# Carteira Recomendada de BDRs

## Equity Research

Banco BTG Pactual S.A.

Maio 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

# Carteira recomendada de BDRs

BTG Pactual Equity Research

Ações Internacionais

02 de Maio de 2023

## Maturação das teses de investimento do portfólio

**VIX e ERP do S&P 500 nas mínimas históricas justificam maior cautela?**
O VIX está atualmente em 15,8 pontos e o prêmio para investir no S&P 500 está em 3,7%, ambas as métricas estão nas mínimas. Em nossa visão o prêmio reduzido para investir em ações e a discussão do *debt ceiling* são fatores de risco para o mercado acionário, justificando a nossa alocação majoritariamente concentrada em ativos de qualidade e valor em detrimento a teses cíclicas ou de crescimento.

**Cenário macroeconômico | Atividade resiliente e sem cortes de juros nos EUA**
O mês de abril mostrou uma estabilização do estresse do setor bancário, com redução da demanda por liquidez pelas instituições de pequeno e grande porte. Por sua vez, a economia americana mostra resiliência no curto prazo, assim como o mercado de trabalho, ao passo que a inflação deu sinais melhores na ponta. Ainda vemos um ambiente em que o Fed eleva a taxa de juros em maio e não sinaliza cortes nesse ano.

**Duas alterações: Entram Citigroup (CTGP34) e Nvidia (NVDC34)**
Estamos adicionando o Citigroup (CTGP34) com 10%. Estamos mais otimistas com a reestruturação do banco, com a margem financeira bruta consideravelmente mais forte do que um ano atrás, e a evolução do seu plano em relação aos seus negócios legados. A Nvidia (NVDC34) também com 5%. Estamos otimistas com os desenvolvimentos recentes no campo da inteligência artificial e *large language models*, com a Nvidia sendo uma das maiores beneficiárias, assim como gatilhos importantes para a temporada de resultados, onde esperamos novidades positivas também para outros segmentos de negócios da companhia. Para dar lugar ao Citi e Nvidia, saem a Visa (VISA34) e a Occidental Petroleum (OXYP34). Por fim, estamos aumentando a exposição a Apple (de 10% para 15%).

**Resultados do S&P 500 no 1T23 | Surpresa no LPA de 6,7%**
265 empresas do S&P 500 divulgaram os resultados do 1T23 (53% do total do índice). Os resultados consolidados estão positivos no momento, com 80% das companhias reportando um lucro líquido acima das estimativas do consenso de mercado, com uma surpresa no lucro líquido até o momento de 6,7%.

**Performance**
Em abril, a carteira recomendada apresentou alta de +2,1%, **performando consideravelmente acima do BDRX** (-0,5%), e **gerando um alfa de +2,6% no mês**. Desde o início (14/07/2021), a carteira recomendada apresentou um retorno de 5,9 p.p. acima do nosso índice de referência, o BDRX.


**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 | Maio/23**

| Empresa | Ticker (BDR) | Setor de atuação | Peso (%) |
|---|---|---|---|
| **Apple** | AAPL34 | Tecnologia | 15% |
| **Microsoft** | MSFT34 | Tecnologia | 10% |
| **Nvidia** | NVDC34 | Tecnologia | 5% |
| **Mastercard** | MSCD34 | Financeiro | 10% |
| **Citigroup** | CTGP34 | Financeiro | 10% |
| **J.P Morgan** | JPMC34 | Financeiro | 10% |
| **Berkshire Hathaway** | BERK34 | Financeiro | 10% |
| **Alphabet** | GOGL34 | Comunicação | 10% |
| **Coca-Cola** | COCA34 | Consumo Não Discricionário | 10% |
| **Johnson & Johnson** | JNJB34 | Saúde | 10% |

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg

## Cenário Macroeconômico

### EUA: preparando o final do ciclo de juros

A economia americana continua resiliente, com o PIB registrando um avanço de 1,1% t/t anualizado no 1T23, impulsionado pelo aumento do consumo pessoal de 3,7% no mesmo período. Esse crescimento foi principalmente resultado da recuperação da demanda por bens em janeiro. No entanto, os números de março já indicam uma desaceleração e um carry-over de -0,4% anualizado no segundo trimestre. Apesar disso, os PMIs de abril mostram uma economia saudável no curto prazo, com um mercado de trabalho apertado e um balanço favorável das famílias. O grande desafio agora é prever qual será o impacto do aperto no mercado de crédito nos próximos meses.

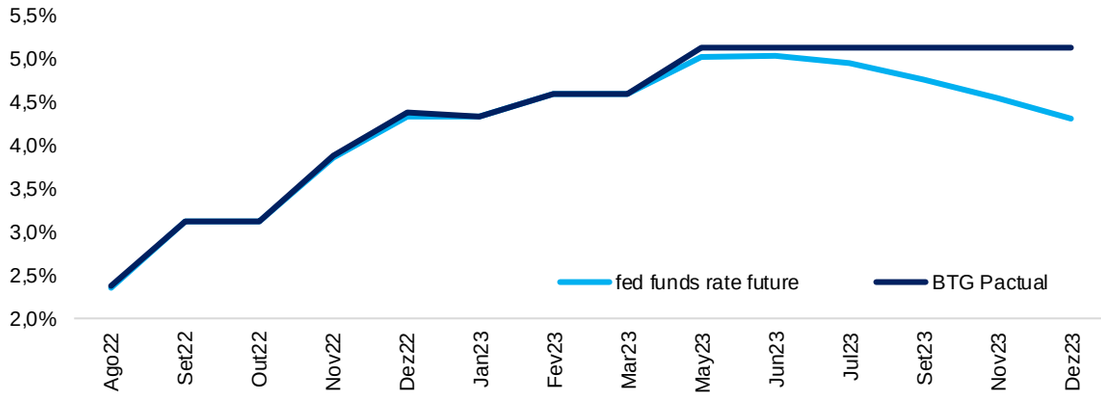
Em março, foram estabelecidas linhas especiais de liquidez e houve uma grande demanda por parte dos bancos. No entanto, em abril, houve uma desaceleração na demanda, com uma queda de US$ 16,1 bilhões, especialmente nas áreas de BTFP e Discount Window. O fluxo para fundos de Money Market, que competem com os recursos destinados aos depósitos dos bancos, também perdeu força, apesar de crescerem em ritmo forte. Apesar disso, os bancos menores começaram a recuperar depósitos. Em geral, houve uma estabilização do estresse bancário nas últimas semanas, embora ainda haja riscos no médio prazo, especialmente em relação à exposição das instituições menores ao mercado de crédito imobiliário corporativo. No entanto, há ferramentas para lidar com futuros estresses. É certo que os bancos apertarão as condições de crédito, o que nos levou a revisar o crescimento do PIB para 0,9% neste ano.

No que se refere à inflação, o resultado de março apresentou uma perspectiva mais positiva no que diz respeito ao CPI (0,05% m/m vs expectativa de 0,20%), mas com impactos significativos de fatores sazonais, além do choque de energia de março de 2022, que ainda influencia a leitura atual. Por outro lado, o núcleo da inflação ficou próximo das estimativas (0,38% vs 0,40% m/m). Ainda assim, o CPI apresentou uma composição mais positiva no mês, especialmente em relação aos itens de serviços, que são menos voláteis. No entanto, mesmo nessas métricas subjacentes, as médias móveis de 3 e 6 meses anualizadas mostram uma inflação elevada (entre 4,5% e 5%), sugerindo que a tendência de inflação continua desafiadora para alcançar um CPI abaixo de 3% neste ano (revisamos nossa projeção para 3,5% para o headline e 3,8%

para o núcleo). A inflação não terá a contribuição da deflação de energia e bens nos próximos meses, portanto, é provável que continue a ter números mensais elevados.

Os números recentes ainda suportam uma elevação de 25 bps por parte do FOMC na próxima reunião de maio. Além disso, a menos que haja uma piora na incerteza envolvendo o sistema financeiro americano, ainda não vemos espaço para os 50 bps de corte precificados na curva futura para esse ano. O ciclo encerraria com uma taxa de 5,00%-5,25% e permaneceria nesse nível durante todo o ano de 2023.

**Gráfico 1: EUA – Cenário de Fed Funds Rate 2023 (%)**




Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

**Europa: continuidade das surpresas com crescimento e inflação**

Assim como o caso americano, a Zona do Euro também registrou surpresas no PMI de abril, atingindo 54,4 pts, acima das expectativas do consenso (53,7 pts). A melhoria foi liderada pela Alemanha e França, mas com uma moderação no crescimento dos países considerados "periféricos". O aumento foi impulsionado pelo setor de serviços (56,6 pts), enquanto a produção manufatureira voltou a ficar em território contracionista (45,5 pts). O momentum de crescimento continua resiliente em toda a Europa, mas a tendência nos setores tornou-se cada vez mais divergente, refletindo a rotação dos gastos dos consumidores de bens para serviços. Nesse sentido, a despeito das pressões de preços diminuindo, o ritmo mais lento de moderação no setor de serviços aponta para uma rigidez nas pressões inflacionárias subjacentes.

Os membros ainda pontuam a necessidade de novos aumentos de juros nas próximas reuniões, não apenas em maio - se o cenário base permanecer, ou seja, sem estresse financeiro. Nesse sentido, ainda estimamos um ajuste de 50 bps em maio, o último nesta intensidade, mas com um ciclo que deve ir até julho, com manutenção de juros elevados por mais tempo na Europa, reflexo de um crescimento resiliente e uma inflação pressionada.

**China: consolidando a recuperação no 1T23**

A China voltou a surpreender positivamente no primeiro trimestre, com o PIB crescendo 2,2% t/t (vs 2,0% no consenso), puxado essencialmente pelos componentes ligados à demanda doméstica, reflexo do intenso processo de reabertura verificado desde o final do ano passado. Por sua vez, na ponta, o resultado é ainda mais forte, com as vendas no varejo avançando 10,6% a/a em março, significativamente acima do esperado (7,5% a/a), bem como o PMI de Serviços de abril apontando a continuidade de uma recuperação (50,0 pts).

Já o crescimento dos empréstimos e dos dados mais agregados de crédito (TSF) também surpreenderam positivamente (RMB 5.380 bi vs RMB 4.500 bi esperado), o que usualmente é uma proxy de impulso de crescimento à frente. O TSF registrou a terceira alta acima do esperado, impulsionado principalmente pelo crédito de longo prazo, mas também sugerindo alguma recuperação nas linhas de investimento na

manufatura, imóveis e infraestrutura. Nesses últimos tópicos, cabe notar que os preços das novas residências na China subiram em março no ritmo mais rápido em 21 meses, sugerindo um balanço mais favorável para o setor imobiliário no final do trimestre. Os formuladores de políticas devem permitir que os preços dos imóveis continuem subindo ainda mais para sustentar a confiança do consumidor, dado o impacto na riqueza pessoal. Nesse sentido, seguimos com uma projeção de crescimento de 5,9% de PIB para 2023.

A despeito de um primeiro trimestre construtivo, as divergências subjacentes da economia exigem suporte direcionado. Nesse sentido, o Banco Popular da China (PBOC) reiterou recentemente sua posição de garantir o suporte à economia, com o crédito crescendo a um ritmo razoável. O setor de serviços superou o setor de bens, o investimento público superou o investimento privado e as taxas de desemprego, embora tenham diminuído no dado agregado, aumentaram para jovens trabalhadores. É por isso que os estímulos serão mais direcionados e temáticos.

Por outro lado, dado o caráter doméstico da recuperação, **os efeitos da reabertura da China em outras economias através do canal de comércio podem não ser tão pronunciados como em ciclos anteriores**. Olhando à frente, na medida que a China avança na normalização da mobilidade, a recuperação do consumo dependerá cada vez mais de um aumento na renda e melhoria do sentimento do consumidor – o que também está ocorrendo confirme a última pesquisa feita pelo PBOC (Urban Depositor Survey). A próxima reunião do Politburo será um evento chave, onde espera-se que as políticas setoriais continuem a ser afrouxadas e que os policymakers continuem a focar na confiança, consumo e na criação de empregos. No agregado, ainda vemos a política monetária e fiscal estimulativa e uma economia que seguirá com forte crescimento no 2T23, ainda que de forma desigual. Segue um ciclo diferente do que os mercados ocidentais e desenvolvidos, ainda com possibilidade de surpresas positivas nos próximos meses.

### Alterações na Carteira recomendada para maio/23

Estamos adicionando o Citigroup (CTGP34) ao nosso portfólio com 10%. Estamos mais otimistas com a reestruturação do banco, com a margem financeira bruta consideravelmente mais forte do que um ano atrás, e crescendo em ritmo mais forte do que as despesas na última divulgação de resultados. A companhia negocia próximo a seus menores múltiplos (P/VP) dos últimos 10 anos em 0,5x, enquanto o ROE está próximo das médias históricas, em 7,7%. Do ponto de vista de alocação de portfólio também entendemos que ter exposição a ações de valor (como Citi) deve apresentar contribuição positiva.

A Nvidia (NVDC34) também é uma das entrantes em nossa carteira recomendada em maio com 5%. Estamos otimistas com os desenvolvimentos recentes no campo da inteligência artificial e *large language model*, com a Nvidia sendo uma das maiores beneficiária pelos seguintes catalisadores: (i) reaceleração dos seus data centers, (ii) expansão do segmento de games via placas de videogames, (iii) soluções de hardware de inteligência artificial e machine learnings fornecidas pela companhia. Ressaltamos que do ponto de vista da alocação de portfólio, possuíamos baixa exposição ao fator de crescimento, e entendemos que Nvidia também cumprirá este papel em nosso portfólio. Por fim, estamos aumentando a exposição a Apple (de 10% para 15%).

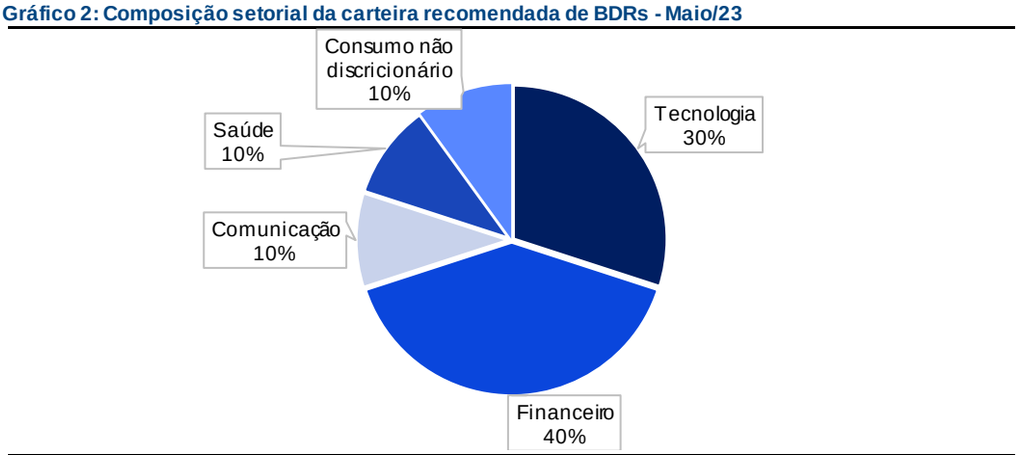
Saem nesse mês, a Visa (VISA34) e a Occidental Petroleum (OXYP34), principalmente por esperarmos atividade mais fraca e inflação (efeito base) também mais baixa.

**Tabela 2: Carteiras recomendadas de maio/23 e abril/23**

| abr/23 | | | | mai/23 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Empresa | Ticker | Setor | Peso | Empresa | Ticker | Setor | Peso |
| **Apple** | AAPL34 | Tecnologia | 10% | **Apple** | AAPL34 | Tecnologia | 15% |
| **Microsoft** | MSFT34 | Tecnologia | 10% | **Microsoft** | MSFT34 | Tecnologia | 10% |
| **Mastercard** | MSCD34 | Financeiro | 10% | **Nvidia** | NVDC34 | Tecnologia | 5% |
| **Visa** | VISA34 | Financeiro | 10% | **Mastercard** | MSCD34 | Financeiro | 10% |
| **J.P Morgan** | JPMC34 | Financeiro | 10% | **Citigroup** | CTGP34 | Financeiro | 10% |
| **Berkshire Hathaway** | BERK34 | Financeiro | 10% | **J.P Morgan** | JPMC34 | Financeiro | 10% |
| **Alphabet** | GOGL34 | Comunicação | 10% | **Berkshire Hathaway** | BERK34 | Financeiro | 10% |
| **Coca-Cola** | COCA34 | Consumo Não Discricionário | 10% | **Alphabet** | GOGL34 | Comunicação | 10% |
| **Occidental Petroleum** | OXYP34 | Energia | 10% | **Coca-Cola** | COCA34 | Consumo Não Discricionário | 10% |
| **Johnson & Johnson** | JNJB34 | Saúde | 10% | **Johnson & Johnson** | JNJB34 | Saúde | 10% |

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

**Gráfico 2: Composição setorial da carteira recomendada de BDRs - Maio/23**




Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

Para o mês de abril, estamos com uma alocação concentrada no setor financeiro (40% da carteira) e tecnologia (30% da carteira). Nossas teses de investimento no setor de tecnologia são a Apple, Microsoft, Nvidia e indiretamente a Alphabet (classificada como comunicação). Dentro dos benchmarks setoriais do S&P 500, o índice S&P 500 Tecnologia apresenta a maior alta no acumulado do ano (+22,0%), negociando a um múltiplo P/L de 26,3x, +18% acima da média histórica de 22,3x. Em nossa visão, os seguintes fatores justificam o prêmio: (i) modelos de negócios disruptivos, e (ii) fator qualidade, com elevada rentabilidade e solida geração de caixa das maiores companhias do índice S&P 500 Tecnologia.

No setor Financeiro (40% da carteira) temos exposição a J.P Morgan, Citigroup, Mastercard e Berkshire Hathaway. Gostamos dos baixos múltiplos do setor, com o S&P Financeiro negociando a 13,7x P/L, dentro da média histórica e sendo o segundo menor múltiplo setorial do S&P (apenas o índice S&P 500 Energia negocia a um múltiplo menor, em 11x P/L). Em termos operacionais, os grandes bancos americanos reportaram números melhores que o esperado no 1T23 (destaque para o J.P Morgan), com sólidos níveis de capital regulatório e liquidez. Em relação a falência dos bancos regionais americanos, continuamos enxergando o sistema financeiro americano como sólido, com a normalização gradual do fluxo de depósitos com registro de entradas líquidas de recursos desde a segunda metade de março.

Não temos exposição aos setores de Energia, Materiais básicos, Indústria, Consumo discricionário, Serviços básicos e Imobiliário.

**Tabela 3: Alocação Setorial Percentual | Carteira Recomendada x BDRX**

| Setor | Carteira | BDRX | Diferencial | Alocação |
|---|---|---|---|---|
| **Financeiro** | 40,0% | 8,8% | **31,2 p,p** | *Acima* |
| **Tecnologia** | 30,0% | 35,6% | **-5,6 p,p** | *Abaixo* |
| **Saúde** | 10,0% | 8,6% | **1,4 p,p** | *Acima* |
| **Comunicação** | 10,0% | 12,3% | **-2,3 p,p** | *Abaixo* |
| **Consumo não discricionário** | 10,0% | 7,8% | **2,2 p,p** | *Acima* |
| **Energia** | 0,0% | 5,2% | **-5,2 p,p** | *Abaixo* |
| **Materiais Básicos** | 0,0% | 1,1% | **-1,1 p,p** | *Abaixo* |
| **Indústria** | 0,0% | 2,2% | **-2,2 p,p** | *Abaixo* |
| **Consumo discricionário** | 0,0% | 16,5% | **-16,5 p,p** | *Abaixo* |
| **Serviços Básicos** | 0,0% | 0,7% | **-0,7 p,p** | *Abaixo* |
| **Imobiliário** | 0,0% | 1,2% | **-1,2 p,p** | *Abaixo* |

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

## Fatores na alocação da carteira recomendada de Maio

Em nossa carteira recomendada de Abril, estávamos com uma alocação concentrada nos fatores baixa volatilidade e de qualidade (ambas 0,5 desvio-padrão acima do Benchmark, o BDRX).

Estamos adicionando marginalmente mais fator de crescimento na nossa carteira recomendada em maio com a entrada de Nvidia (5% da carteira), que apresenta maior exposição fatores crescimento e uma menor qualidade (em relação ao benchmark). Essa exposição está sendo parcialmente balanceada pelo fator "valor" com a entrada do CitiGroup (10% da carteira).

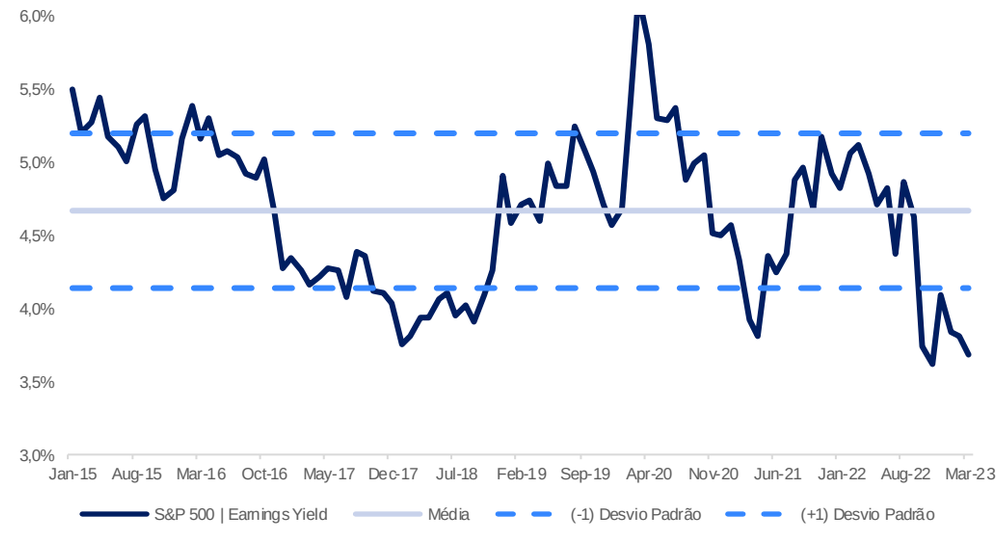
**Gráfico 3: Exposição ativa dos fatores da carteira recomendada da Abril vs BDRX (Desvio-padrão)**

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

## S&P 500 tem alta de 1,5% em Abril | ERP do índice fica praticamente estável m/m

O Equity Risk Premium (ERP) do S&P 500 ficou praticamente estável em abril, fechando o mês em +3,7% (+100 bps abaixo da média histórica desde 2015 de 4,7%). Nestes níveis, o retorno esperado ao investir em ações está abaixo do primeiro desvio padrão e próximo das mínimas históricas, diminuindo a atratividade para o investimento em renda variável, e aumentando a importância da escolha pelas melhores ações.

**Gráfico 4: S&P 500 | Earnings Yield real**

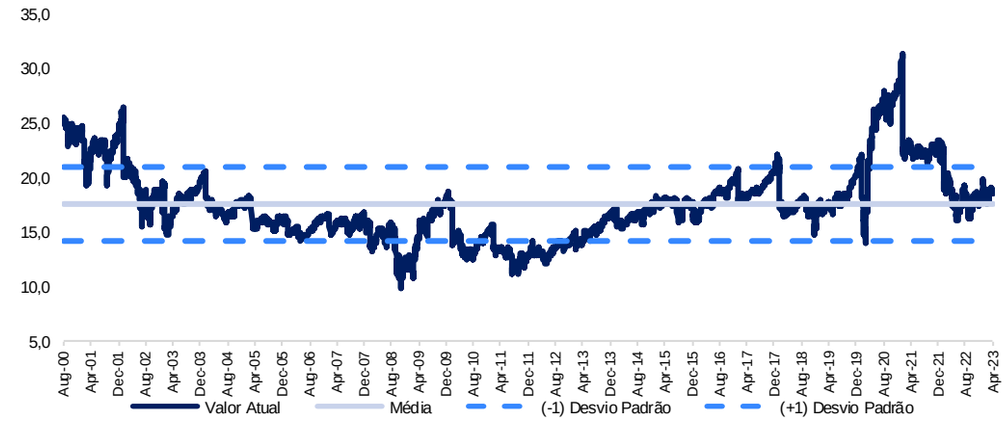



Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

## S&P 500 está negociando a 19,1x P/L 2023E

O S&P 500 está negociando em um múltiplo de 19,1x P/L estimado em 2023E, alta de +0,3x em relação ao mês anterior. O juro de 10 anos permaneceu estável no mesmo período. Destacamos que a volatilidade do S&P 500 (VIX), encontra-se nas mínimas (desde jan/22), em 15,8 pontos, enquanto o S&P 500 acumula uma alta de +8,5% em 2023.

**Gráfico 5: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 Fundos mútuos

Em termos de fluxo financeiro, o mercado de ações teve um resgate de US$ 22 bilhões em fevereiro, e o mercado de dívida teve uma entrada de US$ 21,5 bilhões. Em 2023 (até fevereiro), o mercado acionário teve um resgate de US$ 29 bilhões e o mercado de renda fixa uma captação de US$ 60 bilhões. Em nossa visão patamares de rentabilidade semelhantes do título do governo norte-americano e o *Earnings Yield* real do S&P 500 justificam a maior alocação em renda fixa.

No mês de março/23, a indústria de fundos mútuos teve um aumento de 2,9% no total de ativos sob gestão (totalizando US$ 23,41 trilhões), com destaque para o aumento

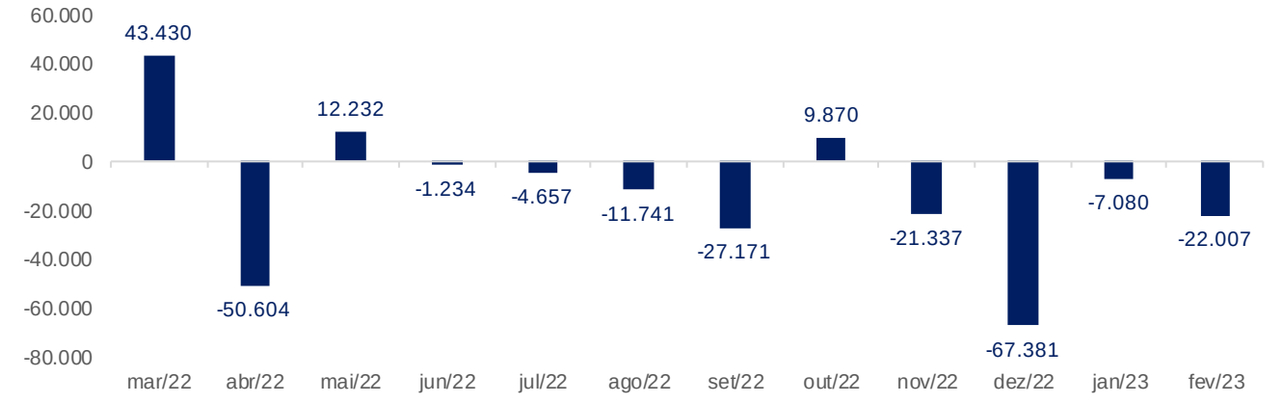
percentual de 7,6% do mercado de Money Market funds (totalizando US$ 5,23 trilhões), justificado principalmente pelos saques dos depósitos nos bancos regionais que ofereciam rentabilidade consideravelmente mais baixa que os Money Market Funds.

**Tabela 4: Ativos sob gestão no Mercado de Fundos Mútuos (Em US$ bilhões) em março**

| Categoria | Março | Fevereiro | Variação (%) |
|---|---|---|---|
| Mercado de ações | 12,024.8 | 11,801.4 | 1.9 |
| Renda Fixa | 4,629.3 | 4,567.3 | 1.4 |
| Money market | 5,238.4 | 4,867.4 | 7.6 |
| Híbrido | 1,512.8 | 1,502.0 | 0.7 |
| **Total** | **23,405.3** | **22,738.2** | **2.9** |

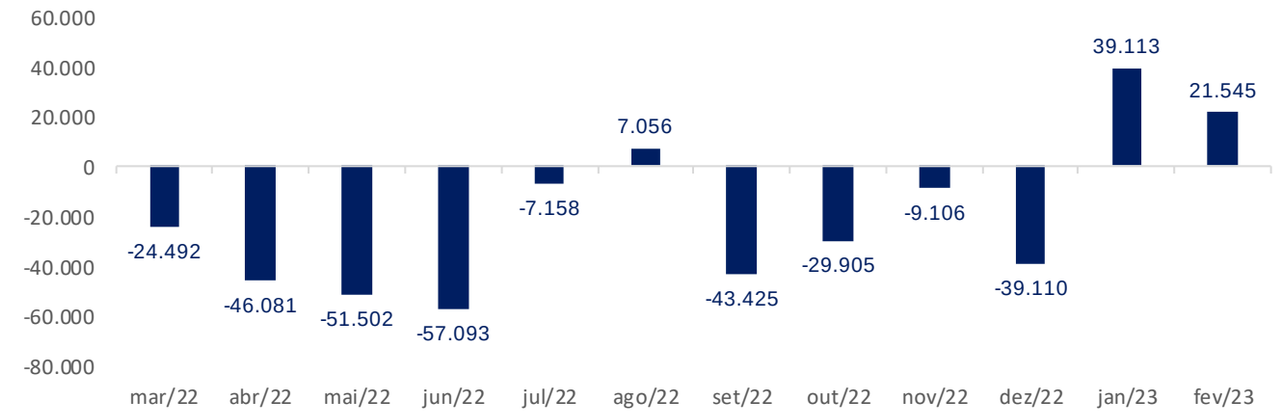
Fonte: Investment Company Institute e Bloomberg.

**Gráfico 6: Fluxos de fundos mútuos e (ETFs) em milhões | Ações**




Fonte: Investment Company Institutee Bloomberg.

**Gráfico 7: Fluxos de fundos mútuos e (ETFs) em milhões | Dívida**



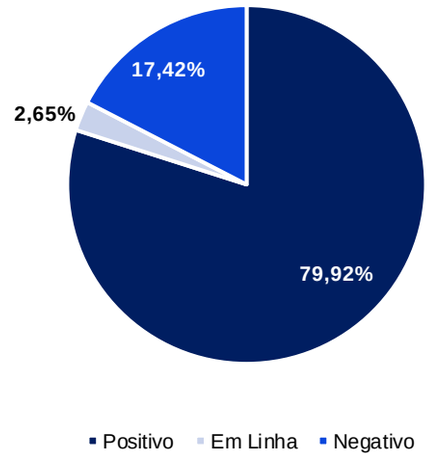

Fonte: Investment Company Institute e Bloomberg.

## Resultados do S&P 500 no 1T23 | Surpresa no LPA de 6,7%

265 empresas do S&P 500 divulgaram os resultados do 1T23 (53% do total do índice). Os resultados consolidados estão positivos no momento, com 80% das companhias reportando um lucro líquido acima das estimativas do consenso de mercado, com uma surpresa no lucro líquido até o momento de 6,7%. Do lado negativo, o lucro líquido do S&P 500 está apresentando um crescimento de apenas +0,6% na comparação anual. Em nossa visão, os maiores catalisadores da surpresa até o momento são: (i) expectativas reduzidas do consenso de mercado e, (ii) a resiliência operacional das companhias do S&P 500 no 1T23.

Para o ano de 2023, o consenso de mercado projeta uma queda de 1,5% no lucro líquido consolidado do S&P, com uma queda do retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) de 125 bps (de 19,3% em 2022 para 18,1% para 2023), confirmando a nossa tese de expectativas reduzidas do mercado e resultados corporativos surpreendendo positivamente.

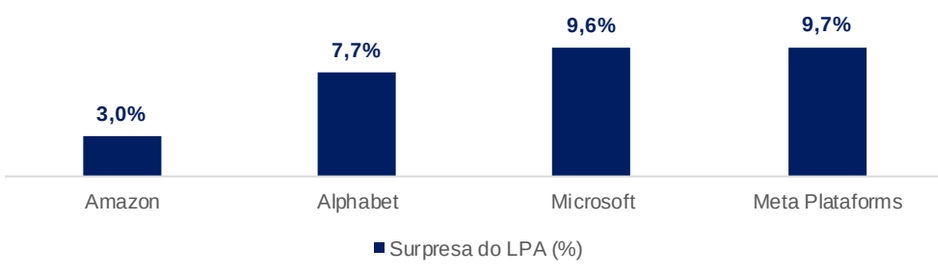
**Gráfico 8: Análise qualitativa do Lucro Líquido das empresas do S&P 500 | 1T23**




Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

Destacamos a sólida performance das big Techs (Microsoft, Alphabet, Meta Plataforms) nessa temporada. A melhor performance até o momento foi da Meta Plataforms (M1TA34), com uma surpresa de +9,7% no LPA e alta nas ações após os resultados de 13,9%. Os resultados da Meta foram impulsionados pelo negócio legado (anúncios digitais), programa de corte de custos gerais e administrativos e maior monetização do *reels*.

**Gráfico 9: Surpresa do lucro líquido nos Resultados da B*ig Techs* | 1T23**




Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

## Resumo das escolhas do mês | Maio

### Apple (AAPL34) | 15% | Tecnologia

A Apple atua na fabricação e comercialização de smartphones, computadores pessoais, tablets, wearables e acessórios de tecnologia. Aproximadamente 58% do faturamento da Apple vem de fora dos EUA 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 164% 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, 49% do seu faturamento está nos EUA. Os negócios da Microsoft são divididos em três segmentos distintos: "Produtividade e processos" (33,1% da receita líquida), "Nuvem Inteligente" (41,8% da receita) e "Computação Pessoal" (25,1% 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.

**NVIDIA (NVDC34) | 5% | Tecnologia**

A NVIDIA projeta, desenvolve e comercializa processadores gráficos tridimensionais (3D) e software relacionado. A empresa oferece produtos que fornecem gráficos 3D interativos para o mercado de computadores pessoais. A companhia atua majoritariamente em dois segmentos: *Graphics* (cerca de 60% das vendas) e *Compute & Networking* (cerca de 40%) onde estão inseridas as suas aplicações para inteligência artificial. A Nvidia tem como principal mercado consumidor o mercado asiático (cerca de 60% das vendas), com o mercado americano respondendo por ~15% das vendas. O Valuation atual da companhia não pode ser considerado uma barganha, principalmente por conta das altas taxas de juros que costumam afetar negativamente ações de crescimento como a Nvidia, sendo este o principal risco para a tese. Mas, estamos otimistas com os desenvolvimentos recentes no campo da inteligência artificial e *large language model*, com a Nvidia sendo uma das maiores beneficiária pelos seguintes catalisadores: (i) reaceleração dos seus data centers, (ii) expansão do segmento de games via placas de videogames, (iii) soluções de hardware de inteligência artificial e *ML* fornecidas pela companhia, além do importante papel que a companhia possui em nossa composição de portfólio.

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

Vemos a Mastercard como uma tese de investimento de qualidade que apresenta um balanço sólido, com alto índice de rentabilidade sobre o capital investido (ROIC de 48%), excelente margem bruta (69,8% projetado para 23) e com modelo de negócios defensivo para o momento atual, considerando que a companhia possui um hedge natural em relação a pressões inflacionárias. 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 35% a/a, crescimento do GDV em 15% a/a na última divulgação de resultados da companhia.

**Citigroup (CTGP34) | 10% | Financeiro**

Turnaround do banco continua em andamento, mas o avanço recente desde que a nova CEO, Jane Fraser assumiu em fev/21 tem sido visível, com margem financeira bruta consideravelmente mais forte do que há um ano atrás, e crescendo em ritmo mais forte do que as despesas, além de boas notícias recentes vindas da exposição do C a seus negócios legados na Rússia, México, Índia, Vietnã e Coréia do Sul. Em relação a dinâmica recente, também vemos o C sendo um dos bancos que apresentou apenas uma pequena saída de depósitos, e vemos risco de alta para as estimativas do consenso em relação a linha. Em relação ao CET1, o índice divulgado foi de 13,1%, aumento de ~200bps a/a. Temos gostado cada vez mais da história, e com o C negociando próximo a seus menores múltiplos (P/VP) dos últimos 10 anos, enquanto o ROE está próximo das médias históricas, o Banco é o player mais barato do setor com ótimo momento de resultados.

**J.P Morgan (JPMC34) | 10% | Financeiro**
Em relatório recentes, argumentamos que 2023 seria um ano difícil para os bancos, dado a sua intrínseca necessidade de atividade econômica para desenvolvimento bem-sucedido de suas operações. Entretanto os resultados foram positivos para a maioria dos bancos, com o JPM apresentando a sua maior surpresa positiva em seus resultados em um trimestre desde o 4T21, com performance positiva das ações de 7,5% no dia posterior ao resultado. O principal destaque do resultado divulgado, foi o novo guidance de margem financeira da companhia, que foi revisado para US$ 81bi (anterior US$ 74bi), crescimento de 10%, que se mantidas as margens culminarão em um aumento de LPA de 5,5%-6% para o ano. Vemos o JPM como uma empresa de alta qualidade, e a estratégia de gerir o banco como uma "fortaleza" traz ótimos resultados em momentos de maior volatilidade, continuamos compradores e como nossa principal escolha no setor.

**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 Hathway, 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.

**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 o ROE médio foi de 18%; (ii) investimentos em ferramentas de Inteligência Artificial e *machine learning* em seus principais produtos e serviços; (iii) demais 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, no 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 36% 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).

**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,% 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 5: Carteira Recomendada de BDRs | Múltiplos e Rentabilidade***

| Empresa | Valor de Mercado | Enterprise Value | P/VP | | P/L | | EV/EBITDA | | EBITDA | LPA | ROE (%) | | Dividend Yield (%) | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | (US$ mn) | (US$ mn) | 2023E | 2024E | 2023E | 2024E | 2023E | 2024E | CAGR 22E-25E | | 2023E | 2024E | 2023E | 2024E |
| Apple | 2,684,668 | 2,630,328 | 47.4x | 33.2x | 28.5x | 25.8x | 21.1x | 19.7x | 2.6% | 2.5% | 164.1% | 148.3% | 0.6% | 0.6% |
| Microsoft | 2,284,628 | 2,259,513 | 11.2x | 8.3x | 32.2x | 28.1x | 22.3x | 19.5x | 10.2% | 9.3% | 36.6% | 33.7% | 0.9% | 0.9% |
| Alphabet | 1,368,453 | 1,282,472 | 4.9x | 4.0x | 18.6x | 15.6x | 11.2x | 9.7x | 11.3% | 13.7% | 24.9% | 25.3% | 0.0% | 0.0% |
| Berkshire Hathaway | 723,339 | 368,723 | 1.4x | 1.3x | 20.7x | 17.7x | - | - | - | 8.1% | 5.6% | 3.4% | 0.0% | 0.0% |
| Nvidia | 685,400 | 684,135 | 32.0x | 26.8x | 85.1x | 61.7x | 65.2x | 55.4x | 10.4% | 9.2% | 29.8% | 39.9% | 0.1% | 0.1% |
| Johnson & Johnson | 425,413 | 442,853 | 5.2x | 4.2x | 15.6x | 15.0x | 12.6x | 12.3x | 4.6% | 3.1% | 32.9% | 31.0% | 2.9% | 3.0% |
| J.P Morgan | 405,245 | - | 1.4x | 1.3x | 9.9x | 10.1x | - | - | - | 5.0% | 14.6% | 13.2% | 3.0% | 3.2% |
| Mastercard | 360,212 | 368,889 | 51.8x | 34.9x | 31.0x | 26.1x | 23.9x | 20.8x | 14.9% | 14.7% | 172.2% | 170.3% | 0.6% | 0.7% |
| Coca-Cola | 277,422 | 307,178 | 9.9x | 8.7x | 24.6x | 22.9x | 21.0x | 19.7x | 7.2% | 6.3% | 43.2% | 42.8% | 2.9% | 3.0% |
| Citigroup | 91,636 | 238,718 | 0.5x | 0.4x | 7.7x | 7.3x | 13.3x | 15.7x | -1.9% | -1.0% | 6.3% | 6.2% | 4.4% | 4.6% |
| **Média** | - | - | 16.6x | 12.3x | 27.4x | 23.0x | 23.8x | 21.6x | 7.4% | 7.1% | 53.0% | 51.4% | 1.5% | 1.6% |
| **Mediana** | - | - | 7.5x | 6.2x | 22.7x | 20.3x | 21.1x | 19.6x | 8.7% | 7.2% | 31.4% | 32.3% | 0.7% | 0.8% |
| **Maior** | - | - | 51.8x | 34.9x | 85.1x | 61.7x | 65.2x | 55.4x | 14.9% | 14.7% | 172.2% | 170.3% | 4.4% | 4.6% |
| **Menor** | - | - | 0.5x | 0.4x | 7.7x | 7.3x | 11.2x | 9.7x | -1.9% | -1.0% | 5.6% | 3.4% | 0.0% | 0.0% |

Fonte: BTG Pactual e *Estimativas do consenso da Bloomberg.

## Carteira Recomendada de BDRs | Performance

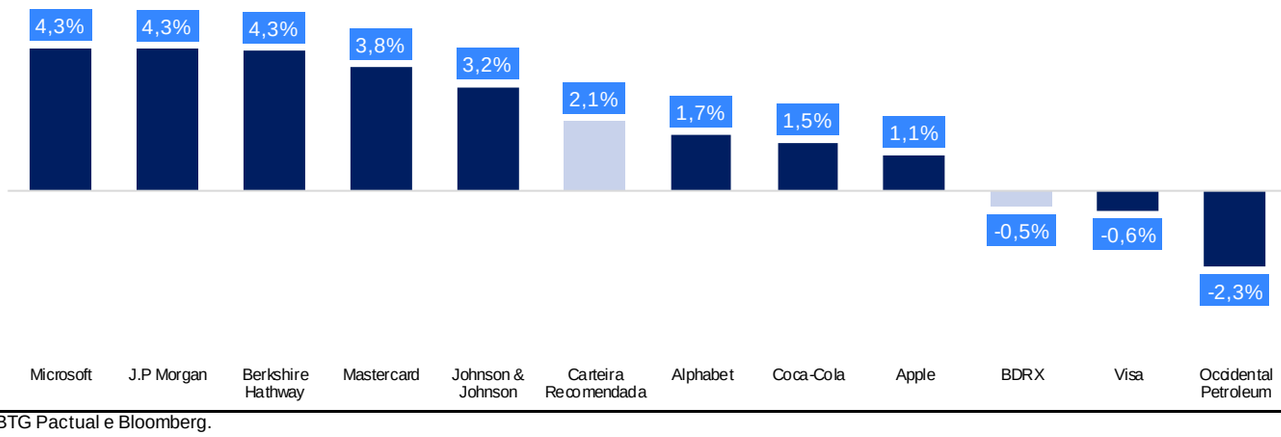
### Objetivo da Carteira

A carteira oferece as melhores oportunidades de investimento no exterior e é composta por 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

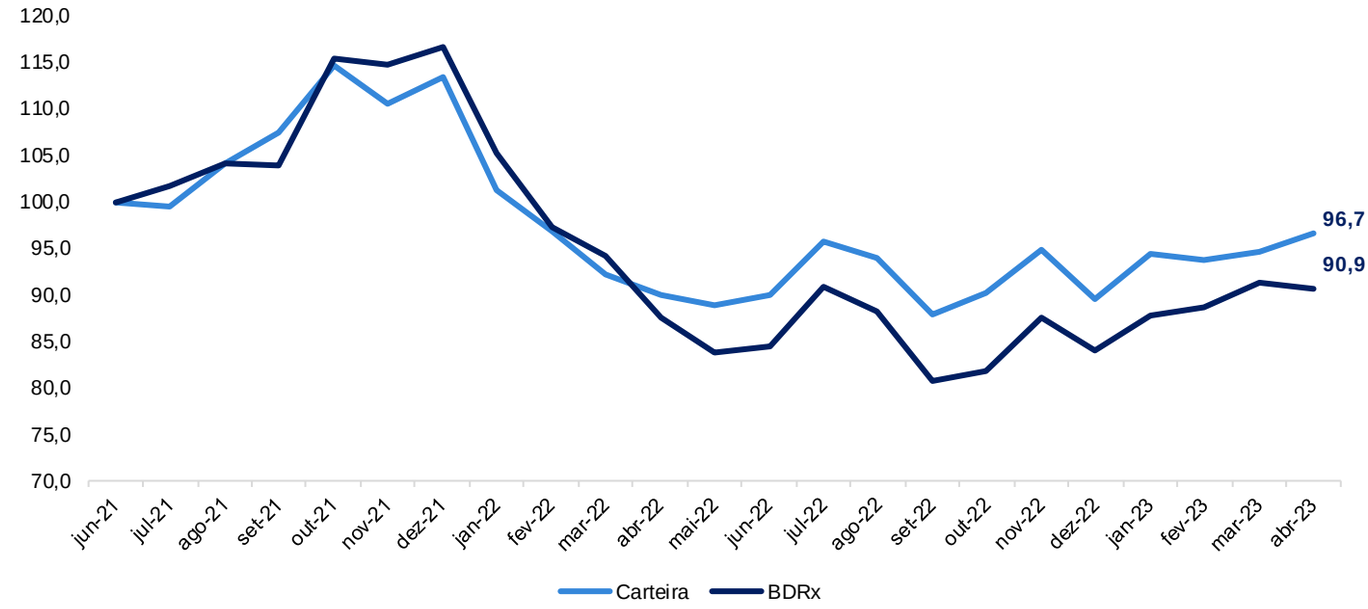
Em abril, a carteira recomendada de BDRs teve uma alta de +2,1%, performando acima do BDRX (-0,5%), em +2,6%. Desde o início (14/07/2021), a carteira recomendada apresentou um retorno de 5.9 p.p. acima do BDRX.

**Gráfico 10: Performance no mês de Abril/23 das ações da Carteira Recomendada de BDRs**




Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

**Gráfico 11: Performance acumulada da Carteira Recomendada x BDRX | Base 100 (Desde o dia 14/07/2021)**




Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

**Tabela 6: Performance acumulada da Carteira Recomendada x BDRX | Base 100 (Desde o dia 14/07/2021)**

| Ano | Janeiro | Fevereiro | Março | Abril | Maio | 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% | 2.1% | | | | | | | | | 8.0% | 8.3% | -3.2% | -9.1% |

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 pessoas 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 filiadas do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.
O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.
O BTG Pactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.
**Certificação dos analistas:** Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas, conforme o caso. ii)nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.
Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, consequentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas.
Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.
O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.
Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx