



Empiricus Research • 01/01/2025

Carteira BDRs: Jan/2025



Enzo Pacheco
Analista responsável
CFA, CNPI

Sumário

Mais um ano positivo (e o que esperar de 2025)	3
Saídas Carteira BDR Janeiro/25	17
Reduções Carteira BDR Janeiro/25	17
Adições Carteira BDR Janeiro/25	18
Elevações Carteira BDR Janeiro/25	18
Alibaba (BABA34)	20
Amazon (AMZO34)	22
AMD (A1MD34)	24
AutoZone (AZOI34)	26
Berkshire Hathaway (BERK34)	28
Disney (DISB34)	28
Microsoft (MSFT34)	31
Target (TGTB34)	33
UnitedHealth (UNHH34)	35
Visa (VISA34)	37
Desempenho da Carteira de BDRs	39
Disclaimer	40

Carteira BDRs: Jan/2025

Caro investidor,

Abaixo, consolidamos as 10 ideias de ações que entendemos serem as melhores apostas nos mercados internacionais para o mês de janeiro.

A intenção é ter uma carteira diversificada, dentre os mais diversos setores da economia – aliando nomes defensivos com outros mais cíclicos.

A Carteira Mensal de BDRs de janeiro é composta por:

Carteira Internacional - Dezembro/24				Carteira Internacional - Janeiro/25			
Empresa	BDR Ação	Peso		Empresa	BDR Ação	Peso	
Alibaba	B3: BABA34 NYSE: BABA	15%		Alibaba	B3: BABA34 NYSE: BABA	15%	
Berkshire Hathaway	B3: BERK34 NYSE: BRK/B	15%		Target	B3: TGTB34 NYSE: TGT	15%	
Target	B3: TGTB34 NYSE: TGT	15%		UnitedHealth	B3: UNHH34 NYSE: UNH	15%	
BP	B3: B1PP34 NYSE: BP	10%	➔	AutoZone	B3: AZOI34 NYSE: AZO	10%	
Visa	B3: VISA34 NYSE: V	10%		Disney	B3: DISB34 NYSE: DIS	10%	
AutoZone	B3: AZOI34 NYSE: AZO	10%		Visa	B3: VISA34 NYSE: V	10%	
UnitedHealth	B3: UNHH34 NYSE: UNH	10%		Berkshire Hathaway	B3: BERK34 NYSE: BRK/B	10%	
Amazon	B3: AMZO34 Nasdaq: AMZN	5%		Amazon	B3: AMZO34 Nasdaq: AMZN	5%	
AMD	B3: A1MD34 Nasdaq: AMD	5%		AMD	B3: A1MD34 Nasdaq: AMD	5%	
Apple	B3: AAPL34 Nasdaq: AAPL	5%		Microsoft	B3: MSFT34 Nasdaq: MSFT	5%	
Zeragem/Redução Posição				Adição/Aumento Posição			

Um abraço e bons investimentos,

Enzo Pacheco, CFA, CNPI

Empiricus Research

Mais um ano positivo (e o que esperar de 2025)

Caro leitor,

O ano de 2024 mostrou mais uma vez a importância da diversificação para o investidor brasileiro.

Se por aqui os ativos brasileiros seguem sofrendo por conta das questões locais, pelo segundo ano consecutivo o S&P e o Nasdaq entregaram retornos superiores a 20%. Até mesmo o Dow Jones e o Russell 2000, que ficaram para trás nesse ínterim em relação aos outros dois índices, terminaram o ano com alta de dois dígitos.

Mas o principal destaque do ano foi mesmo o bitcoin, com uma valorização de mais de 130% no período. Importante salientar que uma parcela considerável dos ganhos vieram na esteira da vitória de Donald Trump para a presidência dos Estados Unidos — com a perspectiva de um governo mais favorável às criptomoedas no novo governo do republicano.

Outro destaque ficou por conta do ouro, com uma alta de mais de 27%. Aqui, a inflação um pouco mais resiliente nos Estados Unidos, somado a demanda dos Bancos Centrais ao redor do mundo para diversificar as suas reservas além do dólar, fez com que o metal dourado chegasse a se aproximar dos US\$2.800/onça no ano, tendo recuado levemente desde então e se mantido na casa dos US\$2.600.

Retorno por Classe de Ativo em %, no ano

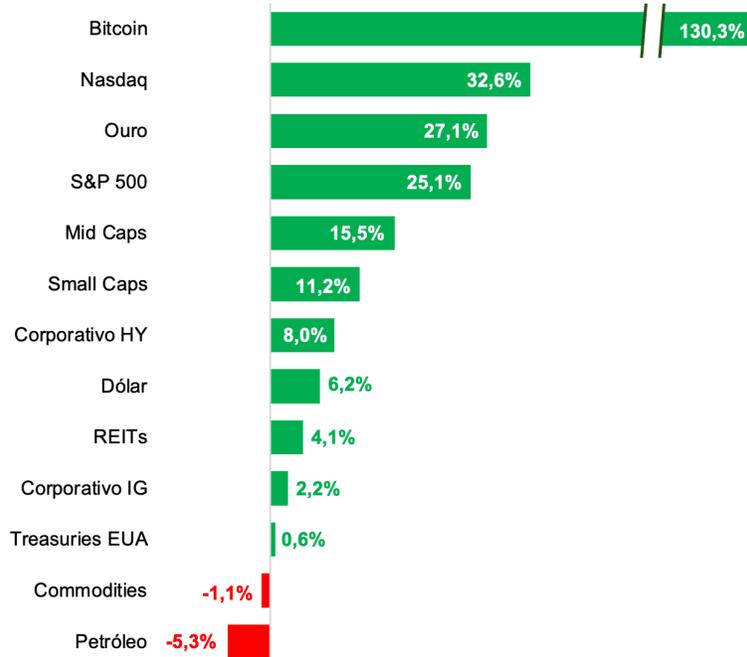


Gráfico 1. Retorno por classe de ativo (em %), no ano (até 20/dez) | Fontes: Bloomberg e Empiricus

A importância de não ter todos os seus investimentos apenas em terras tupiniquins fica ainda mais evidente quando analisamos a performance dos ativos americanos e de outros mercados ao redor do mundo. Principalmente quando calculado em dólares (dado o fortalecimento da moeda no ano).

