

# Carteira de ações internacionais

Equity Research  
Banco BTG Pactual S.A.

Janeiro 2026

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 empresas 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 | Crescimento reacelera com demanda doméstica sólida; inflação pós-shutdown exige cautela e mantém cortes do Fed no radar**

O PIB acelerou no 3T25 para +4,3% t/t anualizado (vs +3,8% revisado), impulsionado por consumo e serviços (+3,7%). O investimento estabilizou (-0,3%) após a queda do 2T, com capex não residencial resiliente (+2,8%) compensando a fraqueza do residencial, e governo (+2,2%) e setor externo ajudando. Revisamos o crescimento para 2,2% em 2025 e 2,6% em 2026, com viés de alta, migrando de “soft landing” para momentum mais sustentado via normalização do mercado de trabalho e efeito defasado da flexibilização do Fed. Para 2026, capex de IA e o OBBBA seguem como pilares da nossa visão construtiva. Na inflação, headline e núcleo vieram abaixo do “normal”, mas com ruído: o shutdown afetou a coleta e elevou imputação/carry-forward em out/nov. Mantemos a expectativa de CPI em ~3,0% a/a no fim do ano e ~2,5% em 2026, sustentando dois cortes em 2026 e taxa terminal em 3,00%–3,25%.

### **Carteira para Janeiro/26 | Broadcom entra; Netflix e The Williams Companies saem; aumento em Eli Lilly, Walmart e Newmont**

Em janeiro, estamos aumentando a exposição à infraestrutura de inteligência artificial com a entrada da Broadcom. A empresa oferece exposição direta ao ciclo de infraestrutura de IA e maior previsibilidade de resultados, com participação relevante das receitas de software. Destacamos que a companhia passou a negociar em patamares de múltiplos mais atrativos após a recente queda pós-resultado, que enxergamos como uma realização natural depois da forte performance em 2025.

Retiramos a Netflix da carteira de ações internacionais após a escalada da disputa com a Paramount pelos ativos da Warner. O mercado vem precisando um cenário mais desfavorável para a companhia, com um prêmio mais elevado para concluir a aquisição e maior risco regulatório, dado o potencial de elevação da concentração no segmento de streaming e eventuais carve outs caso a transação seja concluída pela Netflix. Também retiramos a The Williams Companies após a performance fraca em dezembro, além de uma leitura recente de inflação mais comportada. Por fim, outros ajustes incluíram o aumento da exposição a temas seculares, como medicamentos GLP-1 via Eli Lilly, e ao ouro via Newmont, considerando o forte movimento técnico de compra do metal por bancos centrais, além de um aumento marginal de exposição em Walmart para maior equilíbrio do portfólio.

**Tabela 1: Carteira de ações internacionais | Janeiro/26**

Empresa	Valor de mercado (em bilhões de US\$)	Setor	Código (BDR)	Código (EUA)	Peso (%)
Nvidia	4,557	Tecnologia	NVDC34	NVDA	13%
Alphabet	3,791	Comunicação	GOGL34	GOOGL	8%
Microsoft	3,623	Tecnologia	MSFT34	MSFT	14%
Amazon	2,486	Consumo Discretionário	AMZO34	AMZN	11%
Meta Platforms	1,679	Comunicação	M1TA34	META	8%
Broadcomm	1,659	Tecnologia	AVGO34	AVGO	5%
TSMC	1,554	Tecnologia	TSMC34	TSM	6%
Berkshire	1,089	Financeiro	BERK34	BRK/B	4%
Eli Lilly	1,021	Saúde	LILY34	LLY	5%
Walmart	892	Consumo não Discretionário	WALM34	WMT	4%
Morgan Stanley	285	Financeiro	MSBR34	MS	6%
Goldman Sachs	275	Financeiro	GSG34	GS	6%
Raytheon	247	Indústria	RYTT34	RTX	4%
Newmont	111	Materiais básicos	N1EM34	NEM	6%

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

## Macro | Crescimento reacelera com demanda doméstica sólida; inflação pós-shutdown exige cautela e mantém cortes do Fed no radar

