# Carteira Recomendada de BDRs

## Equity Research

Banco BTG Pactual S.A.

Janeiro 2022

**Bernardo Carneiro, CFA**

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

**Bruno Lima**

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

**Arthur Mota**

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

# Carteira Recomendada de BDRs

## Objetivo da Carteira

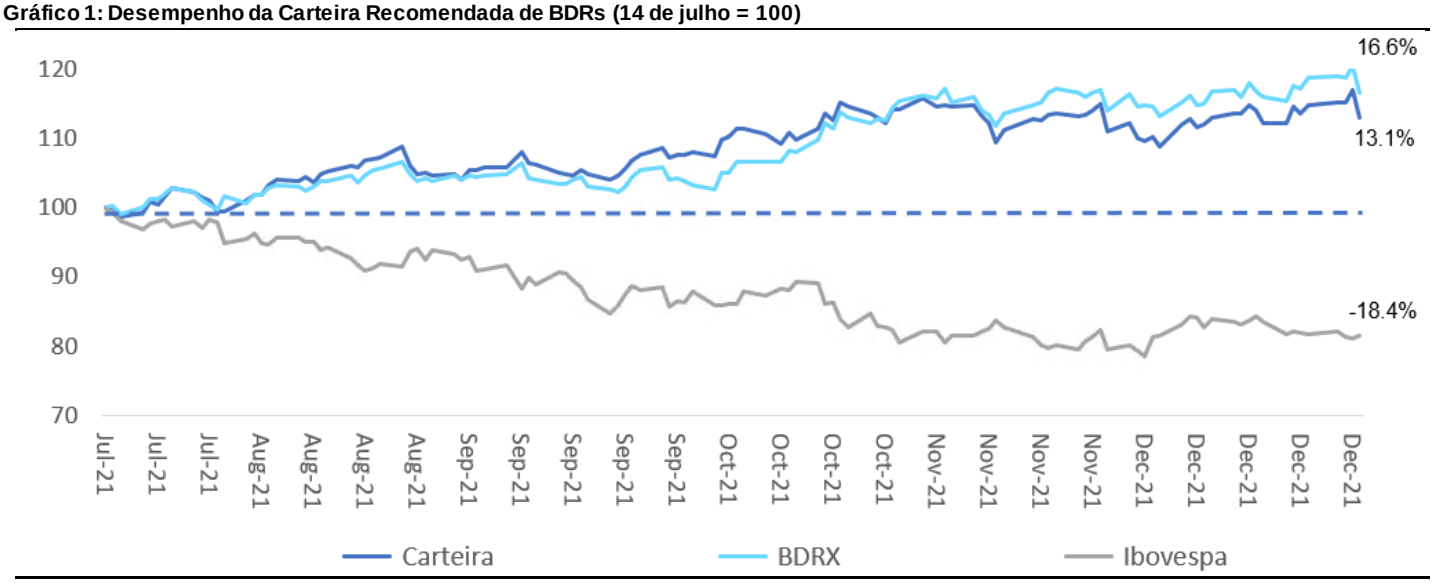
A carteira oferece as melhores oportunidades de investimento no exterior através da indicação de dez BDRs a cada mês. O processo de seleção dos BDRs é realizado pelo time de analistas e estrategistas de Research do Banco BTG Pactual, com base em uma análise conjunta dos fundamentos das companhias e do cenário econômico global. O objetivo da carteira é superar o BDRX, nosso principal *benchmark*, o índice de referência da B3 para os BDRs.

Montamos uma carteira diversificada, compondo 10 ativos de baixa correlação entre si e com características distintas. Neste mês, apresentamos uma carteira balanceando BDRs de companhias inovadoras, disruptivas, de alto crescimento e de forte geração de caixa com BDRs de empresas de alta credibilidade internacional, da velha economia, que estão se beneficiando da ampla vacinação contra a Covid-19.

## Desempenho em Dezembro

No mês passado, a carteira de BDRs teve retorno positivo de 2,7%, superior ao ganho de 1,7% do BDRX, mas abaixo da alta de 2,9% do Ibovespa. Os principais ativos que explicaram a performance positiva da nossa carteira foram: Booking e Coca-Cola com altas respectivamente de 14,7% e 8,9%. Do lado negativo, a Nvidia representou a maior queda da carteira, -9,3%. O dólar ficou praticamente estável durante o mês, desvalorizando apenas 0,85% em relação à moeda brasileira.

**Gráfico 1: Desempenho da Carteira Recomendada de BDRs (14 de julho = 100)**

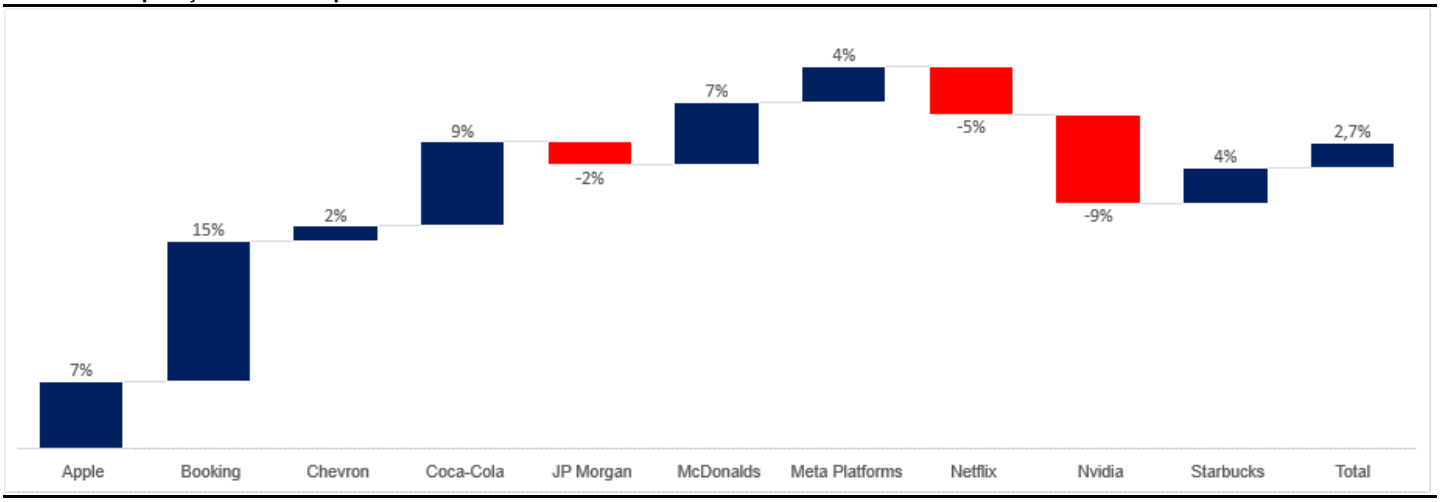



Fontes: Bloomberg e BTG Pactual

## Desempenho acumulado

No acumulado desde o seu lançamento, a carteira recomendada de BDRs teve um retorno de 13,1%, até o dia 30 de dezembro, comparado com um desempenho de 16,6% do BDRX e uma queda de 18,4% do Ibovespa. O beta da carteira, medido em relação ao principal ETF do S&P 500 no Brasil, o IVVB11, está em 0,69 quando medido desde o início da carteira, no dia 14 de julho de 2021.

**Gráfico 2: Composição do Desempenho da Carteira Recomendada de BDRs em Dezembro**




Fontes: Bloomberg e BTG Pactual

## Cenário Global

### Ômicron ganhando força no curto prazo

Após a descoberta da nova variante de Covid no final de novembro e a correção de preço provocada pelo fato, o mercado passou o último mês do ano olhando os dados de contágio, bem como os estudos adicionais sobre o tema. Em linhas gerais, foi confirmado um elevado grau de transmissibilidade (4x maior que a Delta), além de uma maior resistência às vacinas – demandando ao menos uma dose adicional. Não por acaso, o número de caso tem acelerado de forma expressiva na Europa e EUA, sobretudo durante o período festivo. Por outro lado, os estudos e os dados reais continuam apontando para uma cepa não mais letal e com menor risco nos casos graves. Nesse sentido, ao incorporar as novas informações, o mercado voltou a seu movimento de risk-on para todos os ativos cíclicos, em especial o petróleo e as ações de valor, que são mais sensíveis à atividade econômica de curto e médio prazo. Ainda devemos ver os casos acelerando em janeiro na maior parte das economias maduras, deixando esse risco ativo no radar do mercado.

