínio regulatório com investigações de potenciais fraudes contábeis no *Medicare Advantage*, limitando a visibilidade de seus resultados no curto prazo.

Também inserimos a United Rentals (4%) em junho por sua exposição ao tema de infraestrutura nos EUA, impulsionada pelo Infrastructure Investment and Jobs Act, que deve totalizar US\$ 1,2 trilhão em investimentos. Essa lei beneficiará diretamente a United Rentals, aumentando a atividade nos setores de manufatura e construção e a demanda por aluguel de seus equipamentos. Para viabilizar essa posição, zeramos a exposição ao BDR da American Water Works, dada a menor atratividade do setor de serviços básicos em um ambiente de maior propensão ao risco.

Por fim, mantemos exposição à China, mas revisamos a tese de investimento ao trocar PDD pela Alibaba. A PDD divulgou resultados fracos, pressionados por custos elevados de marketing e pelo fim da isenção de tarifas para produtos de baixo valor, que elevaram custos de importação e comprimiram as margens do Temu. Em contrapartida, a Alibaba apresenta fundamentos mais sólidos, com momento de resultados favorável e expansão acelerada na divisão de computação em nuvem, cuja receita de produtos de IA cresceu em três dígitos no último trimestre.

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

Empresa	Setor	Peso	Peso	Varição
		(Junho/25)	(Maio/25)	(%)
Alibaba	Consumo Discricionário	5%	0%	5,0%
United Rentals	Indústria	4%	0%	4,0%
TSMC	Tecnologia	5%	0%	5,0%
PDD	Consumo Discricionário	0%	5%	-5,0%
American Water Works	Serviços Básicos	0%	4%	-4,0%
United Health	Saúde	0%	5%	-5,0%

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 179% 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 25x P/L.

Amazon (9%): AMZN | AMZN34

A Amazon é um varejista com atuação em comércio eletrônico, serviços de computação em nuvem (Amazon Web Services), soluções de inteligência artificial e streaming por meio do Amazon Prime. A tese de investimento da 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 Platforms (8%): META | M1TA34

A Meta Platforms atua no setor de 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 2026; 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 25% para 2025, segundo o consenso de mercado.

J.P Morgan (6%): JPM | JPMC34

Com aproximadamente US\$ 4,2 trilhões em ativos sob gestão, 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) melhorias no ambiente de negócios com potencial desregulamentação do setor financeiro norte-americano.

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 203% 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.

Alibaba (5%): BABA | BABA34

Alibaba é uma holding diversificada que atua em comércio eletrônico, computação na nuvem, serviços ao consumidor e mídia digital e entretenimento. Nossa tese de investimento baseia-se em: (i) redução da tensão comercial entre China e EUA e posicionamento institucional leve no mercado chinês; (ii) sólida geração de caixa, com yield de fluxo de caixa de 4,0% estimado pelo consenso de mercado; (iii) expansão da divisão de computação na nuvem, com crescimento de três dígitos nas receitas de produtos relacionados à inteligência artificial.

United Rentals (4%): URI | U1RI34

United Rentals é a maior empresa de aluguel de equipamentos do mundo e nossa visão otimista da tese de investimento baseia-se em dois pontos principais: (i) catalisadores macroeconômicos, como o Infrastructure Bill e o Inflation Reduction Act, que devem impulsionar a demanda por serviços de aluguel em um mercado endereçável de US\$ 1,5 trilhão; (ii) vantagens competitivas do modelo de negócios de aluguel, com uma frota ampla e diversificada, capaz de gerar maior escala na aquisição de máquinas e diluir custos para a companhia.

TSMC (5%): TSM | TSMC34

TSMC fabrica circuitos integrados e semicondutores; seus produtos atendem aos setores de computação, comunicação, eletrônicos, automotivo e equipamentos industriais. Enxergamos a tese como uma das principais beneficiárias do tema de inteligência artificial, sustentada por um momento de resultados positivos e pelos avanços tecnológicos recentes, como o lançamento do chip A16.

Novo Nordisk (3%): NVO | N1VO34

A Novo Nordisk 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, e (ii) valuation atrativo, com a ação negociando a 17x P/L estimado para 2025, o que apresenta um desconto significativo frente à Eli Lilly.

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 | Junho/25

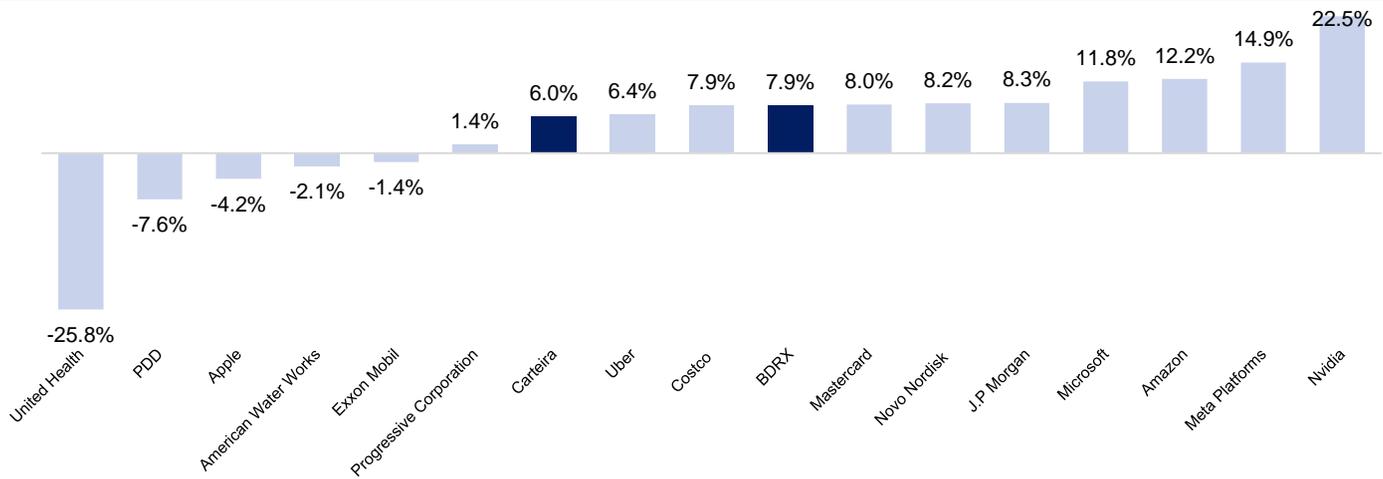
Empresa	Peso	Valor de Mercado (em bilhões de US\$)	P/L		LPA	ROE (%)	
	(%)		2025E	2026E	CAGR 24E-26E	2025E	2026E
Microsoft	14%	3.422	34,3x	30,3x	13,3%	31,4%	28,4%
Nvidia	11%	3.297	31,2x	23,7x	85,5%	100,8%	85,6%
Apple	10%	3.000	28,0x	26,1x	4,6%	178,9%	197,0%
Amazon	9%	2.176	29,7x	25,5x	9,0%	20,3%	19,2%
Meta Platforms	8%	1.628	24,5x	21,8x	8,6%	31,1%	27,8%
TSMC	5%	1.003	19,5x	16,9x	23,2%	31,3%	29,5%
J.P Morgan	6%	734	14,4x	13,6x	-0,6%	15,4%	16,0%
Mastercard	6%	532	36,7x	31,4x	11,1%	203,5%	242,8%
Costco	5%	462	57,2x	51,9x	11,1%	30,2%	27,8%
Exxon Mobil	7%	441	15,8x	13,5x	-2,1%	11,1%	12,8%
Novo Nordisk	3%	319	17,6x	14,9x	18,2%	68,4%	61,8%
Alibaba	5%	272	11,7x	10,3x	2,3%	13,1%	13,4%
Uber	3%	176	26,9x	22,2x	31,7%	26,0%	25,5%
Progressive Corporation	4%	167	17,9x	18,0x	8,2%	30,5%	24,8%
United Rentals	4%	46	16,3x	14,9x	1,0%	28,8%	29,2%
Mediana			24,5x	21,8x	9,0%	30,5%	27,8%