O PIB ganhou tração no 3T25 (+4,3% t/t anualizado, acima do 3,8% revisado), com uma aceleração ampla puxada por consumo das famílias e uma recuperação forte em serviços (+3,7%). O investimento deixou de piorar (-0,3%) após a queda do 2T, e o capex não residencial segue resiliente (+2,8%) e compensa a fraqueza do residencial, enquanto gastos do governo (+2,2%) e o setor externo também contribuíram como ventos favoráveis. Com isso, revisamos a nossa projeção de crescimento para 2,2% em 2025 e 2,6% em 2026, com viés de alta, trocando a tese de “soft landing” por momentum mais sustentado, apoiado pela normalização do mercado de trabalho e pelo efeito defasado da flexibilização do Fed. Olhando para 2026, destacamos o capex ligado à IA e o OBBBA como pilares essenciais, e vemos a política comercial caminhando para um fator líquido positivo. Bo curto prazo, efeitos de base de comparação do shutdown devem aumentar o headline do PIB no 1T26.

Na inflação, headline e núcleo voltaram a surpreender para baixo versus o que a dinâmica “normal” mensal sugeriria, mas o sinal vem com ruído: a ausência de coleta de preços de referência em outubro implica maior uso de imputação/carry-forward, reduzindo a confiabilidade das leituras de out/nov. A mensagem, portanto, é dupla: ainda é crucial monitorar repasse de tarifas e a inércia de serviços, porém os próximos dados exigem cautela adicional pela piora na qualidade da coleta e na construção do índice durante o período de paralisação. Mantemos CPI em torno de 3,0% a/a no fim do ano e acomodação para 2,5% em 2026 (com resiliência nesse nível), o que sustenta nosso cenário de dois cortes de juros em 2026, levando a taxa terminal para 3,00%–3,25% em 2026.

## Carteira para Janeiro/26 | Broadcom entra; Netflix e The Williams Companies saem; aumento em Eli Lilly, Walmart e Newmont

Em janeiro, estamos aumentando a exposição à infraestrutura de inteligência artificial com a entrada de Broadcom. A empresa apresenta três catalisadores: exposição direta ao ciclo de infraestrutura de IA, previsibilidade dos resultados com participação relevante das receitas de software e um ponto de entrada mais atrativo após a correção recente pós-resultado.

Vemos a Broadcom como uma tese de “qualidade + crescimento”, agora com melhor assimetria depois da queda em dezembro, justamente em um momento em que a infraestrutura de IA (chips customizados e networking) segue como gargalo, com demanda robusta e oferta ainda apertada.

A companhia vem assinando contratos de longo prazo com nomes centrais do ecossistema e IA (Alphabet, Meta, Anthropic e OpenAI), o que tende a reduzir

a volatilidade da demanda e aumentar a confiança no aumento da produção de chips customizados. Por fim, o momento de resultados é positivo, com os últimos resultados, apresentando aumento da receita de semicondutores para IA de 74% a/a, reforçando o bom momento operacional e elevada visibilidade, com backlog próximo de US\$73 bilhões em pedidos de hardware de IA e guidance da companhia que a receita de IA pode dobrar em 2026.

Retiramos a Netflix da carteira de ações internacionais após a escalada da disputa pela Warner com a Paramount: (i) A Netflix está estruturando até US\$25 bilhões em financiamento para viabilizar a compra dos ativos de estúdio e streaming da Warner (HBO/HBO Max): Uma linha de crédito rotativa de US\$5 bilhões e dois empréstimos que, juntos, somam US\$20 bilhões.

