

Carteira Recomendada de BDRs

Equity Research

Banco BTG Pactual S.A.

Fevereiro 2023

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

Maior exposição à reabertura da economia Chinesa

Panorama do mercado global

O mercado ainda segue dividido em relação ao crescimento global nos próximos meses, com a China e Europa mostrando recuperação na margem (destaque para a China), enquanto EUA revela uma trajetória mais clara de desaceleração do consumo. Já a redução dos preços de energia impactou positivamente as expectativas dos indicadores agregados de inflação no mundo, mas a resiliência dos preços de serviços não dá suporte para mudança de posicionamento das autoridades monetárias, em especial o Fed.

Reabertura da China é um dos principais temas de investimento para 2023

O processo de reabertura chinês segue dando suporte para alguns ativos cíclicos e, dado o nível de incerteza sobre o potencial de demanda reprimida, há espaço para surpresas positivas nos próximos meses. No caso americano, ainda vemos um Fed *hawkish*, que segue alertando o mercado para uma taxa de juros em elevado patamar por mais tempo do que é precificado na curva de juros, gerando um ambiente volátil nos próximos meses, mesmo considerando a proximidade do fim do ciclo de aperto monetário.

Entram Apple, Johnson & Johnson e Nike em fevereiro (10% de peso, cada)

No mês de fevereiro, estamos com um portfólio mais próximo do *benchmark* em termos de alocação setorial e com maior exposição ao tema de reabertura da China. Estamos retirando as ações da Microsoft (MSFT34) após resultados mais fracos do que o esperados no 4T22 e substituindo-a pelas ações da Apple (AAPL34), a única das *big techs* que não anunciou programas de demissão e com exposição à economia chinesa (17% da receita líquida). Estamos aumentando a exposição ao setor de consumo discricionário (20% no total), colocando as ações da Nike (NIKE34), devido sua presença na economia chinesa (19% do lucro operacional estimado em 2023). Por fim, entram as ações da Johnson & Johnson (JNJ34) em nosso portfólio, que mostraram resultados sólidos no 4T22. Saem as ações da Aura (AURA33) e Deere (DEEC34).

Performance da carteira | Aura é o destaque com alta de 39,3% em janeiro

Em janeiro, a carteira recomendada de BDRs teve uma alta de 5,3%, performando acima do BDRX (+4,4%), em +0,9%. Desde o início (14/07/2021), a carteira apresentou um retorno de 6.7 p.p. acima do BDRX.

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 | Fevereiro/23

Empresa	Ticker (BDR)	Setor de atuação	Peso (%)
Apple	AAPL34	Tecnologia	10%
Visa	VISA34	Tecnologia	10%
Nike	NIKE34	Consumo Discricionário	10%
Ulta Beauty	U1LT34	Consumo Discricionário	10%
Alphabet	GOGL34	Comunicação	10%
J.P Morgan	JPMC34	Financeiro	10%
Freepor Mcmoran	FCXO34	Materiais Básicos	10%
Coca-Cola	COCA34	Consumo Não Discricionário	10%
Occidental Petroleum	OXYP34	Energia	10%
Johnson & Johnson	JNJB34	Saúde	10%

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

Cenário Macroeconômico

EUA: sem espaço para cortes de juros

A inflação americana continua em seu processo de descompressão nos últimos meses, com a deflação de 0,08% m/m em dezembro refletindo os menores preços de energia, enquanto o núcleo de inflação (0,30% m/m) ainda preocupa, sobretudo no componente do núcleo de serviços (0,66% m/m).

Com o petróleo já tendo atingido seu ponto mais baixo em 2022 e, inclusive, iniciando uma tendência altista em janeiro, entendemos que a inflação americana não terá mais a contribuição da deflação de energia nos próximos meses, mostrando uma taxa mensal mais alta, principalmente com métricas de 3 e 6 meses anualizadas em elevado patamar.

Ainda vemos como pouco desafiador a inflação desacelerar do atual patamar de 6,5% para 4%, sobretudo pelo efeito base do 2T e 3T, entretanto, a redução da taxa anualizada de 4% para 3% é mais complexa. O *headline* da inflação precisa recuar de uma média mensal de 0,57% m/m em 2022 para 0,24% m/m em 2023 para atingir 3% - o que não nos parece factível neste momento dado a pressão de serviços, que apresentou 0,57% m/m na média mensal de 2022 e representa 57% da cesta de inflação, não devendo ficar abaixo de 0,30% nos próximos 4 meses.

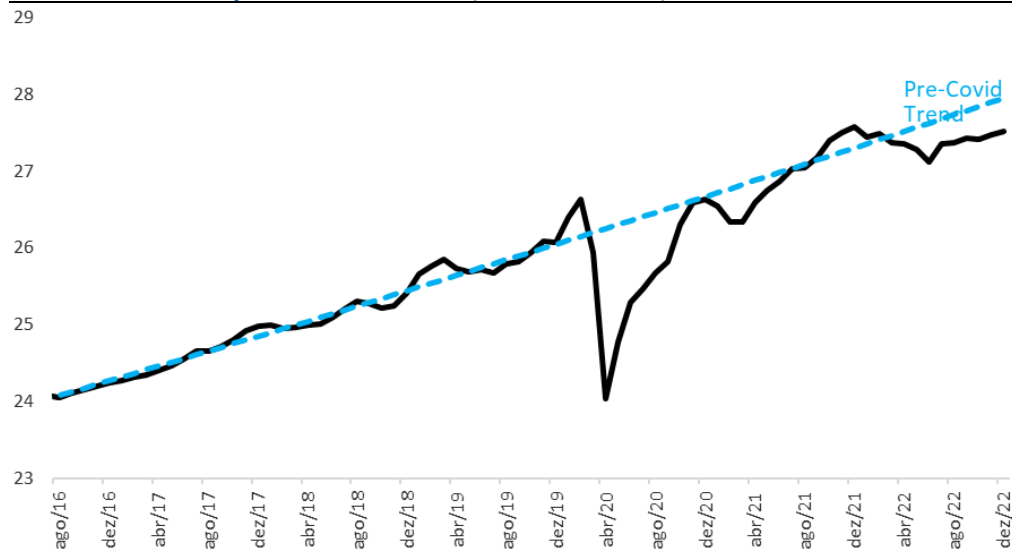
Por sua vez, os dados de atividade continuam mostrando desaceleração na ponta, com varejo e indústria revelando um setor de bens mais fraco no final do ano passado, uma tendência que deve ser perpetuada ao longo dos próximos meses. Ainda consideramos uma contração trimestral do PIB neste ano, em uma recessão muito leve, técnica, mas que reduz o crescimento da economia americana de 2,1% em 2022 para 0,8% neste ano.

