



Carteira de ações internacionais

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Fevereiro 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 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

EUA: equilibrando exuberância macro com agenda externa volátil

A economia dos EUA segue crescendo acima do potencial, sustentada pela demanda doméstica privada, com consumo das famílias acima de 3% e contribuição relevante do capex em IA, que adicionou cerca de 0,75 ponto percentual ao crescimento recente. Esse pano de fundo, combinado ao impulso fiscal pós-OBBBA, aos efeitos defasados da política monetária e à menor pressão tarifária, sustenta a aceleração do PIB de 2,2% em 2025 para algo próximo de 2,75% em 2026.

O mercado de trabalho mostra estabilização, com redução do desemprego e normalização na geração de vagas, reforçando a resiliência do ciclo. No curto prazo, a inflação deve enfrentar pressões sazonais. Nesse contexto, o Fed pausou os cortes de juros em janeiro e deve permanecer em compasso de espera ao longo do primeiro semestre. Se houver flexibilização, ela tende a ocorrer apenas a partir de junho, com dois cortes de 25 bps. Por fim, a escolha de Kevin Warsh para o Fed por Trump surpreendeu positivamente os mercados por sinalizar continuidade institucional.

Carteira para Fevereiro/26 | Entra Royal Caribbean Cruises e Tesla; saem Berkshire Hathaway e Morgan Stanley

As alterações na carteira refletem uma visão mais construtiva para o ciclo global, com aumento seletivo de risco e maior exposição a teses cíclicas e temáticas. A performance recente reforça esse movimento, com o S&P 500 em alta de 9,0% e o Russell 2000 avançando 17,0% nos últimos seis meses, indicando rotação para ativos mais sensíveis ao crescimento econômico.

A inclusão de Royal Caribbean aumenta a exposição ao consumo discricionário, apoiada por atividade econômica resiliente, resultados sólidos no 4T25 e pelo catalisador dos tax refunds nos EUA, que devem crescer 20-30% em 2026 e impulsionar o consumo. A entrada de Tesla está baseada na melhora da narrativa estrutural relacionada a veículos autônomos e robôs humanoides, somadas à recuperação dos fundamentos do negócio de veículos elétricos após o 4T25.

A saída de Berkshire reflete a rotação da carteira para ativos com maior beta ao ciclo econômico. No setor financeiro, apesar da visão construtiva para o segmento, os múltiplos de negociação dos grandes bancos norte-americanos estão em patamares exigentes e, diante da ausência de catalisadores de curto prazo, optamos por retirar Morgan Stanley da carteira.

Tabela 1: Carteira de ações internacionais | Fevereiro/26

Empresa	Valor de mercado (em bilhões de US\$)	Setor	Código (BDR)	Código (EUA)	Peso (%)
Nvidia	4,644	Tecnologia	NVDC34	NVDA	13%
Alphabet	4,082	Comunicação	GOGL34	GOOGL	8%
Microsoft	3,195	Tecnologia	MSFT34	MSFT	14%
Amazon	2,558	Consumo Discricionário	AMZO34	AMZN	11%
Meta Platforms	1,813	Comunicação	M1TA34	META	8%
TSMC	1,714	Tecnologia	TSMC34	TSM	6%
Tesla	1,615	Consumo Discricionário	TSLA34	TSLA	5%
Broadcomm	1,571	Tecnologia	AVGO34	AVGO	5%
Eli Lilly	981	Saúde	LILY34	LLY	5%
Walmart	950	Consumo não discricionário	WALM34	WMT	4%
Goldman Sachs	291	Financeiro	GSGI34	GS	6%
Raytheon	269	Indústria	RYTT34	RTX	4%
Newmont	123	Materiais básicos	N1EM34	NEM	6%
Royal Caribbean Cruises	97	Consumo Discricionário	R1CL34	RCL	5%

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

EUA: equilibrando exuberância macro com agenda externa volátil

A economia americana segue mostrando uma dinâmica de crescimento favorável, com a demanda doméstica privada como principal catalisador no curto prazo, justificando um crescimento acima do potencial. Enquanto as famílias seguem entregando um avanço do consumo acima de 3%, continuamos vendo uma contribuição positiva do ciclo de capex em IA para a economia, que gerou uma contribuição média de 0,75 pp nas taxas anualizadas ao longo dos trimestres do ano passado. Os efeitos defasados da política monetária, o impulso fiscal pós-OBBA e a queda esperada no nível tarifário médio seguem sendo os pilares para a aceleração do crescimento do PIB de 2,2% em 2025 para 2,75% em 2026.

Esse cenário é sustentado por um mercado de trabalho que mostrou estabilização após a saída dos efeitos do shutdown das principais estatísticas, com redução da taxa de desemprego e normalização na geração de vagas. Já a inflação deve enfrentar pressão renovada neste início de ano, por fatores sazonais, além de formação de preços e repasse de tarifas, voltando a demandar atenção por parte do Fed. Ainda assim, seguimos esperando uma desaceleração do núcleo da inflação de 3% em 2025 para 2,5% em 2026, ainda acima da meta, mas sem sinalizar deterioração adicional no segundo semestre. Por sua vez, no campo da política monetária, a decisão de pausar o ciclo de cortes de juros pelo Fed em janeiro veio em linha com o esperado. A decisão foi baseada na melhora do balanço de riscos envolvendo o mercado de trabalho e em uma inflação ainda elevada. Dado o tom da comunicação, seguimos vendo um comitê em compasso de espera ao longo de todo o primeiro semestre, com cortes, se houver, a partir de junho, e apenas dois cortes de 25 bps neste ano, levando a taxa para o intervalo de 3,00%–3,25%.

Além disso, o conflito entre a Casa Branca e Powell ganhou novos contornos, o que mantém o risco de o atual chairman permanecer no Board do Fed mesmo após deixar a presidência, reduzindo a capacidade de Trump de indicar mais um membro para o colegiado. De qualquer forma, a escolha de Kevin Warsh para novo chairman surpreendeu positivamente por ser um nome menos heterodoxo, e que preserva a ideia de continuidade institucional, reduzindo o risco para o cenário local. Por fim, o nome deve enfrentar menor resistência dentro dos comitês relevantes no Senado.

No campo político, seguimos observando duas frentes relevantes: a geopolítica e a doméstica. No âmbito doméstico, a agenda de acessibilidade parece ganhar força dentro do círculo republicano, podendo demandar maior atenção de Trump em seus discursos e ações. Já no campo geopolítico e da agenda externa, Trump tem atuado em diferentes frentes (Venezuela, Irã e Groenlândia), o que tem gerado ruídos na margem e enfraquecido o dólar, exigindo maior diversificação por parte dos investidores no curto prazo.

Carteira para Fevereiro/26 | Entra Royal Caribbean Cruises e Tesla; saem Berkshire Hathaway e Morgan Stanley

As alterações na carteira refletem uma leitura mais construtiva para o ciclo global, com aumento seletivo de risco e maior exposição a teses cíclicas e temáticas. O desempenho recente reforça esse movimento: o S&P 500 acumula alta de 9,0% nos últimos seis meses, enquanto o Russell 2000 avança 17,0% no mesmo período, evidenciando rotação para ativos mais sensíveis ao crescimento econômico.

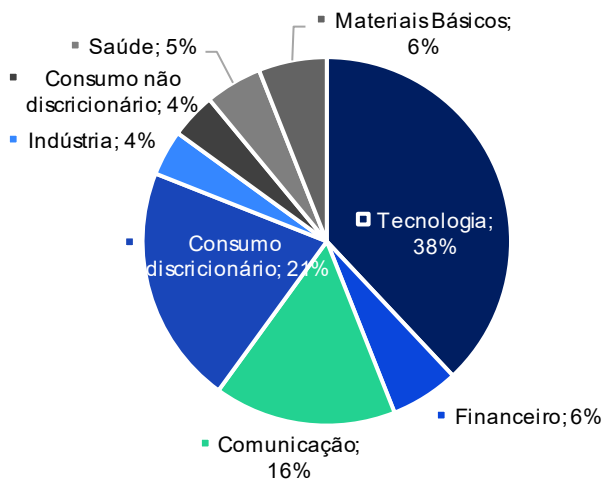
A inclusão de Royal Caribbean busca aumentar a exposição ao consumo discricionário e a teses diretamente beneficiadas por um cenário de atividade econômica resiliente. Há um catalisador relevante de curto prazo associado aos tax refunds nos EUA, que em 2026 devem crescer cerca de 20-30% segundo o consenso de mercado, funcionando como um impulso adicional ao consumo. Do ponto de vista operacional, cerca de dois terços da capacidade de 2026 já estão vendidos, nível recorde, reforçando a visibilidade de receita. Para 2026, a empresa negocia a aproximadamente 20x lucros.

