



# Carteira Recomendada de BDRs

## Equity Research

Banco BTG Pactual S.A.

Julho 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

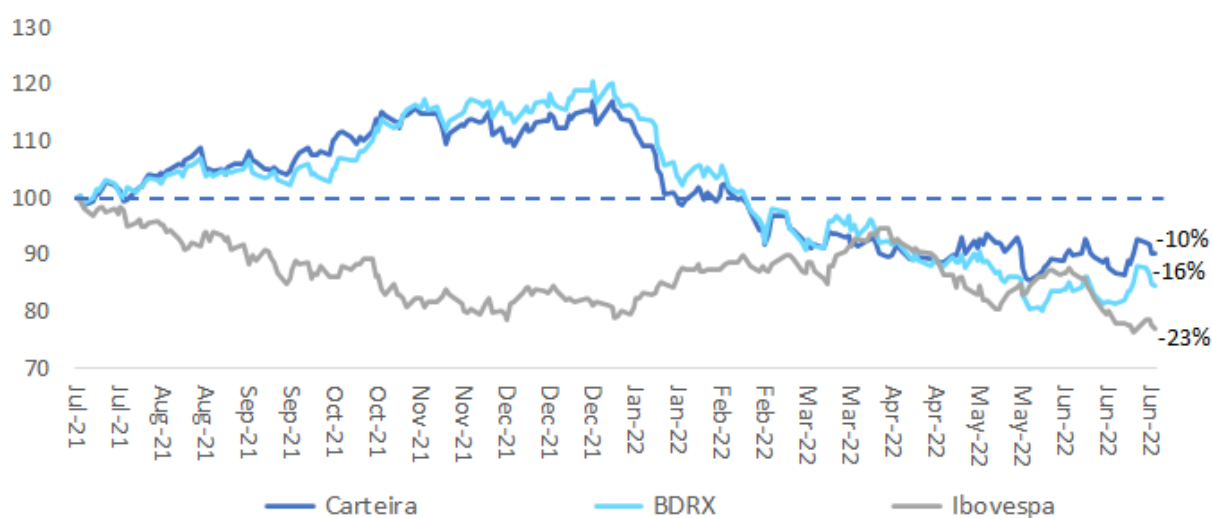
### Objetivo da Carteira

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 junho

No mês passado, a carteira de BDRs teve retorno positivo de 1,3%, novamente performando melhor que o BDRX, que subiu 0,8% em junho. O destaque positivo da carteira foi o BDR da Costco, que subiu 13%. Do lado negativo, o BDR da Freeport McMoRan foi a maior queda, caiu 19%. O dólar reverteu o movimento de depreciação visto nos últimos meses e apreciou-se em relação ao Real, subindo 11% no mês, favorecendo a rentabilidade dos investimentos denominados na moeda estrangeira.

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



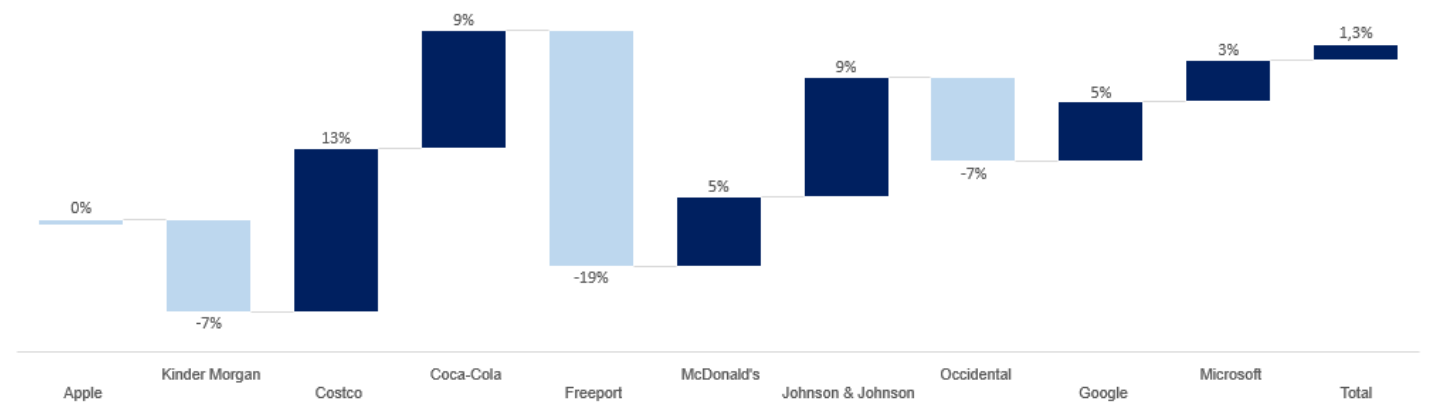
Fontes: BTG Pactual e Bloomberg

### 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 10% até o dia 30 de junho, comparado com uma queda de 15,6% do BDRX (geramos alfa de 5,6%) e uma alta de 3,5% do dólar em relação ao Real. O Ibovespa, neste período, caiu 23%.

A volatilidade da carteira, anualizada, medida desde o início, está em 20%, comparada com uma vol de 21% do BDRX e de 19% do IVVB11.

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



Fontes: BTG Pactual e Bloomberg

## Cenário Macroeconômico

### EUA: Acelerando o aperto monetário

O FOMC elevou o intervalo do *fed funds rate* em +75 bps no mês de junho (de 1,50% a 1,75%), um ritmo de ajuste pouco usual (ver Pós-FOMC 15/06). Por sua vez, deu alguns recados por meio da atualização do SEP (*Summary of Economic Projections*) – que revelaram um orçamento de pelo menos mais 175 bps de aumento nos juros ainda em 2022. Conforme era esperado, o comitê efetuou uma revisão altista para inflação em 2022 (5,2%) e 2023 (2,6%), e baixista para o crescimento do PIB em igual período (1,7%). Nas últimas aparições, grande parte dos membros do comitê deu suporte para mais uma elevação de 75 bps, a saber: Mester, Kashkari, Evans, Waller, Bowman, Bullard, Daly e Williams. Já Jerome Powell, presidente do Fed, mostrou menor confiança para um *'soft landing'* (pouso suave) da economia americana, mas ainda assim buscará a meta de inflação.

Entendemos que o menor crescimento já esperado à frente não será suficiente para mudar os planos do FOMC. Com os números mais fracos de consumo para o primeiro trimestre, abril e maio, estimamos um avanço do PIB de apenas 1,5% t/t anualizado no 2T e de 1,95% para o ano de 2022.

À luz das novas informações, alteramos nosso cenário para *fed funds rate* em 2022 para um intervalo entre 3,5% e 3,75% (3,625% de taxa média), reflexo da seguinte sequência: julho (+75bps); setembro (+50bps); novembro (+50bps); dezembro (+25bps). Não alteramos nosso cenário de taxa terminal de pelo menos 4% no início de 2023 (f evereiro). O mercado ainda precifica na curva futura cerca de 50bps a menos do que a nossa estimativa.

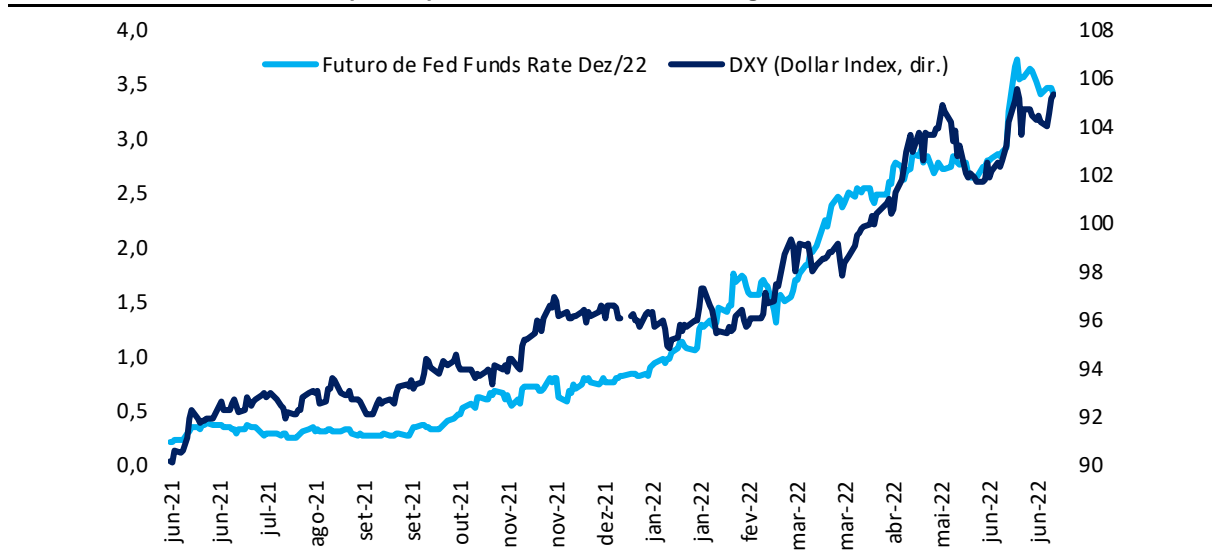
Por outro lado, enquanto a parte curta da curva de juros está bem consolidada, a preocupação com o crescimento do PIB limita maiores altas nos juros mais longos, ao menos na mesma intensidade verificada neste trimestre. Esse é um ponto importante, pois conforme ressaltamos desde o final do ano passado, a abertura da curva de juros americana era o principal risco para abertura das demais curvas de juros no mundo.

### China: Reabertura mais lenta do que o esperado

A esperada reabertura da economia chinesa ao longo de junho foi parcialmente frustrada, mostrando um processo mais lento e controlado, com restrições nas principais cidades. Ainda assim, destacamos mais uma surpresa da economia real com os dados de alta frequência. No lado da oferta, a produção industrial avançou 0,7% a/a em maio, significativamente acima da projeção do mercado (-0,9% a/a). Por sua vez, no lado da demanda, o varejo mostrou um resultado um pouco acima das expectativas (-6,7% a/a em maio vs -7,1% esperado), naturalmente refletindo um período intenso de *lockdowns*. Ainda assim, os números iniciais de junho, através dos PMIs, são mais construtivos, com o PMI de Serviços avançando para 54,7 pontos, muito acima dos 50,5 pontos esperado.

A administração pública em Xangai passou a fazer testes de Covid todos os finais de semana até o final de julho, o que é uma mudança importante e que permitirá controlar ondas logo em sua origem, com *micro-lockdowns*, reduzindo a chance de restrições amplas como aquelas verificadas entre março e maio.

Gráfico 3: EUA: Fed Funds Rate esperado para dezembro de 2022 e Dólar global



Fontes: BTG Pactual e Bloomberg

Neste ambiente em que a reabertura e a recuperação foram adiadas, é importante notar que Xi Jinping, principal líder do país, voltou a adotar um discurso pró-crescimento. Ele reiterou o compromisso de ampliar os esforços para cumprir as metas sociais e econômicas deste ano, sobretudo o crescimento do PIB. Os discursos seguirão construtivos para acelerar a economia, mas medidas concretas e de elevado volume financeiro ainda não foram oficialmente divulgadas. Se as cotas de títulos especiais focadas em infraestrutura de 2023 forem antecipadas para 2022, conforme ventilado por membros do governo, seria um importante catalisador para a retomada da demanda doméstica no segundo semestre.

Por fim, cabe notar que o maior risco da economia chinesa ainda segue no radar – a política de Covid-Zero, que continua tendo apoio do Xi Jinping. Entendemos que o segundo semestre será mais construtivo para a economia chinesa do que o primeiro, mas os efeitos da reabertura e de estímulos serão sentidos de forma consolidada apenas em 2023.

### Europa: Desafios bem maiores

A economia da Zona do Euro mostrou deterioração mais intensa no curto prazo, com frustração nos dados de atividade, como o PMI composto (51,9 pontos vs. 54 esperado), dados antecedentes como “novos pedidos” (já abaixo de 50 pontos, território de contração) e a confiança do consumidor (-23,6 pontos vs -20,5 esperado). Desta forma, há maior probabilidade de desaceleração intensa do consumo no segundo semestre no bloco europeu do que nos EUA, mesmo com uma política monetária mais frouxa. Apesar da preocupação com a atividade, a inflação continua elevada, e o *guidance* do ECB (Banco Central Europeu) aponta para o início de alta de juros em julho (alta de 25 bps), seguido de uma elevação de 50 bps em setembro, saindo assim do patamar de taxa de juros nominalmente negativa.

Em alguns países com maior dificuldade fiscal, como o caso da Itália, Espanha, Grécia, Portugal, o atual aperto das condições financeiras está gerando mais pressão nas curvas de juros mais longas. Dessa forma, há estudos para redirecionar parte do reinvestimento do programa de compra de ativos de pandemia (PEPP) para o mercado de títulos desses países, reduzindo os spreads e possibilitando a normalização dos efeitos da política monetária no bloco europeu. Entretanto, isso pode ser interpretado como uma parcial “dominância fiscal” e limita o avanço da política monetária, restringindo o potencial para a alta de juros, deixando o *carry* menos atrativo para o Euro, sendo um vetor para um Dólar forte no segundo semestre. Em linhas gerais, entendemos que a situação europeia é bastante sensível no curto prazo e o continente pode ser o maior gerador da desaceleração econômica global nos próximos meses.

Tabela 1: Carteira Recomendada de BDRs para julho de 2022

BDR	Código	Peso	Setor	Código lastro	Preço	P/L 2022*	Resultados
Apple	AAPL34	10%	Tecnologia	AAPL	R\$ 71	22x	28/07/2022
Coca-Cola	COCA34	10%	Consumo	KO	R\$ 55	25x	26/07/2022
Costco	COWC34	10%	Varejo	COST	R\$ 63	37x	22/09/2022
Freeport McMoRan	FCXO34	10%	Commodities	FCX	R\$ 152	8x	22/07/2022
Google	GOGL34	10%	Tecnologia	GOOGL	R\$ 76	17x	27/07/2022
Johnson & Johnson	JNJB34	10%	Saúde	JNJ	R\$ 62	17x	19/07/2022
Kinder Morgan	KMIC34	10%	Oleo e Gas	KMI	R\$ 87	15x	21/07/2022
Microsoft	MSFT34	10%	Tecnologia	MSFT	R\$ 56	27x	27/07/2022
Occidental Petroleum	OXYP34	10%	Oleo e Gas	OXY	R\$ 153	6x	03/08/2022
Ulta Beauty	U1LT34	10%	Consumo	ULTA	R\$ 101	19x	25/08/2022

\* consenso de mercado, Bloomberg

Fontes: BTG Pactual e Bloomberg

## Alterações na Carteira

### Sai o McDonald's....

Neste mês, fizemos apenas uma mudança na carteira: após quase um ano na carteira recomendada de BDRs, retiramos o **McDonald's (MCDC34)**. Boa parte dos catalisadores de resultados positivos já ocorreu: a reabertura das economias pós-covid, o arrefecimento da variante omicron, e o *trade-down* dos consumidores norte-americanos em busca de refeições mais baratas, de ticket médio baixo. Nos resultados do 1T2022, as vendas no conceito "mesmas lojas" (SSS) cresceram 11,8% sobre o 1T2021, com destaque para a Europa Ocidental. Nos EUA, o SSS cresceu 3,5%, vs. 3,3% esperados. Acreditamos que a base de comparação ficará cada vez mais difícil, de forma que o crescimento de vendas em relação a 2021 nos próximos trimestres deverá desacelerar.

Não vemos catalisadores no curto-prazo para as ações, que negociam a um múltiplo P/L 2022E de 25x segundo o consenso de mercado, a nosso ver incompatível com o baixo crescimento de lucros esperado para a companhia (LPA CAGR de 7,8% entre 2021 e 2024) e com a elevação na taxa de juros dos EUA, que continua a comprimir os múltiplos de valor no mercado.

### ...e entra a Ulta Beauty

Para julho, adicionamos uma *small cap* norte-americana, uma história de sucesso muito bem administrada e operando num setor resiliente a crises: saúde e beleza. A **Ulta Beauty (U1LT34)** foi fundada em 1990 como uma rede de salões de beleza, e hoje é a maior cadeia de lojas de cosméticos, perfumes e maquiagens dos EUA, vendendo 25 mil produtos de 600 marcas diferentes. No 1º trimestre do ano, a Ulta abriu 10 lojas, chegando a 1.318 unidades espalhadas em 50 estados (das quais 163 na Califórnia) e quase todas localizadas em "*power centers*" (shoppings *outdoor* com 3 ou 5 grandes lojas âncoras).

A companhia também tem um portfólio de produtos de marcas próprias e mais de 100 lojas estão dentro das unidades da rede de hipermercados Target, numa parceria exclusiva no segmento de beleza e cosméticos. O Ultamate Rewards, programa de fidelidade da companhia, tem 37 milhões de membros, e adicionou uma média de 2,2 milhões de membros por ano nos últimos 5 anos. A Ulta tem um apelo forte em mulheres jovens, de idade entre 12 e 22 anos, e segundo a companhia as mulheres representam mais de 60% dos clientes. Segundo dados da Euromonitor de abril de 2021, o mercado total de produtos de beleza nos EUA soma US\$91 bilhões, e a companhia tem 10% de *market-share* no país. A companhia fornece três categorias de marcas, separadas por nível de preço: Massa, intermediário e Prestígio. Os serviços executados nas lojas, principalmente nos salões de beleza, alavancam as vendas dos produtos e fidelizam os consumidores. Os consumidores que utilizam os salões de beleza gastam 3 vezes mais por ano do que os demais consumidores, e metade deles compra algum produto de beleza no mesmo dia em que utilizam um serviço.

Tabelas 2 e 3: O BDR da Ulta Beauty

BDR	Ulta Beauty	US\$ milhões	2021	2022E*	2023E*
Código	U1LT34	Receita líquida	8.598	9.688	10.175
Pais de origem	EUA	EBITDA	1.528	1.659	1.753
Setor	Consumo	% margem	17,8%	17,1%	17,2%
Valor de mercado*	19.975	Lucro líquido	946	1.060	1.113
Preço	R\$ 101	ROE	46%	63%	57%
Preço-alvo**	R\$ 120	P/L	22,3x	18,6x	17,5x
Potencial %	19%	EV/EBITDA	12,6x	11,8x	11,0x
Paridade	20 pra 1	*consenso de mercado pela Bloomberg			
Lastro	ações da companhia na NYSE				

\* milhões de dólares \*\*consenso Bloomberg

Fontes: BTG Pactual e Bloomberg

Nos últimos cinco anos, a receita líquida e o lucro líquido cresceram em média 12% e 22%, respectivamente (CAGR 2016-2021). A margem de lucro operacional média nesses anos foi de 11,9%. O *management* tem objetivos claros para o período de 2022 a 2024: crescer a receita entre 5% a 7% ao ano, ter margem de lucro operacional entre 13% e 14% e ter um CAGR de lucro por ação entre 10% e 14%. Em 2021 a Ulta Beauty teve fluxo de caixa ao acionista de quase US\$890 milhões e recomprou US\$1,5 bilhão em ações (cerca de 7,5% de *yield*). A unidade de *e-commerce* teve forte crescimento entre 2017 e 2021, com CAGR na receita de 35% a.a. O ROE médio dos últimos 5 anos foi de 34% (para 2022E o consenso espera 63%), e a companhia recomprou uma média de US\$600 milhões em ações por ano (a Ulta não distribui dividendos).

No dia 26 de maio, a Ulta anunciou resultados trimestrais acima do consenso de mercado, e elevou o *guidance* para o resto do ano. A receita líquida no trimestre encerrado em 30 de abril foi de US\$2,36 bilhões (+21% a.a.), e o lucro líquido por ação foi de US\$6,30, alta anual de 55%. A companhia está se beneficiando dos movimentos chamados “retirada das máscaras” e “trade de reabertura”, com os consumidores voltando a usar maquiagens no dia a dia sem suas máscaras protetoras e participando de eventos sociais.

A companhia atualizou o cenário para o ano fiscal de 2022, que terminará em 31 de janeiro de 2023. Agora espera receita líquida entre US\$9,35 bilhões e US\$9,55 bilhões, ante um *guidance* anterior de US\$9,05 bilhões e US\$9,15 bilhões. As vendas “mesmas lojas” deverão crescer entre 6% e 8% (contra 3% a 4% no *guidance* anterior), e o lucro líquido por ação ficará entre US\$19,20 e US\$20,10, comparado com US\$18,20 a US\$18,70 na projeção anterior.

## Eventos Recentes

### Microsoft (MSFT34)

No dia 02 de junho, a companhia comunicou ao mercado que terá impactos negativos nos resultados do 4º trimestre, o período atual, decorrentes da apreciação global do dólar relativamente a outras moedas. A conversão de resultados gerados em outros países para a moeda funcional da companhia, o dólar, resulta em resultados menores na moeda norte-americana, o que fez a Microsoft reduzir marginalmente o *guidance* para o 4T22.

**Guidance:** Para o trimestre atual, a Microsoft prevê receita líquida entre US\$51,9 bilhões e US\$52,7 bilhões, levemente inferior ao intervalo anterior, US\$52,4 bilhões a US\$53,2 bilhões. O mercado projetava US\$52,87 bilhões, de acordo com as projeções compiladas pela Refinitiv. O lucro por ação no novo *guidance* deverá ficar entre US\$2,24 e US\$2,32, vs. US\$2,28 e US\$2,35 anteriormente – o mercado espera US\$2,33.

## 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 garantias 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 junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, 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 os 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 face a 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 regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e 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 ao direito de eventualmente recusarmos 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 ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no 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 desse 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 será o primeiro nome 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](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)