

# Carteira Recomendada de BDRs

## Equity Research

Banco BTG Pactual S.A.

Abril 2023

**Marcel Zambello**

São Paulo – Banco BTG Pactual

**Vitor Melo, CFA**

São Paulo – Banco BTG Pactual

**Luis Mollo**

São Paulo – Banco BTG Pactual

**Arthur Mota**

São Paulo – Banco BTG Pactual

## Margens elevadas + balanços sólidos = nossas escolhas para abril

### **Estresse nos bancos regionais dos EUA em março foi um evento pontual e não representa um risco sistêmico**

O mês de março ficou marcado pelo temor de um estresse no setor bancário americano, com falência de bancos regionais e/ou concentrado em nichos de mercado. Apesar dos eventos, o FOMC continuou ajustando a política monetária após instituir ferramentas de suporte para o sistema financeiro, e mesmo considerando o evento de março um “outlier”, adotou posicionamento mais vigilante e deu sinais de proximidade do final do ciclo de alta de juros.

### **FED não deve cortar juros em 2023, justificando nossa alocação em ativos de qualidade**

Ainda assim, ante o conjunto de informações disponíveis, o FED não vê espaço para cortes de juros neste ano, conflitando mais uma vez com o mercado futuro e deixando uma assimetria altista para a curva de juros. Esperamos uma desaceleração mais clara da economia americana após o forte desempenho da atividade econômica no 1T23, em especial com a desaceleração do mercado de crédito. Em relação a Europa, ainda esperamos a manutenção de juros elevados por mais tempo na Europa, reflexo de um ajuste de política monetária mais tardio e uma situação do núcleo de inflação mais desafiador, ao passo que o sistema financeiro parece mais resiliente.

### **Dois alterações: Entram Microsoft (MSFT34) e Berkshire Hathaway (BERK34)**

No mês de abril, estamos com uma alocação concentrada em ativos de qualidade, em detrimento a teses com maiores expectativas de crescimento, e/ou que possuam margens menores. Assim, estamos retirando as ações da Freeport (FCXO34) e Ulta Beauty (U1LT34), e retornando com Microsoft (MSFT34) e inserindo a Berkshire Hathaway (BERK34) em nosso portfólio. Em relação a Berkshire Hathaway, gostamos da diversificação das operações da holding, com operações concentradas no setor de Tecnologia (39% de participação na Apple) e o restante do portfólio em setores tradicionais.

### **Resultados do S&P 500 no 4T22 | Queda de LPA de 2,9% a/a**

Apesar da queda do lucro do S&P 500 na comparação anual, pela maior pressão nas margens das companhias, com os impactos do maior nível de inflação, as expectativas do consenso foram reduzidas, e o S&P 500 apresentou surpresa positiva do LPA de +1,4% no consolidado. O setor com a melhor performance foi o de Comunicação, com uma surpresa do LPA de +5,4%, apesar da queda na comparação anual (-1,8%). O setor de Energia apresentou o maior crescimento anual de LPA (+54,5%), mas com um baixo nível de surpresa (+2,0%), com grande parte dos resultados financeiros já precificados pelo mercado.

#### Analistas

##### **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.

##### **Arthur Mota**

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

**Tabela 1: Carteira Recomendada de BDRs | Abril/23**

Empresa	Ticker (BDR)	Setor de atuação	Peso (%)
<b>Apple</b>	AAPL34	Tecnologia	10%
<b>Microsoft</b>	MSFT34	Tecnologia	10%
<b>Mastercard</b>	MSCD34	Financeiro	10%
<b>Visa</b>	VISA34	Financeiro	10%
<b>J.P Morgan</b>	JPMC34	Financeiro	10%
<b>Berkshire Hathaway</b>	BERK34	Financeiro	10%
<b>Alphabet</b>	GOGL34	Comunicação	10%
<b>Coca-Cola</b>	COCA34	Consumo Não Discricionário	10%
<b>Occidental Petroleum</b>	OXYP34	Energia	10%
<b>Johnson &amp; Johnson</b>	JNJB34	Saúde	10%

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg

## Cenário Macroeconômico

### EUA: enfrentando novas incertezas

O mês de março ficou marcado pelo temor de um estresse no setor bancário americano, com falência de bancos regionais e/ou concentrado em nichos de mercado. Os eventos aumentaram ainda mais a incerteza não apenas sobre a trajetória da economia, influenciada pela dinâmica de crédito, mas naturalmente da própria política monetária.

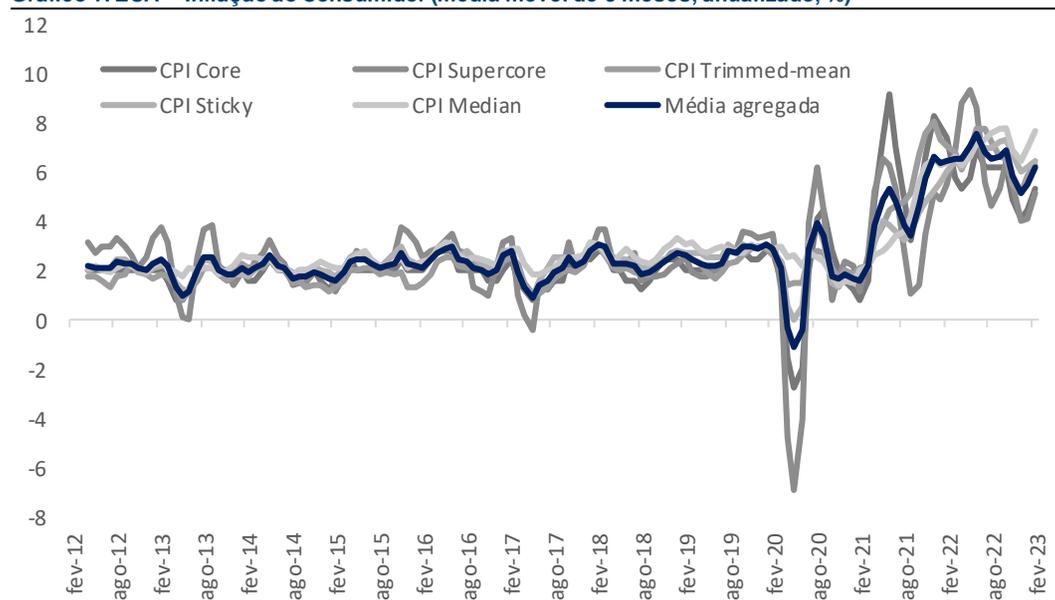
Durante as últimas três semanas o FED, o Tesouro e a FDIC adotaram medidas novas para garantir a liquidez ao sistema bancário – que já tem sido usado semanalmente pelos bancos – além de emitirem sinais claros de que assegurarão a estabilidade financeira. No meio do caminho, o FOMC voltou a apertar a política monetária (25 bps) e deu mais pistas sobre as decisões futuras. Powell reconheceu que o mercado de crédito deve sofrer um aperto adicional, mesmo considerando a falência do SVB como um “outlier”.

Dessa forma, a desaceleração no mercado de crédito geraria um aperto monetário e das condições financeiras que substituiria a necessidade de altas de juros adicionais. Powell revelou que o comitê chegou a considerar uma pausa do ciclo de juros, mas como ocorreu uma estabilização no fluxo de depósitos, bem como os dados econômicos ainda reforçavam a necessidade do ajuste, optaram por seguir a estratégia original. O comitê ainda estima uma taxa de juros em 5,1% neste ano, reforçando que não vê espaço para cortes de juros dado a dinâmica esperada para a inflação nos próximos meses.

Nesse sentido, destaque para a continuidade de surpresas no núcleo da inflação ao consumidor (0,5% vs 0,4% esperado), que só não foi maior por conta de uma deflação mais intensa de carros usados (-2,8% m/m), que pode ser revertida em breve por conta dos indicadores antecedentes, bem como a queda nos preços de serviços de saúde (-0,7% m/m), conforme já é esperado pela metodologia do componente. Já os itens relacionados a habitação (0,8% m/m) seguem pressionados, não desacelerando no ritmo esperado e mesmo o supercore (que exclui serviços de habitação) voltou a acelerar, passando de +0,36% para +0,50% m/m neste mês. Ainda esperamos uma inflação de 3,7% neste ano, com riscos inclinados para 4%, e sem convergência para 2% em 2024.

Com as novas informações e conforme o posicionamento dos membros do Fed, alteramos nosso call para Fed Funds Rate: +25 bps maio. Com isso, a taxa faz seu pico entre 5,00%-5,25% (5,125% meio da faixa) e permanece nesse nível durante todo o ano de 2023, em linha com o próprio diagnóstico do FOMC. A curva de juros futura mostra um mercado dando maior probabilidade de uma taxa de 4,25%-4,50% no final deste ano, portanto, com 3 cortes de 25 bps ao longo das próximas reuniões. Esse posicionamento volta a deixar uma assimetria altista na curva de juros – salvo uma deterioração adicional no mercado bancário. Atualmente projetamos um crescimento de 1,6% para o PIB americano, mas com viés baixista, ainda incorporando os choques esperados no mercado de crédito e que devem desacelerar a trajetória de alguns setores nos próximos meses. Desta forma, ainda enxergamos espaço para o posicionamento em ativos defensivos e de qualidade, que performam melhor – no relativo ao benchmark – em ambientes de reprecificação altista de juros e/ou em um cenário de menor crescimento.

**Gráfico 1: EUA – Inflação ao Consumidor (média móvel de 3 meses, anualizado, %)**



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

### Europa: mantendo a estratégia hawkish

Assim como reforçamos em fevereiro, a Zona do Euro também segue mostrando resiliência. Assim como no caso americano, a Europa também enfrentou problemas em seu sistema financeiro, especialmente envolvendo bancos suíços. Esse vetor, somado ao estresse dos bancos regionais nos EUA, não foram suficientes para mudar o posicionamento e o diagnóstico do ECB.

Dado o nível de incerteza atual, o ECB apontou que as próximas decisões serão dependentes de dados e que serão determinados i) pelo cenário de inflação à luz dos dados econômicos e financeiros; ii) pela dinâmica da inflação subjacente; e iii) pela força da transmissão da política monetária. Lagarde não deu sinalizações de que o ciclo estaria encerrado, e dado a evolução recente do noticiário envolvendo o setor financeiro na Europa (aquisição do Credit Suisse pelo UBS), o risco de contágio ficou menor no continente. Desde o evento, a maioria dos membros do ECB já discursaram e pontuaram que ainda veem espaço para mais ajustes da política monetária.

Dessa forma, ainda esperamos a manutenção de juros elevados por mais tempo na Europa, reflexo de um ajuste de política monetária mais tardio e uma situação do núcleo de inflação mais desafiador, ao passo que o sistema financeiro parece mais resiliente, mas deve sofrer com efeitos indiretos do estresse em outros mercados, limitando a expansão do mercado de crédito e ajudando na desaceleração da economia e da inflação.

## China: absorvendo os novos números da reabertura e a meta do governo central

A China consolidou no mês de março a troca de cadeiras dentro do governo a partir da reunião das “Duas Sessões”, completando o processo iniciado em outubro do ano passado – quando o CCP alterou cargos internamente. O agora ex-premier Li Keqiang (substituído por Li Qiang) apresentou na reunião do Congresso chinês os primeiros relatórios econômicos para o ano de 2023, com diagnósticos das políticas adotadas no passado e a visão para os próximos meses.

As metas foram estabelecidas, como o crescimento “ao redor” de 5%, acompanhado de um desemprego “ao redor” de 5,5%, inflação de 3% e déficit de 3% do PIB. Os números são modestos e revelam menor inclinação para uma política de estímulos exuberante. Por outro lado, Li foi bem claro ao sugerir que ao reduzir os riscos de default dos principais desenvolvedores imobiliários seria uma das prioridades do governo.

Também foram divulgados o “hard data” do primeiro bimestre, com a taxa de desemprego permanecendo estável em 5,3%, uma recuperação das vendas no varejo (+3,5%) e da produção industrial (2,4%), além de uma surpresa positiva nos investimentos em ativos fixos (5,5%). Com os novos dados, além dos resultados dos PMIs, elevamos nossa expectativa de crescimento de 5,5% para 5,7%. Ainda vemos espaço para mais surpresas à frente, reflexo de uma recuperação dos indicadores antecedentes, como novos pedidos, mas também do mercado de crédito, dos índices de mobilidade e principalmente das vendas no setor imobiliário.

## S&P 500 tem alta de 3,5% em Março | Menor spread entre S&P e título do governo de 30 anos (desde 2015)

O Equity Risk Premium (ERP) do S&P 500 ficou praticamente estável em março, fechando o mês em +3,9% (+80 bps abaixo da média histórica desde 2015 de 4,7%).

Destacamos que os títulos do governo norte-americano de 30 anos estão pagando patamares semelhantes ao ERP do S&P 500. Ou seja, o prêmio para investir em ações está consideravelmente abaixo da sua média histórica, que é de +2,1%, desde 2015.

Dessa forma, no curto prazo, não estamos visualizando catalisadores macro (corte de juros do FED para 2023 não é o nosso cenário base) e microeconômicos (temporada de resultados do S&P 500 foi apenas razoável e devemos ter uma desaceleração no 1T23), que justifiquem uma alocação percentualmente maior em ativos de long duration em nossa carteira recomendada de BDRs.

**Gráfico 2: Spread do Prêmio ao Investir em ações nos EUA (ERP S&P 500 / Título do governo de 30 anos)\***



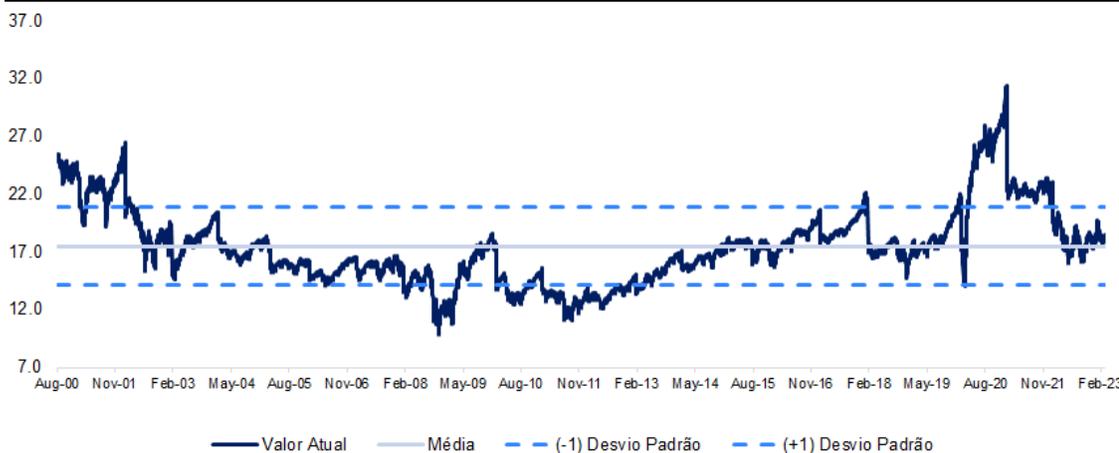
Fonte: BTG Pactual e Bloomberg \* Equity risk Premium do S&P 500 – Yield do título do governo de 30 anos.

## S&P 500 está negociando a 18,7x P/L 2023E

O S&P 500 está negociando em um múltiplo de 18,7x P/L estimado em 2023E, uma alta de +3,4% em relação ao múltiplo do mês passado (18,1x). Em relação a média histórica (desde agosto/2000), o índice está negociando com um prêmio de 6,9% (média de 17,5x).

Analisando os dados de inflação do mercado norte-americano (desde 1950), o índice S&P 500 negocia em média a 17,4x P/L nos últimos 12 meses, quando a inflação está no intervalo entre 2-4%. Nosso call macro é de um CPI para o final de 2023 de 3,7%, e o múltiplo do índice está em 19,6x (baseado no lucro líquido do S&P 500 nos últimos 12 meses), um prêmio de 12,7% para a média histórica, justificando uma maior cautela em nossa carteira recomendada para o mês de abril.

**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 28/08/2000.

## Fluxo Financeiro | ETFs e Mutual Funds

O mercado de ações atualmente representa 90,2% do volume total negociado de ETFs (US\$ 2,5 trilhões no total), atingindo um volume financeiro de US\$ 2,3 trilhões (em março/23).

Apesar da alta representatividade, o mercado de ações teve uma redução de US\$ - 4,1 bilhões no volume financeiro de ETFs na primeira semana de março. Em comparação, o mercado de bonds teve um aumento de US\$ +5,2 bilhões. (estimativas do Investment Company Institute para o fluxo financeiro na primeira semana de março).

Em relação aos mutual funds, o net cash flow foi positivo de US\$ 24,2 bilhões em fevereiro/23. Destacamos que a melhor performance foi do mercado de renda fixa (US\$ +20,5 bilhões), e o mercado de ações teve uma redução de US\$ -19,7 bilhões.

Em nossa visão a migração de renda variável para renda fixa ocorreu devido a dois fatores: (i) maiores taxas de juros, (ii) inflação global em patamares mais elevados e resilientes. As emissões de renda fixa corporativa em 2023 estão concentradas em títulos investment grade (89% do total), totalizando US\$ 300 bilhões para os dois primeiros meses do ano de 2023.

**Tabela 2: Volume Total de negociação de ETFs (Por classe de ativos) | Em US\$ milhões | Dados Mensais**

Data	Total Turnover (\$ da Bolsa americana (Em US\$ bilhões)*	ETF (%) do total	Investimentos Alternativos (Em US\$ milhões)	Commodity (Em US\$ milhões)	Ações (Em US\$ milhões)	Renda Fixa (Em US\$ milhões)	Outros (Em US\$ milhões)
fev-23	9.934.000	27,50%	4.284	61.613	2.352.000	297.950	15.676
jan-23	9.554.000	29,32%	3.989	62.425	2.371.000	347.275	16.643
dez-22	9.619.000	31,48%	3.198	68.050	2.542.000	392.612	21.563
nov-22	10.434.000	30,67%	4.745	63.700	2.691.000	420.050	20.111
out-22	10.576.000	33,21%	3.612	57.769	2.941.000	483.782	25.865
set-22	10.677.000	32,89%	4.008	68.133	2.970.000	434.732	34.972
ago-22	10.465.000	28,24%	3.100	69.520	2.456.000	397.415	28.806
jul-22	9.347.000	31,21%	3.759	74.591	2.388.000	425.737	24.860
jun-22	11.688.000	32,11%	4.685	85.461	3.084.000	544.342	34.145
mai-22	13.796.000	34,43%	4.850	94.435	4.017.000	580.990	52.701
abr-22	12.289.000	32,87%	4.067	103.594	3.365.000	522.495	43.103
mar-22	15.730.000	32,13%	5.641	189.308	4.168.000	628.609	62.258
fev-22	13.425.000	33,20%	5.614	111.140	3.740.000	526.640	72.929

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg. Para o cálculo do turnover da bolsa americana utilizamos as tapes A, B e C. As tapes A, B e C são três das seis tapes consolidadas no mercado de ações dos EUA. A tape A consiste em todos os títulos listados na NYSE; a tape B consiste em títulos listados na Nasdaq; e a tape C consiste em bolsas regionais e OTC (mercado de balcão).

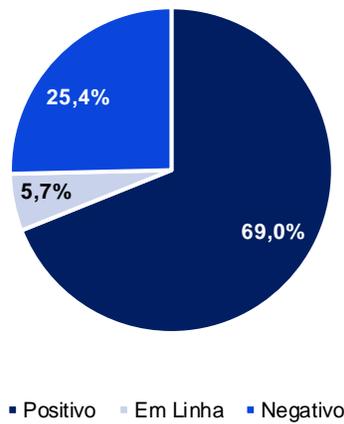
**Tabela 3: Mutual Funds (Em US\$ milhões) | Fluxo Financeiro (entradas e saídas de recursos) | Dados Mensais**

Data	Fluxo de Mutual Funds (Em US\$ Milhões)	Mutual Funds de Equity (Em US\$ Milhões)	Mutual Funds de Renda Fixa (Em US\$ Milhões)	Mutual Funds de Equity e Renda Fixa (Em US\$ Milhões)	Mutual Funds de Ativos alternativos (Em US\$ Milhões)	Mutual Funds de Commodity (Em US\$ Milhões)	Mutual Funds de Money Market (Em US\$ Milhões)
fev-23	24.248	- 19.704	20.355	276	- 2.203	230	25.295
jan-23	64.183	- 12.868	25.089	- 3.343	- 1.871	776	57.952
dez-22	- 74.560	- 92.116	- 56.149	- 12.156	- 7.458	- 2.764	96.084
nov-22	- 75.861	- 83.572	- 27.588	- 12.013	- 4.059	- 1.041	52.412
out-22	- 90.393	- 51.929	- 66.096	- 7.557	- 1.930	- 1.946	39.065
set-22	- 46.001	- 41.064	- 67.040	- 5.372	- 350	- 1.557	69.381
ago-22	- 49.976	- 31.724	- 718	- 1.885	- 958	- 131	16.477
jul-22	- 105.266	- 28.431	- 34.736	- 6.572	- 525	- 237	36.289
jun-22	- 78.155	- 29.883	- 64.956	- 8.193	- 1.224	- 422	24.075
mai-22	- 43.573	- 25.699	- 86.466	- 7.845	- 2.194	- 718	73.526
abr-22	- 181.567	- 25.022	- 45.805	- 924	- 2.595	- 901	113.312
mar-22	- 93.818	- 2.692	- 47.571	- 5.703	- 3.584	- 1.631	39.804
fev-22	- 111.577	- 21.497	- 42.640	- 5.428	- 3.137	- 871	46.019
jan-22	- 161.173	303	- 9.298	- 1.641	- 5.584	- 300	156.420

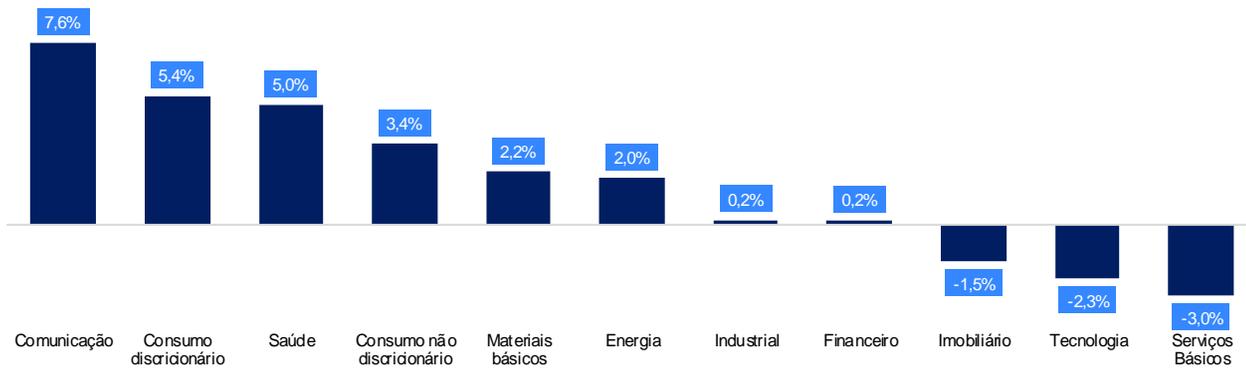
Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

## Resultados do S&P 500 no 4T22 | Queda no LPA de 2,9% a/a

Do ponto de vista qualitativo, 69% dos resultados do S&P 500 foram considerados positivos pelo consenso de mercado. Destacamos que o patamar de resultados considerados negativos (25,4% do consolidado), foi elevado, com destaques negativos para os setores Imobiliários, Tecnologia e Serviços Básicos com uma surpresa negativa de LPA de 1,5%, 2,3% e 3,0, respectivamente.

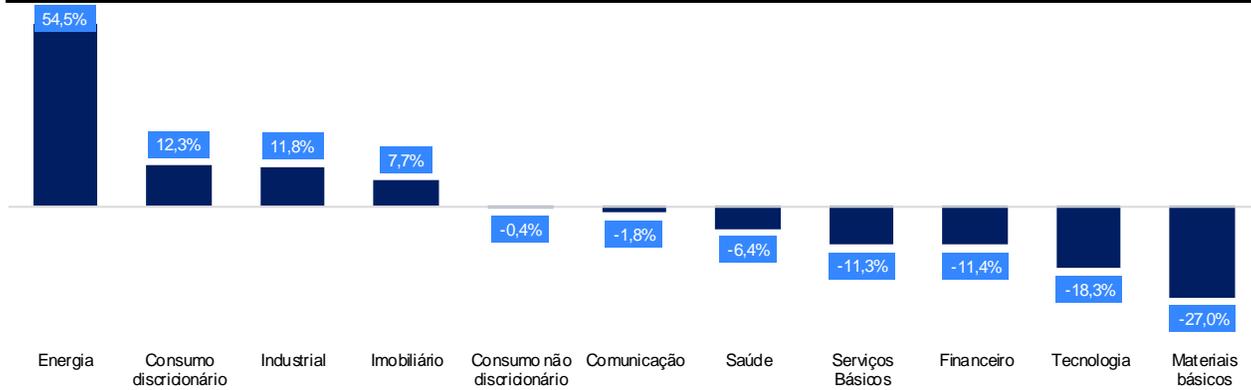
**Gráfico 4: Análise qualitativa do Lucro Líquido das empresas do S&P 500 | 4T22**


Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

**Gráfico 5: Surpresa do Lucro Líquido dos setores do S&P 500 no 4T22 (em percentual %) | Reportado x Consenso de mercado**


Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

O S&P 500 apresentou uma queda do lucro líquido de +2,9% no 4T22, com o setor de energia reportando o maior crescimento anual, +54,5% a/a impulsionada por preços de petróleo em patamares estruturalmente mais elevados e o desequilíbrio na relação de oferta & demanda do setor. Destacamos que o setor de energia tem uma baixa participação no S&P 500, totalizando apenas 4,9% do índice, com impactos reduzidos no lucro líquido consolidado do S&P 500. O setor de Consumo discricionário teve uma surpresa do LPA de +5,4% e um crescimento anual de 12,3% a/a.

**Gráfico 6: Crescimento do Lucro Líquido dos setores do S&P 500 no 4T22 (em percentual %)**


Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

### Alterações na Carteira recomendada para abril/23

No mês de abril, estamos com uma alocação concentrada em ativo de alta qualidade (margens altas + baixa alavancagem financeira + posições de liderança nos mercados de atuação + pouca volatilidade dos resultados), em detrimento a teses de investimento com maiores expectativas de crescimento. Dessa forma, estamos retirando as ações da Freeport (FCXO34) e Ulta Beauty (U1LT34).

Nossa visão macro, assume uma maior probabilidade para dois cenários para os EUA em 2023: (i) crescimento econômico dos EUA continua resiliente e a economia americana apresenta uma leve recessão, (ii) EUA entra em recessão aguda em 2023 (menor probabilidade). Nesses dois cenários, entendemos que o nosso foco deveria ser em empresas de qualidade. O call da nossa equipe macroeconômica é de um aumento de 25 bps na Feds Funds rate na próxima reunião, e uma taxa terminal de entre 5,00%-5,25% (5,125% no meio faixa). Ou seja, estamos considerando uma probabilidade menor do FED adotar uma postura dovish em 2023.

Destacamos o que atual momento do sistema financeiro regional dos bancos norte-americanos (falência do Silicon Valley Bank + aumento dos saques em bancos regionais) deveria aumentar a probabilidade de uma maior restrição nas políticas de crédito, o que na margem, aumenta a probabilidade de um Fed Dovish (nosso cenário com menor probabilidade atualmente), sendo benéfico para ativos de maior qualidade (tese de investimento dominante em nosso portfólio).

Nesse mês de abril, estamos voltando com Microsoft (MSFT34) e inserindo a Berkshire Hathaway (BERK34). A Microsoft é uma tese de qualidade no setor de tecnologia (margem líquida e ROE de 36% para 2023E, de acordo com o consenso de mercado), com uma posição dominante no mercado de softwares para o B2B, e novas avenidas de crescimento como computação na nuvem, inteligência artificial e metaverso (CAGR de LPA de 8,6% entre 2022-25, de acordo com o consenso de mercado).

Em relação a Berkshire Hathaway, gostamos da diversificação das operações da holding, com operações concentradas no setor de Tecnologia (posição na Apple de aproximadamente 39%) e no setor financeiro (Bank of America e American Express com aproximadamente 19%). Também entendemos que as diversas unidades de negócios da Berkshire Hathaway possuem operações resilientes, embora a desaceleração da economia e a inflação continuem sendo riscos, a holding reduziu estes riscos em 2022, quando o resultado operacional das empresas atingiu níveis recordes, reportando US\$ 30,8 bilhões de lucro líquido. Acreditamos que o CEO Warren Buffett, esteja mais motivado a colocar o dinheiro para trabalhar (posição de

caixa de US\$ 129 bilhões) à luz de uma inflação significativa, e com preços atraentes em ativos de setores específicos.

Figura 1: Alteração na carteira recomendada de BDRs (Abril x Março)



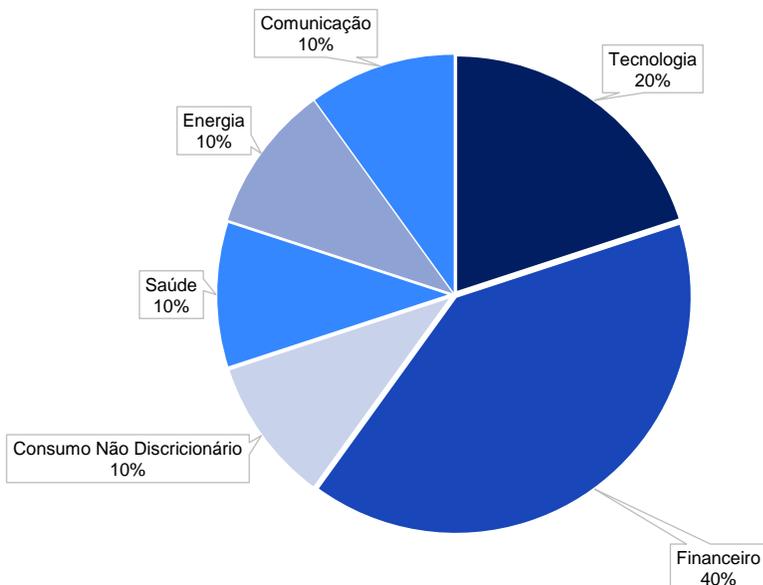
Fonte: Bloomberg e BTG Pactual.

Tabela 4: Carteiras recomendadas de março/23 e abril/23\*

mar/23				abr/23			
Empresa	Ticker	Setor	Peso	Empresa	Ticker	Setor	Peso
Apple	AAPL34	Tecnologia	10%	Apple	AAPL34	Tecnologia	10%
Visa	VISA34	Financeiro	10%	Microsoft	MSFT34	Tecnologia	10%
Mastercard	MSCD34	Financeiro	10%	Mastercard	MSCD34	Financeiro	10%
Ulta Beauty	UILT34	Consumo Discricionário	10%	Visa	VISA34	Financeiro	10%
Alphabet	GOGL34	Comunicação	10%	J.P Morgan	JPMC34	Financeiro	10%
J.P Morgan	JPMC34	Financeiro	10%	Berkshire Hathaway	BERK34	Financeiro	10%
Freeport McMoran	FCXO34	Materiais Básicos	10%	Alphabet	GOGL34	Comunicação	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%
Johnson & Johnson	JNJB34	Saúde	10%	Johnson & Johnson	JNJB34	Saúde	10%

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.\* Utilizamos a nova classificação do GICS para os setores de atuação das empresas. A nova classificação foi iniciada em março/23.

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



Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

No mês de março/23, a Standard & Poor's mudou a sua metodologia em relação a classificação dos setores das companhias listadas. Os pesos dos setores de Tecnologia e Consumo Discricionário foram reduzidos, enquanto os pesos dos setores Financeiro e Industrial aumentaram. Em nossas recomendações, a Visa e a Mastercard foram trocados do setor de Tecnologia para o Setor Financeiro.

Seguindo os parâmetros da classificação da Standard & Poor's, nossas maiores divergências estão no setor de Tecnologia (abaixo do BDRX em 16,7 p.p) e no setor Financeiro (acima do BDRX em 31,2 p.p).

Uma posição acima do BDRX em nossa carteira recomendada é no setor de Energia (+4,9 p.p), via Occidental Petroleum, com base na nossa tese de investimento de preços de energia em patamares estruturalmente maiores, com base no desequilíbrio entre oferta & demanda do setor de Petróleo & Gás.

Nos outros setores, estamos com alocação próxima do benchmark.

Apesar da divergência em relação ao BDRX, em nossa visão, Visa e Mastercard são companhias de Tecnologia, pela capacidade dessas empresas de processarem pagamentos em larga escala e acelerada velocidade no segmento de pagamentos digitais, utilizando uma moderna infraestrutura tecnológica. A Visa e a Mastercard atuam como intermediários entre clientes e instituições financeiras nas transações digitais. Todavia, as companhias não apresentam os mesmos riscos operacionais do setor financeiro tradicional, em termos de *asset liability management* (gestão de ativos e passivos).

Sobre a Berkshire Hathway, apesar da classificação no setor Financeiro pelo GICS, a holding tem uma atuação diversificada, com uma posição concentrada em Apple (39% do portfólio) no setor de Tecnologia, e o restante das investidas em setores tradicionais (Energia, Finanças, Seguros e Consumo não discricionário). Dessa forma, acreditamos que estamos próximos do BDRX em termos de alocação setorial.

**Tabela 5: Alocação Setorial Percentual | Carteira Recomendada x BDRX**

Setor	Carteira	BDRX	Diferencial	Alocação
<b>Energia</b>	10,0%	5,1%	<b>4,9 p,p</b>	Acima
<b>Materiais Básicos</b>	0,0%	1,2%	<b>-1,2 p,p</b>	Abaixo
<b>Indústria</b>	0,0%	2,3%	<b>-2,3 p,p</b>	Abaixo
<b>Consumo discricionário</b>	0,0%	16,7%	<b>-16,7 p,p</b>	Abaixo
<b>Consumo Não Discricionário</b>	10,0%	7,7%	<b>2,3 p,p</b>	Acima
<b>Saúde</b>	10,0%	8,6%	<b>1,4 p,p</b>	Acima
<b>Financeiro</b>	40,0%	8,8%	<b>31,2 p,p</b>	Acima
<b>Tecnologia</b>	20,0%	35,7%	<b>-15,7 p,p</b>	Abaixo
<b>Comunicação</b>	10,0%	12,0%	<b>-2,0 p,p</b>	Abaixo
<b>Serviços Básicos</b>	0,0%	0,7%	<b>-0,7 p,p</b>	Abaixo
<b>Imobiliário</b>	0,0%	1,2%	<b>-1,2 p,p</b>	Abaixo

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

## Resumo das escolhas do mês | Abril

### Apple (AAPL34) | 10% | Tecnologia

A Apple atua na fabricação e comercialização de smartphones, computadores pessoais, tablets, wearables e acessórios de tecnologia. 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 da companhia são: (i) alto retorno aos acionistas (ROE, de 166% estimado para 2023, de acordo com o consenso de mercado); (ii) a escala das operações é muito superior às demais concorrentes; (iii) produção do veículo autônomo deve começar em 2024.

**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" (32,9% da receita líquida), "Nuvem Inteligente" (40,6% da receita) e "Computação Pessoal" (26,6% da receita líquida). A tese de investimento da Microsoft está baseada em: (i) Novo ciclo de crescimento focado em computação na nuvem e aplicações voltadas à inteligência artificial; (ii) foco no retorno aos acionistas, com um CAGR de crescimento de dividendos de 10% (nos últimos 5 anos) (iii) Lançamento de aplicativos e soluções de realidade virtual no metaverso.

**Mastercard (MSCD34) | 10% | Financeiro**

Vemos a Mastercard como uma tese de investimento que apresenta um desempenho sólido em momentos de volatilidade mercado, devido ao seu modelo de negócios, considerando que a companhia possui um hedge natural em relação a pressões inflacionárias. A Mastercard beneficia-se de uma atividade global continuamente forte, com a inflação continuamente em níveis maiores que os apresentados em anos recentes. Outro destaque em sua tese de investimento, foi o crescimento e resiliência das suas operações internacionais, com os volumes transacionados permanecendo em patamares elevados, com crescimento de 59% a/a na última divulgação de resultados da companhia.

**Visa (VISA34) | 10% | Financeiro**

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 das operações da Visa e posição estratégica no sistema financeiro global oferece uma importante vantagem competitiva à empresa em comparação a concorrência. Como resultado, a Visa possui uma participação de mercado dominante na maioria dos mercados em que atua. Também vemos opcionalidades interessantes para a tese de investimentos em Visa, tanto em relação ao crescimento da companhia em mercados emergentes que tem aumentado a participação no mix de TPV da Visa, quanto o lançamento de novos produtos (exemplo: Blockchain).

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

Esperamos a continuidade de um momento positivo para a margem financeira/Lucro líquido (devido a taxas maiores) 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 1,3x P/VP 2023E, somos compradores.

**Berkshire Hathaway (BERK34) | 10% | Financeiro**

A Berkshire Hathaway é uma holding proprietária de diversos setores de negócios, com destaques para sua operação em seguros, energia, ferrovias, setor financeiro e consumo não discricionário. As principais posições da holding são: (i) Apple (38,9%), (ii) Bank of America (11,2%), (iii) Chevron (9,8%), (iv) Coca-Cola (8,5%), e (v) American Express (7,5%). Destacamos a sólida performance das ações da Berkshire Hathaway, com um retorno acumulado anual (entre 1965-2022) de 19,8%, em comparação a performance de 9,9% do S&P 500, um alpha de 9,9 p.p. No acumulado, desde a sua fundação, a performance foi de 3.787.464%, em

comparação a 24.708% do S&P 500, nos deixando otimistas com a tese de investimento na holding em um cenário atual de maior incerteza global.

### **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, conteúdos para os consumidores, 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 avançada. 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* em seus principais produtos e serviços; (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, beneficiando o ecossistema de serviços e aplicativos da Alphabet.

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

A Coca-Cola tem 200 marcas de bebidas em diversos segmentos: unidade de refrigerantes, 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 sua receita líquida na América do Norte, seu principal mercado consumidor. A tese de investimento na Coca-Cola está baseada em (i) proteção contra a inflação pelo poder de precificação dos seus principais produtos; (ii) o maior sistema de distribuição de bebidas não-alcóolicas do mundo; (iii) forte poder da marca; (iv) alta geração de retornos aos acionistas, com 59 anos consecutivos de pagamentos de dividendos (classificação de *Dividend King*, empresas com mais de 50 anos de pagamentos de dividendos crescentes aos acionistas).

### **Occidental Petroleum (OXYP34) | 10% | Energia**

A Occidental Petroleum é uma empresa de Óleo & Gás 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 três principais segmentos de atuação da Occidental Petroleum são: Petróleo e Gás, petroquímico, *Midstream* e Marketing. A tese de investimento da companhia 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) a companhia é um dos líderes no 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 negócios: Produtos farmacêuticos, equipamentos médicos e saúde do consumidor. Os principais pilares na tese de investimento da Johnson & Johnson são: (i) Sólida geração de caixa com um fluxo de caixa livre anualizado de 4,1% para 2023, de acordo com o consenso de mercado; (ii) 60 anos consecutivos de aumento de pagamentos de dividendos (ação classificada como *Dividend King*); (iii) Resiliência e diversificação do modelo de negócios; (iv) comercialização de produtos com capacidade de repasse da inflação; e (v) Spin-off da divisão de saúde do consumidor (expectativa de conclusão em novembro/23).

**Tabela 6: Carteira Recomendada de BDRs | Múltiplos e Rentabilidade**

Empresa	Peso (Carteira)	Valor de Mercado (US\$ mn)	Enterprise Value (US\$ mn)	P/L 2023E	EV/EBITDA 2023E	ROE (%) 2023E	Dividend Yield (%) 2023E
<b>S&amp;P 500</b>		<b>35,298,209</b>	<b>4,541</b>	<b>18.7x</b>	<b>12.5x</b>	<b>18.1%</b>	<b>1.7%</b>
<b>Apple</b>	10.0%	2,609,039	2,554,699	27.7x	20.4x	165.9%	0.6%
<b>Microsoft</b>	10.0%	2,146,049	2,124,526	30.9x	21.3x	36.4%	0.9%
<b>Mastercard</b>	10.0%	346,418	353,882	29.8x	23.0x	157.9%	0.6%
<b>Visa</b>	10.0%	475,307	478,311	26.6x	21.1x	47.0%	0.8%
<b>J.P Morgan</b>	10.0%	383,549	-	10.1x	-	13.8%	3.2%
<b>Berkshire Hathway</b>	10.0%	675,657	-	20.0x	-	5.7%	0.0%
<b>Alphabet</b>	10.0%	1,330,201	1,246,416	18.5x	-	24.3%	0.0%
<b>Coca-Cola</b>	10.0%	268,361	299,054	23.9x	20.5x	42.8%	3.0%
<b>Occidental Petroleum</b>	10.0%	56,069	85,993	11.2x	5.4x	21.3%	1.1%
<b>Johnson &amp; Johnson</b>	10.0%	403,664	421,104	14.7x	12.1x	32.3%	3.0%
<i>Média</i>				21.3x	17.7x	54.7%	1.31%
<i>Mediana</i>				21.9x	20.5x	34.3%	0.84%
<i>Maior</i>				30.9x	23.0x	165.9%	3.18%
<i>Menor</i>				10.1x	5.4x	5.65%	0.00%

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

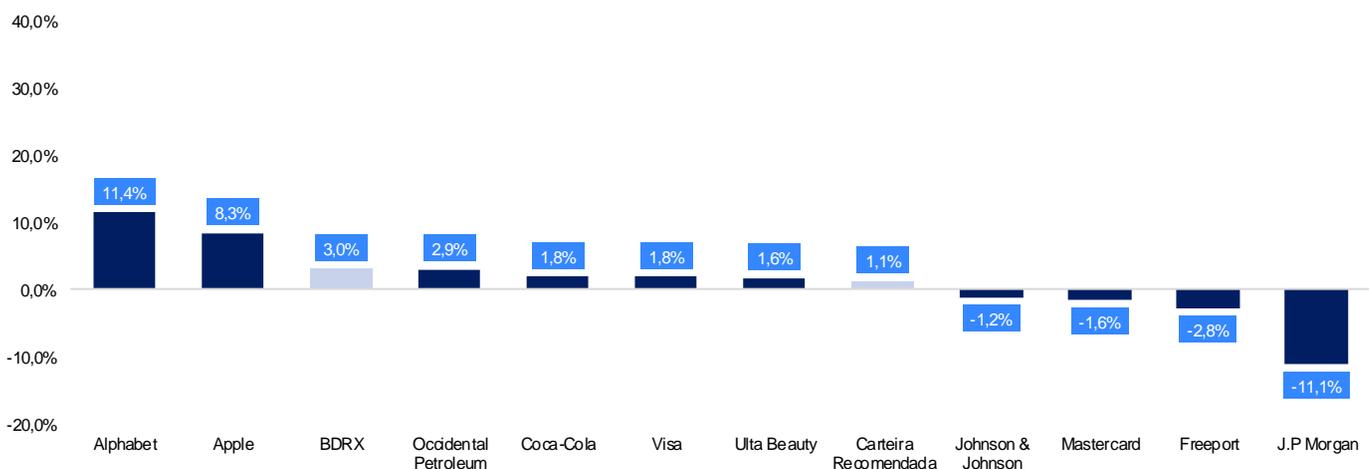
## Carteira Recomendada de BDRs | Performance

### Objetivo da Carteira

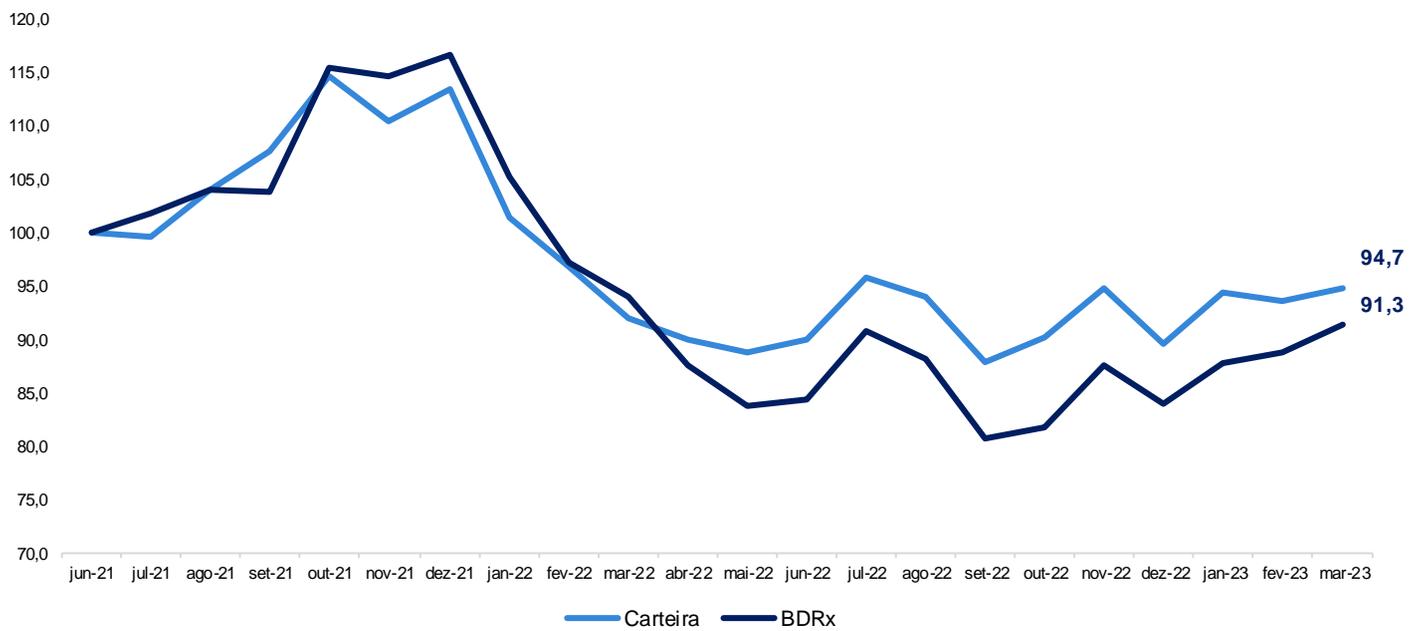
A carteira oferece as melhores oportunidades de investimento no exterior e é composta por dez BDRs. O processo de seleção dos BDRs é realizado pelo time de analistas e estrategistas de Research do Banco BTG Pactual, com base em uma análise conjunta dos fundamentos das companhias e do cenário econômico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

### Performance

Em março, a carteira recomendada de BDRs teve uma alta de +1,1%, performando abaixo do BDRX (+3,0%), em -1,9%. Desde o início (14/07/2021), a carteira recomendada apresentou um retorno de 3.4 p.p. acima do BDRX.

**Gráfico 8: Performance no mês de Março/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	Mai	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%	-0.7%	1.1%										5.7%	8.9%	-5.3%	-8.7%

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](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)