Nesse ambiente, em que o pior da inflação já ficou para trás, além do setor de bens sofrendo os efeitos da política monetária, há um novo espaço para o Fed mudar o ritmo de sua política monetária. Como o FOMC tem dado mais importância para a taxa terminal e por quanto tempo os juros deveriam permanecer restritivo, a discussão da velocidade perdeu importância para o comitê. Como consequência, esperamos que o FOMC desacelere o ritmo de juros de 50 bps para 25 bps em fevereiro e estenda seu ciclo de juros até maio, mantendo nossa expectativa de uma taxa terminal de *fed funds rate* de 5%-5,25%

Ainda vemos pouco espaço e apetite para a discussão de cortes de juros em 2023, principalmente com o mercado de trabalho extremamente apertado (*payrolls* próximo de 200 mil/mês e desemprego de 3,5%) e as expectativas de inflação fora da meta. Ainda assim, reconhecemos que a maior parte do ciclo de juros já foi consolidado, tendo uma assimetria de risco menor para a taxa de juros no final deste ano. O FOMC

seguirá reforçando a estratégia de permanecer com os juros altos por mais tempo ("higher for longer"), mas com menor efeito prático na curva de juros real americana – catalisador mais relevante para as demais classes de ativo. Vemos menos suporte para um dólar global (DXY) forte, sobretudo com a melhora do ambiente de crescimento de Europa e de China. Dado a desaceleração da economia, ainda enxergamos espaço para um mix de posicionamento em ativos defensivos, mas com alocações em long duration, reflexo do timing mais avançado do ciclo monetário americano.

Gráfico 1: EUA- Evolução dos Salários Reais (US\$ tri anualizado)



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Europa: melhorando o ambiente de crescimento

A Zona do Euro tem mostrado notável mudança de ambiente nesse início de ano. Após passarmos a maior parte dos últimos 4 meses de 2022 monitorando o risco de recessão e também a crise de oferta de energia, os indicadores antecedentes os catalisadores de crescimento mostram um ambiente mais construtivo para o primeiro semestre do que esperávamos anteriormente. O inverno mais quente e um acúmulo expressivo de estoque de gás natural permitiu com que os preços de energia recuassem expressivamente nas últimas semanas, em especial do gás natural, com o *benchmark* na Holanda (TTF) recuando mais de 81% desde o seu pico em agosto e retornando em janeiro ao patamar de setembro de 2021. Tal descompressão de preço diminui a pressão inflacionária no bloco europeu, liberando renda para o consumo de outros bens e serviços no período.

Por sua vez, o processo mais intenso de reabertura de China também gera efeitos mais positivos na Zona do Euro do que nos EUA. Estimamos que a cada 1 p.p. de surpresa de crescimento na China pode contribuir com cerca de 0,68 p.p. de crescimento na Zona do Euro em cerca de 5 trimestres. Com a incorporação desses dois vetores em nosso cenário de crescimento, não vemos mais uma sequência de dois trimestres de contração, além de uma recuperação mais clara ao longo do ano. Como consequência, revisamos nossa estimativa de crescimento do PIB de 0,0% para 0,8% em 2023.

Ainda assim, mesmo com a reversão dos preços de energia, continuamos vendo forte pressão nos itens subjacentes, com 0,60% m/m no núcleo em dezembro, refletindo uma alta de 0,7% m/m no setor de serviços, o que sustenta nossa expectativa de um núcleo do CPI de 3,61% em 2023 (vs 5,1% em 2022), acima da meta do *Governing Council*. À luz dos novos números de atividade econômica, inflação e principalmente posicionamento dos membros do Banco Central Europeu (BCE), seguimos com a expectativa do seguinte ciclo de juros: +50bps (fev)/+50bps (mar)/+25bps (mai)/+25bps (jun), encerrando a taxa em 3,50%. A revisão positiva de crescimento,

acompanhada de um posicionamento mais *hawkish* da autoridade monetária, dará suporte para o Euro ao longo desse semestre.

China: reforçando o cenário construtivo para 2023

Em linha com o cenário otimista, a China está promovendo uma abertura mais rápida e sustentável do que o esperado nesse 1T23, conforme o nosso balanço de risco já indicava. Além disso, ficou claro que a economia mostrou maior resiliência do que o esperado no 4T23, com seu PIB ficando 0,0% t/t, enquanto estimávamos uma contração de -1% t/t. Dessa forma, o carregamento estatístico para 2023 já seria mais forte independente do cenário de Covid.

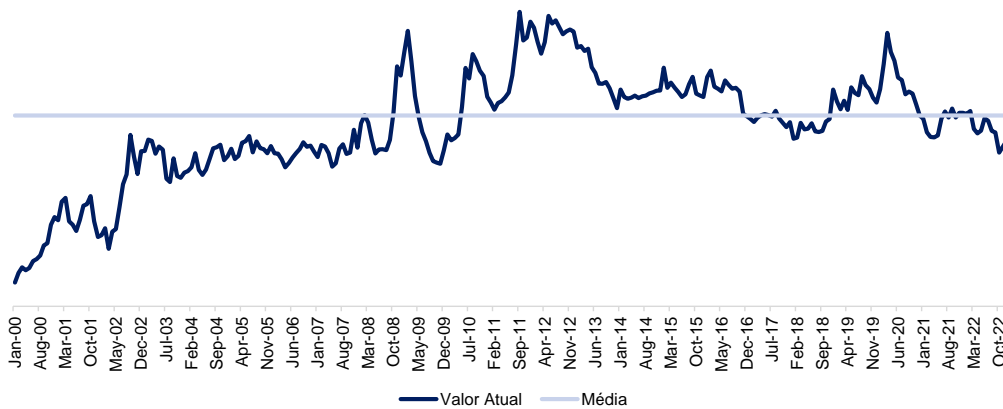
A composição setorial, em especial do varejo, mostrou maior flexibilidade por parte dos chineses para o consumo em ambientes restritos, sobretudo com uma poupança acumulada durante os anos de lockdown. Para o 1T23, os indicadores de mobilidade mostram forte recuperação (tanto urbanos, como fluxo em metrô, no interior, em estradas), sugerindo que o ambiente para o setor de serviços está mais aquecido no período e que o Ano Novo Lunar trará maiores contribuições para a demanda doméstica do que o verificado entre 2020 e 2022. As estimativas dos órgãos governamentais de transporte mostram um fluxo de viagens cerca de 88% do patamar verificado em 2019, antes do período pandêmico.

