



Ações Internacionais

Carteira Recomendada

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Janeiro 2024

Marcel Zambello
São Paulo – Banco BTG Pactual

Bruno Lima
São Paulo – Banco BTG Pactual

Luis Mollo
São Paulo – Banco BTG Pactual

Arthur Mota
São Paulo – Banco BTG Pactual



2024: Potencial redução de juros, historicamente, é positivo para ações

S&P 500 | Expectativa de menores despesas financeiras e maiores lucros impulsionados pela redução da Fed Funds rate em 2024

O destaque positivo para 2024 é a expectativa de uma redução das despesas financeiras para as companhias do S&P 500 (esperamos o início do ciclo de corte de juros em maio, com quatro cortes de 25bps em 2024, colocando a taxa do Fed Funds no final do ano em 4,4%), reforçando o nosso cenário de um pouso suave da economia norte-americana.

Comunicado dovish do Fed = maior posicionamento dos investidores institucionais e otimismo do investidor individual com o S&P 500

A performance do S&P 500 em 2023 foi sólida, com alta de 24,2%. Isso posto, vale mencionar que já houve um aumento de posicionamento dos investidores institucionais (97% dos membros do NAAIM com exposição) assim como aumento do otimismo dos investidores de varejo com o indicador Bull-Bear spread (de acordo com o AAI (*American Association of Individual Investors*) atingindo +32%).

Carteira recomendada para janeiro/24 | Entram: Ternium, Mastercard e Simon Property com 3% cada | Costco deixa a carteira (-3%) | Redução em Apple e J.P Morgan (- 3% cada)

Para esse mês de janeiro/24, estamos retirando o BDR da Costco após a forte performance em dezembro (+12,2%). Para o seu lugar, estamos colocando a Ternium, uma das beneficiárias da temática de nearshoring nos EUA e que apresenta um valuation atraente. Estamos reduzindo a participação em J.P Morgan (-3%) e alocando na Mastercard (+3%). Outra alteração para esse mês é a redução da participação da Apple em 3% e alocação desse percentual no REIT – Real Estate Investment Trust – da Simon Property Group. Entendemos que tanto o REIT Simon, dado sua alavancagem e cap rate, historicamente, alto e MasterCard (negócio de margem, RoiC e taxa de crescimento elevadas), devem se beneficiar do início de flexibilização monetária de forma relevante.

Analistas

Marcel Zambello

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Bruno Lima

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 ações internacionais | Janeiro/24

Empresa	Ticker (BDR)	Setor	Peso (%)
Microsoft	MSFT34	Tecnologia	12%
Apple	AAPL34	Tecnologia	7%
Nvidia	NVDC34	Tecnologia	7%
JPMorgan	JPMC34	Financeiro	7%
Mastercard	MSCD34	Financeiro	3%
Caterpillar	CATP34	Indústria	5%
United Rentals	U1RI34	Indústria	5%
Alphabet	GOGL34	Comunicação	12%
Meta Platforms	M1TA34	Comunicação	6%
Tesla	TSLA34	Consumo discricionário	3%
Amazon	AMZO34	Consumo discricionário	7%
Alibaba	BABA34	Consumo discricionário	5%
Ternium	TXSA34	Materiais Básicos	3%
Exxon Mobil	EXXO34	Energia	7%
Rio Tinto	RIOT34	Materiais Básicos	5%
Eli Lilly	LILY34	Saúde	3%
Simon Property	SIMN34	Imobiliário	3%

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg

Principais temas para economia americana em 2024

Eleição Presidencial

A eleição de 2024 deve repetir a disputa de 2020 entre Biden e Trump. O incumbente (Biden) está enfrentando elevada desaprovação, enquanto o ex-presidente Trump lidera as pesquisas. Mais uma vez, os Swing States serão os principais campos de confronto, e, após um dos ciclos mais intensos de aperto monetário da história, o desempenho econômico e os conflitos geopolíticos atuais serão o foco dos debates. Não esperamos uma grande mudança do status quo da política fiscal e monetária em 2024 que serão guiadas pelo acordo do debt ceiling e a temática da inflação.

Riscos da inflação

O processo de desinflação nos últimos 40 anos tem sido consistentemente subestimado pelos analistas, indicando potencial de surpresas negativas à frente. Reforçamos que pelo caráter mais resiliente da inflação de serviços e um mercado de trabalho ainda apertado nos EUA, esta tendência de ancoragem das expectativas de inflação pode não se concretizar, ou ser realizada em um ritmo mais gradual em relação as estimativas atuais do mercado.

Início do ciclo de cortes de juros

Após um longo processo de aperto monetário, com 525bps de alta e o início da redução do balanço, o Fed se encontra em um momento de espera por novas informações econômicas para calibragem do seu cenário de política monetária. Em nosso cenário, onde a inflação desacelera para abaixo de 3% em 2024 e converge para a meta do Fed em 2025, o FOMC encontrará um ambiente favorável para o início da normalização da política monetária, de forma a garantir que o juro real não continue abrindo. Nesse sentido, antecipamos o início do ciclo de cortes para maio, com 4 cortes de 25bps, levando a Fed Funds Rate para 4,4% no final de 2024.

Operacionalizando o pouso suave

Suportado por um crescimento exuberante no 3T23 (5,2% t/t anualizado), a economia americana deve avançar próximo de 2,5% em 2023 como um todo, deixando um carregamento estatístico favorável de 0,9% para 2024. Como não antecipamos uma

recessão como cenário base, em função da resiliência do consumo, estimamos um crescimento de 1,7% para a economia norte-americana em 2024.

Carteira recomendada para janeiro/24| Entram: Ternium, Mastercard e Simon Property com 3% cada | Costco deixa a carteira (-3%) | Reduções em Apple e J.P Morgan (-3% cada)

Para esse mês, estamos retirando o BDR da Costco após a forte performance em dezembro (+ 12,2%) e resultados acima da expectativa do mercado (surpresa do LPA de 4,9% em relação as estimativas do consenso). Para o seu lugar, estamos colocando a Ternium, com base em seu valuation atraente (3x EV/EBITDA) e do potencial de geração de valor da temática de *nearshoring* nos EUA, sendo a companhia uma das beneficiárias.

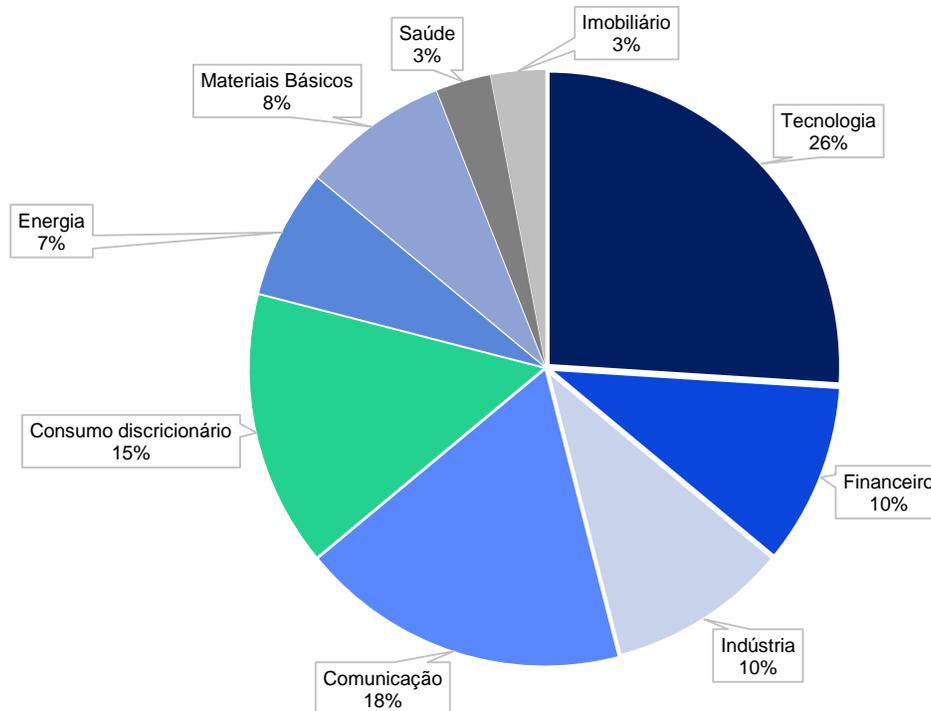
Estamos reduzindo a participação em J.P Morgan (-3%) e alocando em Mastercard (3%), mantendo a nossa exposição ao setor financeiro em 10% (acima do benchmark em 1,7%). Nossa escolha está baseada em maiores taxas de crescimento do LPA e margens da Mastercard em relação ao J.P Morgan, em um cenário de cortes de juros pelo Fed em 2024, que deveria beneficiar as teses de maior crescimento.

Por fim, estamos reduzindo a participação da Apple em 3% (forte performance de 36,8% em 2023) e alocando 3% no REIT – *Real Estate Investment Trust* – da Simon Property Group, com base em nossa visão otimista para o consumo de alta renda (60% de seu portfólio) e potencial desalavancagem do balanço da companhia.

Tabela 2: Alterações da carteira recomendada de ações internacionais (Janeiro/24 e Dezembro/23)

Empresa	Ticker	Setor	Peso (Dezembro/23)	Peso (Janeiro/24)	Varição
Microsoft	MSFT34	Tecnologia	12%	12%	0%
Apple	AAPL34	Tecnologia	10%	7%	-3%
Nvidia	NVDC34	Tecnologia	7%	7%	0%
JPMorgan	JPMC34	Financeiro	10%	7%	-3%
Mastercard	MSCD34	Financeiro	0%	3%	3%
Caterpillar	CATP34	Indústria	5%	5%	0%
United Rentals	U1RI34	Indústria	5%	5%	0%
Alphabet	GOGL34	Comunicação	12%	12%	0%
Meta Platforms	M1TA34	Comunicação	6%	6%	0%
Tesla	TSLA34	Consumo discricionário	3%	3%	0%
Amazon	AMZO34	Consumo discricionário	7%	7%	0%
Alibaba	BABA34	Consumo discricionário	5%	5%	0%
Ternium	TXSA34	Materiais Básicos	0%	3%	3%
Exxon Mobil	EXXO34	Energia	7%	7%	0%
Rio Tinto	RIOT34	Materiais Básicos	5%	5%	0%
Eli Lilly	LILY34	Saúde	3%	3%	0%
Costco	COST34	Consumo não discricionário	3%	0%	-3%
Simon Property	SIMN34	Imobiliário	0%	3%	3%

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

Gráfico 1: Composição setorial da carteira recomendada de ações internacionais - Janeiro/24


Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

Alocação setorial | Setor industrial e materiais básicos são as nossas preferências | Seguimos com menor alocação em tecnologia

As nossas preferências setoriais (de acordo com a sobrealocação em relação ao BDRx) são:

1) Setor industrial (10% no total)

- Racional: Modernização da infraestrutura dos EUA.
- Empresas: Caterpillar (5%) e United Rentals (5%).
- Sobrealocação: 7,8% vs. BDRX.

2) Materiais básicos (8% no total)

- Racional: Nearshoring nos EUA (Ternium) e fundamentos sólidos do minério de ferro (Rio Tinto).
- Empresas: Rio Tinto (5%) e Ternium (3%).
- Sobrealocação: 7,2% vs. BDRX.

Não temos exposição aos setores de serviços básicos e consumo não discricionário em nossa carteira recomendada de ações internacionais.

Nossa menor alocação setorial em relação ao benchmark é o setor de tecnologia (-12,4%), devido à forte performance em 2023 das companhias conhecidas como os 7 magníficos (Apple, Microsoft, Alphabet, Tesla, Nvidia, Amazon, Meta). Atribuímos a performance sólida ao pioneirismo das companhias mencionadas à temática da inteligência artificial e a precificação pelo mercado dos eventuais “vencedores” no longo prazo. O principal motivo da nossa menor alocação são os valuations atuais menos atrativos dessas companhias (negociando a 28,4x lucros em 2024E, estimado pelo consenso), com uma relação de risco-retorno menos favorável aos níveis de preços atuais.

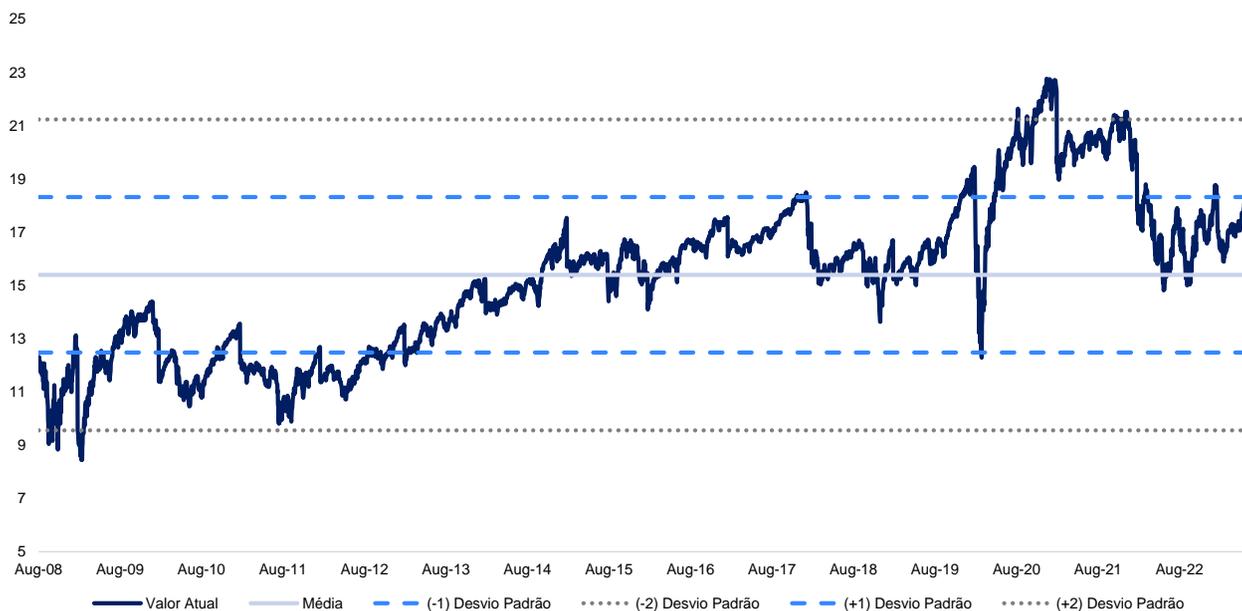
Tabela 3: Alocação da carteira recomendada de ações internacionais x BDRX (Janeiro/24)

Setor	Carteira	BDRX	Diferencial	Alocação
Financeiro	10.0%	8.3%	1.7 p.p	Acima
Tecnologia	26.0%	38.4%	-12.4 p.p	Abaixo
Comunicação	18.0%	12.3%	5.7 p.p	Acima
Consumo discricionário	15.0%	15.9%	-0.9 p.p	Abaixo
Saúde	3.0%	9.6%	-6.6 p.p	Abaixo
Consumo não discricionário	0.0%	6.6%	-6.6 p.p	Abaixo
Energia	7.0%	3.9%	3.1 p.p	Acima
Materiais Básicos	8.0%	0.8%	7.2 p.p	Acima
Indústria	10.0%	2.2%	7.8 p.p	Acima
Serviços Básicos	0.0%	0.6%	-0.6 p.p	Abaixo
Imobiliário	3.0%	1.5%	1.5 p.p	Acima

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

Valuation do S&P 500 | 19,6x lucros em 2024 + melhora do prêmio de risco para deter ações (equity risk premium – ERP) na comparação mensal (2,6%)

O S&P 500 está negociando atualmente ~ 19,6x Preço/Lucro para 2024, um prêmio de 27,0% em relação à média histórica de 15,4x (desde ago/2008). Destacamos positivamente que o prêmio para investir em no S&P 500 (*Equity risk premium*) está mais atrativo, em 2,6% atualmente (+30bps na comparação mensal), impulsionado pela redução dos juros de 10 anos (3,9% em dez/23 x 4,3% em nov/23), após dados macroeconômicos que indicam uma maior probabilidade de um pouso suave da economia norte-americana em 2024, reforçados pelo comunicado mais dovish do Fed em dezembro.

Gráfico 2: S&P 500 | Preço/Lucro em 2024


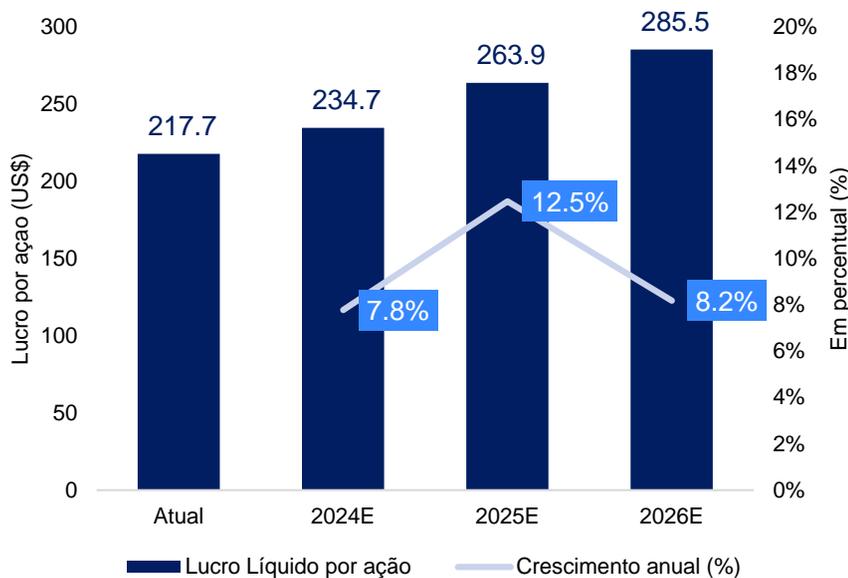
Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

S&P 500 | Expectativa de menores despesas financeiras e maiores lucros impulsionados pela redução da Fed Funds rate em 2024

O consenso de mercado projeta um aumento de lucros do S&P 500 de 7,8% em 2024E, seguido de 12,5% em 2025E e 8,2% em 2026E, reforçando a narrativa de um pouso suave da economia norte-americana e expansão de lucros das companhias.

Destacamos positivamente a resiliência dos resultados do S&P 500 em 2023 e a projeção do mercado de maior alavancagem operacional das companhias nos próximos anos, impulsionados por uma redução das despesas financeiras (esperamos o início do ciclo de corte de juros em maio, com quatro cortes de 25bps em 2024, colocando a taxa do Fed Funds no final do ano em 4,4%) e maior eficiência operacional das empresas (aumento da receita líquida do S&P 500 de 4,1% em 2024E, seguido de 5,6% em 2025E e 4,8% em 2026E, de acordo com o consenso, ou seja, um crescimento menor em relação ao lucro líquido).

Gráfico 3: Lucro líquido projetado do S&P 500 pelo consenso de mercado

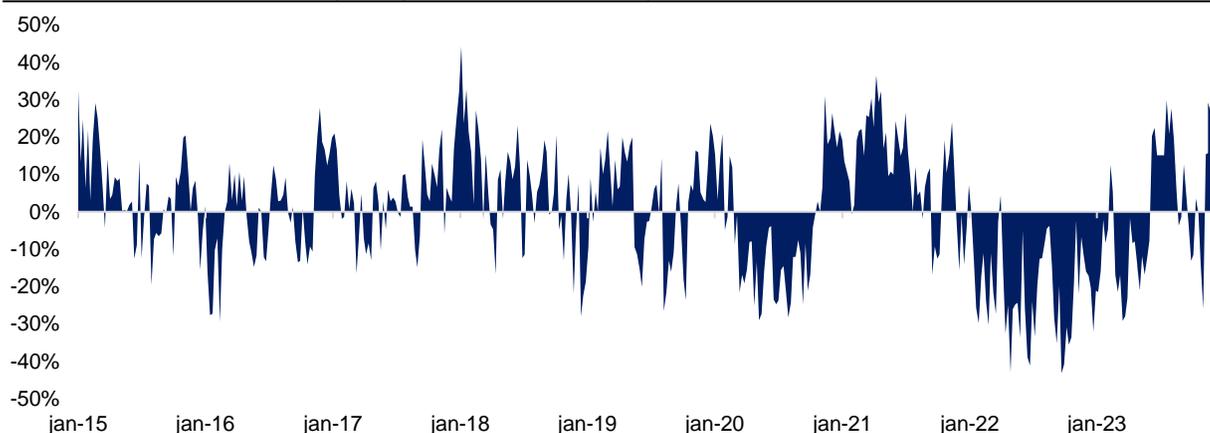


Fonte: Bloomberg e BTG Pactual.

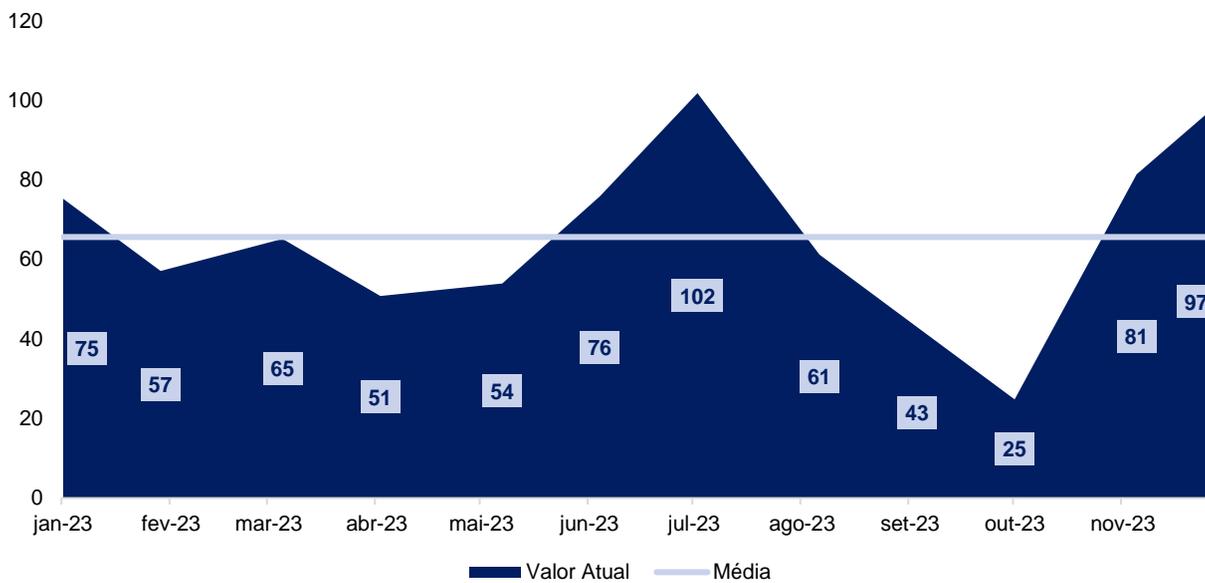
Comunicado dovish do Fed = maior posicionamento dos investidores institucionais e otimismo do investidor individual com o S&P 500 para 2024

A performance do S&P 500 em 2023 foi sólida, com alta de 23,6%. Isso posto, vale mencionar que já houve um aumento de posicionamento dos investidores institucionais (97% dos membros do NAAIM - *National Association of active Investment managers* – detém exposição ao mercado acionário dos EUA) assim como aumento do otimismo dos investidores de varejo com o indicador Bull-Bear spread (de acordo com o AAI (*American Association of Individual Investors*) atingindo +32%).

Gráfico 4: Indicador Bull – Bear Spread (Investidores Individuais)



Fontes: AAI (American Association of Individual Investors) e BTG Pactual.

Gráfico 5: Índice NAAIM (Exposição dos investidores institucionais ao mercado de ações | EUA)


Fontes: Bloomberg e BTG Pactual.

Resumo das escolhas do mês | Janeiro/24

Apple (AAPL34) | (7%) | Tecnologia

A Apple atua na comercialização de smartphones, computadores pessoais, tablets, wearables, acessórios de tecnologia e suas plataformas de serviços. Os principais pilares na tese de investimento da companhia são: (i) alto retorno aos acionistas (ROE estimado de 149% para 2024, de acordo com o consenso de mercado); (ii) lançamento do headset de computação espacial, Vision Pro em 2024.

Microsoft (MSFT34) | (12%) | Tecnologia

A Microsoft atua na comercialização de softwares, que incluem o sistema operacional Windows, Office e os serviços de nuvem do Azure. A tese de investimento da Microsoft está baseada em: (i) integração dos aplicativos de inteligência artificial da em seus produtos, como o Microsoft office e o sistema de busca Bing (ii) lançamento de aplicativos e soluções de realidade virtual no metaverso, (iii) ciclo de crescimento focado em computação na nuvem.

NVIDIA (NVDC34) | 7% | Tecnologia

A NVIDIA desenvolve e comercializa processadores gráficos tridimensionais (3D) e software relacionados. Estamos otimistas com os desenvolvimentos recentes no campo da inteligência artificial e large language model, com a Nvidia sendo uma das maiores beneficiárias no fornecimento de data centers. Além disso, vemos um ponto de entrada interessante para as ações da NVIDIA baseado em: (i) movimentos seculares em inteligência artificial (ii) valuation atrativo de 24x lucro líquido em 2025E.

J.P Morgan (JPMC34) | (7%) | Financeiro

O JPM está apresentando fortes resultados, mesmo em períodos de maiores turbulências (exemplo: crise dos bancos regionais americanos), com números de alta qualidade reforçando sua estratégia e balanço sólido.

Mastercard (MSCD34) | 3% | Financeiro

Vemos a Mastercard como uma tese de investimento de alta qualidade. A empresa possui um balanço sólido, com alto índice de rentabilidade sobre o patrimônio líquido (ROE de 175% em 2024, de acordo com o consenso), excelente margem líquida (47% projetado para 2024) e com um modelo de negócios defensivo mesmo diante de pressões inflacionárias. Destacamos também as sólidas perspectivas de crescimento, com uma estimativa pelo consenso de mercado de aumento do LPA de

14% em 2023, seguido por 17% em 2024, impulsionado pelos gastos (ainda) resilientes dos consumidores e robusto crescimento dos volumes internacionais transacionados.

Caterpillar (CATP34 | (5%) | Industrial

A Caterpillar atua na fabricação e comercialização de máquinas para construção, mineração e silvicultura. A tese de investimento na companhia está baseada em: (i) projeto de lei de infraestrutura nos EUA que pretende investir US\$ 1 trilhão na modernização (ii) a transição energética, beneficiando a demanda por maquinário pesado.

United Rentals (U1RI34) | (5%) | Indústria

A United Rentals é a maior empresa de aluguel de equipamentos do mundo. Nossa visão otimista com a tese de investimento está baseada em (i) catalisadores macroeconômicos (Infrastructure Bill + Inflation Reduction Act) devem impulsionar a demanda pelos serviços de aluguel da companhia, com um mercado endereçável de US\$ 1,5 trilhão, (ii) vantagens competitivas do modelo de negócios de aluguel, com uma frota grande e diversificada, que permite maior escala na aquisição de máquinas e diluição dos custos pela companhia.

Alphabet (GOGL34) | (12%) | Comunicação

A Alphabet opera como uma holding em pesquisas na web, anúncios online, aplicativos de software, sistemas operacionais móveis e produtos de hardware. A tese de investimento da companhia está baseada em: (i) liderança no segmento de busca online com o Google Search; (ii) investimentos em ferramentas de Inteligência Artificial e machine learning em seus principais produtos e serviços, (iii) crescimento do segmento de computação na nuvem via o Google Cloud Platform.

Meta Platforms (M1TA34) | (6%) | Comunicação

A Meta Platforms atua nos setores de tecnologia e comunicação em redes sociais, com destaque para o mercado de anúncios online. Os principais pilares na tese de investimento são: (i) sólida geração de caixa no segmento legado da companhia em anúncios online; (ii) crescimento das operações da divisão de Reality Labs, com foco no metaverso, realidade virtual e realidade aumentada.

Tesla (TSLA34) | (3%) | Consumo Discricionário

A Tesla atua na produção e comercialização de veículos elétricos, produtos de armazenamento de energia, painéis e telhas solares. Os principais pilares na tese de investimento da companhia são: (i) pioneirismo na produção de veículos elétricos de baixo custo no setor (ii) crescimento do segmento de energia, (iii) opcionalidades como o segmento de robotáxis.

Amazon (AMZO34) | (7%) | Consumo Discricionário

A Amazon é um varejista que atua no comércio eletrônico, serviços na nuvem (AWS- Amazon Web Services) e produtos de inteligência artificial. A tese de investimento da companhia está baseada em: (i) o crescimento do mercado de inteligência artificial generativa deve suportar as vendas da sua unidade de negócios AWS, via locação da sua unidade de hardware (GPU – General Processing Units) (ii) novas avenidas de crescimento com o lançamento do Amazon CodeWhisper e Amazon Bedrock em inteligência artificial, (iii) crescimento das operações de streaming via Amazon Prime.

Alibaba (BABA34) | (5%) | Consumo Discricionário

O Alibaba é uma holding atuando em diversos segmentos, como o comércio eletrônico, computação na nuvem, serviços ao consumidor e mídia digital & entretenimento. Nossa tese de investimento na companhia está baseada em: (i) valuation atrativo de 8,3x Preço/Lucro para 2024, 1 desvio padrão abaixo da média histórica, (ii) Vemos mais espaço para uma maior flexibilização monetária na China,

impulsionando o crescimento econômico local, beneficiando as operações da companhia.

Simon Property Group (SIMN34) | (3%) | Imobiliário

A Simon Property Group é uma companhia classificada como REIT (Real Estate Investment Trust) que opera e administra propriedades comerciais por todo o mundo. Com 289 propriedades, a companhia opera nos segmentos de hotelaria, escritórios e, principalmente, inúmeras modalidades de varejo (Shoppings, Outlets, Espaços de conveniência...) onde trabalha com mais de 3 mil marcas das mais variadas classes. Contudo, o destaque da companhia neste momento é a concentração de seu portfólio em propriedades e marcas de luxo (60% de seu portfólio é considerado luxo) como Chanel, Louis Vuitton, Prada e Hermès por exemplo, garantindo uma exposição a um segmento de consumo que tem se mantido mais resiliente. A Simon possui um balanço robusto, um valuation atraente (11x Preço/FFO), e negocia com um FFO yield de 8,5%, justificando nossa visão positiva.

Exxon Mobil (EXXO34) | (7%) | Energia

A Exxon Mobil atua nos segmentos de Petróleo & Gás e produtos petroquímicos. Sua tese de investimento está baseada em: (i) valuation atraente, negociando a 5,7x EV/EBITDA para 2024; (ii) desequilíbrio da relação oferta & demanda no setor de Petróleo & Gás deve manter o petróleo em patamares elevados.

Rio Tinto (RIOT34) | (5%) | Materiais Básicos

A Rio Tinto atua no setor de materiais básicos com destaque para a comercialização de minério de ferro. No curto prazo, o minério de ferro segue em patamares de preço resilientes (~US\$ 130/ton) e sem aumento relevante de capacidade pelas principais companhias do setor, reforçando a nossa visão otimista para as ações.

Ternium (TXSA34) | (3%) | Materiais Básicos

Há anos defendemos que o TX é uma referência na indústria siderúrgica global por seus sólidos resultados operacionais e níveis de lucratividade, e essa visão permanece inalterada. Apesar da contínua tendência de queda nos lucros esperados para o 4T23, continuamos enxergando valor na tese, o que deve suportar o desempenho das ações no médio/longo prazo. Acreditamos que o mercado não está precificando nenhum valor no seu projeto DRI/EAF no México e nem pelo potencial retorno do near-shoring na América do Norte. Vemos as ações sendo negociadas a aproximadamente 3x EV/EBITDA para 2024E, o que está bem abaixo de seus pares.

Eli Lilly (LILY34) | (3%) | Saúde

A Eli Lilly atua na comercialização de produtos farmacêuticos. A tese de investimento da empresa está baseada em: (i) atuação em um setor com altas barreiras de entrada e sólida geração de caixa; (ii) comercialização do Tirzepatilde, medicamento destinado ao combate a diabete e obesidade, com um mercado endereçável de US\$ 100 bilhões por ano.

Tabela 4: Carteira Recomendada de Ações Internacionais | Janeiro/24

Empresa	Valor de Mercado (US\$ mn)	Enterprise Value (US\$ mn)	P/V/P		P/L		EV/EBITDA		EBITDA CAGR 23E-26E	LPA 23E-26E	ROE (%)		Dividend Yield (%)	
			2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E			2024E	2025E	2024E	2025E
Apple	3,010,702	2,972,533	40.9x	36.0x	29.3x	27.1x	22.1x	21.4x	7.7%	7.5%	149.4%	141.0%	0.5%	0.5%
Microsoft	2,789,179	2,750,909	9.8x	8.0x	33.2x	28.9x	22.5x	19.5x	17.6%	16.3%	33.4%	31.6%	0.8%	0.8%
Alphabet	1,761,588	1,671,099	4.8x	4.0x	19.7x	16.7x	11.9x	10.5x	12.5%	14.4%	26.4%	25.1%	0.0%	0.0%
Amazon	1,585,034	1,674,326	6.1x	4.7x	34.0x	27.1x	13.4x	11.4x	16.6%	25.7%	17.2%	17.6%	0.0%	0.0%
Nvidia	1,223,193	1,215,939	28.3x	14.9x	40.3x	24.2x	34.6x	21.3x	85.0%	92.3%	82.6%	73.0%	0.0%	0.0%
Meta Platforms	920,833	896,586	4.6x	3.8x	19.8x	17.7x	10.6x	9.3x	14.0%	15.3%	25.8%	23.7%	0.0%	0.0%
Tesla	804,839	787,978	12.6x	10.2x	65.0x	47.4x	40.7x	28.0x	31.3%	31.9%	20.5%	20.9%	0.0%	0.0%
Eli Lilly	551,405	569,167	31.2x	20.6x	46.7x	32.4x	38.5x	28.2x	42.3%	51.2%	76.1%	77.1%	0.9%	1.0%
JPMorgan	492,339	-	1.5x	1.4x	11.0x	10.8x	-	-	-	-2.9%	14.7%	13.7%	2.5%	2.7%
Exxon Mobil	401,374	417,513	1.7x	1.7x	10.8x	10.6x	5.6x	5.4x	1.9%	1.0%	16.6%	16.3%	3.8%	4.0%
Mastercard	399,793	407,937	40.7x	27.2x	30.0x	25.5x	23.4x	20.5x	13.3%	15.4%	174.7%	165.4%	0.6%	0.6%
Alibaba	196,454	874,578	1.3x	1.3x	8.4x	7.7x	4.4x	4.0x	12.4%	13.1%	12.4%	12.7%	0.3%	0.3%
Caterpillar	151,137	154,834	6.6x	5.6x	14.5x	14.0x	10.3x	10.3x	0.4%	1.4%	50.8%	44.0%	1.8%	1.9%
Rio Tinto	99,970	132,494	2.0x	1.9x	9.9x	10.4x	5.3x	5.5x	-0.2%	-1.9%	21.0%	18.4%	6.1%	5.6%
Simon Property	47,072	72,411	20.5x	25.5x	23.1x	21.2x	15.3x	15.1x	-1.2%	0.8%	82.6%	110.0%	5.4%	5.6%
United Rentals	39,224	51,858	4.0x	3.4x	13.5x	12.7x	7.3x	7.1x	4.2%	6.1%	28.9%	25.9%	1.0%	1.1%
Ternium	8,374	10,946	0.6x	0.6x	5.7x	5.3x	3.7x	3.3x	9.2%	26.0%	10.3%	11.1%	6.1%	7.2%
Média	-	-	12.8x	10.0x	24.4x	20.0x	16.9x	13.8x	16.7%	18.5%	49.6%	48.7%	1.8%	1.9%
Mediana	-	-	6.1x	4.7x	19.8x	17.7x	12.6x	10.9x	12.4%	14.4%	26.4%	25.1%	0.8%	0.8%
Maior	-	-	40.9x	36.0x	65.0x	47.4x	40.7x	28.2x	85.0%	92.3%	174.7%	165.4%	6.1%	7.2%
Menor	-	-	0.6x	0.6x	5.7x	5.3x	3.7x	3.3x	-1.2%	-2.9%	10.3%	11.1%	0.0%	0.0%

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

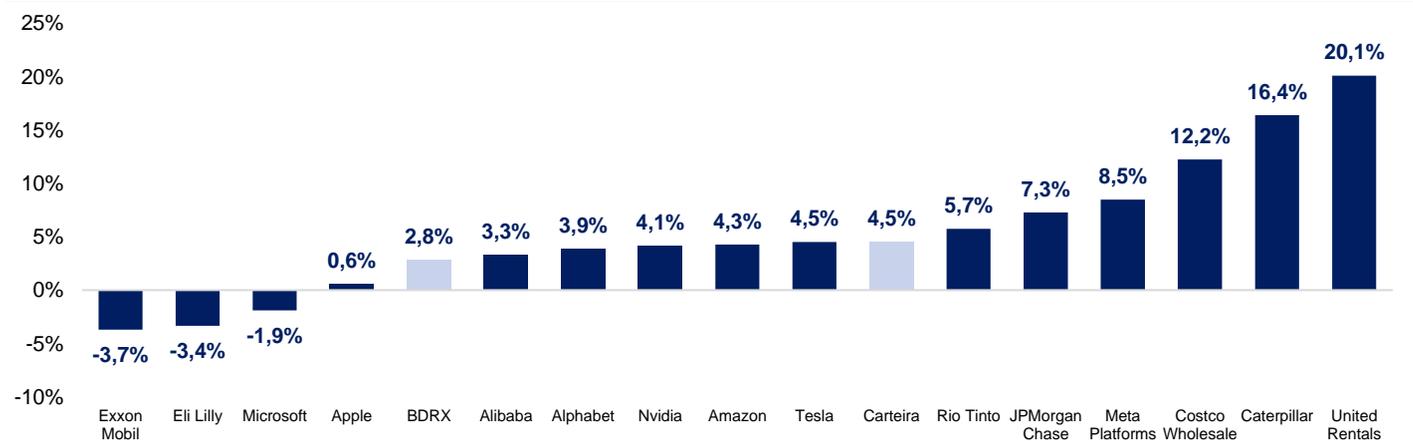
Carteira Recomendada de BDRs | Performance

Objetivo da Carteira

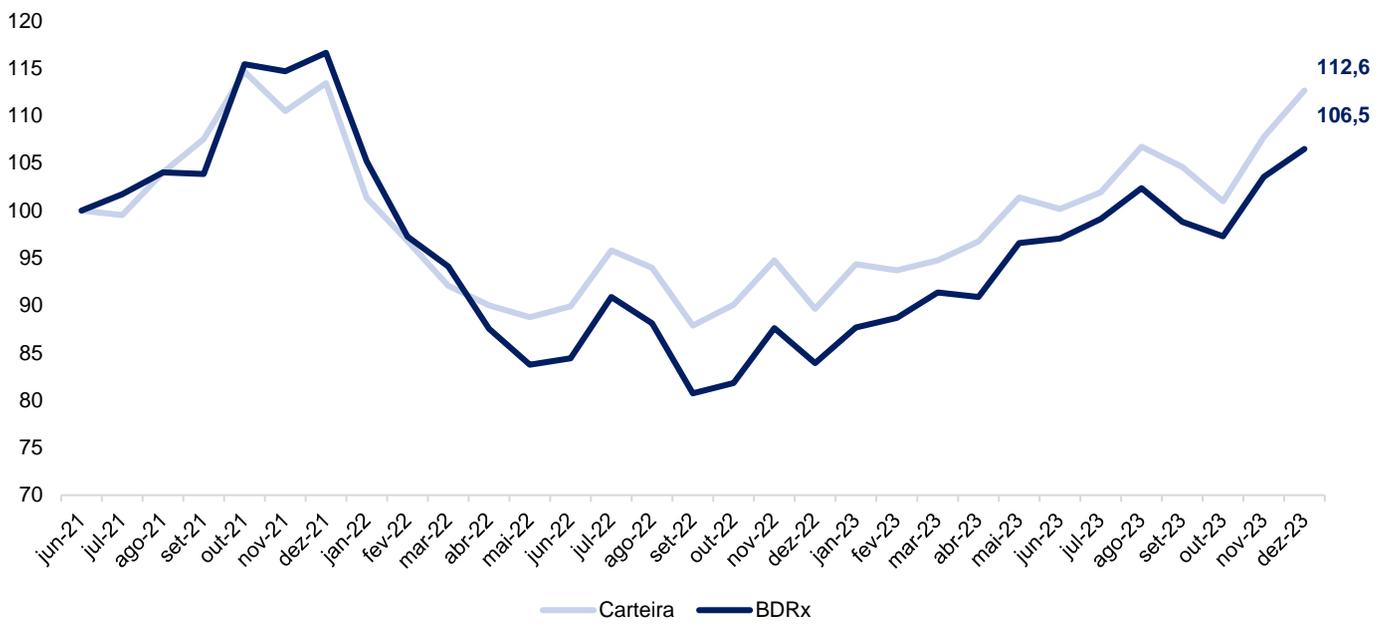
A carteira recomendada de ações internacionais oferece as melhores oportunidades de investimento no exterior e é composta por BDRs. O processo de seleção dos BDRs é realizado pelo time de analistas e estrategistas de Research do Banco BTG Pactual, com base em uma análise conjunta dos fundamentos das 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 dezembro, a carteira recomendada de ações internacionais teve uma alta de 4,5%, performando acima do BDRX (+2,8%), em +1,7%. Desde o início (14/07/2021), a carteira recomendada apresentou um retorno de 6.2 p.p. acima do BDRX.

Gráfico 6: Performance no mês de dezembro/23 das ações da Carteira Recomendada de ações internacionais


Fonte: BTG Pactual e Bloomberg

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


Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

Tabela 5: Performance acumulada da Carteira Recomendada de ações internacionais 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%	2.1%	4.8%	-1.2%	1.8%	4.7%	-2.0%	-3.5%	6.7%	4.5%	25.7%	26.9%	12.6%	6.5%

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

Informações Importantes

Este relatório foi elaborado pelo Banco BTG Pactual S.A. Os números contidos nos gráficos de desempenho referem-se ao passado; desempenho passado não é um indicador confiável de resultados futuros.

Certificado do Analista

Cada analista de pesquisa responsável pelo conteúdo deste relatório de pesquisa de investimento, no todo ou em parte, certifica que:

(i) Nos termos do Artigo 21º, da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, todas as opiniões expressas refletem com precisão suas opiniões pessoais sobre esses valores mobiliários ou emissores, e tais recomendações foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação ao Banco 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 contidas aqui ou vinculadas ao preço de qualquer um dos valores mobiliários aqui discutidos.

Parte da remuneração do analista provém dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas decorrentes de transações detidas pelo Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas. Quando aplicável, o analista responsável por este relatório, certificado de acordo com a regulamentação brasileira, será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

BDR's

Os Brazilian Depositary Receipts Patrocinados (BDR) são valores mobiliários emitidos no Brasil, que possuem como lastro ativos, geralmente ações, emitidos no exterior. Os padrões contábeis das demonstrações financeiras devem respeitar as classificações dos programas conforme suas classificações.

Embora todas as operações sejam feitas em reais, as cotações são referenciadas na moeda estrangeira. Desta forma, existe a exposição na variação cambial e seus resultados financeiros dependem da variação da moeda estrangeira em relação ao real."

Disclaimer Global

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual S.A.") para distribuição apenas sob as circunstâncias permitidas pela lei aplicável. Este relatório não é direcionado a você se o BTG Pactual estiver proibido ou restrito por qualquer legislação ou regulamentação em qualquer jurisdição de disponibilizá-lo a você. Antes de lê-lo, você deve se certificar de que o BTG Pactual tem permissão para fornecer material de pesquisa sobre investimentos a você de acordo com a legislação e os regulamentos relevantes. Nada neste relatório constitui uma representação ou julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data em que o relatório foi emitido e, portanto, estão sujeitas a alterações individuais de um destinatário ou, de outra forma, constitui uma recomendação pessoal. É publicado apenas para fins informativos, não constitui um anúncio e não deve ser interpretado como uma solicitação, oferta, convite ou incentivo para comprar ou vender quaisquer valores mobiliários ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição.

Os preços neste relatório são considerados confiáveis na data em que este relatório foi emitido e são derivados de um ou mais dos seguintes:

- (i) fontes conforme expressamente especificadas ao lado dos dados relevantes;
- (ii) o preço cotado no principal mercado regulamentado para o valor mobiliário em questão;
- (iii) outras fontes públicas consideradas confiáveis;
- (iv) dados proprietários do BTG Pactual ou dados disponíveis ao BTG Pactual.

Todas as outras informações aqui contidas são consideradas confiáveis na data em que este relatório foi emitido e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. Nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é fornecida em relação à precisão, integridade ou confiabilidade das informações aqui contidas, exceto com relação às informações relativas ao Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas, nem pretende ser uma declaração completa ou resumo dos valores mobiliários, mercados ou desenvolvimentos referidos no relatório.

Em todos os casos, os investidores devem conduzir sua própria investigação e análise de tais informações antes de tomar ou deixar de tomar qualquer ação em relação aos valores mobiliários ou mercados analisados neste relatório. O BTG Pactual não assume que os investidores obterão lucros, nem compartilhará com os investidores quaisquer lucros de investimentos nem aceitará qualquer responsabilidade por quaisquer perdas de investimentos. Os investimentos envolvem riscos e os investidores devem exercer prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual não aceita obrigações fiduciárias para com os destinatários deste relatório e, ao comunicá-lo, não está agindo na qualidade de fiduciário. O relatório não deve ser considerado pelos destinatários como um substituto para o exercício de seu próprio julgamento. As opiniões, estimativas e projeções aqui expressas constituem o julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data em que o relatório foi emitido e, portanto, estão sujeitas a alterações sem aviso prévio e podem divergir ou ser contrárias às opiniões expressas por outras áreas de negócios ou grupos do BTG Pactual em decorrência da utilização de diferentes premissas e critérios. Como as opiniões pessoais dos analistas podem diferir umas das outras, o Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas podem ter emitido ou emitir relatórios inconsistentes e/ou chegar a conclusões diferentes das informações aqui apresentadas. Quaisquer opiniões, estimativas e projeções não devem ser interpretadas como uma representação de que os assuntos ali referidos ocorrerão.

Os preços e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a alterações sem aviso prévio. A pesquisa iniciará, atualizará e encerrará a cobertura exclusivamente a critério da Gerência de Pesquisa do Banco de Investimentos do BTG Pactual. A análise contida neste documento é baseada em numerosas suposições. Suposições diferentes podem resultar em resultados substancialmente diferentes. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração deste relatório pode(m) interagir com o pessoal da mesa de operações, pessoal de vendas e outros públicos com a finalidade de coletar, sintetizar e interpretar informações de mercado. O BTG Pactual não tem obrigação de atualizar ou manter atualizadas as informações aqui contidas, exceto quando encerrar a cobertura das empresas abordadas no relatório. O BTG Pactual conta com barreiras de informação para controlar o fluxo de informações contidas em uma ou mais áreas dentro do BTG Pactual, para outras áreas, unidades, grupos ou afiliadas do BTG Pactual.

A remuneração do analista que preparou este relatório é determinada pela gerência de pesquisa e pela alta administração (não incluindo banco de investimento). A remuneração dos analistas não se baseia nas receitas de banco de investimento, no entanto, a remuneração pode estar relacionada às receitas do BTG Pactual Investment Bank como um todo, do qual fazem parte os bancos de investimento, vendas e negociação.

Os valores mobiliários aqui descritos podem não ser elegíveis para venda em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Opções, produtos derivativos e futuros não são adequados para todos os investidores, e a negociação desses instrumentos é considerada arriscada. Títulos garantidos por hipotecas e ativos podem envolver um alto grau de risco e podem ser altamente voláteis em resposta a flutuações nas taxas de juros e outras condições de mercado. O desempenho passado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. Se um instrumento financeiro for denominado em uma moeda diferente da moeda de um investidor, uma alteração nas taxas de câmbio pode afetar adversamente o valor ou preço ou a receita derivada de qualquer título ou instrumento relacionado mencionado neste relatório, e o leitor deste relatório assume qualquer risco cambial.

Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer investidor em particular. Os investidores devem obter aconselhamento financeiro independente com base em suas próprias circunstâncias particulares antes de tomar uma decisão de investimento com base nas informações aqui contidas. Para aconselhamento sobre investimentos, execução de negócios ou outras questões, os clientes devem entrar em contato com seu representante de vendas local. Nem o BTG Pactual nem qualquer de suas afiliadas, nem qualquer um de seus respectivos diretores, funcionários ou agentes aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda ou dano decorrente do uso de todo ou parte deste relatório.

Quaisquer preços declarados neste relatório são apenas para fins informativos e não representam avaliações de títulos individuais ou outros instrumentos. Não há representação de que qualquer transação possa ou possa ter sido afetada a esses preços e quaisquer preços não refletem necessariamente os livros e registros internos do BTG Pactual ou avaliações baseadas em modelos teóricos e podem ser baseados em certas suposições. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído a qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o consentimento prévio por escrito do BTG Pactual e o BTG Pactual não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito. Informações adicionais relacionadas aos instrumentos financeiros discutidos neste relatório estão disponíveis mediante solicitação.

O BTG Pactual e suas afiliadas mantêm acordos para administrar conflitos de interesse que possam surgir entre eles e seus respectivos clientes e entre seus diferentes clientes. O BTG Pactual e suas afiliadas estão envolvidos em uma gama completa de serviços financeiros e relacionados, incluindo serviços bancários, bancos de investimento e prestação de serviços de investimento. Dessa forma, qualquer membro do BTG Pactual ou de suas afiliadas pode ter interesse relevante ou conflito de interesses em quaisquer serviços prestados a clientes pelo BTG Pactual ou por tal afiliada. As áreas de negócios dentro do BTG Pactual e entre suas afiliadas operam independentemente umas das outras e restringem o acesso do(s) indivíduo(s) específico(s) responsável(is) por lidar com os assuntos do cliente a determinadas áreas de informações quando isso é necessário para administrar conflitos de interesse ou interesses materiais.

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