A entrada de Tesla está baseada na melhora da narrativa estrutural relacionada a veículos autônomos e robôs humanoides, ao mesmo tempo em que os fundamentos do negócio legado — veículos elétricos e energia — apresentaram expansão de margens após os resultados do 4T25. O avanço do ecossistema de direção autônoma, destacado pelos recordes operacionais da Waymo e da própria Tesla, reforça os avanços tecnológicos do setor. Por fim, a companhia oferece exposição relevante à chamada IA física, com opcionalidades no médio e longo prazo; ainda que parte desse upside já esteja refletida nos múltiplos atuais, vemos espaço para um trade tático no papel.

Com o mercado rotacionando para small caps e ativos mais alavancados ao ciclo econômico, a permanência da Berkshire perde atratividade dentro do perfil de risco desejado para a carteira neste momento.

Seguimos construtivos com o setor financeiro, mas entendemos que boa parte da expansão de múltiplos já ocorreu. Os resultados do setor financeiro nos EUA já foram divulgados e o valuation dos grandes bancos encontra-se elevado, com múltiplos próximos a 2x valor patrimonial, próximos às máximas históricas. Dessa forma, a nossa estratégia está baseada em manter a exposição em Goldman Sachs, que oferece melhor assimetria para capturar um ambiente mais aquecido de mercado de capitais e investment banking, com maior sensibilidade a volumes e atividade econômica.

Gráfico 1: Alocação setorial da carteira (Fevereiro/26)



Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

Tabela 2: Alterações da carteira (Janeiro/26 e Fevereiro/26)

Empresa	Setor	Categoria	Peso	Peso	Variação
			(Janeiro/25)	(Fevereiro/25)	
Royal Caribbean Cruises	Consumo discricionário	Entrada	0%	5%	5%
Tesla	Consumo discricionário	Entrada	0%	5%	5%
Morgan Stanley	Financeiro	Saída	6%	0%	-6%
Berkshire	Financeiro	Saída	4%	0%	-4%

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) 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, (iii) 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 4,4%, 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.

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.

Royal Caribbean Cruises

A Royal Caribbean Cruises atua como uma companhia global de cruzeiros, operando uma frota diversificada e com posição de liderança no setor. Do ponto de vista operacional, a empresa já conta com cerca de dois terços da capacidade de 2026 vendidos, um nível recorde, além de manter um ritmo forte de reservas de curto prazo. Nossa tese de investimento se apoia em três pilares principais: barreiras de entrada estruturais, dada a natureza intensiva em capex do setor; liderança global da Royal Caribbean no mercado de cruzeiros; e um portfólio de marcas diversificado, que amplia a capacidade de captura de demanda em diferentes perfis de consumidores. A empresa negocia a 20x lucros para 2026.

Tesla

A Tesla atua na produção e comercialização de veículos elétricos, produtos de armazenamento de energia, painéis e telhas solares. Os principais pilares na tese de investimento da companhia são: (i) produção de veículos elétricos de baixo custo (ii) crescimento do segmento de armazenagem de energia, (iii) opções de investimento não precificadas pelo mercado, como a divisão de táxis robôs e robôs humanoides.

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 | Fevereiro/26

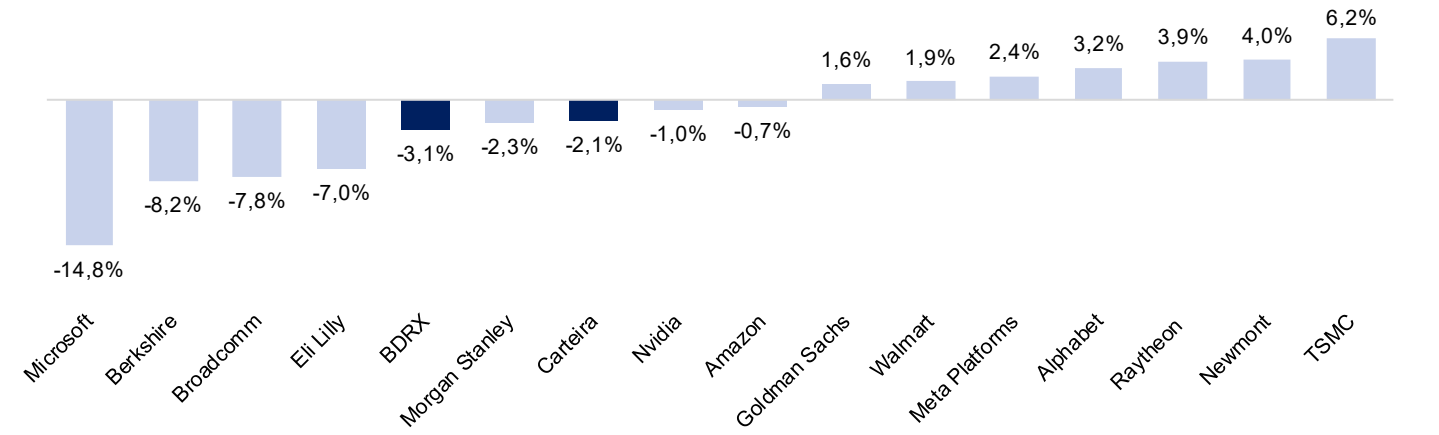
Empresa	Peso	Valor de Mercado (em bilhões de US\$)	P/L		LPA CAGR 25E-27E	ROE (%)	
	(%)		2026E	2027E		2026E	2027E
Nvidia	13%	4,644	40.8x	24.7x	60.8%	92.7%	77.2%
Alphabet	8%	4,082	30.9x	28.6x	11.2%	32.5%	29.2%
Microsoft	14%	3,195	26.0x	22.7x	18.7%	29.9%	27.4%
Amazon	11%	2,558	27.4x	25.1x	17.6%	19.8%	19.0%
Meta Platforms	8%	1,813	22.0x	19.1x	13.7%	29.2%	26.3%
TSMC	6%	1,714	23.4x	19.0x	30.0%	35.8%	34.1%
Tesla	5%	1,615	207.3x	151.8x	32.0%	6.8%	8.1%
Broadcomm	5%	1,571	33.1x	23.5x	44.5%	48.5%	48.3%
Eli Lilly	5%	981	44.3x	31.3x	32.4%	79.7%	60.5%
Walmart	4%	950	45.0x	40.0x	8.2%	21.6%	21.8%
Goldman Sachs	6%	291	16.1x	14.5x	11.1%	16.0%	16.8%
Raytheon	4%	269	29.5x	26.6x	9.3%	13.6%	14.2%
Newmont	6%	123	17.2x	12.9x	19.1%	24.7%	20.8%
Royal Caribbean Cruises	5%	97	18.2x	15.9x	13.1%	40.6%	37.0%
Mediana			28.4x	24.1x	18.1%	29.6%	26.8%