Relativamente à pandemia, não há uma contabilização definitiva, sobretudo após mudanças metodológicas de contagem por parte do governo, além da redução do número de testagem. Por outro lado, a Organização Mundial de Saúde sugeriu que o pico de hospitalizações grave ocorreu entre a segunda e terceira semana de janeiro, enquanto a *National Health Commission* (NHC) da China sugere que o pico de infecções totais ocorreu em igual período. Nesse sentido, salvo novas ondas advindas do feriado lunar, o pior teria ficado para trás.

Nossa expectativa básica é que as políticas pró-crescimento ganharão força após a reunião das “Duas Sessões”, no 2T23, como já apontaram a *Central Economic Work Conference* e também a reunião de dezembro do Politburo no final do ano passado. A meta de crescimento ainda será definida, mas a maioria das províncias já adotou um crescimento acima de 5% para esse ano. Com a evolução recente dos fatos, revisamos nosso cenário de PIB de 4,8% para 5,5% para 2023, com viés altista, reflexo da possibilidade de surpresa advinda do “*Revenge Spending*” do consumidor chinês ao longo das próximas semanas.

Equity Risk Premium do S&P 500

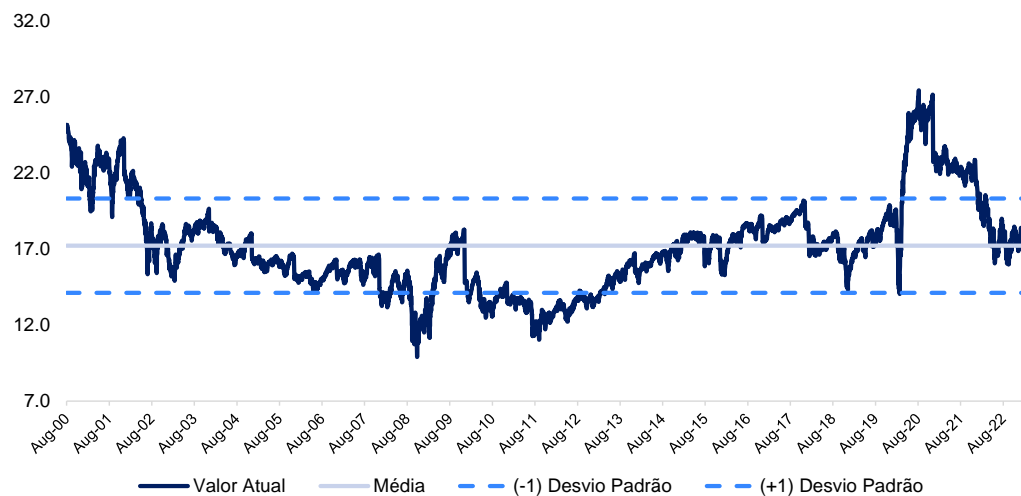
Mesmo com a alta de +6,2% do S&P 500 em fevereiro, o *equity risk premium* do índice está ainda em 5,4% (estável m/m) e abaixo da média histórica (desde janeiro/2000) de 6,3%. Destacamos que no mês de janeiro os juros do título de 10 anos tiveram queda de 30bps (de 3,8% para 3,5%), o que manteve o prêmio de risco no mercado de ações, mesmo com a forte alta em janeiro do S&P 500.

Gráfico 2: S&P 500 – Equity Risk Premium* | (%)


Fonte: BTG Pactual e Bloomberg * Desde janeiro/2000.

S&P 500 está negociando a 18,4x P/L 2023E

O S&P 500 está negociando a 18,4x P/L 2023E, uma alta em relação ao múltiplo do mês passado (17,4x). O índice teve uma alta de 6,2% em janeiro. Destacamos que o S&P 500 está negociando agora com um prêmio para a média histórica de 17,2x (+6,8%), justificando nossa alocação em ativos de valor e qualidade em nossa carteira mensal de fevereiro (detalhes abaixo).

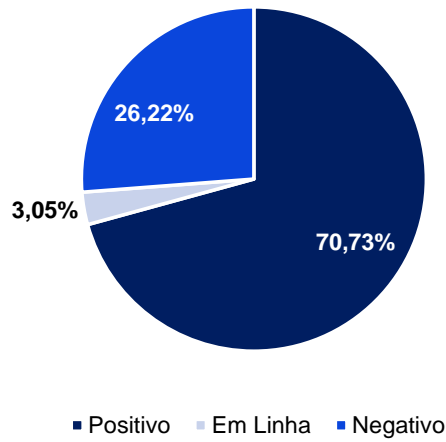
Gráfico 3: Múltiplo histórico P/L estimado do S&P 500 em 2023***


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

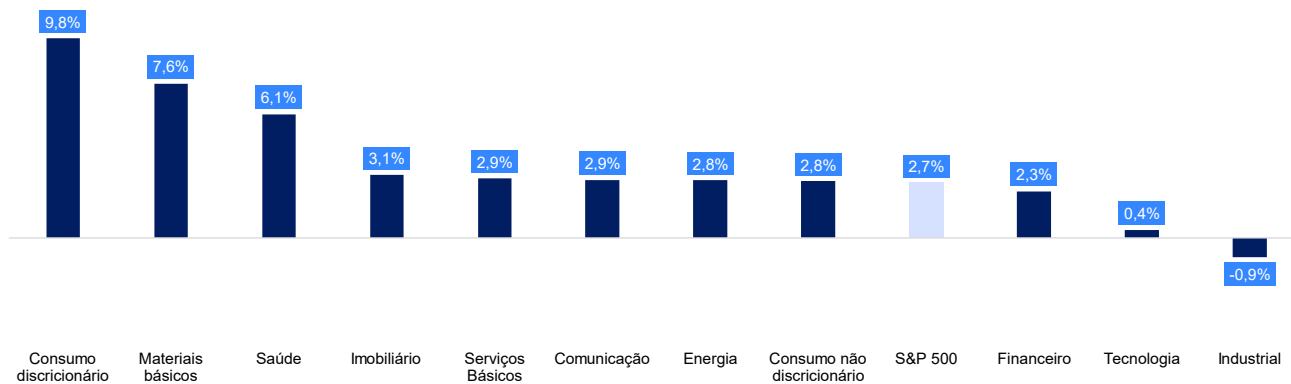
Resultados do S&P 500 | 4T22

165 empresa do S&P 500 reportaram os resultados (aproximadamente 1/3 do índice) do quarto trimestre. Apesar dos temores dos investidores de resultados mais fracos t/t, 70,8% das companhias reportaram resultados acima das expectativas.

Destacamos os resultados positivos do setor de Consumo discricionário, com uma surpresa média do lucro líquido de 9,8%, em comparação à média do S&P 500 de 2,7%. Temos a Nike e a Ulta Beauty na nossa carteira recomendada (20% de peso).

Gráfico 4: Análise qualitativa do Lucro Líquido das empresas do S&P 500 | 4T22


Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

Gráfico 5: Surpresa do Lucro Líquido dos setores do S&P 500 no 4T22


Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

Ótima performance das ações no mês de janeiro; Razões estruturais ou conjunturais?

A performance do S&P 500 (+6,6%) e do Nasdaq (+11,4%) tem sido um destaque entre as bolsas globais. E os investidores têm procurado narrativas que ajudem a explicar a forte performance do mercado acionário americano. Também é surpreendente como a performance setorial em 2023 do S&P 500 tem “espelhado” a performance de 2022, com os piores setores do ano passado apresentando as melhores performances em Janeiro/23 (Tabela 2).

Tabela 2: Performance dos setores do S&P 500

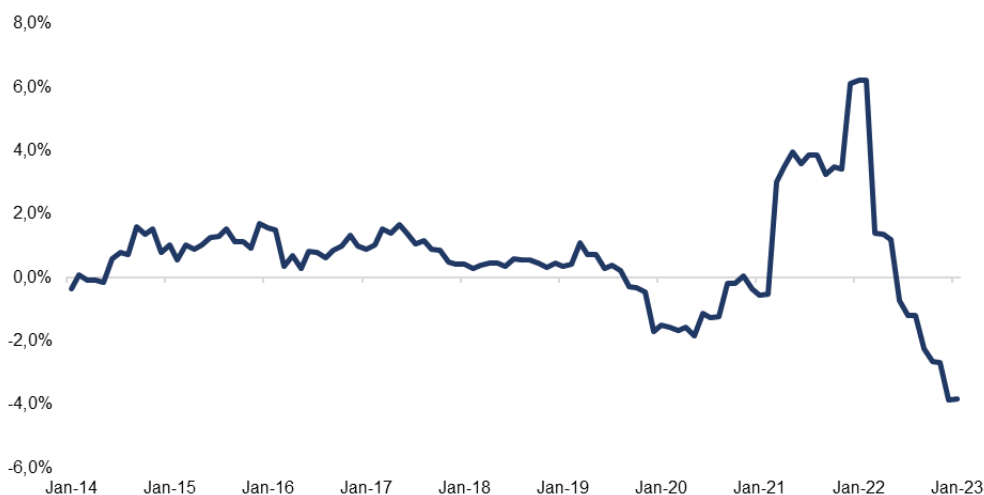
	Performance		Valor de Mercado		
	2022	2023	Valor de Mercado em bilhões (hoje)	Valor de Mercado em bilhões (em 30/12/2021)	Varição
SP 500	-19,4%	5,2%	35.052.586	42.184.010	-16,9%
S&P 500 Comunicação	-40,4%	13,3%	2.855.045	4.396.731	-35,1%
S&P 500 Consumo Discricionário	-37,6%	14,3%	3.800.894	5.567.226	-31,7%
S&P 500 Consumo não discricionário	-3,2%	-2,1%	2.568.365	2.649.891	-3,1%
S&P 500 Energia	59,0%	2,7%	1.753.845	1.090.550	60,8%
S&P 500 Financeiro	-12,4%	5,5%	3.968.811	4.367.800	-9,1%
S&P 500 Saúde	-3,6%	-3,0%	5.071.378	5.516.218	-8,1%
S&P 500 Industria	-7,1%	2,6%	2.917.863	3.236.802	-9,9%
S&P 500 Tecnologia	-28,9%	8,5%	9.205.716	12.167.028	-24,3%
S&P 500 Materiais Básicos	-14,1%	7,9%	955.604	1.051.837	-9,1%
S&P 500 Imobiliário	-28,4%	8,8%	953.447	1.137.000	-16,1%
S&P 500 Serviços Básicos	-1,4%	-3,3%	1.001.618	1.002.926	-0,1%

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

A explicação da performance dos mercados acionários se torna ainda mais difícil, depois de vermos uma temporada de resultados sem grande brilho até o momento, com a receita divulgada superando o consenso em apenas ~0,9% e os lucros em ~2,0%.

A semana atual, 30/01-03/02, será a mais representativa em termos de divulgação de resultados, com aproximadamente 30% do índice em capitalização de mercado (108 empresas) divulgando seus resultados, entre elas 3 das 4 empresas de maior capitalização do índice, Apple, Amazon e Alphabet.

Apesar de um LPA mais forte do que o consenso de mercado esperava, os 2% de surpresa positiva ainda estão mais fracos do que a média histórica de ~5%, com margens apresentando piora devido à pressão de custos (gráfico 6).

Gráfico 6: Margem Bruta do S&P 500 | Crescimento a/a


Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

Entendemos que a temporada de resultados não é o suficiente para explicar uma performance tão forte dos mercados acionários, em janeiro.

