

Carteira Recomendada de BDRs

Equity Research

Banco BTG Pactual S.A.

Novembro 2022

Bruno Lima

São Paulo – Banco BTG Pactual

Arthur Mota

São Paulo – Banco BTG Pactual

Marcel Zambello

São Paulo – Banco BTG Pactual

Vitor Melo, CFA

São Paulo – Banco BTG Pactual

Luis Mollo

São Paulo – Banco BTG Pactual

Luiz Temporini

São Paulo – Banco BTG Pactual

Carteira Recomendada de BDRs

Fortes resultados no 3T22 impulsionaram o S&P 500; J.P Morgan e Disney foram os destaques do mês

Performance da carteira

Em outubro, a carteira recomendada de BDRs teve uma alta de 2,5%, superando o BDRX (+1,3%), em +1,2%. O destaque positivo no mês foi o J. P Morgan com alta de 17%. Em novembro, estamos aumentando a exposição da nossa carteira aos setores de tecnologia (30% de 20% anteriormente) com adição de Visa, consumo discricionário (15% de 10% anteriormente) com a entrada de Lululemon e financeiro (15% de 10% anteriormente), aumentando a exposição a J.P Morgan.

S&P 500 sobe forte no mês, +8% | LPA +3,8 acima do consenso

O S&P 500 teve uma forte alta no mês, subindo +8%. Tivemos 279 empresas do S&P 500 divulgando os resultados trimestrais, com lucros reportados acima da expectativa do consenso em 3,8%, patamar elevado e mostrando a resiliência operacional das companhias em um contexto macroeconômico desafiador. A expectativa do mercado de mudanças de posicionamento do Fed, também foi um catalisador para alta do S&P 500, em outubro. O maior destaque negativo do mês foram os resultados abaixo do consenso para algumas das principais empresas de tecnologia, como Amazon, Meta e Alphabet.

Alterações na Carteira | Entram Visa (VISA34), Deere & Company (DEEC34) e Lululemon Athletica (L1UL34)

Em novembro, estamos adicionando em nossa carteira, a Visa (10%) pelo seu sólido modelo de negócios (ROE e ROIC de 30,7% e 44,1% para 2022 estimados pelo consenso de mercado, respectivamente), Deere&Company (10%) pelo patamar elevado dos preços das commodities agrícolas e clientes com baixos níveis de estoques, e a Lululemon Athletica Inc (10%) pela resiliência do consumo de alta renda nos EUA (aproximadamente 70% da receita líquida da companhia). Estamos reduzindo em 5% o peso em Johnson & Johnson (de 15% para 10%) e alocando no J.P Morgan (de 10% para 15%), após sólidos resultados e inadimplência em níveis menores do que os apresentados historicamente. Saem da carteira recomendada a Coca-Cola e a Thermo Fischer pelos valuations premiums (21,2x e 19,2x EV/EBITDA em 2022E, respectivamente), e a Rio Tinto por conta de cenário menos construtivo para o minério de ferro (alocação em outubro de 5%).

Analistas

Bruno Lima
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Arthur Mota
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Marcel Zambello
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Vitor Melo, CFA
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Luis Mollo
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Luiz Temporini
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Tabela 1: Carteira Recomendada de BDRs | Novembro

Empresa	Tiker (BDR)	Setor de atuação	Peso
J.P Morgan	JPMC34	Financeiro	15%
Visa	VISA34	Tecnologia	10%
Alphabet	GOGL34	Tecnologia	10%
Microsoft	MSFT34	Tecnologia	10%
Ulta Beauty	U1LT34	Consumo Discricionário	10%
Lululemon Athletica	L1UL34	Consumo Discricionário	5%
Disney	DISB34	Comunicação	10%
Deere	DEEC34	Indústria	10%
Johnson & Johnson	JNJB34	Saúde	10%
Occidental petroleum	OXYP34	Energia	10%

Fonte: BTG Pactual / Bloomberg.

Cenário Macroeconômico

EUA: Fed pivot ou rumo aos 5% de juros?

A inflação ainda é a principal preocupação no cenário americano: Surpreendendo de forma altista pelo segundo mês consecutivo (+20 bps), o CPI de setembro avançou 0,4% m/m (vs. 0,2% esperado). O núcleo apresentou surpresa na mesma magnitude (+20 bps), ficando estável com relação ao dado de agosto (ambos em 0,6%), ante a expectativa de arrefecimento.

Além disso, os principais indicadores de mercado, como a inflação implícita de 10 anos (breakeven) ou então o swap de inflação 5y5y, mostraram uma deterioração ao longo de outubro mesmo com a queda dos preços das commodities. O mercado está nos dizendo que a inflação não é apenas sobre energia, mas que há algo mais preocupante no seu núcleo.

No lado da atividade, ainda vemos um mercado de trabalho apertado, mas com vacância começando a cair e o Payroll desacelerando. Os indicadores antecedentes já perderam força e os setores mais afetados por taxas mais altas, como o mercado imobiliário e o setor de bens, já vêm sofrendo quedas ao longo do terceiro trimestre. Esses não são vetores suficientes para descompressão da inflação, mas são vetores necessário.

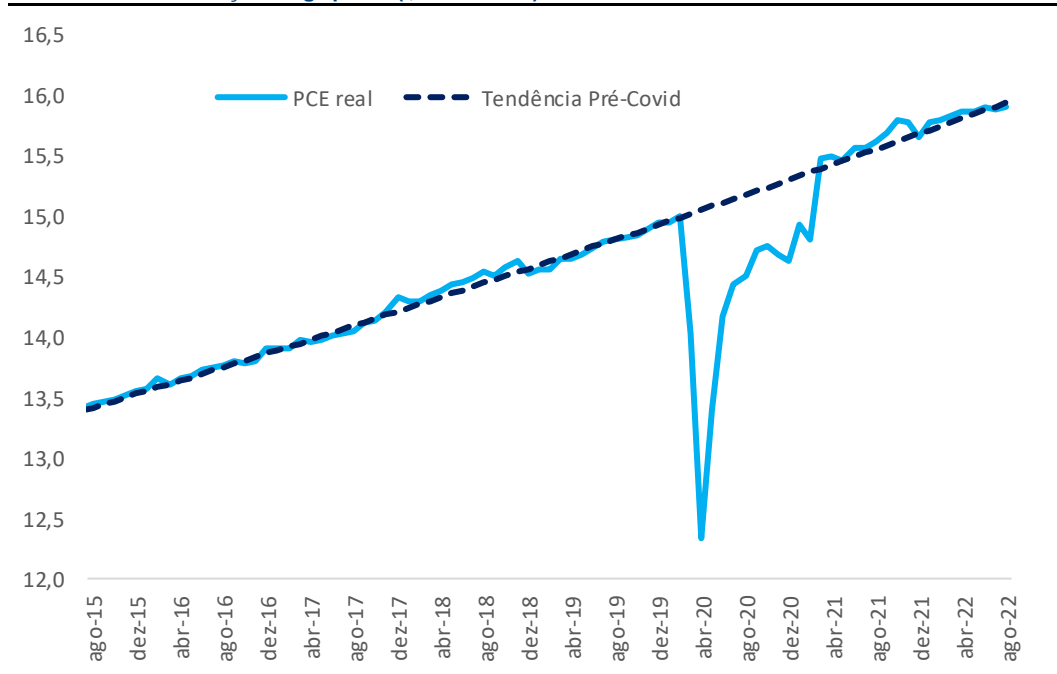
Por sua vez, ainda no terceiro trimestre, a primeira leitura do PIB dos EUA avançou 2,6% t/t saar, após dois trimestres consecutivos de recuo no indicador. Para o Consumo das Famílias, observamos uma desaceleração para 1,4% t/t saar no 3T22 vs. 2,0% t/t saar no 2T22. O carregamento estatístico para o crescimento de 2022 está em 1,81% e 0,28% para 2023, mas efetivamente projetamos 1,8% para 2022 e 0,6% para 2023. Para os próximos trimestres, esperamos continuidade da desaceleração no lado da demanda, que deve ficar cada vez mais evidente especialmente nas leituras de varejo e nas despesas privadas.

Os efeitos defasados do aperto das condições financeiras têm sido o principal impulsionador da especulação para um pivot dovish por parte do Fed, acompanhado da diminuição do consumo das famílias. Ainda seguimos com um call de 50 bps em dezembro, mas questionamos se isso é suficiente para gerar uma taxa terminal mais baixa. Consideramos que a possível redução do ritmo de alta de juros é uma estratégia para chegar em uma taxa mais alta, mas coletando informações ao longo do processo.

Entendemos que Powell provavelmente não entregará o resultado da reunião de dezembro e reforçará a dependência de dados para a tomada de decisão.

Para a política monetária, entendemos que a próxima reunião do FOMC tem pouco espaço para surpresas com relação à decisão (alta de 75 bps). Esperamos mais sinalizações sobre o ritmo de elevação da taxa em dezembro, com o CME Group mostrando um cenário dividido entre uma alta de 50 bps ou 75 bps (31/out). Ainda temos um cenário base de taxa terminal 4,5-4,75% em fevereiro e sem reduções em 2023, mas reforçamos nosso viés altista. De forma antecipada, independente de qual o ritmo de ajuste, Powell deve tentar mais uma vez reforçar a estratégia de permanecer com os juros altos por mais tempo ("higher for longer"), se apegando ao SEP apresentado em setembro, que mostra a média do FOMC com fed funds rate de 4,6% para 2023 – com o mercado precificando 4,4%. Por fim, em nosso cenário continuamos vendo um ambiente para o dólar (DXY) se mantendo forte no mundo, o que favorece mais a economia americana na convergência da inflação do que os pares, mas pode pressionar o fluxo comercial.

Gráfico 1: EUA – Inflação longo prazo (i, anualizado)



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual;

Europa: Riscos elevados para o final do ano

A oferta de energia ainda é o principal vetor de risco para a economia europeia neste final de ano, mas o cenário mudou marginalmente – e para melhor. A temperatura média na Zona do Euro permaneceu mais elevada nesse ano, com o World Meteorological Organisation (WMO) apontando maior probabilidade de um período de inverno com temperatura acima do normal na Europa (entre dezembro e março). Essa avaliação, em conjunto com a estratégia de limitar o preço do gás, além de um nível de estoques mais elevado, tem retirado prêmio de risco dos preços de energia.

Por outro lado, a recessão tem se mostrado mais presente nos dados do final do terceiro trimestre (embora o PIB tenha avançado 0,2% t/t no 3T22) e os indicadores de sentimento já para o quarto trimestre. Atualmente projetamos +2,9% de PIB em 2022, mas uma contração de -0,1% para o próximo ano, reflexo de uma recessão até o 1T23 – o que continua sendo um vento desfavorável para o Euro nos próximos meses, sobretudo com a continuidade da incerteza fiscal nas principais economias.

Em termos de juros, o Governing Council do BCE decidiu por elevar as três principais taxas de juros em 75 bps (sendo a taxa de depósito de 0,75% para 1,50%), conforme

esperado. Com a terceira elevação seguida em ritmo acima do usual, o Council considera que fez um progresso substancial na retirada de liquidez e redução da acomodação monetária. Além disso, reiterou o compromisso com a estabilização dos preços e convergência da inflação para 2% no médio prazo, utilizando a estratégia de decisão reunião a reunião. Ainda estimamos uma taxa terminal de 3%, enquanto o mercado trabalha com 2,8%.

Já no caso do Reino Unido, a saída de Liz Truss para a entrada do novo primeiro-ministro, Rishi Sunak, melhorou o ambiente de risco. De fato, Sunak manteve Jeremy Hunt no cargo de Ministro das Finanças e adiou os planos fiscais para 17 de novembro. De forma contrária à proposta anterior, eles estão estudando aumentos de impostos e cortes de gastos públicos no valor de até £ 50 bilhões por ano para combater o déficit nas contas públicas. Apesar da retirada do prêmio fiscal e político (o que afetou o Euro também), vale notar que o menor impulso fiscal se traduz em menor crescimento e menor pressão inflacionária, reduzindo o orçamento necessário para o BoE elevar juros.

No agregado, ainda seguimos menos construtivos para Europa do que no relativo ao par americano, que ainda tem crescimento de consumo e uma fase mais avançada do ciclo monetário, sem necessariamente lidar com riscos exógenos diretamente (guerra).

China: Sem sinais de novos estímulos

O 20º Congresso CCP ficou para trás e Xi Jinping assegurou o terceiro mandato (não usual) como líder da China, além de consolidar o alto escalão do partido com seus aliados e deixar espaço para um quarto mandato no futuro. Em seu discurso, Xi aproveitou para rever as políticas dos últimos cinco anos (que considerou “extremamente incomuns”), mas principalmente os pilares para os próximos cinco. Em linhas gerais, reforçou a inspiração socialista, a necessidade de reforçar e aumentar a segurança nacional e um crescimento econômico com uma composição de maior qualidade. Comparativamente aos outros Congressos, chama atenção a redução do número de palavras e expressões que se referem ao crescimento econômico, reformas e mercado, com Xi preferindo focar mais em temas sociais e culturais. Não houve qualquer sinalização para um relaxamento da política de Covid zero, sendo a estratégia reforçada.

Dessa forma, confirma as expectativas iniciais de mercado de que o Congresso não promoveria um grande pivot nas estratégias de China, mas que também não há interesse político em deixar uma desaceleração econômica mais intensa do que a atual.

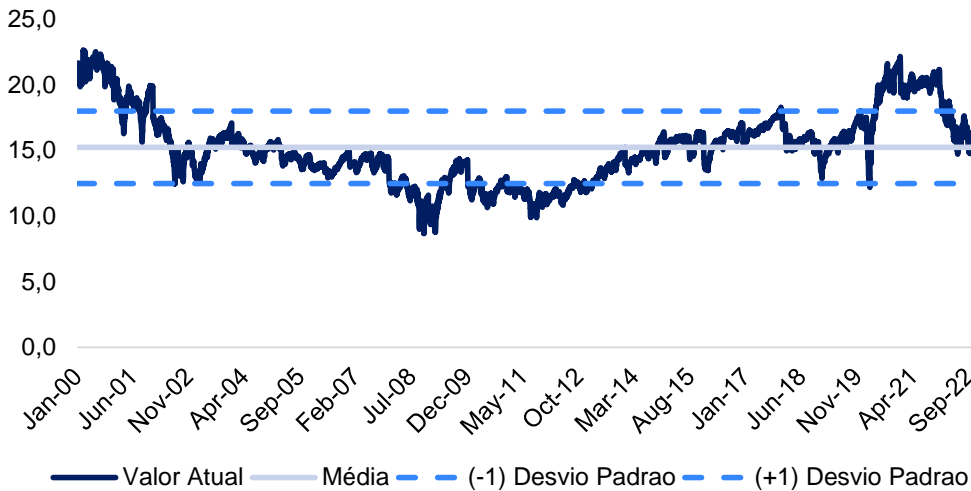
Após o final do Congresso, China ainda está enfrentando as novas ondas de Covid, apresentando uma sequência de dias com mais de mil casos e pressionando o governo a adotar mais restrições a mobilidade. Atualmente há cerca de 28 cidades implementando diferentes graus de medidas de bloqueio, com cerca de 207,7 milhões de pessoas afetadas e envolvendo regiões responsáveis por cerca de US\$ 3,55 trilhões do PIB da China. No lado do setor imobiliário, ainda vemos um volume de venda 28% abaixo do verificado em igual período de 2021, no final de outubro.

Em termos de crescimento, o PIB surpreendeu no 3T22 (+3,9% t/t vs. 2,8% esperado), com forte contribuição do setor industrial e do setor externo (via exportação). Por outro lado, o varejo continuou mostrando resultados abaixo do esperado, sobretudo no final do trimestre. Seguimos vendo um quarto trimestre volátil e sem reabertura consolidada na economia chinesa, mas revisamos nosso cenário de PIB de 2022 de 3% para 3,5%, mas seguimos com 5% para 2023.

S&P 500 negociando em 16,3x P/L em 2023E

O S&P 500 está negociando a 16,3x P/L estimado em 2023, uma alta de 9,7% em relação ao mês passado (14,8x), e acima da média histórica** (no mês passado o múltiplo estava abaixo da média histórica de 15,2x).

Gráfico 2: Múltiplo P/L estimado do S&P 500 em 2023*

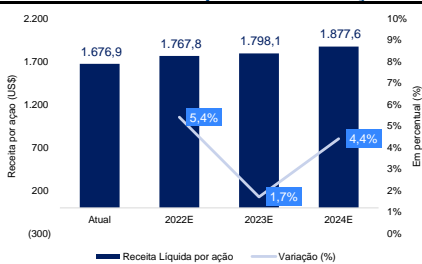


Fonte: Bloomberg e BTG Pactual; *Estimativas do Consenso de mercado da Bloomberg. **Média histórica desde 31/01/2000.

Em relação às projeções do mercado para o S&P 500 em 2023, o consenso está revisando para baixo as estimativas financeiras do índice, com crescimento de receita líquida de apenas +1,7% a/a em 2023 (+2,2% a/a no mês passado) e LPA de +4,6% a/a (de +5,1% a/a no mês passado).

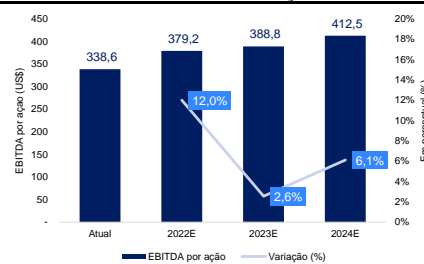
Para 2024, a receita líquida e o EBITDA do S&P 500 mantiveram as taxas de crescimento estimadas pelo consenso (+4,4% e +6,2%, respectivamente), mas com redução do LPA em 40 bps, refletindo taxas de juros maiores por mais tempo, comprimindo as margens e impactando o lucro líquido consolidado das companhias.

Gráfico 3: Receita Líquida do S&P/ação*



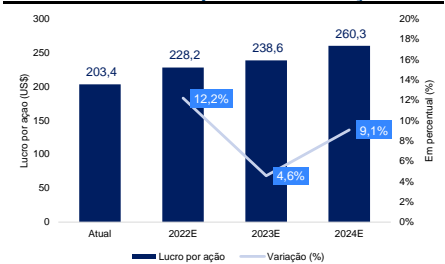
Fonte: *Consenso da Bloomberg e BTG Pactual

Gráfico 4: EBITDA do S&P/ação*



Fonte: *Consenso da Bloomberg e BTG Pactual

Gráfico 5: Lucro Líquido do S&P/ação*



Fonte: *Consenso da Bloomberg e BTG Pactual

Resultados corporativos | S&P 500

Tivemos 279 empresas do S&P 500 divulgando os resultados trimestrais, com lucros reportados acima da expectativa do consenso em 3,8%, no trimestre passado, tivemos um resultado semelhante (3,7% de surpresa).

Os resultados foram mais fracos para o setor de tecnologia, com as principais empresas do setor reportando decepções no LPA (com exceção de Apple e

Microsoft), com destaques negativos para a Amazon (-55,3% em relação a estimativa de LPA do consenso de mercado) e a Meta Platforms (-27,8% em relação ao LPA do consenso).

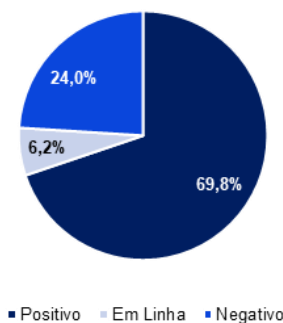
A Microsoft reportou resultados mistos com sólida lucratividade, porém com menores taxas de crescimento em todas as divisões de negócio. Seguimos otimistas com a tese de investimento da Microsoft em relação a outras empresas de tecnologia, pela maior resiliência das suas operações + liderança de mercado no segmento B2B (Microsoft Windows) e segundo maior player de Cloud (Azure).

Já o Google, chegou a cair ~7% após os números divulgados mais fracos do que o esperado pelo mercado. Apesar dos resultados decepcionantes, gostamos da tese de investimento e continuaremos acompanhando o desenrolar da história.

A Apple divulgou na quinta-feira seus resultados do quarto trimestre que superaram as expectativas de Wall Street em relação ao lucro líquido. No entanto, a Apple ficou aquém das expectativas de receita nas principais categorias de produtos da empresa.

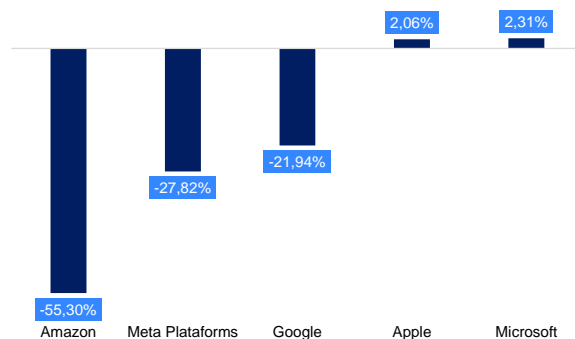
A Amazon apresentou resultados fracos. Um dos destaques negativos foi a desaceleração no principal negócio de varejo da Amazon à medida que os consumidores voltavam a fazer compras nas lojas física. É a segunda vez este ano que os resultados da Amazon foram divulgados abaixo do esperado pelo consenso.

Gráfico 6: Análise qualitativa dos Resultados do S&P 500 | 3T22



Fonte: Empresa e BTG Pactual

Gráfico 7: Surpresa no LPA das principais empresas de tecnologia do S&P (estimativas do consenso de mercado)

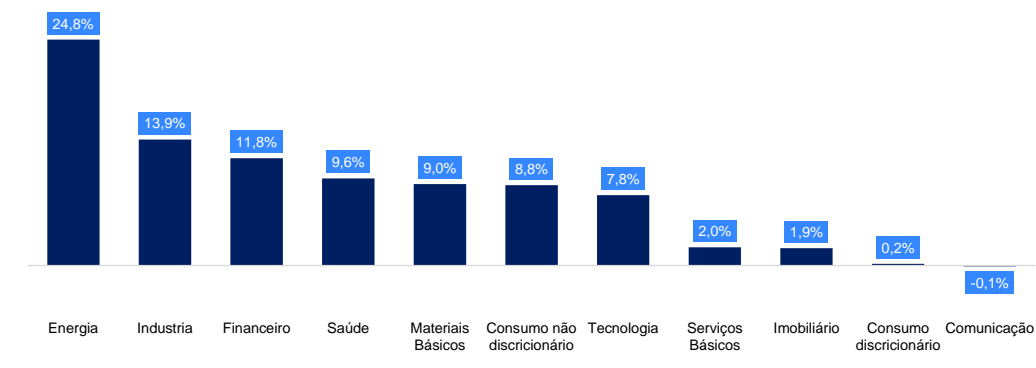


Fonte: Empresa e BTG Pactual

Performance setorial do S&P 500 | Outubro

Os preços mais elevados do petróleo e desequilíbrio na oferta & demanda, continua impulsionando as ações do setor de energia (+24,8% em outubro), que apresentaram a performance setorial mais forte nos benchmarks do S&P 500 em outubro. Temos exposição ao setor via Occidental Petroleum, que apresentou uma performance de +13,2% no mês.

Os setores Industrial e Financeiro também apresentaram uma performance sólida em outubro (+13,9% e 11,8%, respectivamente). Temos exposição aos setores via Deere (10%), J.P Morgan (15%) e indiretamente via Visa (10%).

Gráfico 8: Performance dos setores do S&P 500 em outubro


Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Alterações na carteira no mês de novembro

Estamos com uma visão mais otimista para o mercado internacional de ações para o mês de novembro do ponto de vista macroeconômico (Fed potencialmente mais dovish na margem), justificando uma maior alocação em ativos de maior beta (Visa com 10%), cíclicos (Deere & Company com 10%) e com maiores taxas de crescimento (Lululemon Athletica Inc com 5%).

Estamos também aumentando a nossa exposição no setor Financeiro com J.P Morgan (15% de 10% anteriormente), apesar da forte performance no mês de outubro (+17%, a melhor performance da carteira no mês). A companhia reportou sólidos resultados no 3T22, com margem financeira (2,1%) 10bps mais forte do que o esperado pelo consenso e com forte alta a/a (+10%) e t/t (+6%), principalmente por conta das altas nas taxas de juros americanas e expansão da carteira de cartão de crédito (+18,4 a/a) que possui maior spread. Continuamos vendo a inadimplência em níveis menores do que os apresentados historicamente, e índice de cobertura em confortáveis 272% (+23,7% a/a).

Em novembro, estamos adicionando a Visa em nossa carteira. A companhia tem uma elevada lucratividade (ROE e ROIC de 30,7% e 44,1% para 2022 estimados pelo consenso de mercado, respectivamente) e um mix diversificado de clientes, reduzindo o risco das suas operações. Destacamos também que a Visa tem um sólido modelo de negócios, e seu guidance em 2023 não prevê um cenário recessivo para as suas operações (crescimento estimado de dois dígitos). A Microsoft e a Alphabet seguem sendo nossas outras teses de investimento no setor de tecnologia, em novembro.

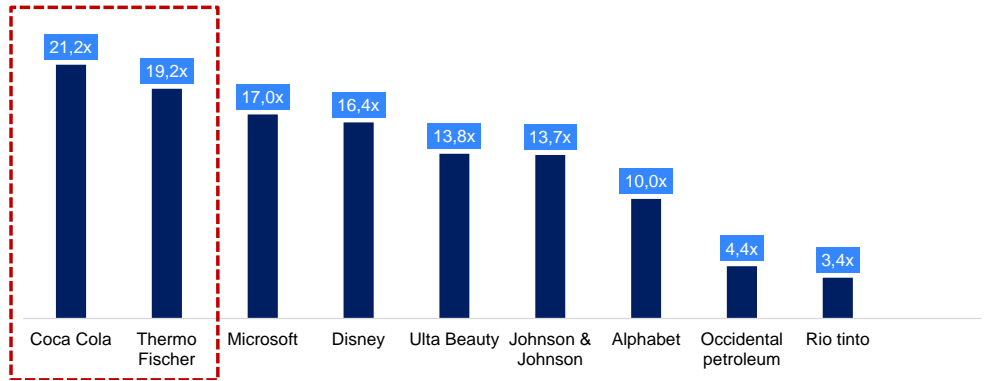
Estamos adicionando também a Deere&Company (10% do portfólio). O ciclo de capital de giro de alguns setores do S&P 500 deve ser prejudicado no 3T22 pela normalização no fornecimento de equipamentos e o arrefecimento marginal da demanda dos clientes, provocando uma queda nos preços realizados (revisões baixistas no lucro líquido estimado do S&P pelo consenso de mercado desde o início do 3T22). Destacamos que o setor de máquinas e equipamentos agrícolas, não está enfrentando esse desafio, com os principais clientes da Deere com níveis relativamente baixos de estoques de tratores e equipamentos. Além disso, as commodities agrícolas (soja e milho, principais proxies da demanda da Deere) seguem em patamares elevados de preços com a continuidade do conflito Rússia & Ucrânia.

Estamos aumentando a nossa exposição ao setor de consumo discricionário (15% de 10% anteriormente), adicionando a Lululemon Athletica Inc (5% de peso). Os

níveis de consumo do setor de varejo nos EUA seguem em patamares elevados e a demanda de alta renda está resiliente. A companhia aumentou a sua perspectiva de resultados para 2022 (novamente) e forneceu um guidance para o 3T22 que veio acima das expectativas do consenso, com destaque para um nível mais normalizado de remarcações de estoques em relação aos níveis observados no ano passado.

Saem da carteira recomendada a Coca-Cola e a Thermo Fischer pelos valuations premiums (21,2x e 19,2x EV/EBITDA em 2022E, respectivamente), e a Rio Tinto por conta de cenário menos construtivo para o minério de ferro (alocação em outubro de 5%).

Gráfico 9: Múltiplo EV/EBITDA em 2022E* das ações recomendadas na carteira de Outubro**



Fonte: *Estimativas da Bloomberg e BTG Pactual.**J.P.Morgan não foi incluído na amostra.

Estamos também diminuindo a nossa posição em Johnson & Johnson (10% de 15% anteriormente) pela redução do guidance da companhia de 2022 para um lucro por ação de U\$ 0,45 (ponto médio do guidance), mesmo com um LPA acima do consenso do mercado (+3,2%) reportado nos resultados trimestrais anteriores, refletindo a resiliente demanda dos seus produtos em todas as divisões de negócio.

Tabela 2: Mudanças na carteira recomendada (Outubro x Novembro)

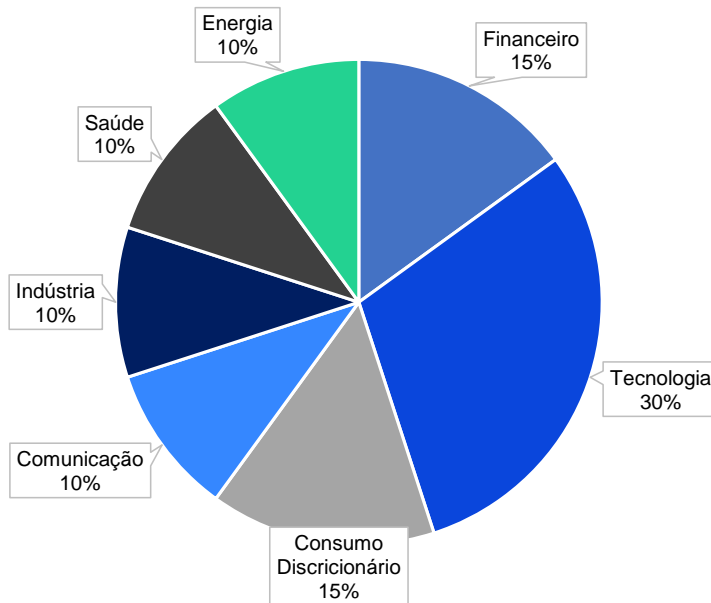
out/22				nov/22			
Empresa	Ticker	Setor	Peso	Empresa	Ticker	Setor	Peso
J.P Morgan	JPMC34	Financeiro	10%	J.P Morgan	JPMC34	Financeiro	15%
Thermo Fischer	TMOS34	Saúde	10%	Visa	VISA34	Tecnologia	10%
Alphabet	GOGL34	Tecnologia	10%	Alphabet	GOGL34	Tecnologia	10%
Microsoft	MSFT34	Tecnologia	10%	Microsoft	MSFT34	Tecnologia	10%
Ulta Beauty	U1LT34	Consumo discricionário	10%	Ulta Beauty	U1LT34	Consumo Discricionário	10%
Rio Tinto	RIOT34	Materiais Básicos	5%	Lululemon Athletica	L1UL34	Consumo Discricionário	5%
Disney	DISB34	Comunicação	10%	Disney	DISB34	Comunicação	10%
Coca-Cola	COCA34	Consumo não discricionário	10%	Deere	DEEC34	Indústria	10%
Johnson & Johnson	JNJB34	Saúde	15%	Johnson & Johnson	JNJB34	Saúde	10%
Occidental Petroleum	OXY34	Energia	10%	Occidental petroleum	OXY34	Energia	10%

Fonte: Bloomberg e BTG Pactual.

Estamos aumentando a exposição ao setor de tecnologia (30% de 20% anteriormente), consumo discricionário (15% de 10% anteriormente) e financeiro (15% de 10% anteriormente). O setor industrial entra na carteira recomendada (10%) com Deere.

Nossas maiores variações nas alocações setoriais em relação ao BDRx são os setores Financeiro (15% da carteira vs. 7,7% do índice) e de Energia (10% da carteira vs. 6,2% do índice) com J.P Morgan e Occidental Petroleum, respectivamente.

No mês de novembro, não temos exposição aos setores de materiais básicos, consumo não discricionário, imobiliário e serviços básicos.

Gráfico 10: Composição setorial da carteira recomendada de BDRs de Novembro


Fonte: Bloomberg e BTG Pactual.

Resumo das escolhas do mês

J.P Morgan (JPMC34) | 15%| Financeiro

Até o início do mês de outubro, o JPM apresentava a pior performance no ano entre os seus pares, consideravelmente pior que o S&P e que o KBE. Entretanto, depois de um forte outubro (+17%), a performance do BDR do JPM está mais próxima do índice amplo, mas ainda distante do KBE, o que não é justificado em nossa visão. Esse desempenho mais fraco se deve principalmente a uma combinação de custos muito mais altos do que o esperado, bem como restrições no *deploy* de capital durante todo o ano. Esperamos a continuidade de um momento mais positivo para a margem financeira/Lucro líquido (devido a taxas mais altas) do que na maioria dos pares. Já a geração de capital/diluição de RWA provavelmente será significativa (no 3T/4T, em particular) e as decepções relacionadas ao guidance de custos divulgado anteriormente, assim como a suspensão dos programas de recompra (devido a maiores exigências de capital) parecem precificadas (há menos risco de decepção com custos vs. pares). Com o JPM entregando a rentabilidade (ROTCE) prometida de 17% no último trimestre e negociando a 1,3x P/VP 23E, somos compradores.

Visa (VISA34) | 10%| Tecnologia

As principais vantagens competitivas da Visa são (i) sua escala; (ii) a força de sua marca; (iii) sua presença global; (iv) sua característica de hedge natural contra pressões inflacionárias; (v) a experiência do time de gestão; e (vi) foco na inovação. A escala da Visa e posição estratégica no sistema financeiro global oferece uma importante vantagem competitiva à empresa, e como resultado a Visa possui um market share dominante na maioria dos mercados em que atua. Também vemos opções interessantes para a tese de investimentos, tanto em relação ao crescimento da companhia em mercados emergentes que tem aumentado a participação no mix de TPV da Visa, quanto para o lançamento de novos produtos (ex: Blockchain). Atualmente a companhia negocia com P/L 23E de 24,4x vs. uma média de 31,2x dos últimos 5 anos. Durante um dos anos mais difíceis do mercado de ações americano em décadas, a Visa tem apresentado uma performance consistentemente superior quando comparado ao S&P (-3,9% vs. -18,6%), somos compradores!

Alphabet (GOGL34) | 10%| Tecnologia

A Alphabet Inc. opera como uma holding. A companhia, por meio de suas subsidiárias, fornece pesquisa baseada na web, anúncios, mapas, aplicativos de software, sistemas operacionais móveis, conteúdo para o consumidor, soluções corporativas, comércio e produtos de hardware. Seu principal negócio é a comercialização de anúncios, respondendo por mais de 80% de sua receita, desenvolvidos por ferramentas de inteligência artificial. A Alphabet opera três segmentos de negócio: 1) Google Services, 2) Google Cloud e 3) Other Bets. Sua tese de investimento está baseada em: (i) Forte performance financeira e retornos sólidos: nos últimos 10 anos, o lucro líquido teve um CAGR de 22% e o ROE médio foi de 18%; (ii) investimentos em ferramentas de Inteligência Artificial e machine learning; (iii) outros negócios como direção autônoma, healthtech, smartphones; (iv) aquisições como a Mandiant, líder em segurança cibernética, e o youtube; e (v) liderança no segmento de busca na internet com o Google Search, a qual gera efeitos de rede para os produtos e serviços da companhia.

Microsoft (MSFT34) | 10% | Tecnologia

A Microsoft é uma das principais empresas de tecnologia do mundo com produtos que incluem o sistema operacional Windows, aplicativos de produtividade do Office e serviços de nuvem do Azure. Geograficamente, 50% do seu faturamento está nos EUA. Os negócios da Microsoft são divididos em três segmentos distintos: "Produtividade e processos" (32% da receita líquida), "Nuvem Inteligente" (38,6% da receita) e "Computação Pessoal" (29,4% da receita). Sua tese de investimento está baseada em: (i) Novo ciclo de crescimento focado em computação na nuvem e aplicações voltadas à inteligência artificial; (ii) foco nos acionistas: nos anos fiscais de 2020 e 2021, a Microsoft gastou US\$43 bilhões recomprando suas ações no mercado, e distribuiu US\$32 bilhões em dividendos; e (iii) Lançamento de aplicativos e soluções de realidade virtual no metaverso.

Ulta Beauty (U1LT34) | 10% | Consumo Discricionário

A Ulta Beauty, Inc. opera como uma varejista de produtos de beleza nos Estados Unidos e foi fundada em 1910. As lojas da empresa oferecem cosméticos, fragrâncias, produtos para cuidados com a pele e cabelos, produtos de banho, corpo, utensílios de salão de beleza; produtos capilares profissionais; serviços de salão de beleza, incluindo serviços de cabelo, pele, maquiagem, sobrancelhas e de unhas. Sua tese de investimento está baseada em (i) sólido momento de resultados; (ii) resiliência do setor de cosméticos e de produtos de saúde; (iii) os níveis consolidados de consumo dos EUA seguem em patamares elevados; (iv) programa de fidelidade gera 95% do faturamento da companhia; e (v) ROE médio dos últimos 5 anos de 34%.

Lululemon Athletica (L1UL34) | 5% | Consumo Discricionário

A Lululemon Athletica é uma empresa canadense de roupas, calçados e acessórios esportivos. A Lululemon está sediada em Vancouver, British Columbia, e possui lojas em todo o mundo. A maioria de seus lojas estão nos Estados Unidos, Canadá, Austrália, Nova Zelândia e Reino Unido. A empresa possui uma faixa inicial de preço superior aos pares, com foco no público de alta renda. Sua tese de investimento está baseada em: (i) Resiliência de suas margens, explicadas por seu poder de precificação e também pelo consumo de alta renda ainda robusto; (ii) a perspectiva de receita implica em um CAGR de três anos de 25%, superando significativamente a meta de longo prazo da empresa de um CAGR de 15%; (iii) A empresa possui oportunidade de ganho de participação de mercado no segmento de varejo de vestuário esportivo, conforme vá aproveitando as oportunidades de expansão de categorias, de abertura de lojas, a aquisição da MIRROR, seu poder de precificação e a inovação de produtos; e (iv) expansão internacional.

Walt Disney Company (DISB34) | 10% | Comunicação

A Disney, é uma das maiores empresas de entretenimento e mídia do mundo. A companhia atua na criação e distribuição de conteúdo com as marcas Disney, Pixar, Marvel, Star Wars, ESPN e National Geographic. São seis unidades de negócios distintas: parques, experiências e produtos (parques de diversões, hotéis, linhas de cruzeiros marítimos, lojas de brinquedos e vestuário); mídia e entretenimento (8 canais de TV, como o ESPN, a rede ABC e o Disney Plus), três unidades de criação de conteúdo (estúdios, entretenimento geral e esportes); e uma unidade de distribuição e comercialização de conteúdo fornecido pela empresa. Nossa tese de investimento está baseada em: (i) sólido momento de resultados; e (iii) crescimento no segmento de streaming.

Deere & Company (DEEC34) | 10% | Indústria

A Deere é uma das maiores beneficiárias indiretas dos elevados preços das commodities, atuando na venda de máquinas, equipamentos e tratores para o setor agrícola. Sua tese de investimento está baseada em: (i) liderança de mercado (18%) no segmento de máquinas agrícolas com forte poder de precificação dos seus principais produtos; (ii) sólido histórico de fusões (12 aquisições nos últimos 5 anos); (ii) Estratégia de longo prazo (Leap ambitions) com aumento do mercado endereçável para US\$ 150 bilhões devido ao maior engajamento, conectividade e efetividade dos seus produtos e maquinário na agricultura; (iv) evolução de novos produtos, com destaque para o lançamento do trator autônomo em 2022; (v) maior recorrência das receitas com a expansão da utilização de softwares nas atividades agropecuárias, reduzindo a exposição à volatilidade dos ciclos das commodities agrícolas.

Johnson & Johnson (JNJB34) | 10% | Saúde

A Johnson & Johnson (J&J) atua na pesquisa e desenvolvimento, fabricação e venda de uma ampla gama de produtos na área de saúde. A empresa vende produtos para cuidados com a pele e cabelos, produtos farmacêuticos, equipamentos de diagnóstico e equipamentos cirúrgicos em escala global. Os EUA e a Europa representam os maiores mercados da empresa (representando cerca de 50% e 25% da receita, respectivamente). Seu modelo de negócios é subdividido em 3 divisões: farmacêutica, equipamentos médicos e saúde do consumidor. Sua tese de investimento está baseada em (i) Sólida geração de caixa com um yield de fluxo de caixa livre anualizado de 4% para 2022 (estimativas do consenso de mercado); (ii) 60 anos consecutivos de aumento de pagamentos de dividendos; (iii) Resiliência e diversificação do modelo de negócios da companhia; e (iv) ampla gama de produtos da Johnson & Johnson oferecem proteção contra a inflação.

Occidental Petroleum (OXYP34) | 10% | Energia

A Occidental Petroleum é uma empresa de energia com ativos localizados nos EUA, Oriente Médio e Norte da África. A suas receitas estão majoritariamente concentradas nos EUA, com 85% do faturamento consolidado da companhia. Os principais negócios da Occidental consistem em três segmentos: Petróleo e Gás, setor petroquímico, Midstream e Marketing. Sua tese de investimento está baseada em: (i) Exposição aos sólidos fundamentos da indústria de Petróleo & Gás, com demanda resiliente e oferta restrita após a deflagração do conflito Rússia & Ucrânia; e (ii) um dos líderes do mercado de Petróleo & Gás nos EUA.

Tabela 3: Carteira Recomendada de BDRs | Múltiplos | Estimativa de CAGR

Empresa	Peso	Preço (US\$)	Valor de Mercado (US\$ mn)	ADTV (US\$ mn)	P/L		EV/EBITDA		EBITDA CAGR 22E-25E	LPA 22E-25E
					2022E	2023E	2022E	2023E		
J.P Morgan	15%	125,9	369.152,2	1.450,2	10,9x	9,8x	-	-	-	4,3%
Visa	10%	207,2	442.485,0	1.304,9	27,9x	24,9x	21,9x	19,6x	12,4%	12,4%
Alphabet	10%	94,5	1.224.222,1	2.954,6	17,5x	15,0x	10,0x	9,0x	12,7%	15,6%
Microsoft	10%	232,1	1.730.406,9	6.751,1	24,4x	23,8x	17,0x	16,3x	11,1%	10,6%
Ulta Beauty	10%	419,4	21.480,8	358,9	24,2x	19,3x	13,8x	12,3x	6,9%	8,4%
Lululemon Athletica	5%	329,0	41.954,7	471,8	42,8x	33,1x	26,1x	20,4x	18,6%	18,7%
Disney	10%	106,5	194.228,6	1.143,3	29,6x	20,7x	16,4x	13,7x	13,3%	27,3%
Deere	10%	395,8	119.466,2	506,0	17,3x	15,2x	13,2x	11,8x	6,4%	5,7%
Johnson & Johnson	10%	174,0	454.841,7	1.183,8	17,3x	16,8x	13,7x	12,9x	5,3%	2,7%
Occidental petroleum	10%	72,6	67.626,3	1.578,6	7,1x	9,2x	4,4x	5,1x	-14,1%	-21,2%
Média					21,9x	18,8x	15,2x	13,5x	8,1%	8,4%

Fonte: Bloomberg /BTG Pactual

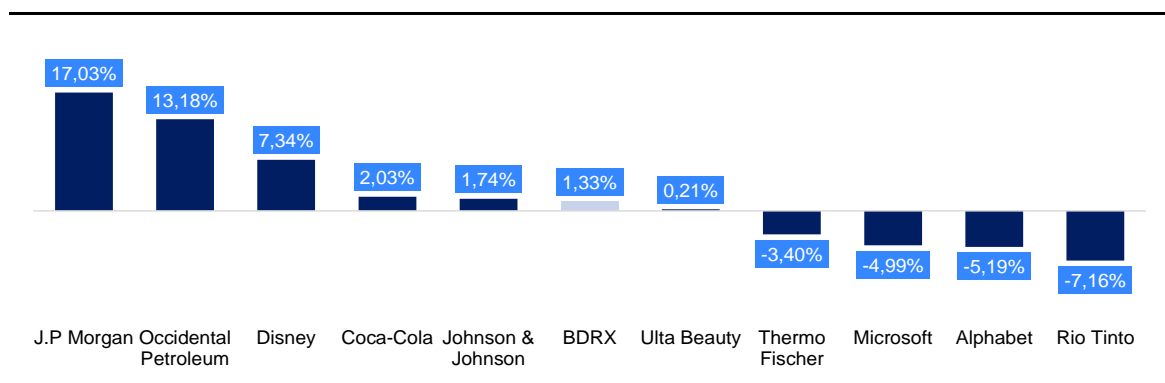
Carteira Recomendada de BDRs | Performance

Objetivo da Carteira

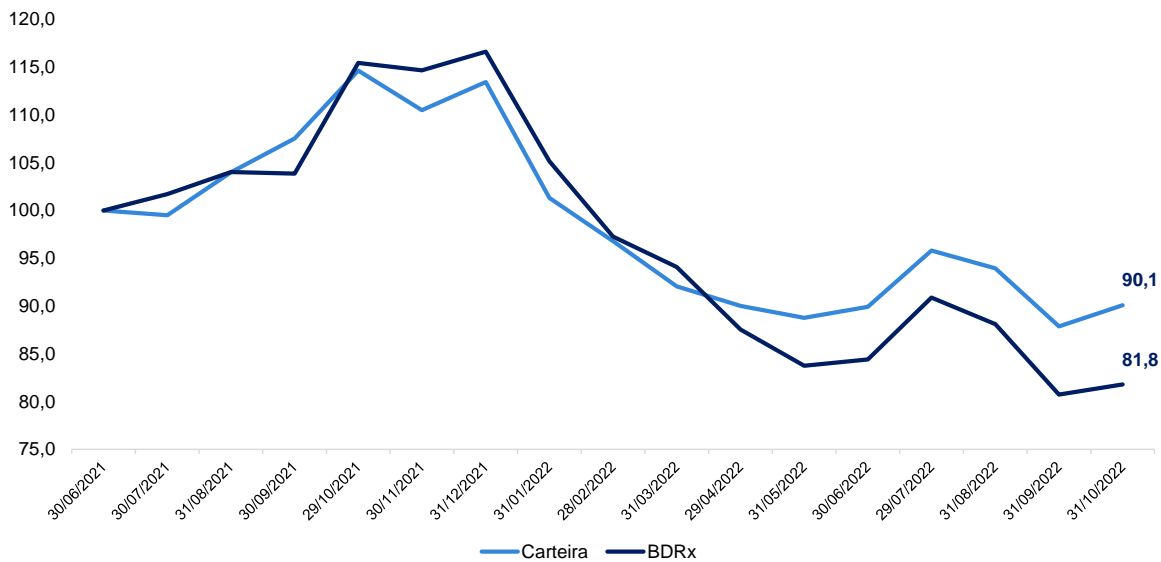
A carteira oferece as melhores oportunidades de investimento no exterior e é composta por dez BDRs. O processo de seleção dos BDRs é realizado pelo time de analistas e estrategistas de Research do Banco BTG Pactual, com base em uma análise conjunta dos fundamentos das companhias e do cenário econômico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

Performance

Em outubro, a carteira recomendada de BDRs teve uma alta de 2,5%, superando o BDRX (+1,3%), em 1,2%. No ano de 2022 estamos com um alpha de 9,3% em relação ao benchmark. Desde o início da carteira recomendada de BDRs (14/07/2021), estamos com um alpha de 8,3% em relação ao BDRX.

Gráfico 11: Performance no mês de Outubro das ações da Carteira Recomendada de BDRs


Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Gráfico 12: Performance acumulada da Carteira Recomendada x BDRx | Base 100 (Desde o dia 14/07/2021)


Fonte: Bloomberg / BTG Pactual

Tabela 4: Performance acumulada da Carteira Recomendada x BDRx | (Desde o dia 14/07/2021)

Data	jul-21	ago-21	set-21	out-21	nov-21	dez-21	Ano
Carteira	-0,5%	4,5%	3,4%	6,6%	-3,6%	2,7%	13,4%
BDRx	1,7%	2,3%	-0,2%	11,2%	-0,7%	1,7%	16,6%
Alpha	-2,2 p.p.	2,2 p.p.	3,6 p.p.	-4,6 p.p.	-2,9 p.p.	0,9 p.p.	-3,2 p.p.

Data	jan-22	fev-22	mar-22	abr-22	mai-22	jun-22	jul-22	ago-22	set-22	out-22	Ano	Acumulado
Carteira	-10,7%	-4,5%	-4,9%	-2,2%	-1,4%	1,3%	6,6%	-1,9%	-6,5%	2,5%	-20,6%	-9,9%
BDRx	-9,8%	-7,5%	-3,3%	-7,0%	-4,3%	0,8%	7,6%	-3,0%	-8,4%	1,3%	-29,9%	-18,2%
Alpha	-0,8 p.p.	3 p.p.	-1,6 p.p.	4,7 p.p.	2,9 p.p.	0,5 p.p.	-1,1 p.p.	1,1 p.p.	1,9 p.p.	1,2 p.p.	9,3 p.p.	8,3 p.p.

Fonte: Bloomberg / BTG Pactual

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, 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 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