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

Desempenho

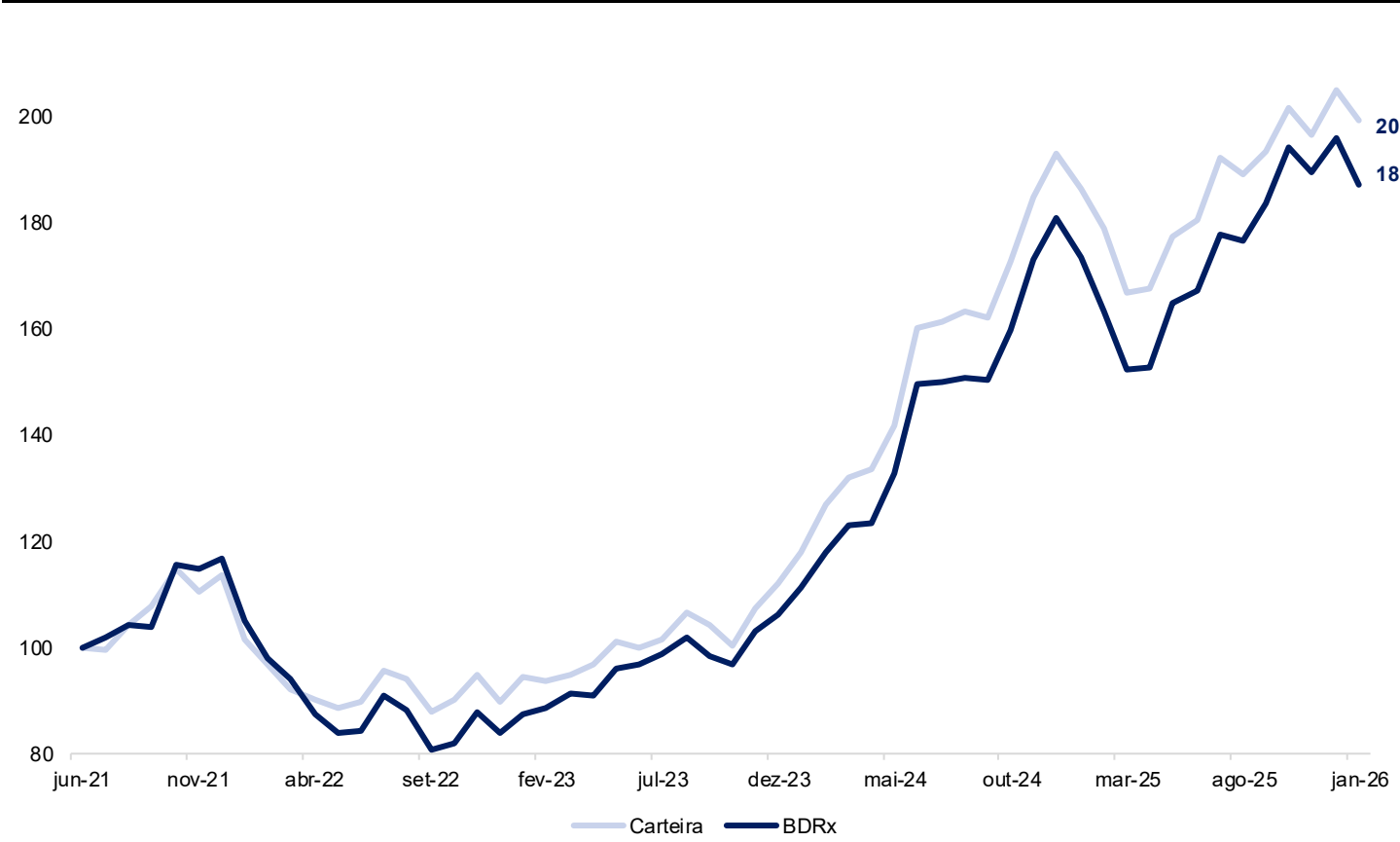
No último mês, a carteira de ações internacionais apresentou queda de 2,1%, (vs. BDRX com -3,1%). Desde o início (14/07/2021), a carteira recomendada apresentou um retorno de 10.7 p.p acima do BDRX.

Gráfico 2: Rentabilidade no mês de Janeiro/26 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%
2026	-2.1%												-2.1%	-3.1%	100.5%	89.8%

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 BTGPACTUAL 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 BTGPACTUAL 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 BTGPACTUAL S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, consequentemente, das receitas decorrentes de transações detidas pelo Banco BTGPACTUAL 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 BTGPACTUAL S.A. ("BTGPACTUAL S.A.") para distribuição apenas sob as circunstâncias permitidas pela lei aplicável. Este relatório não é direcionado a você se o BTGPACTUAL 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 BTGPACTUAL 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 BTGPACTUAL ou dados disponíveis ao BTGPACTUAL.

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 BTGPACTUAL 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 BTGPACTUAL 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 BTGPACTUAL 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 BTGPACTUAL em decorrência da utilização de diferentes premissas e critérios. Como as opiniões pessoais dos analistas podem diferir umas das outras, o Banco BTGPACTUAL 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 BTGPACTUAL. 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 BTGPACTUAL não tem obrigação de atualizar ou manter atualizadas as informações aqui contidas, exceto quando encerrar a cobertura das empresas abordadas no relatório. O BTGPACTUAL conta com barreiras de informação para controlar o fluxo de informações contidas em uma ou mais áreas dentro do BTGPACTUAL, para outras áreas, unidades, grupos ou afiliadas do BTGPACTUAL.

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 BTGPACTUAL 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 BTGPACTUAL 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 BTGPACTUAL 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 BTGPACTUAL e o BTGPACTUAL 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 BTGPACTUAL 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 BTGPACTUAL 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 BTGPACTUAL ou de suas afiliadas pode ter interesse relevante ou conflito de interesses em quaisquer serviços prestados a clientes pelo BTGPACTUAL ou por tal afiliada. As áreas de negócios dentro do BTGPACTUAL 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