



Carteira Recomendada de BDRs

Equity Research

Banco BTG Pactual S.A.

Junho 2022

Bernardo Carneiro, CFA

São Paulo – Banco BTG Pactual

Bruno Lima

São Paulo – Banco BTG Pactual

Arthur Mota

São Paulo – Banco BTG Pactual

Carteira Recomendada de BDRs

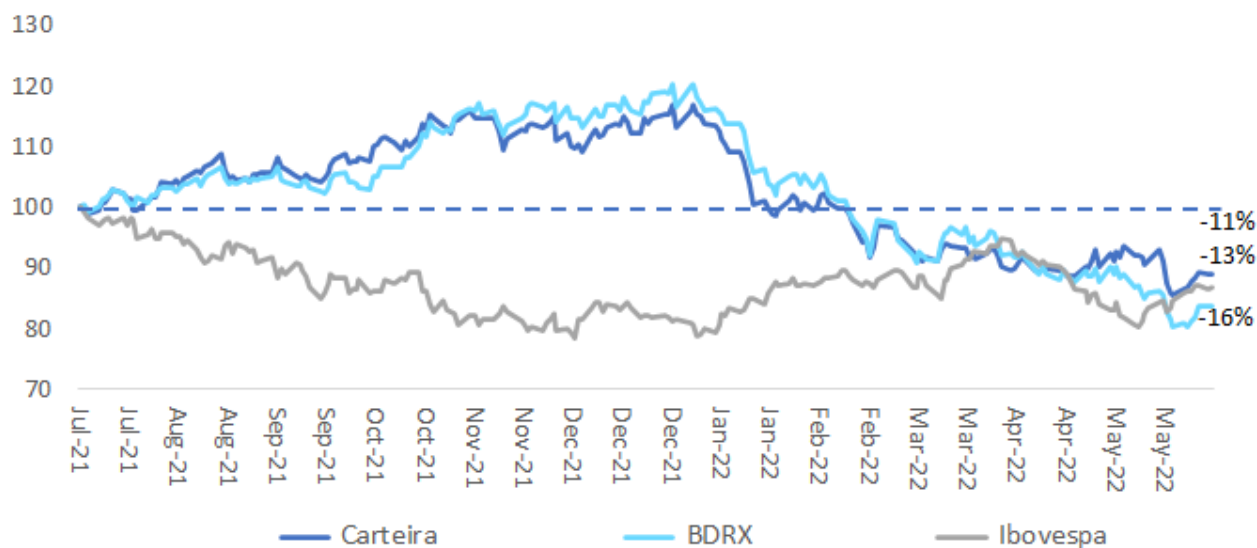
Objetivo da Carteira

A carteira oferece as melhores oportunidades de investimento no exterior e é composta por dez BDRs. 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.

Desempenho em maio

No mês passado, a carteira de BDRs teve retorno negativo de 1,4%, novamente performando melhor que o BDRX, que caiu 4,3% em maio. O destaque positivo da carteira foi o BDR da petroleira Occidental Petroleum, que subiu 21%. Do lado negativo, o BDR da Costco foi a maior queda, caiu 15%. O dólar voltou a perder valor em relação ao Real, caindo 4,7% no mês, prejudicando a rentabilidade dos investimentos denominados na moeda estrangeira.

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



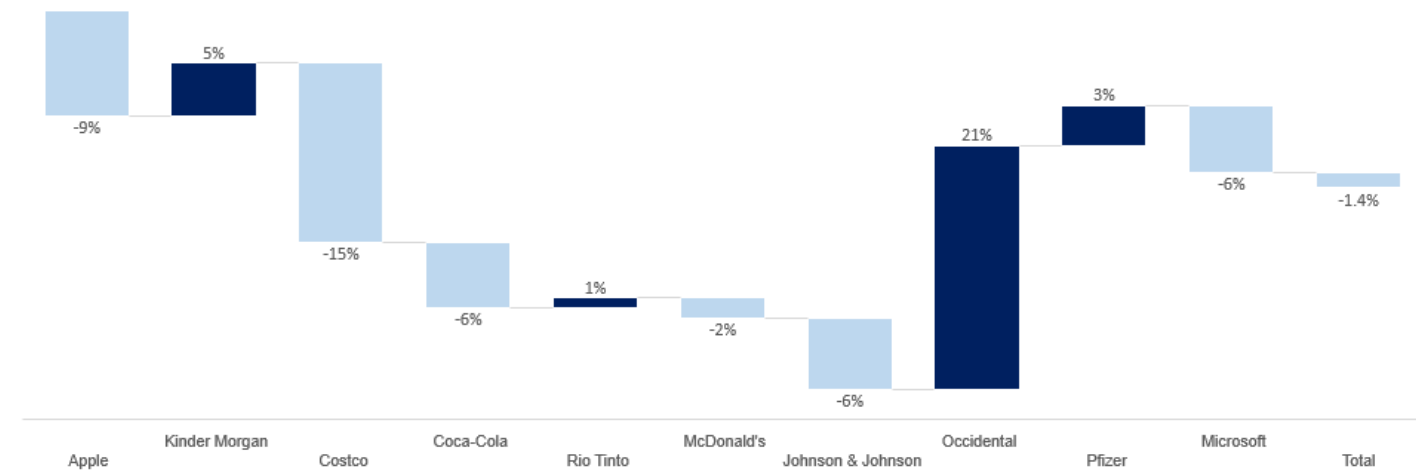
Fontes: BTG Pactual e Bloomberg

Desempenho acumulado

Uma parte do desempenho da carteira e do BDRX têm sido explicado pela taxa de câmbio. No acumulado desde o seu lançamento, em 14 de julho de 2021, a carteira recomendada de BDRs teve uma queda de 11,1% até o dia 31 de maio, comparado com uma queda de 16,2% do BDRX (geramos alfa de 5,1%) e uma queda de 6,5% do dólar em relação ao Real. O Ibovespa, neste período, caiu 13,3%.

A volatilidade da carteira, anualizada, medida desde o início, está em 20%, comparada com uma vol de 21% do BDRX e de 19% do IVBB11.

Gráfico 2: Composição do Desempenho da Carteira Recomendada de BDRs em maio de 2022



Fontes: BTG Pactual e Bloomberg

Cenário Macroeconômico

China: Aguardando a reabertura

O mês de junho será marcado por uma reabertura mais ampla das principais cidades e províncias chinesas. Xangai e Pequim serão cuidadosamente monitoradas pelo mercado, com os governos locais liberando a mobilidade no transporte público, taxis e metrô. Destacamos também a reabertura dos shoppings de forma controlada e a retomada do trabalho presencial, que deve estimular o setor de serviços.

Enquanto o aumento da mobilidade urbana deve ajudar a economia de forma natural, o governo chinês foi mais proativo com estímulos no mês de maio – mostrando uma preocupação maior com o crescimento do PIB, algo que consideramos positivo. Nesse sentido, a redução na taxa de hipoteca e nos juros de 5y LPR, e a facilitação de aquisição de novos imóveis são vetores importantes para o segmento de *Real Estate*, grande consumidor de commodities metálicas e que sofreu bastante nos últimos meses. Um conjunto de mais de cinquenta medidas foram anunciadas, como cortes de impostos para as companhias, mais empréstimos para as estatais, a redução do imposto na compra de carros e subsídios à indústria e aos desempregados.

Apesar dos estímulos anunciados, os dados de atividade econômica nos meses de abril e maio revelaram uma queda mais acentuada do que o estimado. Isso provocou uma onda de revisões baixistas nas projeções do crescimento da economia pelo mercado, que agora espera um crescimento próximo de 0,2% t/t no segundo trimestre e de 4% para o ano de 2022. Já era esperado algum estímulo adicional, mas o que foi apresentado até então não parece suficiente para alcançar a meta de crescimento de 5,5%. Dessa forma, acreditamos que há espaço para cortes adicionais nas taxas de juros ainda no segundo semestre.

A maior expectativa do mercado continua sendo a revisão da estratégia de covid-zero, que não deve ser alterada esse ano, conforme as falas dos principais membros do governo. Por outro lado, qualquer sinalização positiva nesse sentido será uma surpresa e um *upside risk* para todas as teses de investimento expostas à recuperação da economia chinesa, sobretudo os ativos cíclicos e com balanço de oferta apertado, caso das commodities.

EUA: Sem surpresas na política monetária

Nos EUA, acreditamos que o consumo das famílias permanece resiliente no segundo trimestre. O PCE, indicador que reflete este consumo, avançou 0,9% em abril sobre março, acima das expectativas (alta de 0,8%), e deixou um forte carregamento para o componente de consumo no PIB (4% na taxa trimestral real e anualizada). Considerando a taxa trimestral anualizada, com ajuste sazonal, projetamos crescimento de 2,8% t/t (anualizado) para o PIB no segundo trimestre, revertendo a contração de 1,5% t/t (anualizado) no 1T22.

Ainda assim, há um receio no mercado de uma desaceleração mais intensa da economia norte-americana nos próximos meses, reflexo de dados mais fracos dos PMIs do mês de maio e da forte acomodação das vendas no setor imobiliário. É possível que sejam os primeiros sinais de uma tendência, acompanhada de uma desinflação mais forte e, por

consequência, reduzindo a necessidade de um ciclo de juros intenso. Nesse sentido, após precificar um *fed funds rate* de 2,8% a.a. no final do ano, o mercado ajustou as estimativas para 2,7% a.a.

Esse movimento foi reforçado pela falta de surpresas na política monetária. A ata do FOMC apenas confirmou que a maioria dos membros do comitê espera mais duas altas seguidas de 50 bps. Essa indicação já tinha sido feita pelo próprio Powell e outros membros em discursos recentes, ou seja, já estava bem precificado. Além disso, os membros do FOMC julgam importante atingir rapidamente o patamar neutro da política monetária (2,5% a.a., em termos nominais) e eventualmente até uma política monetária restritiva (juros acima do nível neutro).

Por outro lado, voltaram a aparecer alguns sinais mais positivos ancorando as expectativas do mercado. O swap de inflação 5y5y recuou de 2,8% a.a. no final de abril para 2,3% a.a. no último dia de maio, ao passo que a inflação implícita no juro do Tesouro de 10 anos saiu de 2,9% a.a. para 2,6% a.a. no mesmo período. A queda nas expectativas de inflação ocorreu apesar de níveis de preço bastante sólidos nas commodities, porém com sinais positivos vindo das cadeias de suprimento global, como a diminuição nos custos de frete da China e a redução do tempo de entrega nos bens industriais (-17% m/m e maio na mediana de 5 indicadores divulgados pelos FED regionais).

Nesse sentido, baseando-se na menor volatilidade no mercado de juros, o mercado acionário tem espaço para aumentar o apetite ao risco no curto prazo até um novo *guidance* da autoridade monetária. A reunião do próximo dia 15 deverá trazer atualizações importantes nas projeções de inflação, juro e da atividade econômica. Ressaltamos que em março o cenário central do FED era de uma inflação PCE de 4,3% a.a. em 2022 e 2,7% a.a. em 2023 – algo que agora está bastante defasado em vista das nossas projeções de 5,4% e 3,3%, respectivamente. Além disso, a projeção média de *fed funds rate* deve subir dos atuais 1,9% a.a. para pelo menos 2,5% a.a. (“a visão neutra de longo prazo”). Na nossa opinião, números acima deste patamar podem trazer maior surpresa e revelariam que o comitê já tem consenso para uma política monetária mais restritiva.

Mantemos o nosso cenário de *fed funds rate* com quatro elevações de +50 bps nas próximas reuniões, seguidas de uma alta de +25 bps na última reunião do ano e assim encerrando 2022 com uma taxa média de 3,125% a.a. (ou seja, o intervalo de taxa entre 3% e 3,25%).

Alterações na Carteira

Saem Rio Tinto e Pfizer....

Neste mês, fizemos duas mudanças na carteira: uma mais estratégica, com base na superioridade dos fundamentos do cobre em relação ao minério de ferro e a performance relativa dos BDRs no segmento de commodities metálicas; e a outra mais tática, deixando a carteira menos defensiva, e mais equilibrada, de forma a capturar uma eventual recuperação dos mercados e acomodação nas taxas de juros futuras nos EUA.

Retiramos o BDR da **Rio Tinto (RIOT34)**, mas mantivemos a exposição ao setor de commodities metálicas substituindo-o por outro BDR, que na nossa opinião, está melhor posicionado para surfar a reabertura da economia chinesa nos próximos meses. Os *lockdowns* implementados neste início de ano como parte integrante da política de covid-19 zero prejudicaram o crescimento econômico do país e agravaram o desequilíbrio entre oferta e demanda mundial do minério de ferro. Como iremos detalhar adiante, acreditamos que os produtores de cobre, metal que estruturalmente ganha mercado em diversas aplicações e cujo balanço entre oferta e demanda é mais positivo, terão melhor desempenho nas bolsas mundiais no restante do ano.

Reduzimos nosso *overweight* no setor de Saúde retirando o BDR da **Pfizer (PFIZ34)**, embolsando os lucros após a alta de 3,4% em maio. Os desafios para o crescimento de lucros ficam cada vez mais evidentes com o arrefecimento da pandemia global do covid-19, pois a demanda pela Comirnaty, o imunizante desenvolvido em parceria com a BioNTech, está desacelerando após a forte redução no número de mortes e internações. Além disso, patentes de medicamentos importantes se aproximam do vencimento, como no tratamento de câncer e na prevenção de coágulos e trombozes venosas, como o Eliquis. A vacina contra o covid-19, conforme mencionamos anteriormente, dobrou o faturamento e o lucro da companhia, que agora busca 1) desenvolver doses de reforços para campanhas de vacinação anual e 2) aquisições estratégicas visando a diversificação do portfólio de tratamentos e menor dependência da Comirnaty.

Inclusive, em maio a Pfizer anunciou acordo para adquirir a Biohaven Pharmaceutical, numa transação de US\$11,6 bilhões em dinheiro. Foi a maior aquisição da Pfizer nos últimos cinco anos e as companhias já haviam celebrado um acordo de cooperação internacional em novembro de 2021. A Pfizer adicionará ao seu portfólio o medicamento rimegepant, conhecido

como Nurtec ODT nos EUA e Vydura na Europa, além do spray nasal zavegepant, ambos para combater dores de cabeça e enxaquecas. Assim, depois de uma boa performance relativa do BDR em maio, aproveitamos para retirá-lo.

Tabela 1: Carteira Recomendada de BDRs para junho de 2022

BDR	Código	Peso	Setor	Código lastro	Preço	P/L 2022*	Resultados
Apple	AAPL34	10%	Tecnologia	AAPL	71	24x	27/07/2022
Coca-Cola	COCA34	10%	Bebidas	KO	50	26x	21/07/2022
Costco	COWC34	10%	Varejo	COST	55	36x	22/09/2022
Freeport McMoRan	FCXO34	10%	Commodities	FCX	186	10x	22/07/2022
Google	GOGL34	10%	Tecnologia	GOOGL	72	18x	27/07/2022
Johnson & Johnson	JNJB34	10%	Saúde	JNJ	56	17x	19/07/2022
Kinder Morgan	KMIC34	10%	Oleo e Gas	KMI	94	17x	21/07/2022
McDonald's	MCDC34	10%	Restaurantes	MCD	61	26x	27/06/2022
Microsoft	MSFT34	10%	Tecnologia	MSFT	54	35x	27/07/2022
Occidental Petroleum	OXYP34	10%	Oleo e Gas	OXY	164	7x	03/08/2022

* consenso de mercado, Bloomberg

Fontes: BTG Pactual e Bloomberg

...e entram a Freeport...

A **Freeport-McMoRan (FCXO34)** entra novamente na carteira, com **10% de participação**. O BDR esteve presente na carteira de fevereiro de 2022 e nos últimos 3 meses sua performance ficou para trás em relação aos pares. Em 2021, 82% da receita líquida foi gerada pelas operações de cobre, 12% de ouro e 6% de molibdênio. A Freeport tem se beneficiado nos últimos anos de vetores importantes para o seu principal negócio, a extração e o beneficiamento do cobre. O metal é bastante versátil e suas propriedades únicas são essenciais para uma vasta gama de atividades, principalmente devido a sua alta condução de eletricidade, resistência à corrosão, força estrutural e eficiência termal.

O cobre é utilizado mundialmente numa série de aplicações cuja demanda cresce a taxas significativas: telecomunicações, construção civil, energias renováveis e indústria automotiva. A China é o principal mercado consumidor de cobre, respondendo por 54% da demanda mundial. Os estímulos para reaquecer o setor de construção civil no país, a política atual de “prosperidade a todos” e a estratégia de “descarbonização” da economia estão impulsionando a demanda por energia limpa e renovável.

A crescente demanda pelo cobre fez a Freeport elevar o orçamento de investimentos em 2022, que deverá somar US\$4,7 bilhões, comparado com US\$2,1 bilhões em 2021. No dia 21 de abril a companhia divulgou resultados trimestrais, acima do esperado pelo consenso: o lucro por ação, ajustado por itens não-recorrentes, foi de US\$1,07, alta de mais de 100% a.a. e vs. US\$0,94 no consenso de mercado (dados da Refinitiv). No 1º trimestre, a companhia vendeu 1 bilhão de libras de cobre e 409 mil onças-troy de ouro, respectivamente 24% e 59% a mais do que no mesmo período do ano passado. A Freeport também se beneficiou de preços mais altos, respectivamente 18% e 12% superiores ao registrados no 1T2021, e custos-caixa 4% menores na produção de cobre.

Tabelas 2 e 3: O BDR da Freeport

BDR	Freeport-McMoRan	US\$ milhões	2021	2022E*	2023E*
Código	FCX034	Receita líquida	22.845	27.147	26.277
País de origem	EUA	EBITDA	10.819	13.000	12.911
Setor	Commodities	% margem	47%	48%	49%
Valor de mercado*	56.637	Lucro líquido	4.306	5.719	4.201
Preço	R\$ 186	ROE	34%	32%	18%
Preço-alvo**	R\$ 239	P/L	13x	10x	13x
Potencial %	28%	EV/EBITDA	6,2x	5,1x	4,8x
Paridade	1 pra 1				
Lastro	ações da companhia na NYSE	*consenso de mercado pela Bloomberg			

* milhões de dólares **consenso Bloomberg

Fontes: BTG Pactual e Bloomberg

...e o Google

A gigante de tecnologia entra na carteira, com 10% de peso, num movimento tático de rebalanceamento entre “value” e “growth”. Tivemos uma performance muito boa nos últimos dois meses apesar da aversão ao risco dos mercados, pela posição mais defensiva da carteira, com quase 70% em BDRs de valor e commodities (McDonald’s, Coca-Cola, Rio Tinto, Kinder Morgan, Occidental Petroleum, Pfizer e Johnson & Johnson). Acreditamos que é o momento ideal para reequilibrarmos a carteira, adicionando um BDR de uma companhia de tecnologia e de qualidade, com baixo risco de revisões de lucros ou decepções na execução.

Tabelas 4 e 5: O BDR do Google

BDR	Alphabet	US\$ milhões	2021	2022E*	2023E*
Código	GOGL34	Receita líquida	209.450	246.396	284.822
País de origem	EUA	EBITDA	106.022	121.573	138.276
Setor	Tecnologia	% margem	51%	49%	49%
Valor de mercado*	1.500.104	Lucro líquido	77.094	83.671	98.628
Preço	R\$ 72	ROE	30%	28%	27%
Preço-alvo**	R\$ 103	P/L	20x	18x	15x
Potencial %	43%	EV/EBITDA	13x	11x	10x
Paridade	150 pra 1				
Lastro	ações da companhia na Nasdaq	*consenso de mercado pela Bloomberg			

* milhões de dólares **consenso Bloomberg

Fontes: BTG Pactual e Bloomberg

A Alphabet é a holding que controla o Google, além de dezenas de outros negócios (responsáveis por menos de 0,5% da receita consolidada). A companhia teve receita líquida de US\$258 bilhões em 2021 – uma alta de 41% sobre 2020. Seu principal negócio é a comercialização de anúncios, respondendo por mais de 80% da receita, desenvolvidos com

aplicações e ferramentas de IA. A Alphabet também fornece o Google Cloud, o serviço de computação na nuvem para companhias e indivíduos, fatura com assinaturas no Youtube Premium e YoutubeTV e produtos eletrônicos (como smartphones).

A análise econômico-financeira da Alphabet impressiona. A companhia, há muitos anos, tem sido uma grande geradora de caixa, com margens elevadas, um balanço patrimonial bastante sólido e crescimento de lucros de dois dígitos. Nos últimos 10 anos, o lucro líquido teve um CAGR de 22%, o ROE médio foi de 18% e a margem EBITDA 32%. O consenso de mercado espera margem EBITDA de 49% em 2022, com ROE de 28% e fluxo de caixa de US\$76 bilhões.

No dia 26 de abril, a Alphabet anunciou resultados abaixo do consenso de mercado, e os mercados puniram as ações e o BDR de forma exagerada a nosso ver. As ações negociam a um *valuation* atrativo em relação ao crescimento esperado – PEG ratio em torno de 0,7x, abaixo da média histórica, de 1,3x – e o conselho de administração autorizou recompras de ações no valor de US\$70 bilhões, acima dos US\$50 bilhões gastos no ano passado.

Gráfico 3: PEG ratio (price to earnings growth) do Google



Fontes: BTG Pactual e Bloomberg

Eventos recentes

Apple (AAPL34):

A gigante de tecnologia deverá produzir a mesma quantidade de iPhones neste ano quando comparada a 2021 (220 milhões de unidades), sinalizando que não atingirá o crescimento projetado pelo mercado, que projetava 240 milhões de aparelhos. Fontes que pediram anonimato disseram que a companhia atualizou sua programação de produção junto a fornecedores.

A indústria de telefonia celular e smartphones está desacelerando o crescimento neste início de ano, afetada por uma série de contratemplos, como a maior taxa de inflação em décadas, rupturas nas cadeias de produção e o conflito entre a Rússia e a Ucrânia. A Strategy Analytics prevê que os envios totais de smartphones no mundo irão cair 2% sobre o ano de 2021, e a TrendForce já reduziu duas vezes a estimativa de produção para o ano.

A Apple não divulga o total de iPhones produzidos nem a sua meta de produção desde 2019. A companhia já havia alertado que terá impacto negativo na receita líquida de US\$4 bilhões a US\$8 bilhões por dificuldades na cadeia de suprimento.

Costco (COWC34)

No dia 26, a varejista líder no modelo de assinaturas anunciou resultados do 3º trimestre do ano fiscal de 2022, estritamente em linha com o consenso de mercado. A receita cresceu 16% a.a. e foi de US\$52,6 bilhões (vs. US\$51,7 bilhões

esperados), e o lucro líquido por ação veio em US\$3,04, alta de 11% a.a. e em linha com as projeções de mercado (dados da Factset).

No entanto, as vendas nas mesmas lojas (SSS), cresceram 10,8% sobre o 3T21, abaixo do esperado, 11,8%. A receita de assinaturas, precificadas entre US\$60 e US\$120 por ano, foi de US\$984 milhões, alta de 9% a.a. A companhia não forneceu *guidance* para o ano.

Occidental Petroleum (OXYP34):

No dia 10 de maio, a petroleira norte-americana anunciou resultados um pouco acima do consenso de mercado. A receita líquida veio em US\$8,35 bilhões (vs. US\$8,22 bilhões), e o lucro líquido ajustado por ação foi de US\$2,12, vs. US\$2,05 esperados (estimativas coletadas no Bloomberg).

O resultado contábil foi um lucro líquido de US\$4,7 bilhões (US\$4,65 por ação), comparado com um prejuízo de US\$346 milhões no 1º trimestre de 2021. Os ajustes na última linha foram quase que integralmente decorrentes de benefícios fiscais de US\$2,6 bilhões, relacionados a reorganização societária decorrente da aquisição da petroleira Anadarko, concluída em 2019, por US\$38 bilhões.

O preço médio do barril realizado pela companhia no trimestre foi de US\$91,9, alta de 65% a.a. No entanto, a produção teve um leve declínio sobre o 1T21, atingindo uma média de 1,08 milhão de boepd (barris de óleo equivalente por dia), comparado com 1,12 milhão boepd no ano passado.

Dentre os destaques positivos, a Occidental mencionou o terceiro trimestre seguido de recorde de lucros pela unidade petroquímica, a OxyChem, que teve um LAIR (lucro antes do imposto de renda) de US\$671 milhões, vs. US\$600 milhões indicado pela companhia (i.e., *guidance*). Do lado negativo, o segmento de Midstream e Marketing teve perdas líquidas com derivativos de US\$198 milhões, e ajustando para essa perda, o segmento deu lucro recorrente acima do *guidance*.

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.

- 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. 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 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 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 e entre os analistas do BTG Pactual e seus clientes. O BTG Pactual 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 filiais 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 não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual 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 não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual, 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 e 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, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório é 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