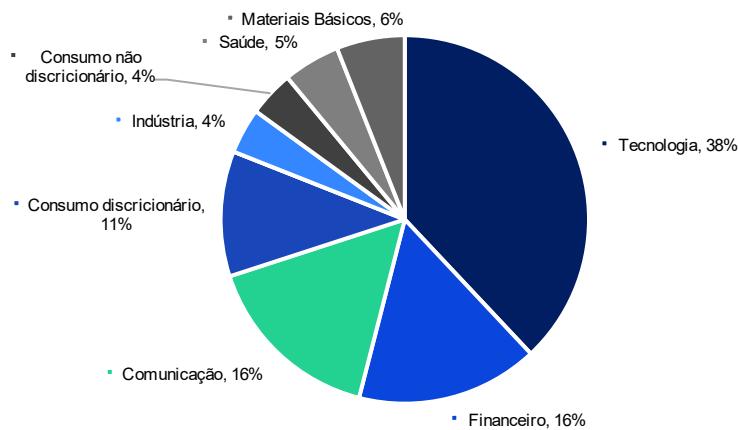
No centro das atenções do mercado, está o risco de uma disputa competitiva. A proposta original da Netflix foi de US\$72 bilhões, equivalente a US\$27,75 por ação (dinheiro+ ações) para o negócio de estúdios e streaming após o split da WBD. Do outro lado, a Paramount lançou uma oferta hostil de US\$30 por ação, 100% em caixa, o que totaliza US\$77,9 bilhões de equity (e cerca de US\$108,4 bilhões incluindo dívida).

Na prática, o mercado está especificando um cenário mais desfavorável para a Netflix com um maior nível de prêmio para concluir a aquisição e risco regulatório devido ao aumento da concentração de mercado no segmento de streaming com potenciais carve outs, caso a transação seja concluída pela Netflix. Nesse cenário, preferimos retirar a companhia da carteira.

Estamos também retirando a The Williams Companies após a performance fraca em dezembro e a leitura recente de inflação mais comportada, com o núcleo do CPI em 2,6% a/a em novembro, acima da meta do FED de 2,0%, mas com sinais de arrefecimento e uma composição mais benigna após os últimos dados.

Por fim, outros ajustes incluíram o aumento da exposição a temas seculares, como medicamentos GLP-1 via Eli Lilly, e ao ouro via Newmont, considerando o forte movimento técnico de compra do metal por bancos centrais, além de um aumento marginal da exposição em Walmart para um maior equilíbrio do portfólio.

**Gráfico 1: Alocação setorial da carteira (Janeiro/26)**



Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

**Tabela 2: Alterações da carteira (Dezembro/25 e Janeiro/26)**

Empresa	Setor	Categoria	Peso (Dezembro/25)	Peso (Janeiro/25)	Variação (%)
Broadcom	Tecnologia	Entrada	0%	5%	5%
The Williams	Energia	Saída	3%	0%	-3%
Netflix	Financeiro	Saída	5%	0%	-5%
Newmont	Materiais básicos	Alteração	5%	6%	1%
Eli Lilly	Saúde	Alteração	4%	5%	1%
Walmart	Consumo não discricionário	Alteração	3%	4%	1%

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 está baseada 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.

## **Broadcom**

A Broadcom atua no design de semicondutores (ASIC - Circuito integrado de aplicação específica) e soluções de software, posicionada no centro da infraestrutura de IA (chips customizados e networking) e com a aquisição da VMware trazendo maior previsibilidade (as receitas de software representam ~42% da receita). Nossa tese de investimento está baseada em: (i) A queda recente de ~15% em dezembro pós-resultados, por receio do mercado redução das margens, abriu um ponto de entrada importante para o ativo, negociando a 35x lucro em 2025, uma queda de 18% em relação aos múltiplos de novembro/25, (ii) Forte momento de curto prazo, com a receita de semicondutores para IA nos últimos resultados crescendo 74% a/a, (ii) Estamos diante de um ponto de inflexão na infraestrutura de IA, com contratos de longo prazo com players relevantes do setor como Alphabet, Meta, Anthropic e OpenAI, (ii) A visibilidade é elevada, com backlog aproximado de US\$73 bilhões em pedidos de hardware de IA e a Broadcom indicando que a receita de IA deve dobrar em 2026.

## **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 5,5%, 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.

## **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 Tirzepatilde, 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.

## **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.

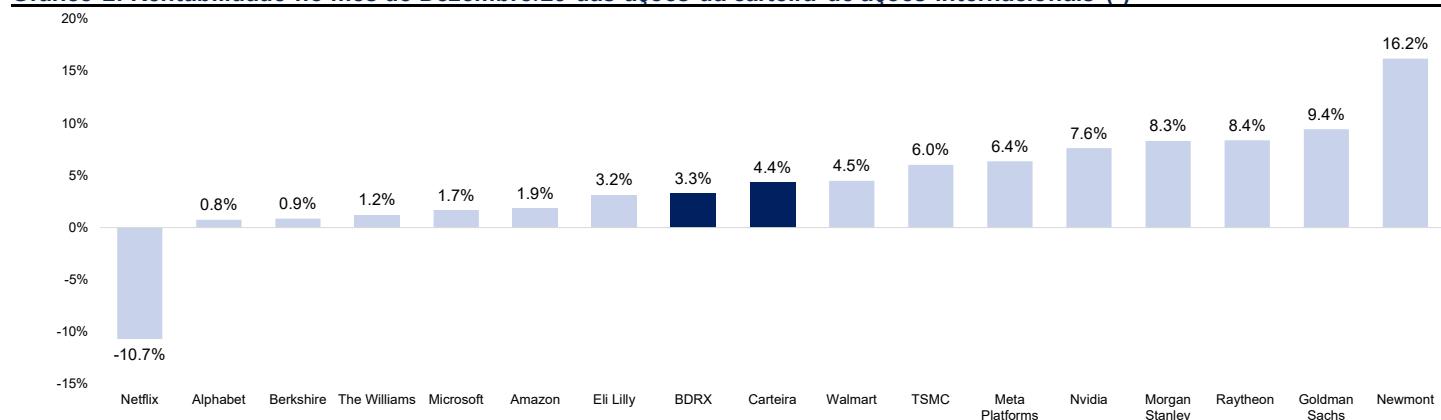
**Tabela 3: Carteira de ações internacionais | Janeiro/26**

Empresa	Peso	Valor de Mercado	P/L		LPA	ROE (%)	
	(%)	(em bilhões de US\$)	2026E	2027E	CAGR 25E-27E	2026E	2027E
Nvidia	13%	4.557	40.0x	24.3x	60.3%	91.9%	78.0%
Alphabet	8%	3.791	28.7x	26.5x	9.2%	31.4%	28.4%
Microsoft	14%	3.623	30.5x	26.0x	18.5%	29.4%	27.3%
Amazon	11%	2.486	27.2x	24.9x	19.3%	19.7%	19.0%
Meta Platforms	8%	1.679	23.0x	19.8x	14.9%	28.8%	25.6%
Broadcomm	5%	1.659	35.5x	25.3x	43.0%	48.9%	50.0%
TSMC	6%	1.554	29.3x	24.7x	20.2%	32.6%	30.6%
Berkshire	4%	1.089	23.7x	23.8x	3.7%	6.3%	6.2%
Eli Lilly	5%	1.021	45.3x	33.2x	29.8%	80.4%	61.1%
Walmart	4%	892	42.3x	37.6x	8.1%	21.6%	21.8%
Morgan Stanley	6%	285	18.0x	16.9x	5.8%	16.1%	16.9%
Goldman Sachs	6%	275	18.1x	16.0x	7.9%	15.3%	16.0%
Raytheon	4%	247	29.7x	27.2x	9.2%	14.0%	15.0%
Newmont	6%	111	15.7x	12.6x	13.7%	22.7%	19.1%
<b>Mediana</b>			<b>29.0x</b>	<b>24.8x</b>	<b>14.3%</b>	<b>25.7%</b>	<b>23.7%</b>

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

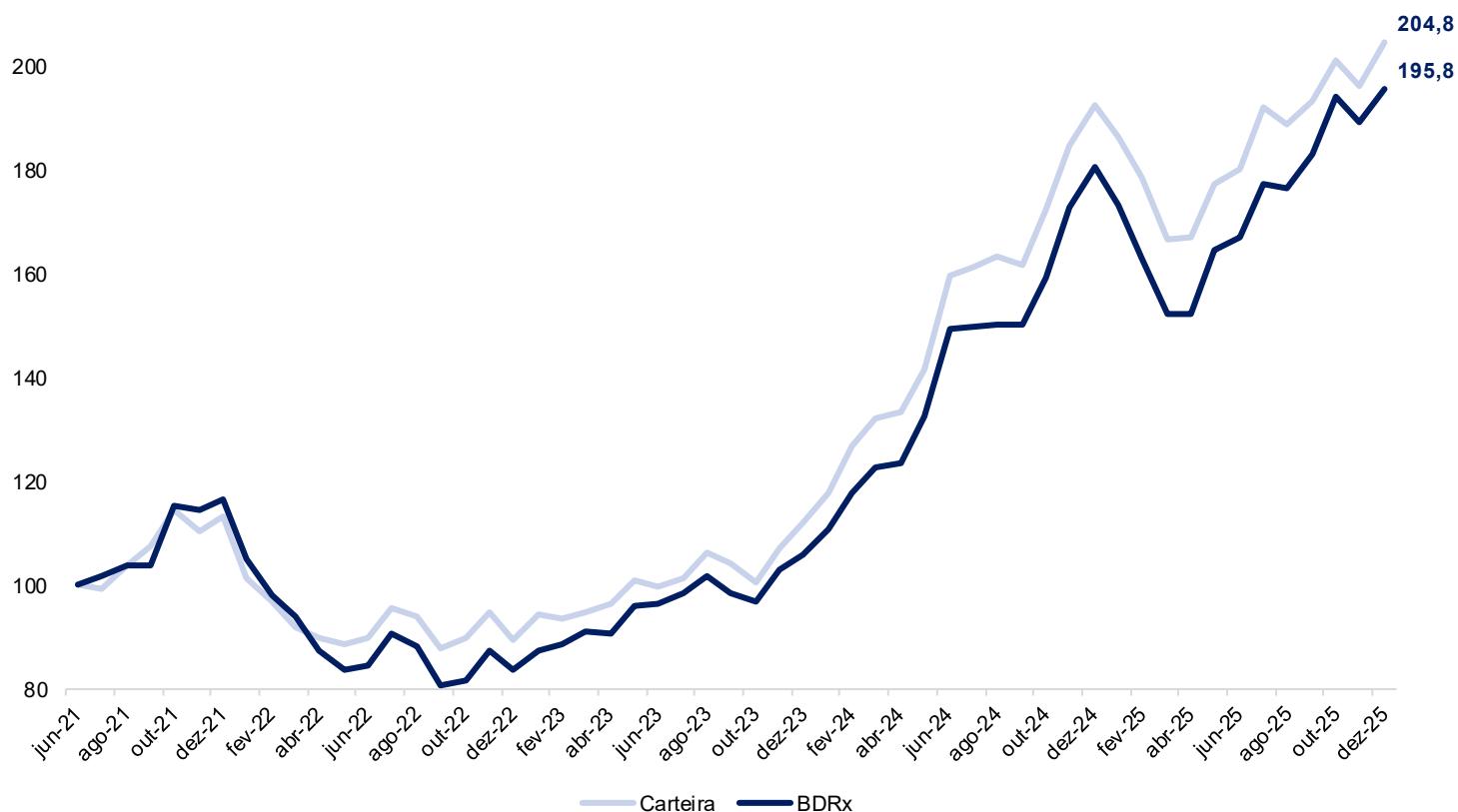
## Desempenho

No último mês, a carteira de ações internacionais apresentou alta de 4,4%, (vs. BDRX com 3,3%). Desde o início (14/07/2021), a carteira recomendada apresentou um retorno de 9.0 p.p acima do BDRX.

**Gráfico 2: Rentabilidade no mês de Dezembro/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%	6.0%	1.7%	6.6%	-1.7%	2.4%	4.2%	-2.6%	4.4%	6.2%	8.3%	104.8%	95.8%

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 resultarem 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 obrigações 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](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)