



Carteira de ações internacionais

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Dezembro 2025

Marcel Zambello
São Paulo – Banco BTG Pactual

Luis Mollo, CFA
São Paulo – Banco BTG Pactual

Bruno Henriques
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.

Destaques

Macro | Fed vê juros perto do ponto neutro e sinaliza pausa prolongada

A ata de outubro do Fed confirma um Comitê dividido: enquanto o staff mantém uma visão construtiva, os participantes seguem desconfortáveis com a inflação. O PIB real foi revisado modestamente para cima até 2028, com crescimento acima do potencial entre 2026 e 2028, impulsionado pela dissipação do impacto das tarifas e por condições financeiras mais favoráveis ao consumo. O mercado de trabalho está moderadamente mais fraco, com desaceleração na criação de vagas e leve alta do desemprego, mas ainda em patamar baixo e longe de colapso, com expectativa de estabilização levemente abaixo da NAIRU.

A inflação, porém, segue elevada, pressionada por bens afetados por tarifas e pela persistência dos serviços não habitacionais, levando empresas a planejar aumentos graduais de preços e repasse para os consumidores. Diante de uma política próxima do neutro, crescimento resiliente e divisões internas no Comitê, ganha força a visão de uma pausa prolongada no primeiro semestre de 2026, com possível retomada dos cortes apenas após a posse do novo chairman em maio.

Carteira para Dezembro/25 | Walmart e Eli Lilly entram; Coinbase e Uber saem

Fizemos ajustes focados em capturar melhor a assimetria de longo prazo em IA e aumentar a qualidade defensiva da carteira. Aumentamos a exposição em Alphabet em 1%, com base nos avanços do Gemini, na maior competitividade dos TPUs e na integração com a plataforma de cloud. Incluímos Walmart (3%), impulsionada pelo forte desempenho do e-commerce (+27% a/a) e pela alta da publicidade nos EUA (+33% a/a), reforçando a resiliência e crescimento da tese de investimento. Também adicionamos Eli Lilly (3%), beneficiada pela recente recuperação do setor de saúde e pela ampliação de acesso a medicamentos via Medicare, o que amplia o seu mercado endereçável.

Nas saídas retiramos Uber (-5%) devido a um guidance mais fraco e maior concorrência dos veículos autônomos. Também estramos removendo Coinbase (-3%) após a correção do mercado cripto e pela falta de catalisadores relevantes no curto prazo.

Tabela 1: Carteira de ações internacionais | Dezembro/25

Empresa	Valor de mercado	Setor	Código	Código	Peso
	(em bilhões de US\$)		(BDR)	(EUA)	
Nvidia	4,301	Tecnologia	NVDC34	NVDA	13%
Alphabet	3,863	Comunicação	GOGL34	GOOGL	8%
Microsoft	3,657	Tecnologia	MSFT34	MSFT	14%
Amazon	2,493	Consumo Discrecional	AMZO34	AMZN	11%
Meta Platforms	1,634	Comunicação	M1TA34	META	8%
TSMC	1,512	Tecnologia	TSMC34	TSM	6%
Berkshire	1,111	Financeiro	BERK34	BRK/B	4%
Eli Lilly	1,017	Saúde	LILY34	LLY	4%
Walmart	881	Consumo não discrecional	WALM34	WMT	3%
Netflix	456	Comunicação	NFLX34	NFLX	5%
Morgan Stanley	270	Financeiro	MSBR34	MS	6%
Goldman Sachs	257	Financeiro	GSGI34	GS	6%
Raytheon	235	Indústria	RYTT34	RTX	4%
Newmont	99	Materiais básicos	N1EM34	NEM	5%
The Williams	74	Energia	W1MB34	WMB	3%

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

Macro | Fed vê juros perto do ponto neutro e sinaliza pausa prolongada

O conteúdo da ata de outubro da última reunião do Fed reforça a ideia de um Comitê dividido, num contexto em que o staff segue relativamente construtivo com o ciclo, enquanto os participantes continuam desconfortáveis com a dinâmica da inflação. Do lado do staff, o cenário base é de atividade sólida: o PIB real foi revisado “modestamente para cima” até 2028, com crescimento acima do potencial de 2026 a 2028, à medida que o impacto das novas tarifas se dissipe e as condições financeiras passem a atuar como um vento favorável para o consumo.

Nesse ambiente, a projeção para a taxa de desemprego é de queda gradual e, posteriormente, se estabelecer em um patamar levemente abaixo da NAIRU estimada. Ou seja, o staff ainda trabalha com uma visão de ciclo bem-comportado, com mercado de trabalho que volta a ser ligeiramente apertado mais à frente, apesar do arrefecimento recente.

O mercado de trabalho está moderadamente mais fraco, mas longe de colapso. Usando os dados disponíveis antes do shutdown, os participantes registram que a criação de vagas “desacelerou ao longo do ano” e a taxa de desemprego “subiu um pouco, mas permaneceu baixa”.

Do lado da inflação, a leitura dos participantes é bem menos confortável. A ata deixa claro que o núcleo segue “elevado” porque a desinflação em serviços de habitação tem sido mais do que compensada por bens com preços pressionados por tarifas e pela “persistência” na inflação de serviços não habitacionais. Vários dirigentes relatam que empresas planejam “elevar preços gradualmente” para repassar custos de insumos ligados às tarifas, inclusive em setores não diretamente afetados.

A comunicação recente reforça nossa visão de pausa prolongada no primeiro semestre de 2026 do FED, com retomada do ciclo apenas após a posse do novo chairman em maio. A combinação de (1) proximidade ao neutro, (2) crescimento resiliente, (3) inflação ainda acima da meta, e (4) divisões internas cria um ambiente onde a inércia política tende a prevalecer.

S&P 500 | Resultados do 3T25

S&P 500 consolida um ciclo forte de resultados no trimestre com destaque positivo para a expressiva expansão de receitas

Com 95% das empresas do S&P 500 já tendo reportado os resultados no 3T25, a temporada foi positiva: 82,5% das companhias superaram as expectativas do consenso para o lucro líquido, marcando o quarto trimestre consecutivo de crescimento de lucro por ação de dois dígitos e consolidando um ciclo de favorável nos EUA. A surpresa média do LPA ficou em 6,4% no 3T25,

praticamente em linha com a média histórica de 6,5%, mas com uma diferença relevante nesta temporada: a receita líquida avançou 8,3% na comparação anual, bem acima do crescimento nominal do PIB dos EUA de aproximadamente 5,0%. Para os próximos anos, o consenso ainda vê um cenário construtivo para os lucros do S&P 500, projetando expansão de 12,8% em 2026 e 10,0% em 2027, suportado por: (i) ciclo de capex em infraestrutura de inteligência artificial, (ii) benefícios fiscais da One Big Beautiful Bill, (iii) a expectativa de novos cortes de juros pelo Fed ao longo de 2026.

Uma temporada positiva para o setor financeiro no 3T25

Os seis maiores bancos americanos tiveram um trimestre sólido, todos reportando LPA acima das estimativas, reforçando o momento positivo do setor financeiro. O JPMorgan apresentou LPA 4,8% superior ao esperado, apoiado por expansão do ROE e guidance revisado. O LPA do Bank of America veio 11,6% acima das projeções do consenso, com trading robusto e despesas controladas. O Wells Fargo entregou LPA 7,1% acima do consenso, impulsionado pela expansão da margem de juros e provisões menores. O Citigroup reportou LPA 16,3% acima do estimado, sustentado por trading, serviços e crédito. Já o Goldman Sachs registrou LPA 11,2% superior a expectativa do mercado, beneficiado pela reabertura de ECM/DCM e advisory.

Destaques positivos da temporada: UPS, Morgan Stanley e Berkshire com LPA cerca de 33% acima do consenso

O trimestre trouxe algumas surpresas positivas, lideradas por Morgan Stanley, UPS e Berkshire Hathaway. O Morgan Stanley mostrou uma mudança no ciclo de mercado de capitais, com ECM, DCM e advisory impulsionando as margens — um sinal de retomada estrutural da atividade econômico. A UPS apresentou uma números operacionais melhores, combinando maior capacidade de precificação, cortes de custos e recuperação de produtividade, indicando um ponto de inflexão na eficiência do negócio. A Berkshire Hathaway reforçou sua robustez estrutural, com underwriting mostrando avanços e uma posição de caixa recorde de US\$ 382 bilhões.

Destaques negativos da temporada: Molina, Huidbay e Boeing com LPAs entre 45% e 57% abaixo do consenso

Do lado negativo, as piores performances foram Molina Healthcare, Huidbay Minerals e Boeing. A Molina Healthcare enfrentou deterioração na sinistralidade e incapacidade de controlar custos médicos, o que impactou negativamente as margens. A Huidbay Minerals sofreu com paralisações operacionais no Peru, mostrando dependência elevada da região. A Boeing segue em um momento desafiador, com novos custos no 777X e pressão contínua sobre o seu fluxo de caixa, reforçando que seus desafios operacionais continuam.

O Grande ciclo de Capex de IA das mega techs segue acelerando

A revisão positiva de aproximadamente US\$ 60 bilhões no capex dos hyperscalers pelo consenso de mercado, após a temporada de resultados, somada a balanços ainda muito sólidos das Big Techs, reforça nossa visão construtiva sobre a temática de IA e para a continuidade do ciclo de investimentos em infraestrutura digital.

No 3T25, as Big Techs apresentaram um trimestre robusto, ainda que com dinâmicas distintas entre as teses. O principal destaque foi a Amazon, que entregou aceleração consistente na AWS, com crescimento de 20% a/a, expansão de margens e guidance de lucro operacional acima do consenso, evidenciando a força estrutural dos negócios de nuvem e publicidade. A Alphabet também reportou um trimestre sólido, superando US\$ 100 bilhões em receita, com avanço expressivo no Google Cloud (+34% a/a), enquanto se prepara para um ciclo recorde de investimentos em IA e data centers.

A Nvidia segue como o principal termômetro do ciclo de investimentos em IA, com lucro cerca de 3% acima do consenso e guidance para o 4T25 revisado positivamente e acima do consenso. Mesmo com volatilidade de curto prazo

relacionado ao cenário macro, a tese permanece no centro da criação de valor em computação acelerada e IA, impulsionada pela forte demanda dos hyperscalers.

A Apple apresentou números sólidos, com recordes em iPhone e serviços e LPA acima do esperado, sustentada por uma maior eficiência operacional e monetização crescente da base instalada, embora seu posicionamento em IA permaneça mais dependente de parcerias do que seus pares e com uma estratégia leve em ativo.

A Microsoft seguiu em trajetória positiva, com crescimento de 40% a/a no Azure e expansão de margens mesmo em um ciclo intensivo de investimentos, reforçando sua posição competitiva em computação em nuvem.

A Meta teve um trimestre mais fraco: receita recorde e forte engajamento no Family of Apps, mas com despesas mais altas e capex de IA crescente, o que pressionou as margens no curto prazo. Já o maior destaque negativo da temporada foi a Tesla, que reportou LPA abaixo do consenso, margens menores por gastos em IA e reestruturação operacional.

Carteira para Dezembro/25 | Walmart e Eli Lilly entram; Coinbase e Uber saem

Fizemos ajustes neste mês para tornar o portfólio mais equilibrado e seguimos com uma visão otimista em relação à inteligência artificial como uma tese estrutural. Apesar dos ventos contrários observados recentemente, eles não alteram nossa visão, já que a rentabilidade dos hyperscalers permanece elevada e seus balanços seguem pouco alavancados, oferecendo ampla flexibilidade financeira para sustentar os investimentos em IA. Além disso, vemos o financiamento circular como um fenômeno transitório: o ciclo de investimento em IA deve perdurar pelos próximos anos, com tendência de redução desse tipo de estrutura à medida que os projetos amadurecem e a geração própria de caixa ganha ainda mais relevância.

Destacamos também que o consenso de mercado subestimou nos últimos 2 anos, o grau de investimento realizado pelos hyperscalers, se 100% do fluxo de caixa operacional dessas empresas fosse direcionado a IA, os investimentos poderiam ultrapassar US\$ 750 bilhões em 2026, reforçando nossa leitura de que estamos em um estágio intermediário do ciclo de investimento de infraestrutura em IA, e não próximo do final.

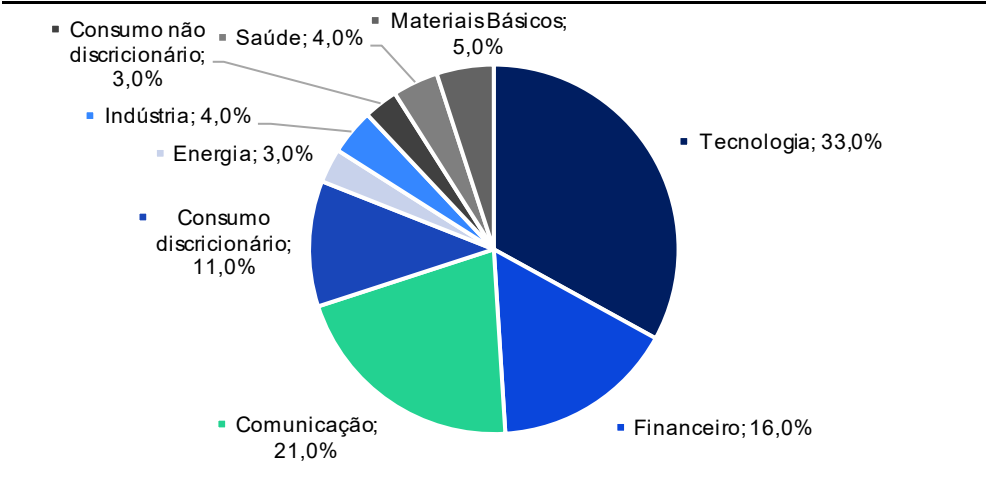
Apesar do rally recente, aumentamos a exposição em Alphabet em 1%, em função dos avanços de performance do seu modelo proprietário, o Gemini, e da maior competitividade dos seus chips (TPUs), além da sua plataforma de cloud, que, em conjunto, formam uma solução integrada de IA e fortalecem a posição competitiva da Alphabet.

Incluimos Walmart (3%) devido ao forte momento operacional registrado no 3T25 com o e-commerce crescendo 27% ao ano e a receita de publicidade nos EUA subindo 33% ao ano, o que reforça a tese de crescimento e resiliência. Também adicionamos Eli Lilly em 3%. O setor de saúde voltou a superar o S&P 500 nos últimos dois meses, após perder participação nos últimos três anos (queda de participação no índice de ~15% para ~10%). Além disso, tivemos uma melhora do ambiente regulatório: acordos recentes do governo federal dos EUA com a companhia ampliaram o acesso a medicamentos de combate a obesidade e diabetes via o Medicare, o que aumenta significativamente o mercado endereçável total da companhia.

Nas saídas, reduzimos a exposição a ativos mais sensíveis ao risco. Zeramos a posição em Uber (-5%) para diminuir a participação em teses de long duration, em meio a um guidance mais fraco de resultados e ao aumento da concorrência no segmento de veículos autônomos. Também retiramos a Coinbase (-3%),

diante da recente queda do mercado cripto e da ausência de catalisadores relevantes no curto prazo.

Gráfico 1: Alocação setorial da carteira (Dezembro/25)



Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

Tabela 2: Alterações da carteira (Novembro/25 e Dezembro/25)

Empresa	Setor	Categoria	Peso	Peso	Variação
			(Novembro/25)	(Dezembro/25)	
Walmart	Consumo não discricionário	Entrada	0%	3%	3.0%
Eli Lilly	Saúde	Entrada	0%	4%	4.0%
Coinbase	Financeiro	Saída	3%	0%	-3.0%
Uber	Indústria	Saída	5%	0%	-5.0%
Alphabet	Tecnologia	Alteração	7%	8%	1.0%
Total			15%	15%	0%

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

Escolhas do mês

Microsoft

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

Estamos otimistas com os avanços recentes no campo de inteligência artificial e de large language models, com a NVIDIA se consolidando como uma das principais beneficiárias dada sua posição dominante no fornecimento de data centers, com participação de aproximadamente 90%. Nossa tese de investimento em relação à companhia baseia-se em: (i) expansão dos mercados endereçáveis em IA e LLMs, como saúde e robótica; (ii) atualizações anuais da arquitetura dos chips que garantem inovação contínua de seus principais produtos; (iii) liderança tecnológica em GPUs para IA oferecendo desempenho superior e eficiência energética em relação aos principais concorrentes; (iv) ecossistema de software proprietário (CUDA e bibliotecas otimizadas).

Amazon

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 está baseada em: (i) crescimento dos serviços de nuvem via AWS; (ii) novas oportunidades de expansão em inteligência artificial; e (iii) avanço das operações de streaming via o Amazon Prime.

Meta Platforms

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 está baseada 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.

Alphabet

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 recentes 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.

Newmont

A Newmont se destaca como a maior mineradora de ouro do mundo, com liderança global, reservas superiores a 100 milhões de onças e diversificação geográfica relevante. A empresa entrega uma geração de caixa robusta, refletida em um fluxo de caixa com yield de 6,7%, bem acima da média histórica de 4%. No cenário macro, o ambiente segue favorável para os preços do ouro, sustentado pelos efeitos das tarifas da administração Trump no comércio global (hedge político) e a demanda de bancos centrais pela commodity, em especial de China, Rússia, Índia e Turquia.

Morgan Stanley

O Morgan Stanley é uma holding financeira global, atuando em três segmentos: Valores Mobiliários Institucionais (Investment Banking e Sales & Trading), Gestão de Fortunas e Gestão de Ativos. A tese de investimento baseia-se na combinação de um modelo de negócios resiliente com exposição cíclica, gerando receitas recorrentes por meio da gestão de fortunas e capturando beta de mercado através de Investment Banking e Sales & Trading. Os pilares da tese são: (i) momento positivo de resultados: no 3T25, a companhia reportou lucro por ação ajustado de US\$ 2,80, 33,3% acima do consenso (US\$ 2,10); e (ii) ambiente regulatório construtivo para o setor financeiro, com maior flexibilidade para retorno de capital aos acionistas e atividade de M&A aquecida.

Goldman Sachs

O Goldman Sachs segue bem-posicionado em um cenário de retomada da atividade econômica, com reabertura dos mercados de capitais e aumento nas transações corporativas. O crescimento das emissões de ações e do volume

de fusões e aquisições reforça a melhora do ambiente para o Investment banking, e os múltiplos atuais permanecem atrativos em comparação a ciclos anteriores de forte atividade. A ação oferece potencial de valorização caso o mercado de IPOs, follow-ons e grandes fusões continue aquecido e o ambiente regulatório siga favorável ao setor financeiro. Mantemos uma visão construtiva para os grandes bancos norte-americanos, sustentada por rentabilidade estruturalmente superior, com retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) significativamente acima dos bancos regionais.

Walmart

O Walmart apresentou resultados sólidos no 3T25, com o LPA 3,3% acima do consenso e receita +5,8% a/a, impulsionadas por e-commerce (+27%) e publicidade nos EUA (+33%), enquanto a revisão positiva do guidance de 2025 reforça a visibilidade operacional da companhia. A troca de CEO foi anunciada, com John Furner assumindo a partir de fevereiro de 2026 após mais de 30 anos na companhia, sinalizando continuidade estratégica e disciplina na alocação de capital, dado seu papel central na evolução da publicidade, Walmart+, cadeia logística e e-commerce.

Netflix

A Netflix atua na prestação de serviços de entretenimento via streaming. A companhia oferece séries de TV, documentários, longas-metragens e jogos em diversos gêneros e idiomas. Temos uma visão otimista para a tese de investimento baseada em escala global e efeitos de rede na plataforma, uso de dados proprietários para orientar produção e marketing, além de novas avenidas de crescimento como o plano com anúncios, um pipeline consistente de franquias e a vertical de ao vivo com WWE e NFL. O evento tributário no Brasil de US\$ 600 milhões no 3T25 foi pontual e não recorrente, com uma queda de aproximadamente 10% nas ações após os resultados, abrindo um ponto de entrada mais atraente em termos de valuation, com a companhia negociando a aproximadamente 42x lucros para 2026E

TSMC

A 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.

Eli Lilly

A Eli Lilly atua na comercialização de produtos farmacêuticos. A tese de investimento da empresa está baseada em: (i) atuação em um setor com altas barreiras de entrada e sólida geração de caixa; (ii) comercialização do Tirzepatide, medicamento destinado ao combate a diabetes e obesidade, comum mercado endereçável de US\$ 100 bilhões por ano, (iii) melhoria do ambiente regulatório após o acordo de fornecimento de medicamentos do GLP1 com o governo dos EUA, aumentando o mercado endereçável da companhia em 30 milhões de novos potenciais clientes.

The Williams Companies

A Williams Companies é uma empresa de midstream de energia que opera aproximadamente 33% do gás natural dos Estados Unidos. Seu modelo de negócio é baseado em infraestrutura regulada, com receitas provenientes de tarifas de transporte e armazenamento em contratos de longo prazo, majoritariamente no formato take or pay, o que garante previsibilidade e estabilidade de fluxo de caixa, menos sujeito à volatilidade dos preços de commodities do que os produtores upstream. A companhia combina perfil defensivo com exposição a tendências estruturais: o gás natural ganha relevância na transição energética ao substituir o carvão na geração elétrica e

suprir a demanda crescente de indústrias intensivas em energia, como data centers e fábricas de baterias. Além disso, os investimentos recentes em energia impulsionados pela temática de inteligência artificial reforçam a necessidade de expansão da infraestrutura de transporte e processamento de gás para suprir a demanda dos hyperscalers.

Berkshire Hathaway

A Berkshire Hathaway é uma holding diversificada com operações em seguros, energia, ferrovias, setor financeiro e bens de consumo não discricionário. Suas principais posições são Apple (22,3%), American Express (18,9%), Bank of America (11,1%), Coca-Cola (10,9%) e Chevron (6,8%). A performance recente mais fraca reflete preocupações com a sucessão de Warren Buffett, mas acreditamos que a liderança de Greg Abel tende a assegurar a continuidade estratégica de alocação eficiente de capital da holding em 2026.

Raytheon

A Raytheon se destaca como uma das principais fornecedoras globais em defesa, aviação e sistemas espaciais, posicionada para capturar o aumento estrutural da demanda por segurança em meio à maior volatilidade geopolítica. Com os países europeus ampliando os gastos militares para até 5% do PIB, o setor vive um momento de inflexão, refletido na performance dos ETFs de defesa no acumulado do ano.

Tabela 3: Carteira de ações internacionais | Dezembro /25

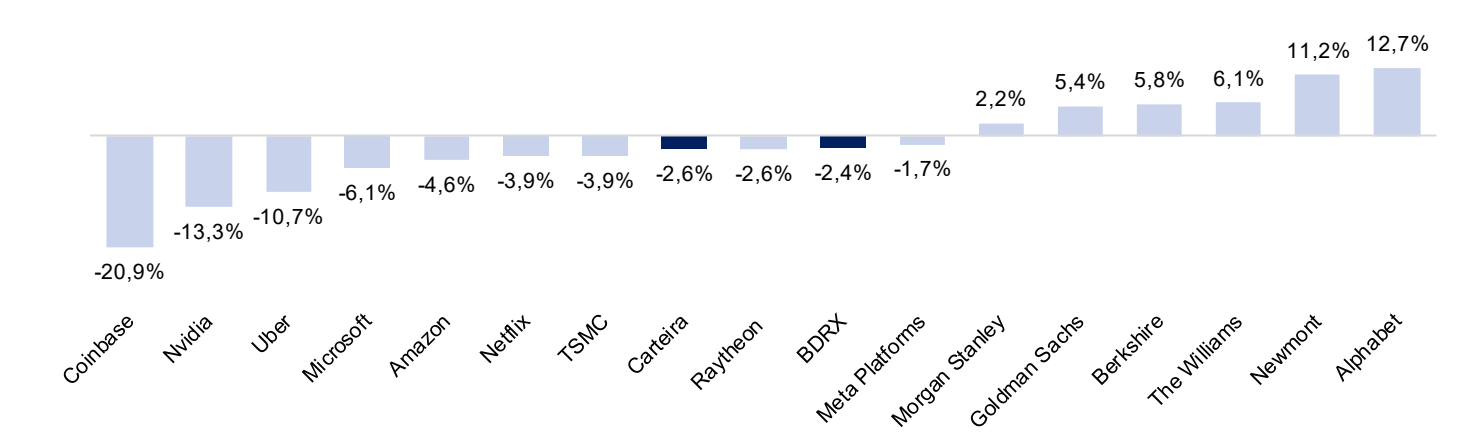
Empresa	Peso	Valor de Mercado (em bilhões de US\$)	P/L		LPA CAGR 24E-26E	ROE (%)	
	(%)		2025E	2026E		2025E	2026E
Nvidia	13%	4,301	37.8x	23.2x	92.6%	100.8%	91.3%
Alphabet	8%	3,863	29.4x	27.1x	16.2%	33.2%	30.7%
Microsoft	14%	3,657	30.8x	26.2x	16.3%	31.8%	29.4%
Amazon	11%	2,493	27.2x	24.9x	17.5%	22.1%	19.8%
Meta Platforms	8%	1,634	22.6x	19.5x	14.8%	29.7%	28.9%
TSMC	6%	1,512	28.6x	24.4x	30.9%	33.4%	32.3%
Berkshire	4%	1,111	24.2x	24.3x	12.5%	9.0%	6.3%
Eli Lilly	4%	1,017	45.5x	33.8x	57.6%	103.6%	80.6%
Walmart	3%	881	42.0x	37.3x	10.8%	21.9%	21.5%
Netflix	5%	456	45.9x	36.1x	22.9%	39.6%	45.2%
Morgan Stanley	6%	270	17.1x	16.1x	17.7%	16.1%	16.1%
Goldman Sachs	6%	257	16.9x	14.9x	17.1%	14.3%	15.3%
Raytheon	4%	235	28.2x	25.8x	10.1%	13.2%	14.1%
Newmont	5%	99	14.3x	11.8x	52.8%	22.0%	21.9%
The Williams	3%	74	28.9x	26.3x	11.0%	19.9%	21.4%
Mediana			28.6x	24.9x	17.1%	22.1%	21.9%

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

Desempenho

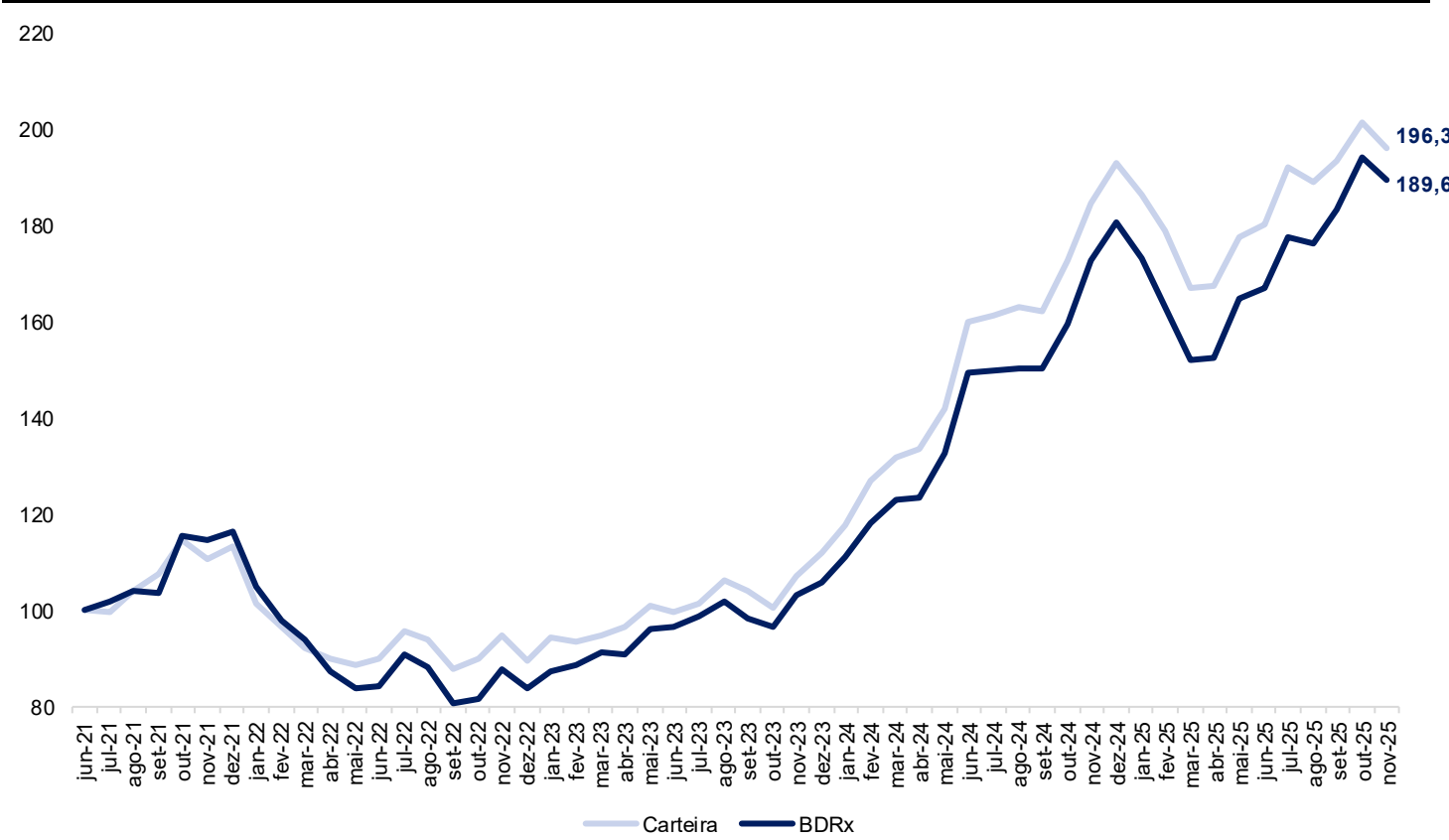
No último mês, a carteira de ações internacionais apresentou queda de -2,6%, (vs. BDRX com -2,4%). Desde o início (14/07/2021), a carteira recomendada apresentou um retorno de 6.7 p.p acima do BDRX.

Gráfico 2: Rentabilidade no mês de Novembro/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%	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%	1.7%	6.6%	-1.7%	2.4%	4.2%	-2.6%		1.8%	4.8%	96.3%	89.6%

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 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, 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