



Carteira Recomendada de BDRs

Equity Research

Banco BTG Pactual S.A.

Abril 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

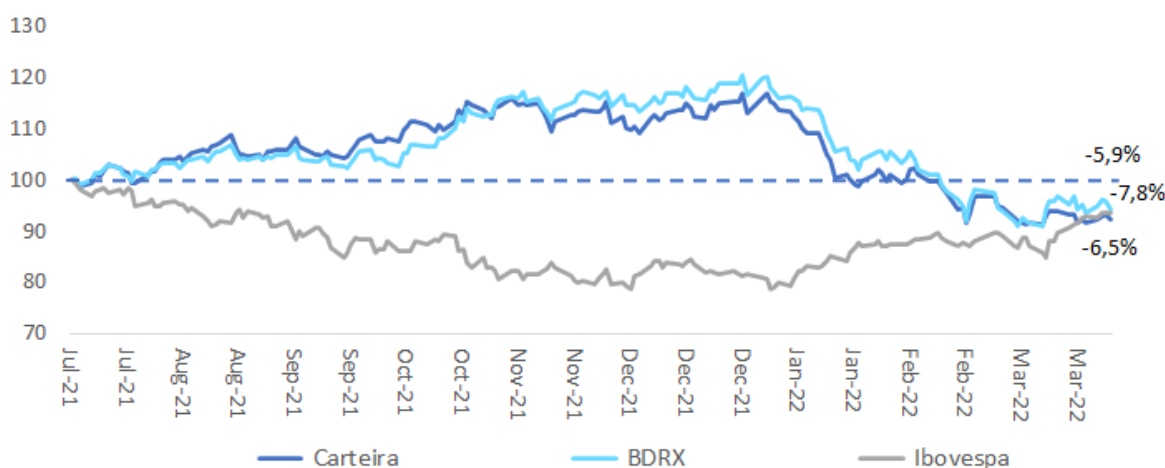
Objetivo da Carteira

A carteira oferece as melhores oportunidades de investimento no exterior 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 março¹

No mês passado, a carteira de BDRs teve retorno negativo de 4,7%, inferior à queda de 3,3% do BDRX. O destaque positivo da carteira foi o BDR da Pfizer, que subiu 2,1%. Do lado negativo, a Micron Technology teve a maior queda da carteira, -21%. Novamente, o dólar continuou sua tendência de depreciação em relação ao Real, e perdeu 7,1% no período, afetando assim todos os investimentos denominados na moeda estrangeira.

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



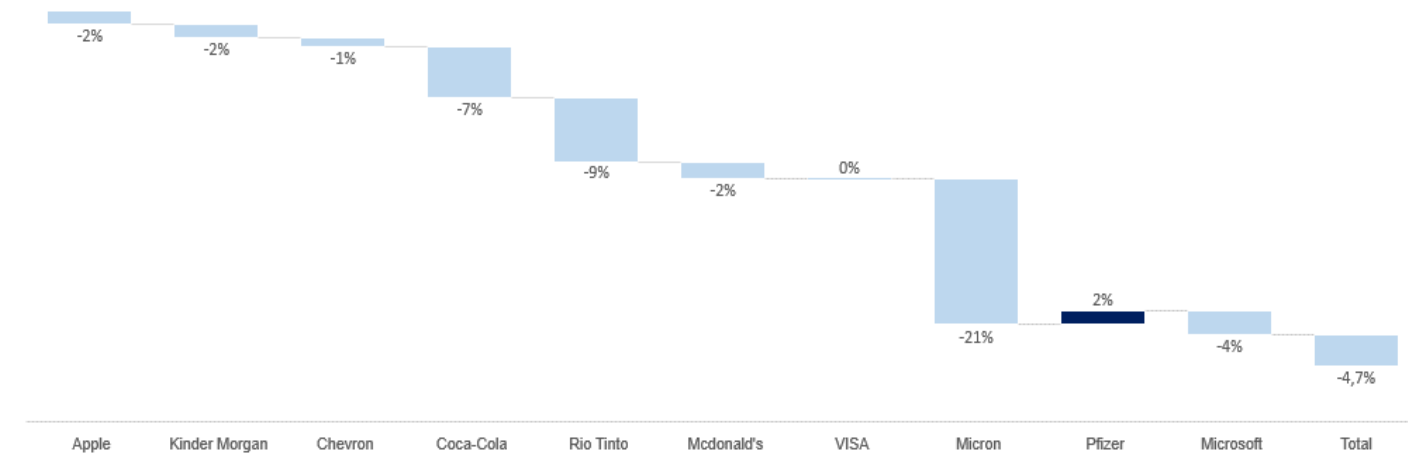
Fontes: Bloomberg e BTG Pactual

Desempenho acumulado

No acumulado desde o seu lançamento, a carteira recomendada de BDRs teve um retorno de -7,8%, até o dia 31 de março, comparado com uma queda de 5,9% do BDRX e uma queda de 6,5% do Ibovespa. O beta da carteira, medido em relação ao principal ETF do S&P 500 no Brasil, o IVVB11, está em 0,90 quando medido desde o início da carteira, no dia 14 de julho de 2021.

¹ O desempenho no mês foi calculado à partir do dia 03 de março

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



*rentabilidade do mês a partir do dia 03 de março

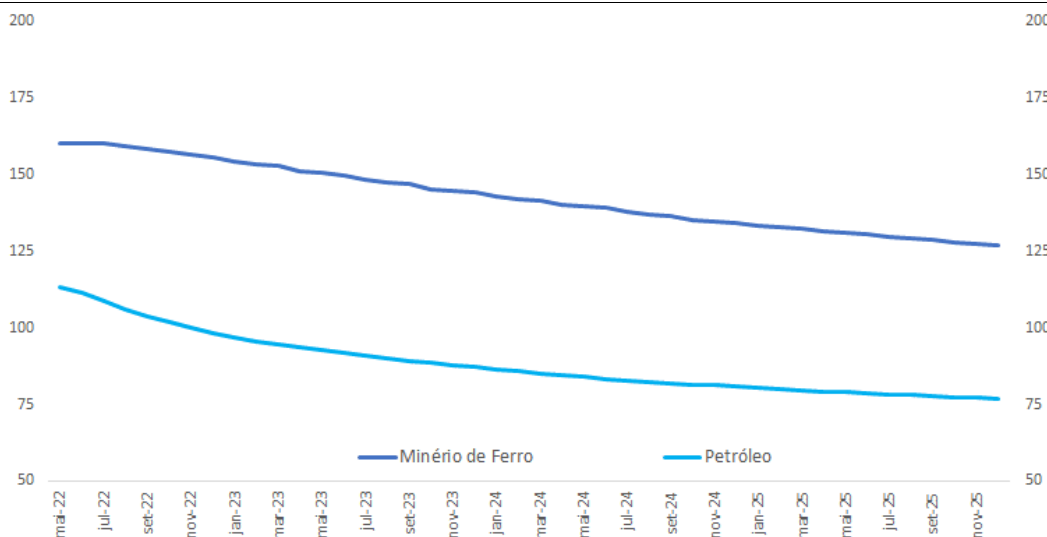
Fontes: Bloomberg e BTG Pactual

Cenário Macroeconômico

Rússia x Ucrânia

Após a escalada do conflito Rússia e Ucrânia, o mês de março foi marcado pela revisão altista para expectativa de inflação global e baixista para o caso da atividade econômica mundial. Em linhas gerais, continuamos esperando um cenário apertado para as principais commodities, em especial aquelas de energia (i.e., o petróleo). Uma solução diplomática para o conflito tem encontrado resistências, mas um eventual cenário de cessar-fogo ao longo de abril não viria acompanhado da retirada das sanções econômicas à Rússia, deixando custos do conflito no mercado.

Gráfico 3: Contratos futuros do preço do petróleo e do minério de ferro (US\$/barril e US\$/ton)



Fontes: Bloomberg e BTG Pactual

Commodities metálicas e China

Por outro lado, as commodities metálicas estão sendo influenciadas pelo cenário na China. A economia local sofre no curto prazo com a aceleração de casos de Covid, demandando restrições à mobilidade, paralisação de linhas de produção e prestações de serviços. Entendemos que até o final de abril poderemos ter uma pequena reversão desse cenário, com algumas províncias liberando a retomada de indústrias ou as licenças iniciais para o retorno. Ainda assim, o efeito negativo será claro no primeiro trimestre, dificultando o alcance da meta de crescimento do PIB no ano (5,5%) e reforçando a nossa

expectativa de novos cortes de juros e da taxa do compulsório ao longo de abril. Esperamos que o crescimento econômico no país acelere apenas neste segundo trimestre, mas que no ritmo atual, sem estímulos, resultaria em um avanço de 5,1% no PIB.

EUA e a alta dos juros

Por sua vez, os EUA iniciaram seu novo ciclo de alta de juros, com aumento de 25bps na reunião de março e abrindo espaço para elevações em todas as próximas 6 reuniões do ano. Nesse sentido, esperamos uma taxa final em 2022 de 2,75%, ou seja, +250 bps e pressionando toda a curva de juro americana, dado que o nosso cenário é ainda mais arrojado que o precificado atualmente. Esse cenário reflete a preocupação com a inflação, que deve superar 4,4% neste ano e preocupa a ancoragem das expectativas.

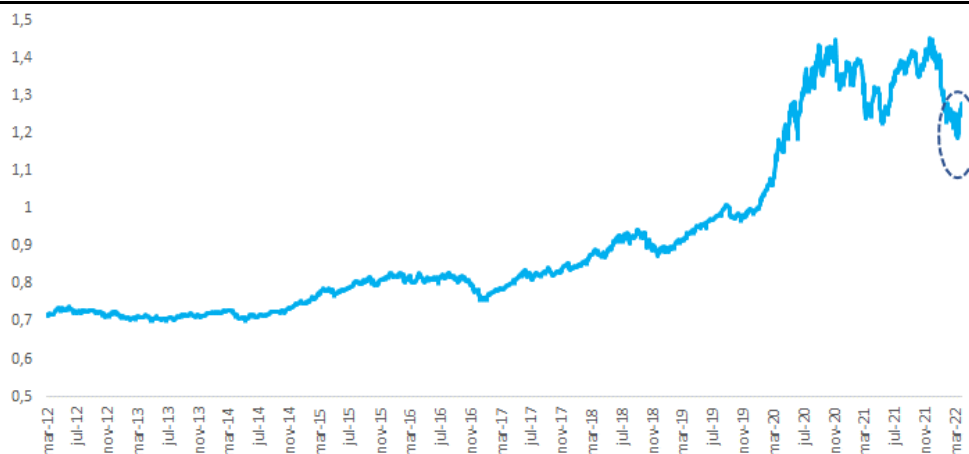
Dentre os riscos, o novo aumento do tempo médio de entrega de bens industriais e a pressão de curto prazo no preço de combustíveis continuam preocupando e colocando um viés altista para inflação. Como consequência de um aperto mais intenso, esperamos que o crescimento do PIB nos EUA seja próximo de 3,3%, ainda acima do projetado pelo próprio FED (2,8%). Além da alta dos juros, acreditamos que o FED anunciará o ajuste do balanço em maio, gerando maior pressão nos juros mais longos, em especial por conta do prêmio de liquidez. O cenário à frente continua sendo de aperto das condições financeiras e de redução de liquidez.

Sem mudanças para abril

Cenário de alta incerteza justifica manutenção das posições e aderência alta ao BDRX

O bom desempenho dos mercados internacionais no mês passado, apesar da inclinação acentuada da curva de juros norte-americana, apontando para seis altas, e da continuidade do conflito entre a Rússia e Ucrânia, foi surpreendente. O movimento de rotação das carteiras iniciado no 4º trimestre de 2021, de saída de BDRs de alto crescimento, com fluxos de caixa mais longos, e assim uma *duration* maior, buscando posições mais defensivas (as ações de “value”) teve uma pausa em meados de março.

Gráfico 4: Relação entre ações de crescimento vs. de valor (MSCI World Growth/MSCI World Value)



Fontes: Bloomberg e BTG Pactual

Os BDRs de bancos, consumo básico e commodities (excluindo os de energia, ligados ao preço do petróleo) estagnaram na 2ª quinzena do mês, apesar dos indícios de inflação e juros cada vez mais altos. A perspectiva de aumento do NPL (créditos de liquidação duvidosa), menor crescimento de carteiras de crédito e diminuição do spread entre as taxas de juro de 2 anos e a de 10 anos afetou particularmente o setor financeiro nos EUA. Do lado contrário, ativos ligados a tecnologia e de múltiplos elevados, as chamadas “growth stocks”, tiveram rápida recuperação nas últimas semanas após alguns meses de fraca performance.

Tabela 1: Carteira Recomendada de BDRs para abril de 2022

BDR	Código	Peso	Setor	Código lastro	Preço	P/L 2022*	Resultados
Apple	AAPL34	10%	Tecnologia	AAPL	83	28x	28/04/2022
Chevron	CHVX34	10%	Óleo e Gás	CVX	77	12x	29/04/2022
Coca-Cola	COCA34	10%	Bebidas	KO	49	25x	25/04/2022
Kinder Morgan	KMIC34	10%	Óleo e Gás	KMI	91	17x	21/04/2022
McDonald's	MCDC34	10%	Restaurantes	MCD	59	25x	29/04/2022
Micron Technology	MUTC34	10%	Tecnologia	MU	374	8x	30/06/2022
Microsoft	MSFT34	10%	Tecnologia	MSFT	61	33x	27/04/2022
Pfizer	PFIZ34	10%	Saúde	PFE	62	7x	03/05/2022
Rio Tinto	RIOT34	10%	Commodities	RIO	385	7x	27/07/2022
VISA	VISA34	10%	Financeiro	V	53	31x	27/04/2022

* consenso de mercado, Bloomberg

Fontes: BTG Pactual e Bloomberg

Equilíbrio entre *value*, *growth*, *dividendos* e *commodities*

O momento de incerteza, agravado pela contínua alta da inflação e a indefinição sobre o conflito no Leste Europeu, junto da forte alta dos mercados globais reduzem a nossa convicção em fazer mudanças na carteira, que permanece bastante equilibrada. Uma parte significativa do portfólio permanece alocado em BDRs de “value”, mais defensivos: companhias de baixo crescimento ou cíclicas, mas com forte geração de caixa, margens operacionais e ROE elevados e *dividend yields* atrativos. A Rio Tinto, a Chevron e a Kinder Morgan são os destaques nesta categoria, e ainda se beneficiam do movimento altista no preço das commodities e da forte demanda por gás natural e petróleo de fontes alternativas à Rússia.

Por outro lado, a nossa alocação em tecnologia, o setor mais representativo do BDRX com 34% de peso, permanece na parte mais defensiva do setor, isto é, em companhias que já são bastante lucrativas, com excesso de caixa em seus balanços, gerando bilhões de dólares em FCF e recomprando ações para retornar valor aos acionistas. Apple, Microsoft e Micron Technology permanecem como nossas opções na categoria “crescimento com qualidade”, esta última com um pouco mais de risco de execução pela característica cíclica do setor de chips e disfunções globais na cadeia de suprimentos. McDonald's e Coca-Cola permanecem na carteira por suas características específicas: forte poder de mercado e reconhecimento de marca, negócios ligados a alimentos e bebidas, naturalmente correlacionados com a inflação e com resultados ainda melhorando com o fim das restrições de mobilidade e *lockdowns*. Ainda sobre o McDonald's, o BDR precificou rapidamente o impacto do fechamento das lojas na Rússia e Ucrânia, e por isso o mantivemos na carteira.

A Pfizer, o melhor BDR da carteira em março, continua pelo bom *momentum* de resultados, grande parte influenciados pela entrega de doses de reforço das vacinas contra o covid-19, por seu vasto portfólio de medicamentos e soluções nos outros segmentos, como oncologia e clínica médica, e pela robustez dos seus indicadores financeiros. A comercialização em larga escala do remédio oral Paxlovid para o tratamento do Covid-19 e a continuidade das doses de reforço da vacina continuarão contribuindo para bons resultados no curto-prazo. A aprovação recente da aplicação da vacina em crianças de 5 a 11 anos, a única no mundo com aprovação regulatória pela FDA (*Food and Drug Administration*) e a confirmação da data de expiração das patentes (tanto do remédio quanto da vacina) para o ano de 2026 também sustentam nossa posição no BDR.

Por fim, o BDR da VISA continua sendo o preferido no setor financeiro, não só pelo componente de tecnologia e inovação que norteia o setor de meios de pagamento atualmente, mas pela baixa correlação dos BDRs com os de tecnologia avançada e altos múltiplos, que sofrem no cenário de contração da liquidez global. Os dados operacionais divulgados pela VISA no início de março foram bons.

Eventos recentes

McDonald's (MCDC34):

No início de março, a rede norte-americana de fast food anunciou o fechamento temporário das suas 850 lojas na Rússia e 108 localizadas na Ucrânia, mas continuará pagando seus mais de 62 mil funcionários. O release oficial da companhia informou que as operações na Rússia e Ucrânia responderam em 2021 por 9% da receita líquida e 3% do lucro operacional consolidado. Na Rússia, a rede possui 84% do total das lojas, as demais são operadas por franqueados.

O McDonald's é a rede que tem maior exposição aos países – Starbucks e Burger King operam via joint-ventures ou franqueados. A Pepsico, a GE e diversas outras companhias tomara decisões semelhantes no mês passado.

A companhia deverá ter resultados um pouco inferiores neste ano e em 2023 com o fechamento das lojas na Rússia e Ucrânia. Analistas no exterior reduziram as projeções de resultados, já que a companhia continua pagando seus funcionários na Rússia, além do aluguel dos imóveis das lojas. A redução no lucro por ação projetado variou entre 3 e 8%, dependendo do analista.

O custo com o aluguel e os salários, segundo estimativa coletada pela Reuters, é de US\$50 milhões por mês. A companhia começou suas operações na Rússia em 1990. Segundo alguns analistas, a rede pode sofrer impactos negativos sobre os ativos, sendo forçada a vender as operações para um proprietário local ou ser tomada pelo governo.

Micron Technology (MUTC34):

A Micron Technology anunciou no dia 29 de março resultados referentes ao 2º trimestre do ano fiscal 2022, encerrado dia 03 de março. Os resultados vieram fortes, na ponta otimista do intervalo sugerido pela companhia há alguns meses, e acima do consenso de mercado, com um fluxo de caixa de US\$1,0 bilhão no trimestre. Junto com os resultados, a companhia também forneceu guidance para o trimestre atual, que terminará em Junho, indicando receita acima da projeção do mercado.

A receita líquida divulgada foi de US\$7,8 bilhões (vs. US\$7,53 bilhões esperados), e o lucro líquido ajustado por ação foi de US\$2,14, acima da média compilada pela Factset, de US\$1,98. No mesmo período do ano anterior, o 2T2022, o lucro por ação havia sido de US\$0,98. A Micron recomprou US\$408 milhões em ações no trimestre e está com uma posição de caixa líquido de US\$3,1 bilhões. Hoje a cia declarou dividendos por ação no valor US\$0,10, equivalente a R\$0,48 por BDR.

Guidance: Para o 3º trimestre, a receita deverá ficar entre US\$8,5 bilhões e US\$8,9 bilhões, comparado com US\$8,06 bilhões no consenso de mercado. O lucro por ação ajustado por despesas de stock options deverá ficar entre US\$2,36 e US\$2,56, acima do consenso do Bloomberg, de US\$2,24 por ação. A demanda por chips DRAM, que representa quase 70% da receita, deverá crescer entre 5 e 9% no ano puxada pelas vendas no segmento de data centers. Os clientes da Micron continuam expandindo suas plataformas de *cloud computing*.

O CEO Sanjay Mehrotra afirmou no conference call de resultados que não espera impactos negativos do conflito Rússia-Ucrânia no curto-prazo na produção de chips, mas espera aumentos de custos, pelos esforços da companhia em garantir suprimento de algumas matérias-primas. As iniciativas da Micron para diversificar a oferta de matéria-prima e manter estoques razoáveis ajudaram-na a conter a disrupção na cadeia de produção.

O diretor executivo de semicondutores da Summit Insights Group, Kinngai Chan, afirmou que o impacto da escassez de matéria-prima na fabricação de chips, causada pelo conflito no leste europeu, deverá ser notado pelas companhias nos próximos sete a nove meses, à medida em que os estoques de componentes são consumidos.

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 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 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