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

Desempenho

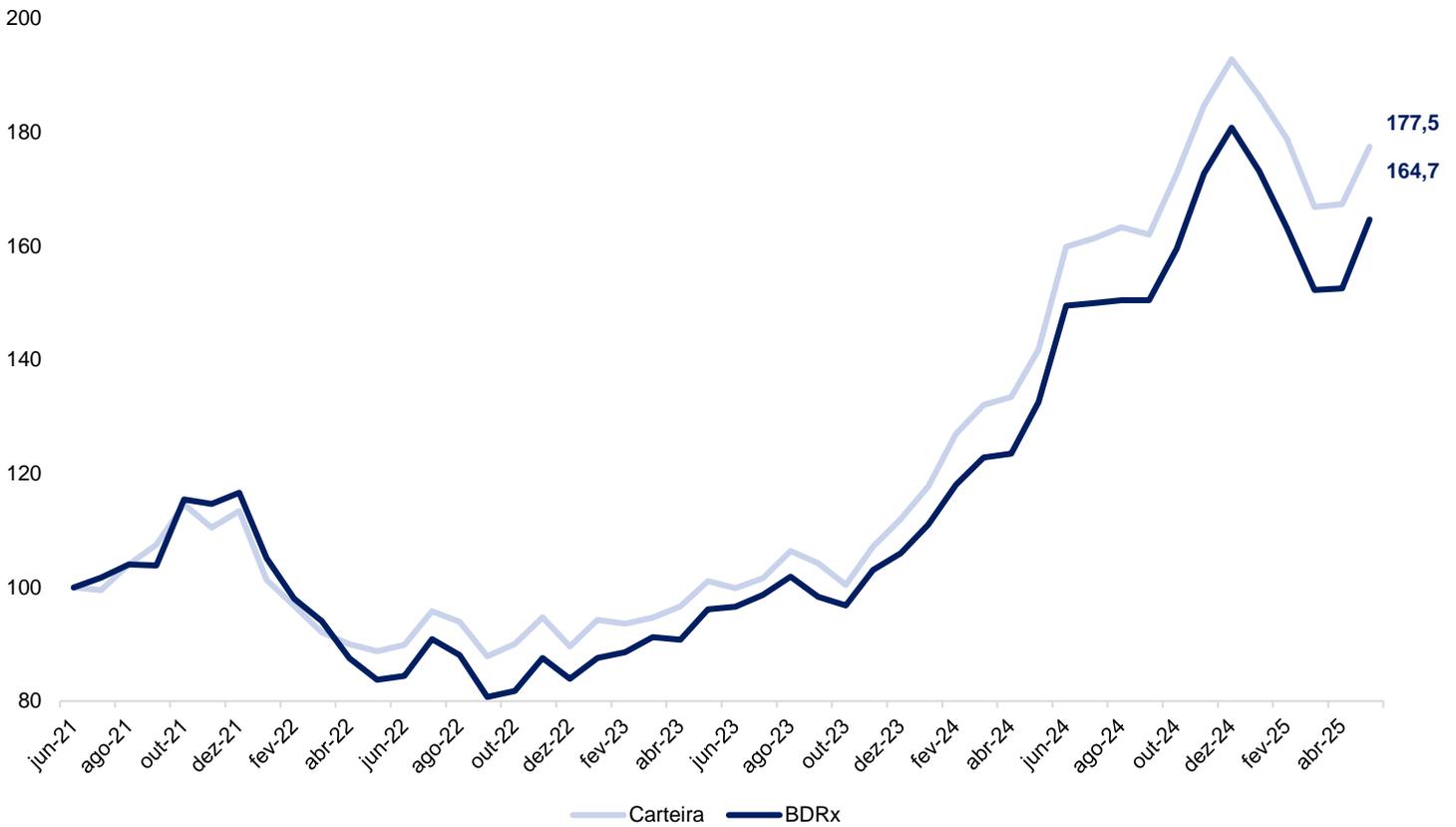
No último mês, a carteira de ações internacionais apresentou alta de 6,0%, (vs. BDRX com +7,9%). Desde o início (14/07/2021), a carteira recomendada apresentou um retorno de 12.8 p.p acima do BDRX.

Gráfico 3: Rentabilidade no mês de Maio/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 4: 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%	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%	6,0%								-8,0%	-8,9%	77,5%	64,7%

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 disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse: www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx