



Ações Internacionais

Carteira Recomendada

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Abril 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



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.

Pontos Principais

Macro EUA | Revisão das projeções de crescimento do PIB impulsionam o mercado de ações

A economia americana continuou mostrando um ritmo de crescimento sólido neste primeiro trimestre, acompanhado de uma inflação mais volátil, mas que segue em trajetória de desaceleração. Nesse sentido, o FOMC segue no processo de construir a confiança para iniciar o ciclo de ajuste do posicionamento da política monetária e a comunicação recente, munido dos novos dados, reforçou o nosso cenário de cortes de juros iniciando em junho. Dessa forma, seguimos trabalhando como um soft landing como cenário base à frente, acompanhado de uma queda moderada do juro real nos próximos meses. Na China, economia segue com crescimento mostrando uma composição mista, com a reunião de início de ano mostrando pouca inclinação para acelerar as políticas de estímulo, mantendo o nosso cenário base inalterado.

S&P 500 | Performance e múltiplo de negociação

O S&P 500 apresenta uma alta de +10% em 2024. Destacamos que desde 1928, o índice apresenta uma performance média de 7,8% por ano, com o S&P com uma performance forte em 2024, com base nas expectativas pelo mercado de 3 cortes de juros pelo Fed, iniciando em junho e atemática de inteligência artificial. Seguimos com preferência setorial pelo segmento financeiro, que negocia com um múltiplo preço/lucro para 2025 de 16x, em linha com a média histórica (desde 2020).

Fluxo financeiro: setor de tecnologia ganha participação nos portfólios de gestão ativa

Destacamos que do ponto de vista técnico, os gestores institucionais estão alavancados em ações e aumentando a exposição em tecnologia nos portfólios. O setor ganhou participação nos portfólios de gestão ativa, totalizando 25,5% do total alocado dos gestores institucionais (+1,1% t/t).

Alterações | Entram Goldman Sachs e Progressive Corporation (+3% cada)

Para esse mês, a Progressive Corporation é uma das novidades. A empresa atua no segmento de seguros automotivos e nossa visão otimista está baseada em um sólido momento de resultados, com a recuperação da rentabilidade via aumento da precificação das apólices de seguros. Estamos voltando com o Goldman Sachs, baseados em um maior nível de atividade do mercado de capitais, beneficiando as operações de investment banking. Em abril, estamos retirando os BDRs da Lululemon e Alibaba. Por fim, estamos reduzindo em 1% a exposição em J.P Morgan e alocando em Nvidia (8% no total).

Tabela 1: Carteira Recomendada de ações internacionais | Abril/24

Empresa	Valor de mercado	Setor	Código	Código	Peso
	(em bilhões de US\$)		(BDR)	(EUA)	
Microsoft	3,126	Tecnologia	MSFT34	MSFT	14%
Apple	2,648	Tecnologia	AAPL34	AAPL	7%
Nvidia	2,259	Tecnologia	NVDC34	NVDA	8%
Alphabet	1,885	Comunicação	GOGL34	GOOG	7%
Amazon	1,874	Consumo discricionário	AMZO34	GOOGL	8%
Meta Platforms	1,238	Comunicação	M1TA34	META	6%
Eli Lilly	740	Saúde	LILY34	LLY	3%
TSMC	706	Tecnologia	TSMC34	TSM	3%
JPMorgan	577	Financeiro	JPMC34	JPM	4%
Tesla	560	Consumo discricionário	TSLA34	TSLA	2%
Exxon Mobil	461	Energia	EXXO34	XOM	7%
Mastercard	449	Financeiro	MSCD34	MA	5%
Caterpillar	183	Indústria	CATP34	CAT	5%
Goldman Sachs	140	Financeiro	GSGI34	GS	3%
Progressive Corporation	121	Financeiro	P1GR34	PGR	3%
Rio Tinto	86	Materiais Básicos	RIOT34	RIO	5%
Fortinet	52	Tecnologia	F1TN34	FTNT	3%
Simon Property	51	Imobiliário	SIMN34	SPG	3%
Stone	5	Financeiro	STOC31	STNE	4%

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

EUA: confirmando o cenário de soft landing

A demanda doméstica mostrou recuperação em fevereiro, conforme os dados de despesas do PCE. Na esfera do consumo, o indicador de despesa real (PCE) avançou 0,43% m/m em fevereiro, bem acima das expectativas do mercado (0,1% m/m). É importante notar que já era esperado uma recuperação do consumo em fevereiro em função da reversão dos impactos que o clima mais gélido gerou em parte importante de janeiro e não está mais presente nessa leitura. O consumo americano foi fortemente sustentado pelo avanço da demanda por serviços (de 0,31% para +0,61% m/m) e, por outro lado, a frustração com a performance do varejo em fevereiro também foi refletida em uma recuperação branda no consumo de bens (de -1,29% para +0,05% m/m). Com os resultados, o consumo americano apresenta um carregamento de 2,06% t/t anualizado para o 1T24, abaixo dos 3,3% verificado no 4T23, em especial pela acomodação de janeiro, mas ainda mostrando uma tendência forte. Nessa linha, a reunião do FOMC em março mostrou um comitê reconhecendo o crescimento "sólido", com Powell reforçando que a revisão da mediana da projeção de crescimento para 2024 (de 1,4% para 2,1%) reflete a incorporação de novos dados, enquanto a revisão para 2025 (de 1,80% para 2,00%) e 2026 (de 1,90% para 2,00%) mostra um número genuinamente mais forte para a atividade. Cabe destacar que projetamos 2,4% para 2024 e 1,8% para o próximo ano.

Em termos de impulsionadores, o mercado de trabalho apertado continua sendo o principal motor, sustentando um consumo forte, verificado com o Payroll ainda apresentando uma média móvel de 264 mil vagas abertas nos últimos três meses, acompanhado de taxas de desemprego, pedidos de seguro-desemprego e taxa de demissão que sugerem um mercado de trabalho bastante apertado. Quanto às implicações sobre o crescimento mais forte e tal dinâmica de emprego, Powell minimizou o fato como um potencial problema para seu mandato de inflação, sugerindo que uma taxa elevada de contratação por si só não é razão para atrasar o ciclo de cortes.

Por sua vez, o deflator do PCE, inflação ao consumidor perseguida pelo Fed, apresentou alta de +0,33% m/m em fevereiro, praticamente em linha com a nossa estimativa (+0,35% m/m) e abaixo das estimativas do mercado (+0,4%). O núcleo,

por sua vez, avançou +0,26%, também extremamente em linha com a nossa estimativa (0,27%) abaixo da média dos últimos três meses (+0,40% m/m). O resultado em linha com as nossas estimativas dá suporte para a nossa projeção de inflação PCE e núcleo do PCE em 2,6% no final deste ano. Levando em consideração o posicionamento do FOMC, entendemos que o comitê não vê os últimos números de inflação como um impedimento para o progresso à frente e que ainda há confiança na convergência à meta nos próximos anos, representado nas projeções do PCE em 2,2% e 2,0% apresentados na projeção mediana do FOMC para 2025 e 2026, respectivamente, no SEP.

Na política monetária, Powell voltou a mostrar uma assimetria de reação, sugerindo que o Fed poderia cortar os juros caso o mercado de trabalho desacelere de forma inesperada. Já quando questionado se até maio ou junho o comitê teria dados suficientes para uma tomada de decisão e, diferente de janeiro, quando se sentiu confortável em descartar a reunião de março, Powell foi mais evasivo desta vez, sugerindo que não discutiram cenários para reuniões futuras, portanto, não descartando a possibilidade de corte de juros tanto em maio, quanto em junho. Dessa forma, a reunião do último mês reforça nossa expectativa de início de corte de juros em junho e, apesar de o comitê ainda esperar apenas três cortes este ano, seguimos antecipando quatro. Além disso, o Fed convergiu para o nosso cenário de taxa terminal de 3,1% (3,00%-3,25%), o que aumenta a confiança para o nosso call nesse ciclo.

Carteira para abril/24 | Aumentando a exposição ao setor financeiro. Entram Goldman Sachs e Progressive Corporation (+3% cada)

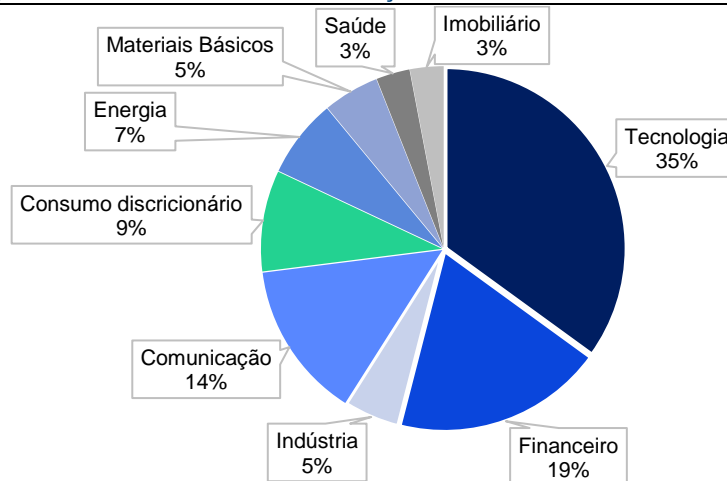
Para esse mês, a Progressive Corporation (+3%) é uma das novidades. A empresa atua no segmento de seguros automotivos (80% do seu modelo de negócios). Nossa visão otimista está baseada em um sólido momento de resultados com a recuperação da rentabilidade via aumento de preços e a queda dos preços dos carros usados no mercado norte-americano. Destacamos a combinação de defensividade da tese de investimento, combinada com a expectativa de crescimento do lucro líquido em 60% para 2024 (de acordo com o consenso de mercado).

Estamos voltando com o Goldman Sachs (+3%). Estamos com uma visão positiva para o segmento de banco de investimentos da companhia, com a perspectiva de uma atividade do mercado de capitais norte-americanos mais forte em 2024, impulsionado pelas perspectivas de cortes na Feds Funds Rate em junho. Do ponto de vista técnico, destacamos o volume significativo de emissões de títulos do governo americano nos próximos trimestres, beneficiando o setor financeiro com o steepening da curva de juros pelo maior nível de oferta de títulos públicos. Em abril, estamos retirando os BDRs da Lululemon e Alibaba. Por fim, estamos reduzindo em 1% em J.P Morgan (4% no total) e alocando em Nvidia (8% no total).

Tabela 2: Alterações da carteira (Março/24 e Abril/24)

Empresa	Valor de mercado	Peso	Peso	Varição
	(em bilhões de US\$)	(Março/24)	(Abril/24)	(%)
Microsoft	3,126	14%	14%	0.0%
Apple	2,648	7%	7%	0.0%
Nvidia	2,259	7%	8%	1.0%
Alphabet	1,885	7%	7%	0.0%
Amazon	1,874	8%	8%	0.0%
Meta Platforms	1,238	6%	6%	0.0%
Eli Lilly	740	3%	3%	0.0%
TSMC	706	3%	3%	0.0%
JPMorgan	577	5%	4%	-1.0%
Tesla	560	2%	2%	0.0%
Exxon Mobil	461	7%	7%	0.0%
Mastercard	449	5%	5%	0.0%
Alibaba	184	3%	0%	-3.0%
Caterpillar	183	5%	5%	0.0%
Goldman Sachs	140	0%	3%	3.0%
Progressive Corporation	121	0%	3%	3.0%
Rio tinto	86	5%	5%	0.0%
Fortinet	52	3%	3%	0.0%
Simon Property	51	3%	3%	0.0%
Lululemon	49	3%	0%	-3.0%
Stone	5	4%	4%	0.0%

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

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


Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

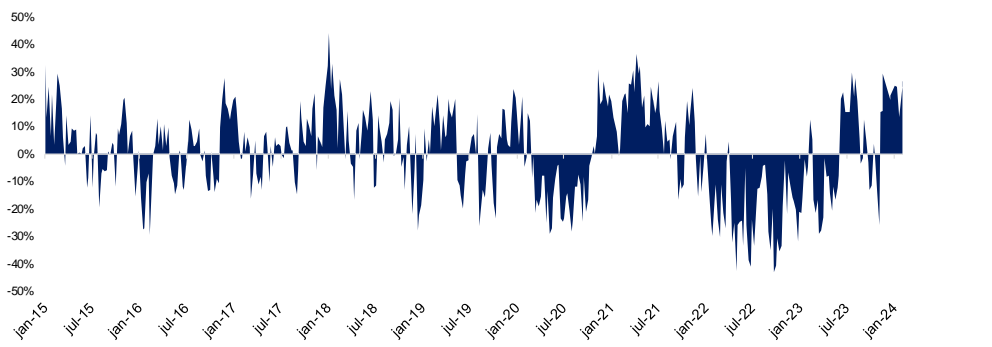
Fluxo financeiro: setor de tecnologia ganha participação

Destacamos que do ponto de vista técnico, os gestores institucionais estão bastante alocados em ações e aumentando a exposição em tecnologia nos portfolios. O índice NAAIM mostra que a exposição dos investidores institucionais ao mercado de ações está elevada, alcançando 105%, o que supera a média histórica de 70% e indica uma alavancagem financeira dos fundos. Nos últimos dados trimestrais, observamos um aumento de +1,1% na alocação para o setor de tecnologia, representando 25,5% do total alocado por gestores de fundos. Por fim, de acordo com o AAI (*American Association of Individual Investors*), o indicador Bull-Bear spread dos investidores individuais está atualmente em +24,0%, demonstrando que investidor de varejo norte-americano está otimista com o mercado acionário norte-americano para os próximos 6 meses.

Tabela 3: Alocação setorial dos gestores institucionais*

Setor	Posicionamento (%)	Varição (t/t)
Comunicação	7.4%	0.0%
Consumo discricionário	9.2%	0.1%
Consumo Não discricionário	4.8%	-0.3%
Energia	4.2%	-0.8%
Financeiro	9.8%	0.2%
Saúde	11.7%	-0.5%
Indústria	8.3%	0.1%
Materiais Básicos	3.0%	0.0%
Imobiliário	2.9%	0.1%
Tecnologia	25.5%	1.1%
Serviços Básicos	2.0%	-0.1%
Outros	11.5%	0.1%

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg. * Informações com base no formulário 13F.

Gráfico 2: Indicador Bull-Bear Spread (Investidores Individuais)


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

Alocação setorial | Setor Financeiro segue sendo nossa principal escolha

Racional: Valuation atrativo e retorno sobre o patrimônio líquido acima da média histórica.

Empresas: J.P Morgan (4%), Mastercard (5%), Stone (4%), Goldman Sachs (+3%), Progressive Corporation (3%)

Alocação: 10,8% acima do BDRX (19% no total da carteira)

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

Tabela 4: Alocação setorial da carteira x BDRX (Abril/24)

Setor	Carteira	BDRX	Diferencial
Tecnologia	35.0%	39.4%	-4.4 p.p
Financeiro	19.0%	8.3%	10.8 p.p
Comunicação	13.0%	12.3%	0.7 p.p
Consumo discricionário	10.0%	15.1%	-5.1 p.p
Energia	7.0%	3.9%	3.1 p.p
Materiais Básicos	5.0%	0.8%	4.2 p.p
Indústria	5.0%	2.4%	2.6 p.p
Imobiliário	3.0%	1.3%	1.7 p.p
Saúde	3.0%	9.8%	-6.8 p.p
Consumo não discricionário	0.0%	6.3%	-6.3 p.p
Serviços Básicos	0.0%	0.5%	-0.5 p.p

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

S&P 500 | Performance e múltiplo de negociação

O S&P 500 apresenta uma alta de +10,0% em 2024. Destacamos que desde 1928, o índice apresenta uma performance média de 7,8% por ano, com o S&P com uma performance forte em 2024, com base em nos seguintes fatores: (i) expectativas do consenso de mercado de 3 cortes de juros pelo Fed, iniciando em junho, (ii) temática de inteligência artificial, (iii) revisões pelo consenso de mercado das projeções de lucros para os próximos anos do S&P 500. Apesar do S&P 500 negociar com um prêmio para a média histórica (+24%), em nossa visão o prêmio é justificado pela perspectiva de menores juros à frente e maior participação do setor de tecnologia no índice (ROE estrutural mais elevado e aumento de participação no índice).

Em nossa carteira recomendada de ações internacionais, temos preferência pelo setor financeiro, que negocia com um múltiplo preço/lucro para 2025 de 16x, em linha com a média histórica (desde 2020).

Gráfico 3: Múltiplo Preço/Lucro do S&P 500 em 2025 (desde jan/2020)



Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

Escolhas do mês

Microsoft

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 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 via Azure.

Apple

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 148% para 2024, de acordo com o consenso de mercado); (ii) comercialização do headset Vision Pro, marcando a entrada da companhia no setor de computação espacial.

Nvidia

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, com uma participação de mercado de 90%. Além disso, vemos um ponto de entrada interessante para as ações da NVIDIA baseado em movimentos seculares em inteligência artificial e forte momento de resultados.

TSMC

A Taiwan Semiconductor Manufacturing Company fabrica e comercializa circuitos integrados e semicondutores. Os produtos da TSMC são utilizados nos setores de computadores, comunicações, eletrônicos, automotivos e equipamentos industriais. Vemos a tese como uma das principais beneficiárias da temática de inteligência artificial, com um momento de resultados positivo e um guidance sólido de crescimento de receita para 2024 (aumento de 20% a/a).

Fortinet

A Fortinet oferece serviços de cibersegurança e soluções de firewall. Nossa visão otimista em relação a companhia está baseada em: (i) crescimento de receita líquida médio de 20% nos últimos 5 anos, (ii) sólidos fundamentos com ROIC > 100%, (iii) disciplina na alocação de capital com foco no crescimento orgânico e recompra do total de 11% das suas ações nos últimos anos, (iv) base de clientes diversificada e de alta renda – 75% das companhias da Fortune 100.

J.P Morgan

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.

Stone

Desde o final do ano passado nosso viés em relação às ações da STNE tornou-se mais positivo. A Stone está no caminho certo, ajustando suas operações enquanto mantém o foco no ROE. Destacamos que o setor de meios de pagamento está apresentando um momento favorável, com os volumes mais fortes, a dinâmica de precificação mais favorável e as ameaças competitivas mais amenas na margem, justificando o nosso otimismo com a Stone.

Mastercard

Vemos a Mastercard como uma tese de investimento de alta qualidade. A empresa possui um balanço sólido, com um alto índice de rentabilidade sobre o patrimônio líquido (ROE de 166% em 2024, de acordo com o consenso) e com um modelo de negócios defensivo mesmo diante de pressões inflacionárias. Destacamos também

as sólidas perspectivas de crescimento, com um CAGR do lucro por ação de 15% (2023-2026E) impulsionado pelos gastos resilientes dos consumidores e robusto crescimento dos volumes internacionais transacionados.

Goldman Sachs

O Goldman Sachs é uma holding, atuando principalmente como banco de investimentos e na gestão de ativos. Nosso otimismo com a tese está baseado em: (i) visão mais otimista com a atividade do mercado de capitais norte-americanos em 2024, justificado pelas perspectivas de cortes na Feds Funds Rate em junho, impulsionando as operações do banco de investimentos da companhia. Do ponto de vista técnico, destacamos o volume significativo de emissões de títulos do governo americano nos próximos trimestres, beneficiando o setor financeiro com o steepening da curva de juros via aumento dos yields em títulos de renda fixa.

Progressive Corporation

A Progressive Corporation é uma companhia de seguros, com destaque para o segmento automotivos (80% do seu modelo de negócios). Nosso otimismo com a tese está baseado em: (i) sólido momento de resultados com a recuperação da rentabilidade via aumento de preços das apólices de seguros e da queda dos preços dos carros usados, (ii) resiliência dos preços dos seguros automotivos, (iii) ganho de participação de mercado nos via a distribuição direta dos seus produtos, implicando em ganhos de margem consolidada para a empresa.

Caterpillar

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.

Alphabet

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 via o Google Search com 90%; (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

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

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) produção de veículos elétricos de baixo custo (ii) crescimento do segmento de armazenagem de energia, (iii) opcionalidades não precificadas pelo mercado, como a divisão táxis robôs.

Amazon

A Amazon é um varejista que atua no comércio eletrônico, serviços na nuvem (AWS- Amazon Web Services), produtos de inteligência artificial e streaming (Amazon Prime). A tese de investimento 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.

Simon Property Group

A Simon Property Group é um REIT (Real Estate Investment Trust) que atua na administração de 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 atua com mais de 3 mil marcas. O destaque da companhia neste momento é a concentração de seu portfólio em propriedades e marcas de luxo (60% de seu portfólio) como Chanel, Louis Vuitton, Prada e Hermès por exemplo, garantindo uma exposição a um segmento de consumo resiliente.

Exxon Mobil

A Exxon Mobil atua nos segmentos de Petróleo & Gás e produtos petroquímicos. Sua tese de investimento está baseada em: (i) valuation atraente, negociando a 12x P/L para 2025; (ii) desequilíbrio da relação oferta & demanda no setor de Petróleo & Gás deve manter o petróleo em patamares elevados, (iii) movimento de consolidação no setor.

Rio Tinto

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 e sem aumento relevante de capacidade pelas principais companhias do setor, reforçando a nossa visão otimista para as ações.

Eli Lilly

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 diabetes e obesidade, com um mercado endereçável de US\$ 100 bilhões por ano.

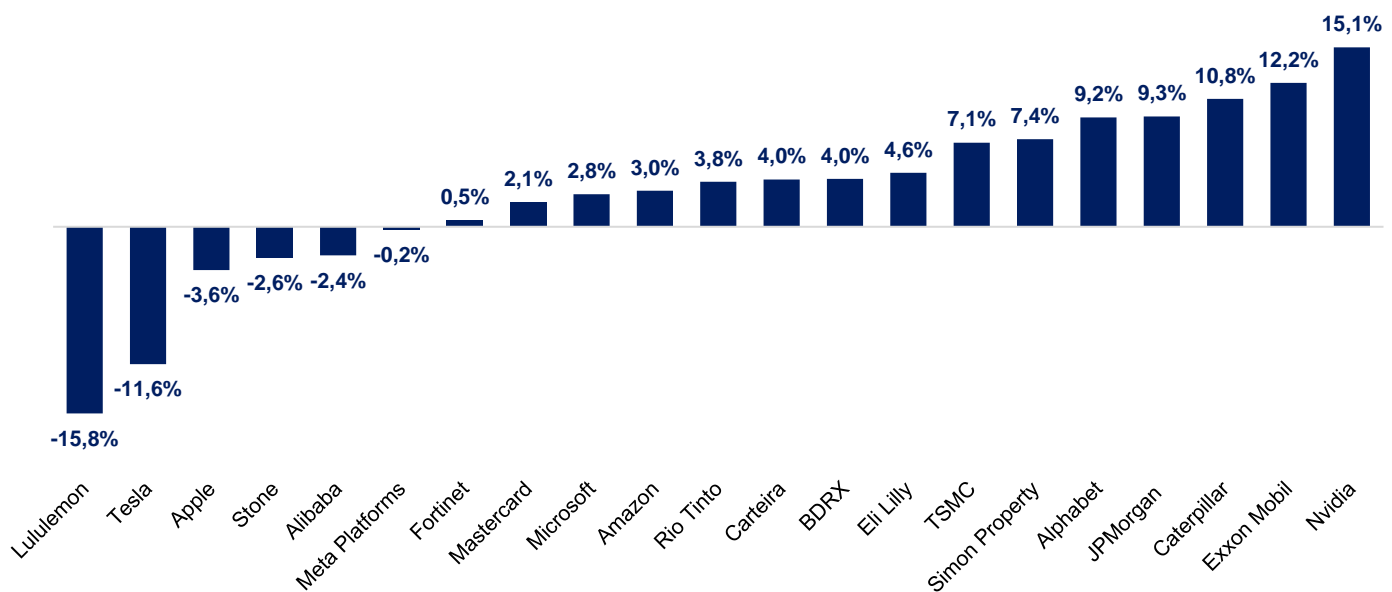
Tabela 5: Carteira Recomendada de Ações Internacionais | Abril/24*

Empresa	Valor de Mercado (em bilhões de US\$)	P/L		LPA CAGR 23E-26E	ROE (%)	
		2024E	2025E		2024E	2025E
Microsoft	3,126	36.1x	31.5x	17.5%	35.5%	32.4%
Apple	2,648	26.1x	23.9x	6.0%	148.2%	139.9%
Nvidia	2,259	72.9x	36.7x	107.2%	83.1%	84.3%
Alphabet	1,885	21.4x	18.6x	13.0%	26.7%	26.6%
Amazon	1,874	35.6x	29.0x	28.5%	18.0%	18.7%
Meta Platforms	1,238	23.8x	20.6x	23.3%	31.0%	29.4%
Eli Lilly	740	62.3x	43.0x	59.1%	73.8%	70.4%
TSMC	706	22.7x	18.3x	20.7%	25.4%	26.0%
JPMorgan	577	12.6x	12.4x	-1.3%	14.7%	14.1%
Tesla	560	59.9x	44.7x	21.0%	14.0%	15.2%
Exxon Mobil	461	12.7x	12.0x	3.1%	16.0%	16.1%
Mastercard	449	33.4x	28.7x	14.8%	166.3%	168.6%
Caterpillar	183	17.3x	16.5x	2.0%	57.7%	49.2%
Goldman Sachs	140	12.2x	10.7x	20.2%	10.5%	11.5%
Progressive Corporation	121	21.0x	18.4x	27.0%	25.9%	23.2%
Rio Tinto	86	8.2x	8.6x	-2.6%	22.1%	19.1%
Fortinet	52	40.6x	35.2x	15.0%	625.9%	121.5%
Simon Property	51	23.8x	23.7x	-3.7%	73.9%	114.9%
Stone	5	12.4x	10.5x	27.7%	12.7%	12.6%
Mediana		23.8x	20.6x	17.5%	26.7%	26.6%

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

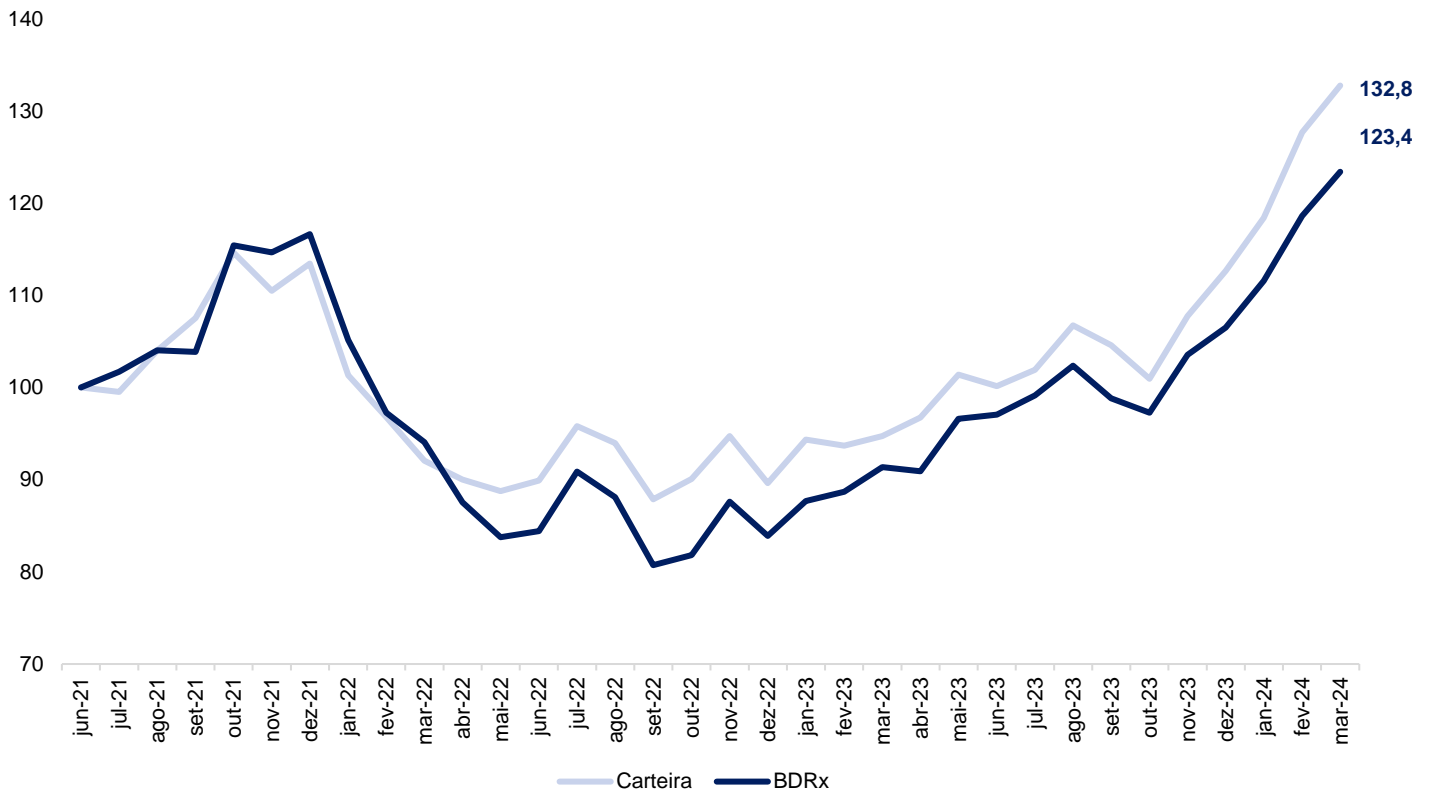
Desempenho

Em março, a carteira recomendada de ações internacionais teve uma alta de +3,9%, um alpha de -0,1% vs. BDRX (+4,0%). Desde o início (14/07/2021), a carteira recomendada apresentou um retorno de 9.4p.p acima do BDRX.

Gráfico 4: Rentabilidade no mês de março/24 das ações da carteira recomendada de ações internacionais


Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

Gráfico 5: Rentabilidade (*) acumulada da Carteira Recomendada de ações internacionais x BDRX | Base 100 (Desde o dia 14/07/2021)



Fonte: BTG Pactual e Bloomberg, (*) rentabilidade teórica

Tabela 6: Rentabilidade (*) 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%
2024	5.1%	7.8%	4.0%										17.9%	15.9%	32.8%	23.4%

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg, (*) rentabilidade teórica

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 de que qualquer estratégia de investimento ou recomendação aqui contida é adequada ou apropriada às circunstâncias 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