Outro argumento que temos visto, é que a reabertura chinesa tem sido a responsável por essa ótima performance dos portfólios. Enquanto achamos que isso pode ser verdade para alguns setores, como Materiais básicos, acreditamos que para o mercado acionário como um todo seja improvável, dado que 70% das receitas das companhias que compõem o S&P 500 são geradas nos EUA, o que não colabora com o argumento de que a reabertura chinesa tem impactado de maneira relevante no mercado acionário americano, apesar de reconhecermos que existem histórias específicas que se beneficiam.

Assim, acreditamos que os principais motivos que tem abastecido o *rally* deste início de ano são fatores conjunturais e, apesar de acreditarmos que o pico inflacionário passou, os dados de atividade tem desacelerado e o FED deve reforçar a sua postura de “*higher for longer*”, o que não favorece ativos de risco.

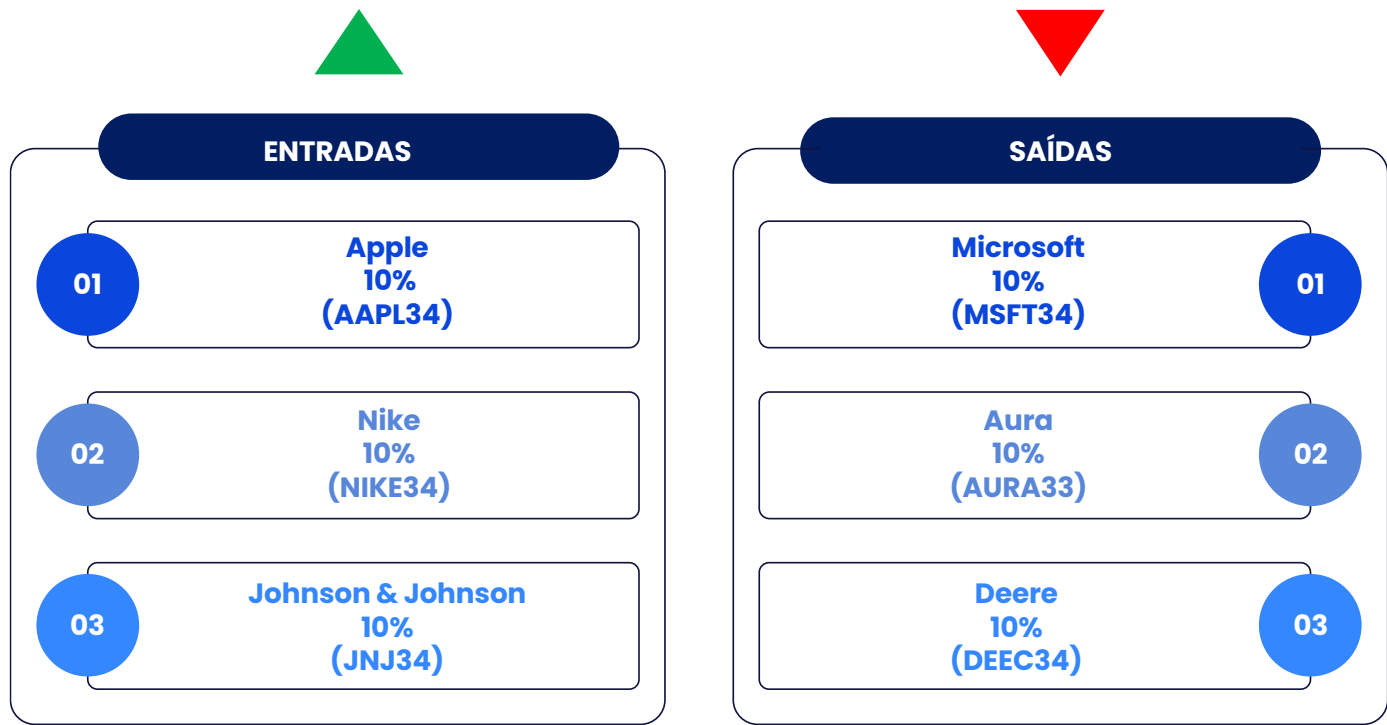
Assim decidimos apresentar uma alocação mais próxima ao nosso *benchmark*, nos tornando mais defensivos, com adição de J&J e com a exposição a teses com gatilhos claros como reabertura da China, que acreditamos ainda ser um fator importante para teses como Nike, Apple, Freeport e, indiretamente, para Occidental.

Alterações na carteira

Nesse mês estamos retirando a Microsoft (MSFT34), após resultados mais fracos do que o esperados no 4T22 (o LPA foi US\$ 0,07 abaixo do consenso) e a redução do *guidance*, com destaque para o menor crescimento da divisão de nuvem (Azure). Estamos colocando as ações da Apple, pela sua exposição a reabertura da economia chinesa (17% do faturamento consolidado) e resiliência das suas operações, sendo a única das big techs (Apple, Microsoft, Google e Meta) que não anunciou grandes programas de demissão.

Estamos aumentando a exposição ao setor de consumo discricionário (20% no total), colocando as ações da Nike (NIKE34) em nossa carteira, pelo tema de exposição à reabertura chinesa, sendo a região responsável por 19% das projeções de lucro operacional para o ano fiscal de 2023E da companhia. Para dar espaço, estamos retirando as ações da Deere (DEEC34), pelos dados macroeconômicos de produção industrial mais fracos, sinalizando uma desaceleração no setor.

Por fim, estamos voltando com as ações da Johnson & Johnson (JNJ34) em nosso portfólio, devido à resiliência de suas operações e resultados sólidos no 4T22 (LPA foi US\$ 0,11 acima do consenso). Saem as ações da Aura (AURA33), após uma performance muito forte (alta de 39,3% em janeiro).

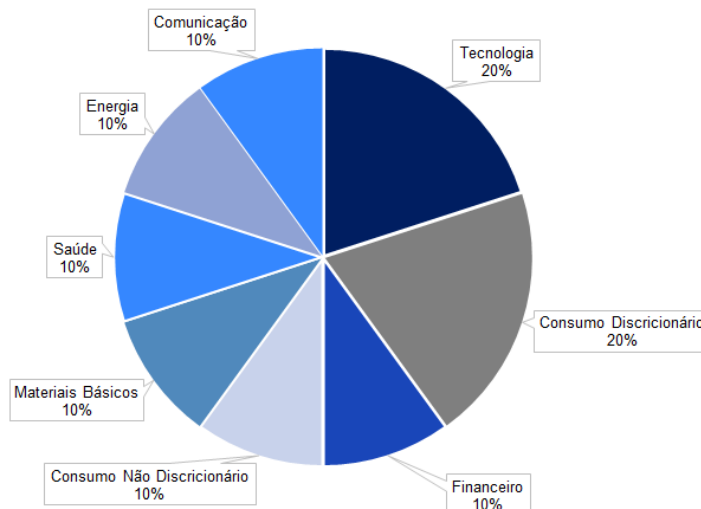
Figura 1: Mudanças na carteira recomendada de BDRs (Fevereiro/23 x Janeiro/23)


Fonte: BTG Pactual.

Tabela 3: Carteira Recomendada (Janeiro/2023 x Fevereiro/2023)

jan/23				fev/23			
Empresa	Ticker	Setor	Peso	Empresa	Ticker	Setor	Peso
Microsoft	MSFT34	Tecnologia	10%	Apple	AAPL34	Tecnologia	10%
Alphabet	GOGL34	Tecnologia	10%	Visa	VISA34	Tecnologia	10%
Visa	VISA34	Tecnologia	10%	Nike	NIKE34	Consumo Discricionário	10%
Freeport Mcmoran	FCXO34	Materiais Básicos	10%	Ulta Beauty	U1LT34	Consumo Discricionário	10%
Aura	AURA33	Materiais Básicos	10%	Alphabet	GOGL34	Comunicação	10%
J.P Morgan	JPMC34	Financeiro	10%	J.P Morgan	JPMC34	Financeiro	10%
Ulta Beauty	U1LT34	Consumo Discricionário	10%	Freeport Mcmoran	FCXO34	Materiais Básicos	10%
Coca-Cola	COCA34	Consumo Não Discricionário	10%	Coca-Cola	COCA34	Consumo Não Discricionário	10%
Occidental Petroleum	OXYP34	Energia	10%	Occidental Petroleum	OXYP34	Energia	10%
Deere	DEEC34	Indústria	10%	Johnson & Johnson	JNJB34	Saúde	10%

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

Gráfico 7: Composição setorial da carteira recomendada de BDRs - Fevereiro/23


Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

Nossa maior diferença na alocação setorial em relação ao BDRx é o setor de Tecnologia (-14,9 p.p.)- Temos exposição via Visa (VISA34) e Apple (AAPL34). Nossa alocação *underweight* é justificada pelos valuations menos atrativos do segmento (negociando a 23,2x Preço/Lucro estimado para 2023) e resultados corporativos com baixa magnitude de surpresas do lucro líquido do 4T22 no S&P 500.

Em relação ao setor de commodities, seguimos *overweight* em Materiais básicos (+8,7 p.p.) e Energia (+4,4 p.p.). Continuamos confiantes na tese de preços de petróleo em patamares estruturalmente mais elevados (via Occidental Petroleum com 10%) pelo desequilíbrio entre oferta & demanda do segmento e dos fundamentos sólidos do cobre, tendências seculares de crescimento dos mercados de veículos elétricos e projetos de energia renovável.

Em relação aos demais setores, estamos próximos ao BDRX.

Tabela 4: Alocação Setorial percentual | Carteira Recomendada x BDRX

Sector	Carteira	BDRX	Diferencial	Alocação
Energia	10,0%	5,6%	4,4 p,p	<i>Acima</i>
Materiais Básicos	10,0%	1,3%	8,7 p,p	<i>Acima</i>
Indústria	0,0%	2,4%	-2,4 p,p	<i>Abaixo</i>
Consumo discricionário	20,0%	17,3%	2,7 p,p	<i>Acima</i>
Consumo Não Discricionário	10,0%	7,9%	2,1 p,p	<i>Acima</i>
Saúde	10,0%	9,1%	0,9 p,p	<i>Acima</i>
Financeiro	10,0%	7,8%	2,2 p,p	<i>Acima</i>
Tecnologia	20,0%	34,9%	-14,9 p,p	<i>Abaixo</i>
Comunicação	10,0%	11,5%	-1,5 p,p	<i>Abaixo</i>
Serviços Básicos	0,0%	0,7%	-0,7 p,p	<i>Abaixo</i>
Imobiliário	0,0%	1,4%	-1,4 p,p	<i>Abaixo</i>

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

Aproximadamente 70% das receitas do SP&500 são denominadas em USD. Acreditamos que com o USD mais fraco, ter mais exposição em moedas estrangeiras deve ser benéfico para nossa carteira. Estamos com uma exposição de 55,5% ao mercado norte-americano, abaixo do *benchmark*.

Tabela 5: Distribuição Geográfica da Receita Líquida das empresas da Carteira Recomendada de BDRs | Fevereiro/23

Carteira recomendada de ações Fevereiro				
Empresas	Código	Peso	Receitas	Receitas
			(EUA) (%)	(Resto do mundo) (%)
Apple	AAPL34	10%	45,2%	54,8%
Alphabet	GOGL34	10%	48,3%	51,7%
Visa	VISA34	10%	44,0%	56,0%
Freeport McMoran	FCXO34	10%	51,7%	48,3%
Nike	NIKE33	10%	41,8%	58,2%
J.P Morgan	JPMC34	10%	47,3%	0,0%
Ulta Beauty	U1LT34	10%	100,0%	0,0%
Coca-Cola	COCA34	10%	35,9%	64,1%
Occidental Petroleum	OXYP34	10%	88,2%	11,8%
Johnson & Johnson	JNJB34	10%	52,8%	47,2%
Ponderado			55,5%	44,5%

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

Resumo das escolhas do mês | Fevereiro/23

Apple (AAPL34) | 10% | Tecnologia

A companhia atua na criação, fabricação e comercialização de smartphones, computadores pessoais, tablets, wearables e acessórios. Aproximadamente 55% do faturamento da Apple vem de fora das Américas e o iPhone representa mais de 50% do faturamento consolidado do grupo. Os principais pilares na tese de investimento são: (i) alto retorno aos acionistas (ROE, de 160% estimado para 2023, de acordo com o consenso de mercado); (ii) a escala das operações é superior às demais concorrentes; (iii) produção do veículo autônomo deve começar em 2024.

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 as 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. 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). O Resultado do 4T22 também pode ser considerado um ponto positivo com lucro líquido e margem líquida mais forte do que o consenso de mercado esperava, 8,6% e 2,3% respectivamente, explicado por crescimento a/a das transações fora dos EUA.

Nike (NIKE34) | 10% | Consumo Discricionário

A Nike, Inc. é uma empresa multinacional americana que atua no design, desenvolvimento, fabricação, marketing e vendas mundiais de roupas, calçados, acessórios, equipamentos e serviços. Dentro do segmento de Vestuário e Calçados, é uma das grandes beneficiárias da tese de reabertura de China. O país é um grande catalisador para a ação, já que tem sido o principal impulsionador dos resultados da Nike nos últimos 5 anos, sendo um componente crítico para a empresa alcançar suas metas financeiras de longo prazo. A China responde por 15% e 19% das projeções de vendas totais e EBIT do ano fiscal de 2023E, abaixo dos 16% e 25% no ano fiscal de 2019. Destacamos que o negócio de atacado superou o negócio de DTC (*Direct*

to Consumer) durante o trimestre, já que os parceiros do canal de varejo estavam com estoques insuficientes e voltaram a fazer pedidos de forma robusta para a próxima temporada de primavera.

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; e (iii) ROE médio dos últimos 5 anos de 34%.

Alphabet (GOGL34) | 10% | Comunicação

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 seu 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.

Freeport-McMoRan (FCXO34) |10% | Materiais Básicos

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 e nossa tese de investimento na Freeport-McMoRan está baseada em uma reabertura da economia chinesa e sólidos fundamentos de demanda da sua principal commodity (cobre).

J.P Morgan (JPMC34) | 10% | Financeiro

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. O Banco entregou uma margem financeira bruta 8,4% maior do que o estimado pelo consenso (maior surpresa positiva entre os pares), e um LPA 18,6% maior do que esperado, explicado principalmente por despesas operacionais menores do que o esperado (-3,9%). Com o JPM entregando a rentabilidade (ROTCE) prometida de 20% no último trimestre (bem acima do guidance de 17% fornecido pela companhia) e negociando a 1,4x P/VP 2023E, somos compradores.

Coca-Cola (COCA34) | (10%) | Consumo Não Discricionário

A Coca-Cola tem 200 marcas de bebidas em três segmentos distintos: uma unidade de refrigerantes, uma unidade de sucos e bebidas nutritivas, bebidas esportivas, cafés e chás. A empresa vende produtos em cerca de 200 países e gera cerca de

38% de suas vendas na América do Norte. Sua tese de investimento está baseada em (i) proteção contra a inflação dos seus produtos pelo seu poder de precificação; (ii) o maior sistema de distribuição de bebidas não-alcóolicas do mundo; (iii) forte poder de marca; (iv) alta geração de retornos aos acionistas com 59 anos de dividendos crescentes.

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 88% 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.

Johnson & Johnson (JNJ34) | 10% | Saúde

A Johnson & Johnson (J&J) atua na pesquisa & desenvolvimento, fabricação e venda de uma ampla gama de produtos na área de saúde. Seu modelo de negócios é subdividido em 3 divisões de negócio: produtos farmacêuticos, equipamentos médicos e saúde do consumidor. Os principais pilares na tese de investimento da companhia são: (i) Sólida geração de caixa com um fluxo de caixa livre anualizado de 4,2% para, de acordo com o consenso de mercado; (ii) 60 anos consecutivos de aumento de pagamentos de dividendos; (iii) Resiliência e diversificação do modelo de negócios; (iv) venda de produtos com capacidade de repasse da inflação; e (v) Spin-off da divisão de saúde do consumidor.

Tabela 6: Carteira Recomendada de BDRs | Múltiplos e Rentabilidade

Empresa	Peso (Carteira)	Valor de Mercado (US\$ mn)	Enterprise Value (US\$ mn)	P/L		EV/EBITDA		ROE (%)		Dividend Yield (%)	
				2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
Apple	10.0%	2,264,578	2,227,949	23.4x	23.3x	16.9x	17.2x	160.8%	161.0%	0.6%	0.7%
Alphabet	10.0%	1,261,288	1,174,365	19.0x	17.0x	10.6x	9.8x	25.1%	25.5%	0.0%	0.0%
Visa	10.0%	484,342	487,346	30.8x	27.1x	24.0x	21.5x	42.5%	47.2%	0.6%	0.8%
Freeport McMoran	10.0%	62,862	74,652	18.5x	23.3x	7.9x	7.9x	23.2%	14.5%	1.4%	1.1%
Nike	10.0%	195,945	197,849	34.3x	40.3x	25.6x	29.1x	43.3%	32.5%	0.9%	1.0%
J.P Morgan	10.0%	408,097	-	11.9x	10.7x	-	-	13.3%	14.0%	2.9%	3.0%
Ulta Beauty	10.0%	25,846	27,492	29.3x	22.1x	16.7x	14.1x	46.4%	68.6%	0.0%	0.0%
Coca-Cola	10.0%	262,238	290,236	24.4x	23.8x	21.5x	20.6x	47.0%	47.2%	2.9%	3.0%
Occidental Petroleum	10.0%	58,289	88,847	6.6x	10.0x	4.0x	5.1x	53.1%	25.4%	0.8%	1.4%
Johnson & Johnson	10.0%	423,546	421,494	16.1x	15.5x	12.8x	12.1x	34.7%	32.8%	2.7%	2.9%
Média				21.4x	21.3x	15.6x	15.3x	48.9%	46.9%	1.3%	1.4%

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

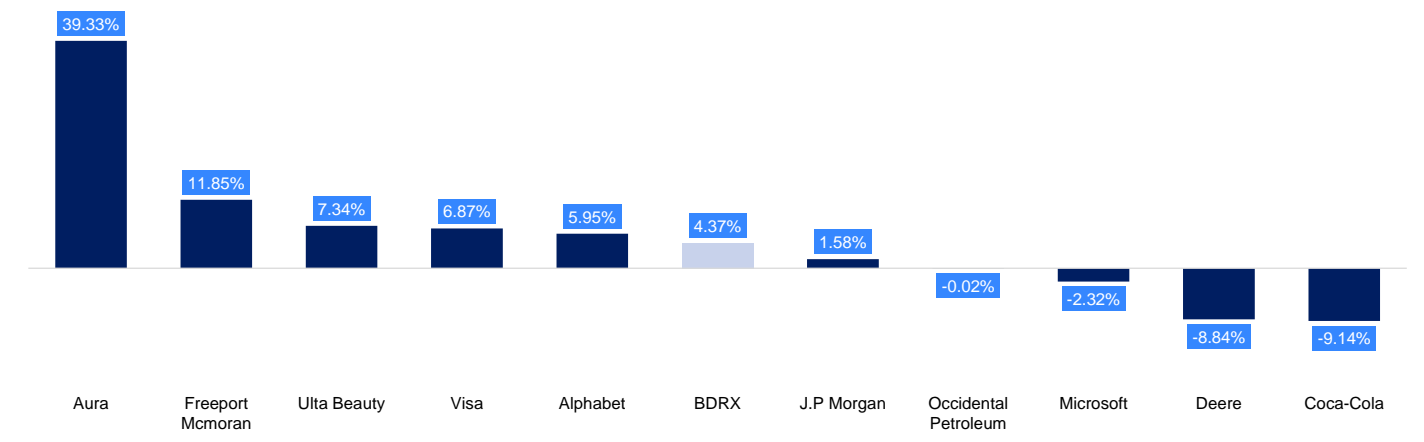
Carteira Recomendada de BDRs | Performance

Objetivo da Carteira

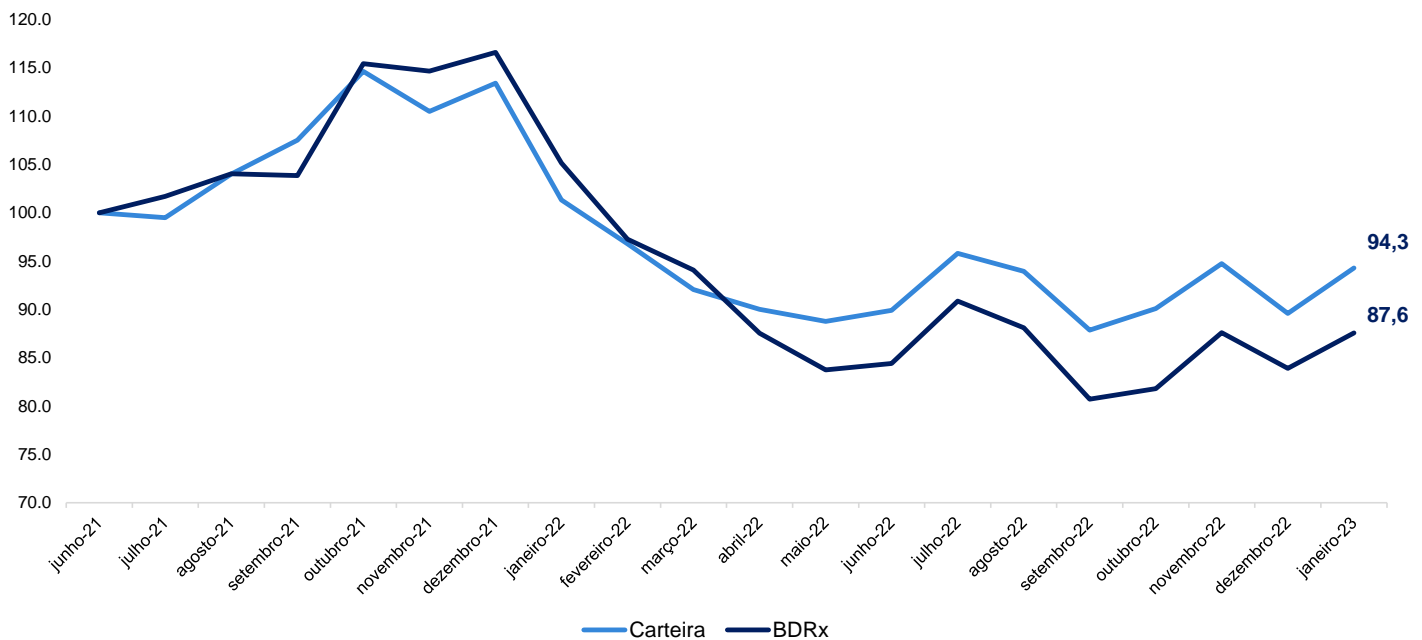
A carteira oferece as melhores oportunidades de investimento no exterior e é composta por dez BDRs. O processo de seleção dos BDRs é realizado pelo time de analistas e estrategistas de Research do Banco BTG Pactual, com base em uma análise conjunta dos fundamentos das companhias e do cenário econômico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

Performance

Em janeiro, a carteira recomendada de BDRs teve uma alta de 5,3%, performando acima do BDRX (+4,4%), em +0,9%. Desde o início (14/07/2021), a carteira apresentou um retorno de 6.7 p.p. acima do BDRX.

Gráfico 8: Performance no mês de Janeiro/23 das ações da Carteira Recomendada de BDRs


Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

Gráfico 9: Performance acumulada da Carteira Recomendada x BDRX | Base 100 (Desde o dia 14/07/2021)


Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

Tabela 7: Performance acumulada da Carteira Recomendada x BDRX | Base 100 (Desde o dia 14/07/2021)

Ano	Janeiro	Fevereiro	Março	Abril	Maiο	Junho	Julho	Agosto	Setembro	Outubro	Novembro	Dezembro	Ano	BDRx	Acumulado	BDRx Acumulado
2021							-0.5%	4.5%	3.4%	6.6%	-3.6%	2.7%	13.4%	16.6%	13.4%	16.6%
2022	-10.7%	-4.5%	-4.9%	-2.2%	-1.4%	1.3%	6.6%	-1.9%	-6.5%	2.5%	5.2%	-5.4%	-21.0%	-28.1%	-10.4%	-16.1%
2023	5.3%												5.3%	4.4%	-5.7%	-12.4%

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

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