### FOMC mais *hawkish*

Conforme esperado pelo nosso time macro, o Fed promoveu uma mudança de postura na última reunião de dezembro. Além de retirar a qualificação de inflação "transitória" e confirmar a aceleração da redução do programa de compra de ativos (tapering de US$ 15 bi para US$ 30 bi), encurtando o programa em 2 meses, o comitê também revisou seu cenário de juros para ao menos 3 altas ao longo de 2022. Cabe destacar que o mercado já precifica nas curvas de juros cerca de 4 altas neste ano, sendo maio o mês de maior probabilidade de início, mas não descartando o mês de março. Por sua vez, o FOMC também começou a discutir o processo de redução do balanço do Fed, que deve se tornar tema do mercado ao longo dos próximos meses.

Dessa forma, a mudança para um tom mais hawkish promoveu uma abertura da curva americana, o que limitou o apetite maior para as ações de crescimento em dezembro quando comparado às ações de valor. Ainda assim, vale pontuar que o ambiente de crescimento nos EUA ainda é muito positivo tanto para o quarto trimestre (e sua temporada de resultados), quanto para esse início de ano, além do fluxo de capital passivo ser historicamente elevado no mês de janeiro – dando suporte para a expectativa de mais um mês de performance positiva para o mercado.

### China retomando os estímulos

O mês de dezembro ficou marcado não só pela ômicron e pleo Fed, mas pela retomada da postura acomodatícia por parte da China. Primeiro com a redução da taxa de compulsório, depois com a renovação da oferta de créditos de médio prazo e por fim com a redução da taxa básica de curto prazo (prime rate de 1 ano).

Ainda que os dados de atividade continuem apontando para a acomodação de crescimento, esse movimento deve promover uma retomada a partir do segundo trimestre, sobretudo após os jogos de inverno em fevereiro e o fim das suas restrições impostas. Nesse sentido, a soma da recuperação da demanda doméstica, com uma demanda externa ainda resiliente, podem promover uma melhora de ambiente de mercado ao longo desse semestre, com impactos positivos para as economias mais expostas à China (emergentes asiáticos, Brasil, Austrália, Europa, etc). Por fim, vale destacar que os ativos chineses continuam com grande desconto não apenas contra os emergentes, mas sobretudo quando comparado aos pares dos mercados desenvolvidos.

## Manutenção dos principais temas

### Ômicron foi a principal novidade...

Os temas discutidos no mês anterior como aceleração do *tapering*, diminuição da exposição a teses ligadas a Pandemia, e momento favorável para a indústria de chips, continuaram como principais diretrizes para nossa carteira. Assim não realizamos mudanças nos ativos e em seus percentuais dentro da carteira.

Entretanto vale o destaque para a variante Ômicron, devido ao aumento de casos principalmente em países europeus e na África do Sul (local que a variante foi identificada, inicialmente). Desde o final de novembro, os mercados (e a população em geral) estão preocupados com a nova variante (rotulada pela OMS como Ômicron) descoberta na África do Sul e relatada à OMS em 24 de novembro.

Os casos relacionados à Ômicron agora alcançaram todos os continentes, com +90 países já identificando um caso. Na Europa, onde o vírus está se espalhando rapidamente, várias medidas de restrição de mobilidade já foram implementadas – por exemplo, bloqueio nacional de 3 semanas na Holanda, cancelamento da festa de Réveillon em Paris e a recente declaração do prefeito de Londres de que mais restrições são inevitáveis.

A capacidade de transmissão da nova variante é muito maior do que as cepas anteriores, com a OMS afirmando que a Ômicron tem um tempo de duplicação de 1,5-3 dias e está infectando pessoas já vacinadas ou que se recuperaram da doença. De acordo com um estudo recente de um professor da Universidade de Kyoto, a Ômicron é ~4 vezes mais transmissível em seus estágios iniciais do que a Delta e pode contornar mais facilmente as proteções imunológicas da vacina e infecções anteriores. O grande ponto de interrogação é a mortalidade dessa variante. O que estamos vendo não parece ser devastador. Um novo estudo sul-africano sugere que a Ômicron é menos agressiva do que a Delta – as chances de uma pessoa infectada com a Ômicron ser hospitalizada são 70% menores do que com a Delta. Mas a OMS diz que ainda é muito cedo para tirar qualquer tipo de conclusão sobre a mortalidade da Ômicron.

Uma comparação dos gráficos de casos e mortes na África do Sul mostra claramente que, apesar do aumento explosivo de casos no último mês, os óbitos continuam baixos – ao contrário do que vimos com todas as outras cepas. Outros países reportaram dados semelhantes. No Reino Unido, novos casos dispararam devido à Ômicron, com registros diários consecutivos para novos casos identificados. Mas o número de óbitos também continua baixo.

**Gráfico 3: Número de casos e óbitos na África do Sul**

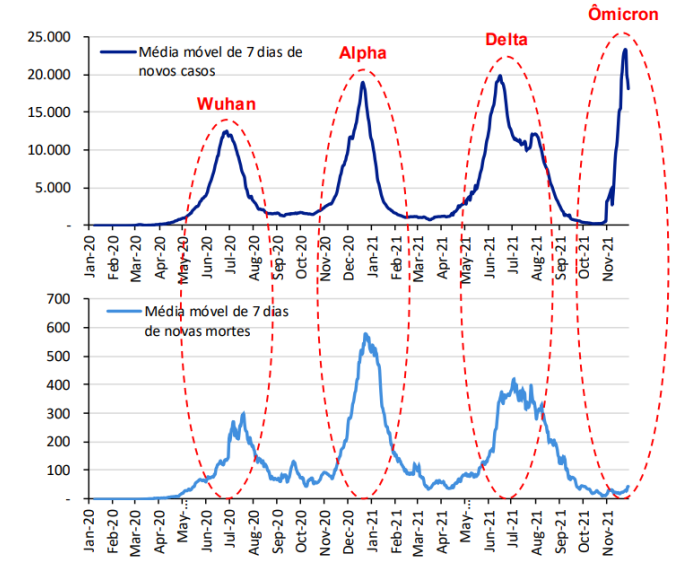
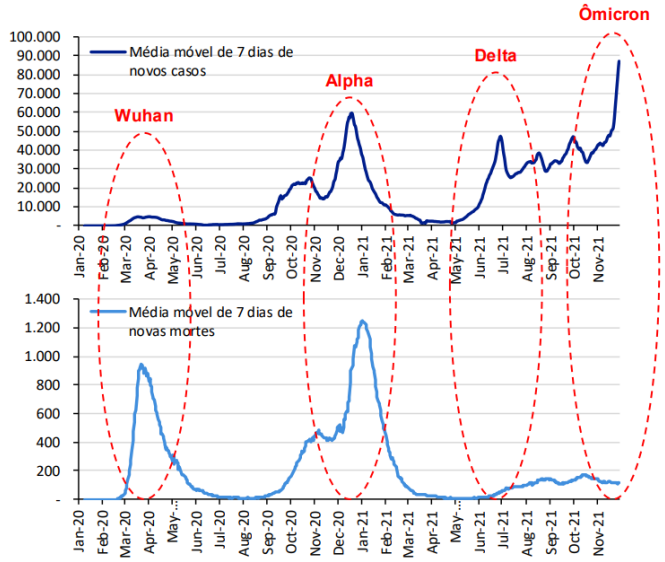



**Gráfico 4: Número de casos e mortes no Reino Unido**




Fontes: Our World in Data e BTG Pactual

**Tabela 1: Carteira Recomendada de BDRs para janeiro de 2022**

| BDR | Código | Peso ideal | Setor | Código lastro | Preço | Preço-alvo* | % potencial | P/L 2022* | Resultados |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Apple** | AAPL34 | 10% | Tecnologia | **AAPL** | **100** | **98** | -2% | **31x** | **27/01/2022** |
| **Booking Holdings** | BKNG34 | 5% | Turismo | **BKNG** | **77** | **89** | 15% | **24x** | **24/02/2022** |
| **Chevron** | CHVX34 | 10% | Oléo e Gás | **CVX** | **66** | **73** | 11% | **12x** | **21/01/2022** |
| **Coca-Cola** | COCA34 | 10% | Bebidas | **KO** | **55** | **58** | 6% | **24x** | **10/02/2022** |
| **JP Morgan** | JPMC34 | 15% | Bancos | **JPM** | **90** | **101** | 13% | **13x** | **14/01/2022** |
| **McDonald's** | MCDC34 | 10% | Restaurantes | **MCD** | **76** | **78** | 3% | **26x** | **28/01/2022** |
| **Meta Platforms** | FBOK34 | 15% | Mídia | **FB** | **68** | **80** | 19% | **22x** | **27/01/2022** |
| **Netflix** | NFLX34 | 10% | Entretenimento | **NFLX** | **68** | **77** | 13% | **45x** | **20/01/2022** |
| **Nvidia** | NVDC34 | 5% | Hardware | **NVDA** | **35** | **41** | 18% | **57x** | **24/02/2022** |
| **Starbucks** | SBUB34 | 10% | Restaurantes | **SBUX** | **657** | **685** | 4% | **34x** | **26/01/2022** |

Fonte: Bloomberg e BTG Pactual *consenso de mercado, Bloomberg

## Ativos da Carteira

### Apple (AAPL34):

Na segunda-feira dia 03 de janeiro de 2022, a Apple encostou na incrível marca de US$3 trilhões de valor de mercado, a primeira companhia na história a alcançar tal valor. A rápida adoção da tecnologia 5G nos novos modelos de iphone, que foram um sucesso nos EUA em 2021, as novidades não confirmadas sobre o projeto Titan, o carro autônomo da companhia, e o desenvolvimento de óculos e capacetes de Realidade Virtual e Realidade Aumentada, explicam o otimismo com as ações.

Segundo as estimativas dos analistas que cobrem a ação no exterior, o preço justo dela oferece um retorno potencial de queda de 2% nos próximos 12 meses, o que significa um preço alvo ao redor de R$98 para o BDR. Apesar da forte alta do BDR nas últimas semanas, optamos por manter a Apple neste mês. Contudo, iremos monitorar e reavaliar a posição ao longo de janeiro.

## Booking Holdings (BKNG34):

A Booking foi duramente atingida em 2020 com o surgimento da pandemia do covid-19, afetando a demanda por viagens de todos os tipos e provocando uma série de cancelamentos, forçando a companhia a reduzir custos, reestruturar algumas operações e assim preservar sua solvência e solidez financeira. A retomada das operações já é visível: nos nove primeiros meses de 2021, a receita líquida cresceu 44% sobre 2020, e o lucro operacional somou US$1,6 bilhão, contra um prejuízo de US$478 milhões no mesmo período do ano passado. Todavia, a incerteza quanto a novas variantes do covid-19 e futuras medidas de lockdowns ainda preocupam.

Segundo as estimativas do consenso de mercado pela Bloomberg, o preço justo da ação oferece um retorno potencial de 15% nos próximos 12 meses, o que significa um preço-alvo ao redor de R$89 para o BDR. A análise de empresas comparáveis (valuation relativo) mostrou que a ação da Booking Holdings negocia bem próxima à mediana do múltiplo EV/EBITDA projetado pelo consenso de mercado para o ano de 2022, isto é, ela estaria adequadamente precificada pelo mercado em relação aos fundamentos do setor.

## Chevron (CHVX34):

Com a recuperação dos preços do barril de petróleo desde o final de 2020, os resultados da Chevron melhoraram rapidamente. No 1º semestre de 2021, a companhia obteve preços por barril quase três vezes acima do realizado no ano anterior, divulgando receita líquida de US$ 67 bilhões, 47% acima do 1º semestre de 2020 e lucro líquido de US$ 4,5 bilhões. Segundo o consenso de mercado da Bloomberg, o lucro líquido de 2021 deverá somar US$ 16,0 bilhões, após o prejuízo de US$ 5,5 bilhões em 2020.

Além do bom momentum de resultados, que deverá perdurar ao longo de 2022, a Chevron é forte geradora de caixa. O dividend yield projetado para 2022 é de 4,9%, o maior retorno de dividendos entre as dezenas de BDRs que acompanhamos no Brasil. Além disso, a companhia tem um programa de recompra de ações de US$ 19,5 bilhões que acabou de ser retomado, com a meta de alcançar entre US$ 2 bilhões e US$ 3 bilhões por ano.

O consenso de mercado, baseado nas projeções do consenso de mercado pela Bloomberg, indica um retorno potencial de 11% em 12 meses, o que significa um preço-alvo ao redor de R$73 para o BDR. No entanto, como observamos na tabela de valuation relativo, a ação negocia com um pequeno prêmio em relação à mediana do P/L e do EV/EBITDA das empresas comparáveis no setor.

## Coca-Cola (COCA34):

Recentemente, a Coca-Cola divulgou fortes resultados no terceiro trimestre de 2021. O volume de bebidas vendido já está acima dos níveis de 2019, antes da pandemia do covid-19, e nos nove meses de 2021, acumulados até setembro, a companhia teve US$9,2 bilhões de fluxo de caixa ao acionista, um aumento de quase 50% sobre o mesmo período de 2020. A diretoria aumentou a indicação de lucro líquido para o ano, baseada na demanda observada com a reabertura dos espaços públicos, restaurantes, etc. A Coca-Cola espera que o lucro por ação em 2021 cresça entre 15% e 17% sobre o ano passado, ante uma expectativa anterior de 13% a 15% de crescimento.

O preço justo da ação, de acordo com o consenso de mercado da Bloomberg, oferece um retorno potencial de 6% em 12 meses, o que significa um preço alvo ao redor de R$58 para o BDR no Brasil. A ação da Coca-Cola nos EUA negocia bem próxima da média do múltiplo preço-lucro das companhias comparáveis, gigantes no segmento de bebidas comercializáveis não-alcóolicas e alcóolicas. No entanto, o mercado paga um prêmio pelo EBITDA da companhia, fazendo-a negociar aproximadamente 24% acima dos pares.

## JP Morgan Chase (JPMC34):

O JP Morgan Chase é um dos bancos mais capitalizados e lucrativos dos EUA, com quase US$4 trilhões de ativos e reservas de capital bem acima das exigidas pelas autoridades regulatórias. Além disso, o banco é um bom pagador de dividendos, com *dividend yield* estimado de 2,6% em dólar para 2022.

O valor justo da ação, de acordo com as estimativas do consenso de mercado do Bloomberg, oferece um retorno potencial de, aproximadamente, 13% para os próximos 12 meses, o que significa um preço alvo ao redor de R$ 101 para o BDR no Brasil. Entendemos que o Banco é um bom investimento no momento por quatro motivos principais; (i) Solidez do balanço, (ii) Beta de 1,20, e volatilidade de 5 anos de 23,8%, o que representa uma boa margem de segurança, (iv) seguidos aumentos na distribuição de dividendos, e (iv) conjuntura macroeconômica favorável impulsionando melhores resultados nos bancos devido a aumento da inclinação das taxas de juros.

## McDonald's (MCDC34):

O BDR do McDonald's tem um papel fundamental numa carteira de BDRs, pois sua forte geração de caixa, recompras de ações e solidez financeira compensam posições em ativos de rápido crescimento e inovação, como os BDRs da Netflix e da Nvidia, que carregam mais riscos. A companhia é uma verdadeira "cash cow", gerando bilhões de dólares com baixo risco de execução nas operações e retornando quase tudo aos acionistas através de dividendos e recompras de ações. A companhia tem uma marca mundialmente conhecida, um longo histórico de resultados fortes e remunera muito bem os seus acionistas.

O McDonald's é bastante saudável financeiramente, gera entre US$4 e US$5 bilhões de caixa por ano e gasta tudo isso distribuindo dividendos e recomprando suas ações no mercado, aumentando o valor para os demais acionistas (quanto menos ações, maior o lucro e maior o dividendo por cada ação remanescente). Segundo as estimativas do consenso de mercado do Bloomberg, o preço justo da ação oferece um retorno potencial de 3%, o que significa um preço alvo ao redor de R$78 para o BDR. No valuation relativo (comparando os múltiplos de resultado da companhia com os de seus pares), observamos um desconto em relação à média, o que na nossa visão é injustificado.

## Meta Platforms (FBOK34):

A vasta popularidade e penetração de mercado dos aplicativos da Meta (o Facebook, WhatsApp, o Instagram e o Messenger) se somam às economias de escala crescentes, típicas de negócios baseados em rede, gerando resultados econômico-financeiros robustos. A companhia é bastante rentável, crescendo o faturamento em torno de 26% ao ano (crescimento médio entre 2019-2022E), com margem de lucro de quase 40%, e forte geradora de caixa. A Meta gasta por ano cerca de 20% da sua receita líquida em Pesquisa e Desenvolvimento, e é o maior item de custo da companhia. No ano passado, foram gastos US$18,4 bilhões para remunerar e financiar a pesquisa de milhares de engenheiros e técnicos de softwares que trabalham no aperfeiçoamento dos aplicativos, em novos algoritmos e novas funcionalidades. E, além disso tudo, a companhia possui um balanço extremamente sólido, livre de dívidas.

Os investimentos no metaverso, com o desenvolvimento de óculos de Realidade Virtual e aplicações de Inteligência Artificial, como a construção de ambientes virtuais de realidade mista, deverão gerar receitas significativas no longo-prazo, e fundamentaram a mudança de nome da companhia.

A Meta negocia com um desconto significativo quando comparado com empresas de tecnologia de mídia e cujos modelos de negócio são baseados em engajamento, tráfego e receitas de anúncios. Segundo as estimativas dos analistas que cobrem a ação no exterior, o preço justo dela oferece um retorno potencial de 19% nos próximos meses, o que significa um preço alvo ao redor de R$80 para o BDR.

## Netflix (NFLX34):

A tecnologia blockchain e o uso da Inteligência Artificial deverão expandir muito o mercado da Netflix, melhorando a qualidade dos vídeos, a cinematografia, a edição, o upload e vários outros aspectos da produção de conteúdo. A expansão na utilização de redes sociais nos celulares, bem como a tecnologia 5G, devem amplificar mais ainda o sucesso das plataformas de streaming, que poderão ser acessadas de diversos aparelhos eletrônicos com conexões ultra rápidas.

Segundo as estimativas dos analistas que cobrem a ação no exterior, o preço justo dela oferece um retorno potencial de 13% nos próximos 12 meses, o que significa um preço alvo ao redor de R$77 para o BDR. No valuation relativo de empresas comparáveis, segundo o consenso do Bloomberg, notamos que a Netflix negocia acima dos seus pares. No nosso entendimento, a companhia merece negociar com prêmio, por sua escala, crescimento sustentável e histórico de elevada lucratividade.

## Nvidia (NVDC34):

Acreditamos que os próximos anos serão transformacionais na indústria de tecnologia voltada a aplicações de imagem e vídeo, com cada vez mais interfaces em 3-D, realidade virtual e realidade aumentada. A mudança de nome do Facebook para Meta Platforms e o salto observado no BDR da Nvidia (que subiu 142% em 2021) estão relacionadas a um novo tema, muito pouco conhecido até então: o metaverso.

O metaverso é um ambiente virtual, intangível, assim como é a Internet. Nele, serão criadas situações, cenários e experiências simultâneas ao mundo real, onde através de capacetes e óculos especiais as pessoas simularão encontros, viagens, protótipos de aviões ou automóveis, em tempo real como se estivessem se encontrando de fato, e com a ajuda de ferramentas de inteligência artificial. E de todos os BDRs que acompanhamos, o da Nvidia é o que está mais bem posicionado para este novo mundo.

Segundo as estimativas do consenso de mercado pela Bloomberg, o preço justo da ação oferece um retorno potencial de 18% nos próximos 12 meses, o que significa um preço-alvo ao redor de R$41 para o BDR. A Nvidia negocia a 57x P/L 2022E, um prêmio substancial em relação a média dos fabricantes de chips e hardwares nos EUA, o que faz sentido devido ao nicho onde está inserida e ao potencial de crescimento do metaverso. Na nossa opinião, há espaço significativo para aumento das estimativas do consenso de mercado, à medida em que a companhia avança em seus lançamentos e inovações.

## Starbucks (SBUB34):

A vacinação em massa contra o Covid-19 e a reabertura das economias com a livre circulação das pessoas, bem como o retorno aos escritórios, estão normalizando as operações da Starbucks, duramente afetada em 2020. A companhia cresce a taxas significativas, expandindo sua rede em aproximadamente 100 novas lojas por mês.

A Starbucks tem sido bastante generosa com seus acionistas, distribuindo nos últimos 3 anos aproximadamente US$ 1,8 bilhão por ano em dividendos, e em 2019 recomprou US$ 10 bilhões em ações em circulação. Ou seja, ela retornou aos acionistas mais do que 11% do seu valor de mercado naquele ano. Em 2022, a Starbucks deverá ampliar a rede de lojas em 2 mil unidades, uma expansão bem mais significativa do que a registrada em 2021, quando abriu 1.173 novas lojas (incluindo os fechamentos). A receita líquida esperada para o próximo ano fiscal deverá ficar entre US$32,5 bilhões e US$33 bilhões (o consenso de mercado projeta US$32,6 bilhões).

O consenso de mercado, baseado nas projeções dos analistas da indústria, indica um retorno potencial de 4% em 12 meses, o que significa um preço-alvo ao redor de R$ 685 para o BDR. As ações da Starbucks na bolsa norte-americana negociam com um pequeno desconto em relação aos seus pares no setor, o que vemos como injustificado, tem em vista suas vantagens competitivas (maior poder de barganha, larga escala das operações, força da marca), boas práticas de governança corporativa e seu valor de mercado, muito superior ao das outras listadas naquela bolsa.

*Glossário: P/L = Relação entre preço e lucro por ação; teoricamente, é o tempo que leva para o investidor recuperar o capital investido considerando o lucro deste ano (uma indicação de quão barata uma ação pode estar). EV/Ebitda = Relação entre o valor da empresa (considerando dívida líquida) e o lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização (Ebitda, na sigla em inglês); também ajuda a avaliar o quanto a empresa está descontada com base em seu lucro operacional antes da depreciação. Em tese, quanto menores estes números, mais barata estaria uma ação (devem ser observadas também outras métricas). ROE = Retorno sobre o patrimônio líquido contábil, ou razão entre o lucro líquido e o patrimônio. Mede quanto em percentual o capital próprio dos acionistas, medido a valores contábeis, rendeu em determinado ano. O indicador é mais utilizado para medir a rentabilidade de negócios como bancos e indústrias com poucos ativos tangíveis, imobilizados.*

## Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas, entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTG Pactual Digital.

- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantia de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

## *Disclaimer* Global

*O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas de fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, entre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, elas estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual digital não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual digital não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.*

*Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual digital e seus clientes. O BTG Pactual digital ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.*

*As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos diante de seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.*

*Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e a regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e à regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.*

*O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos o direito de eventualmente recusar determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.*

*O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.*

*O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiadas do Banco BTG Pactual S.A. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode estar relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, do qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.*

*O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores, assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos, e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.*

*O BTG Pactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.*

***Certificação dos analistas:*** *Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo deste relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao 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 aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.*

*Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, consequentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas.*

*Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e seu nome será o primeiro na lista de assinaturas.*

*O Banco BTG Pactual S.A. atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.*

*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