Retorno por País/Região em %, no ano

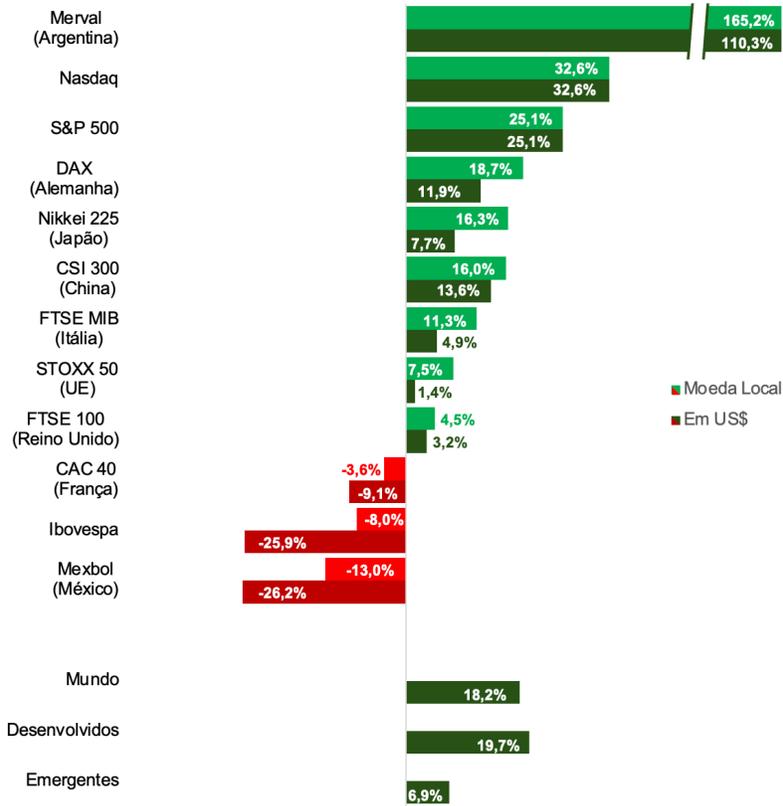


Gráfico 2. Variação em moeda local (verde claro) e em US\$ (verde escuro) em 2024 de alguns dos principais índices globais (até 20/dez) | Fontes: Bloomberg e Empiricus

Parte significativa da melhor performance dos ativos americanos está ligado ao fato de que os índices na Terra do Tio Sam possuem uma maior exposição às teses de tecnologia — em especial, aquelas relacionadas à Inteligência Artificial.

Principais Índices Americanos em base 100, no ano

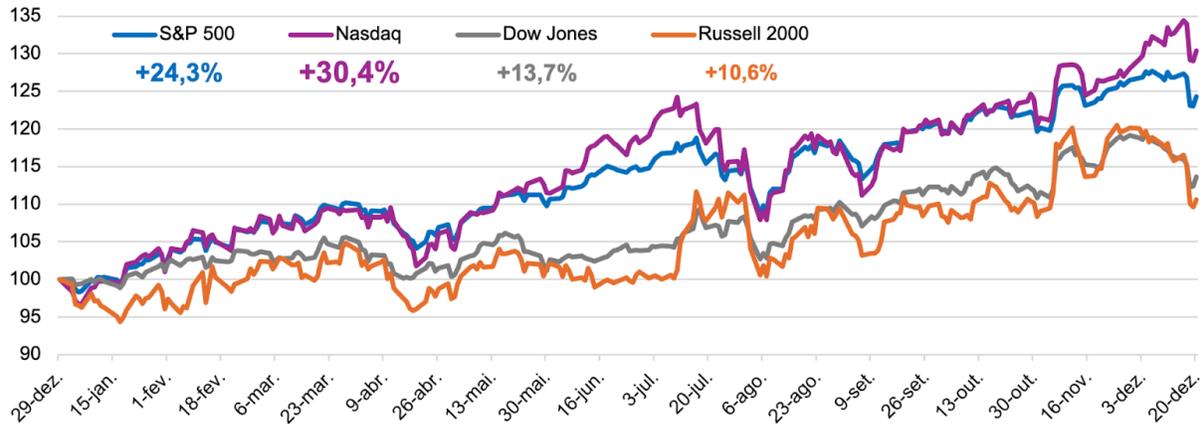


Gráfico 3. Principais índices americanos (em base 100), no ano | Fontes: Bloomberg e Empiricus

Em especial, as Magnificent 7 continuaram sendo responsáveis por uma boa parcela dos ganhos do ano. Comparando a variação do S&P 500 com o índice que utiliza pesos iguais para suas constituintes, é possível ver a diferença que o maior peso nas maiores empresas de tecnologia do mundo tiveram no resultado final.

Índices Americanos em base 100, no ano



Gráfico 4. Performance (em base 100) do S&P 500 (azul), S&P 500 "mesmos pesos" (azul claro) e Magnificent 7 (rosa claro), no ano | Fontes: Bloomberg e Empiricus

Porém, ao longo do ano também foi possível verificar o início de uma maior dispersão dos retornos para outros setores.

Em determinado momento, por exemplo, o setor Financeiro batia de frente com a variação das empresas de Serviços de Comunicação (com uma grande exposição a Alphabet e Meta). Já o setor de Utilities, que há algum tempo havia sido preterido pelos investidores, também passou a figurar entre os principais — neste caso, também ligado à temática de IA, devido à maior necessidade de energia para que essas funcionalidades se tornem realidade.

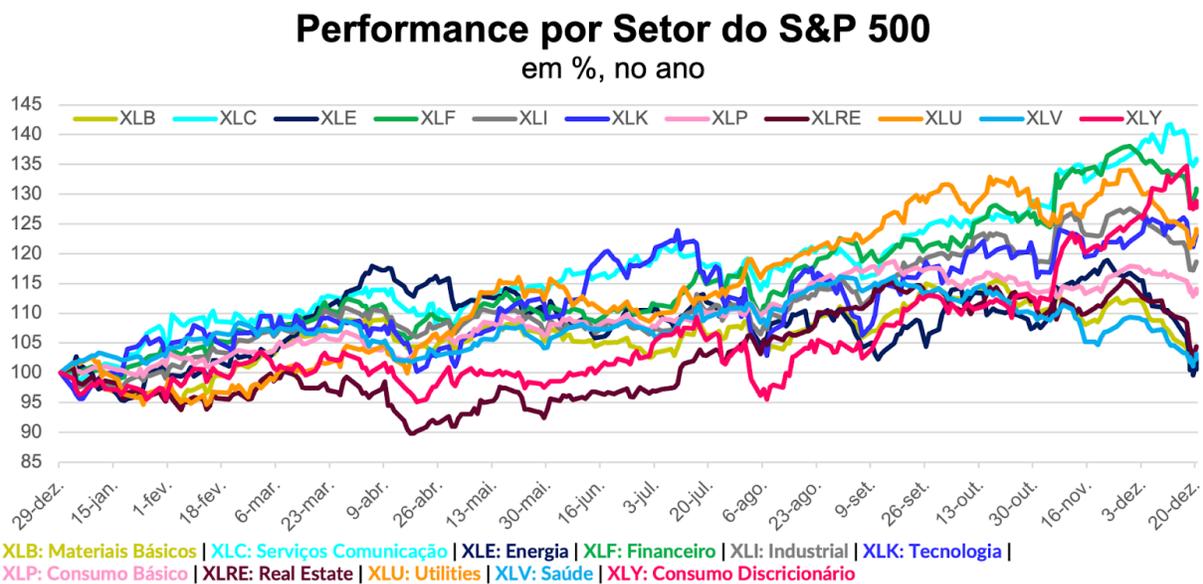


Gráfico 5. Performance por setor (em base 100) do S&P 500, no ano | Fontes: Bloomberg e Empiricus

Pelo menos por enquanto, tudo indica que devemos continuar vendo o excepcionalismo americano em 2025. Mas isso não significa que devemos ser complacentes com os riscos no meio do caminho (e que não são poucos).

A vitória de Donald Trump deu um novo ânimo aos investidores, uma vez que parte das suas promessas de campanha tendem a manter a perspectiva de crescimento do país, positivo para os ativos de riscos — como o corte de impostos e uma menor regulamentação do governo na economia.

Tanto que, após encerrar 2024 com um crescimento perto dos 3%, os Estados Unidos devem se manter na dianteira dos países desenvolvidos, com a expectativa de um aumento de pouco mais de 2% no PIB em 2025.

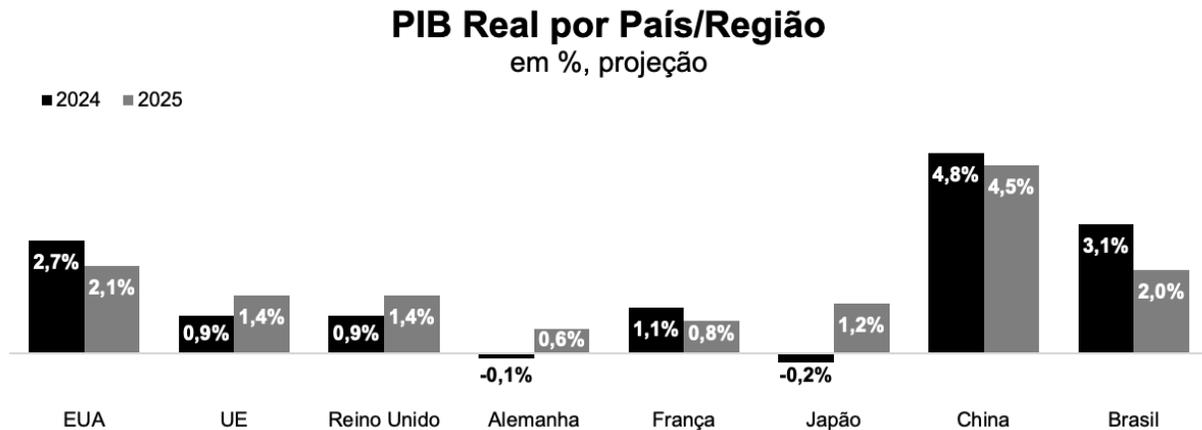


Gráfico 6. PIB real (em %) por país/região, em 2024 (preto) e 2025 (cinza) | Fontes: Bloomberg e Empiricus

Por outro lado, esse maior crescimento americano, aliado a outras propostas do novo Governo Trump (como a deportação em massa de imigrantes e a imposição de tarifas a diversos parceiros comerciais) pode dificultar um pouco a vida do Federal Reserve no seu objetivo de trazer a inflação do país de volta para os 2% nos próximos anos.

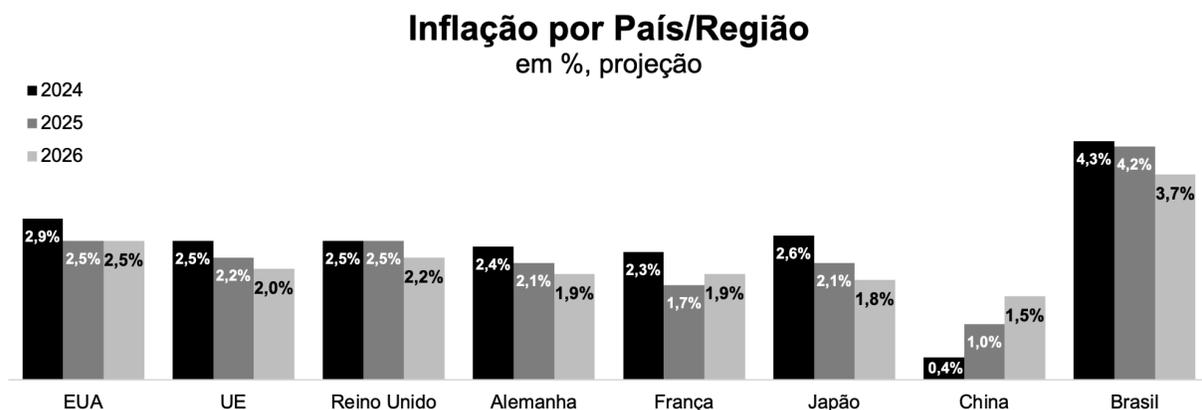


Gráfico 7. Inflação (em %) por país/região, em 2024 (preto), 2025 (cinza) e 2026 (cinza claro) | Fontes: Bloomberg e Empiricus

Na última reunião de 2024, o Fed agiu conforme esperado pelo mercado e reduziu a Fed Funds Rate em 0,25 ponto percentual, levando para o intervalo entre 4,25% e 4,5%.

Porém, junto com o comunicado da decisão, que pontuou que a extensão e o tamanho dos cortes futuros serão avaliados cuidadosamente, a divulgação do Sumário de Projeções Econômicas (SEP) e algumas falas do presidente da instituição Jerome Powell levantou a dúvida em parte do mercado se não estaríamos perto do fim do ciclo de afrouxamento monetário.

No SEP, a mediana das estimativas para a taxa básica de juros em 2025 passou do intervalo entre 3,25% e 3,5% no documento de setembro para 3,75% e 4% agora. Além disso, as projeções para os anos seguintes também subiram, e o Fed enxerga a Fed Funds Rate nos 3% no longo prazo.

Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, December 2024

Percent

Variable	Median ¹					Central Tendency ²					Range ³				
	2024	2025	2026	2027	Longer run	2024	2025	2026	2027	Longer run	2024	2025	2026	2027	Longer run
Change in real GDP	2.5	2.1	2.0	1.9	1.8	2.4-2.5	1.8-2.2	1.9-2.1	1.8-2.0	1.7-2.0	2.3-2.7	1.6-2.5	1.4-2.5	1.5-2.5	1.7-2.5
September projection	2.0	2.0	2.0	2.0	1.8	1.9-2.1	1.8-2.2	1.9-2.3	1.8-2.1	1.7-2.0	1.8-2.6	1.3-2.5	1.7-2.5	1.7-2.5	1.7-2.5
Unemployment rate	4.2	4.3	4.3	4.3	4.2	4.2	4.2-4.5	4.1-4.4	4.0-4.4	3.9-4.3	4.2	4.2-4.5	3.9-4.6	3.8-4.5	3.5-4.5
September projection	4.4	4.4	4.3	4.2	4.2	4.3-4.4	4.2-4.5	4.0-4.4	4.0-4.4	3.9-4.3	4.2-4.5	4.2-4.7	3.9-4.5	3.8-4.5	3.5-4.5
PCE inflation	2.4	2.5	2.1	2.0	2.0	2.4-2.5	2.3-2.6	2.0-2.2	2.0	2.0	2.4-2.7	2.1-2.9	2.0-2.6	2.0-2.4	2.0
September projection	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0	2.2-2.4	2.1-2.2	2.0	2.0	2.0	2.1-2.7	2.1-2.4	2.0-2.2	2.0-2.1	2.0
Core PCE inflation ⁴	2.8	2.5	2.2	2.0		2.8-2.9	2.5-2.7	2.0-2.3	2.0		2.8-2.9	2.1-3.2	2.0-2.7	2.0-2.6	
September projection	2.6	2.2	2.0	2.0		2.6-2.7	2.1-2.3	2.0	2.0		2.4-2.9	2.1-2.5	2.0-2.2	2.0-2.2	
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	4.4	3.9	3.4	3.1	3.0	4.4-4.6	3.6-4.1	3.1-3.6	2.9-3.6	2.8-3.6	4.4-4.6	3.1-4.4	2.4-3.9	2.4-3.9	2.4-3.9
September projection	4.4	3.4	2.9	2.9	2.9	4.4-4.6	3.1-3.6	2.6-3.6	2.6-3.6	2.5-3.5	4.1-4.9	2.9-4.1	2.4-3.9	2.4-3.9	2.4-3.8

NOTE: Projections of change in real gross domestic product (GDP) and projections for both measures of inflation are percent changes from the fourth quarter of the previous year to the fourth quarter of the year indicated. PCE inflation and core PCE inflation are the percentage rates of change in, respectively, the price index for personal consumption expenditures (PCE) and the price index for PCE excluding food and energy. Projections for the unemployment rate are for the average civilian unemployment rate in the fourth quarter of the year indicated. Each participant's projections are based on his or her assessment of appropriate monetary policy. Longer-run projections represent each participant's assessment of the rate to which each variable would be expected to converge under appropriate monetary policy and in the absence of further shocks to the economy. The projections for the federal funds rate are the value of the midpoint of the projected appropriate target range for the federal funds rate or the projected appropriate target level for the federal funds rate at the end of the specified calendar year or over the longer run. The September projections were made in conjunction with the meeting of the Federal Open Market Committee on September 17-18, 2024.

1. For each period, the median is the middle projection when the projections are arranged from lowest to highest. When the number of projections is even, the median is the average of the two middle projections.
2. The central tendency excludes the three highest and three lowest projections for each variable in each year.
3. The range for a variable in a given year includes all participants' projections, from lowest to highest, for that variable in that year.
4. Longer-run projections for core PCE inflation are not collected.

Figura 1. Sumário de Projeções Econômicas (SEP) da reunião do FOMC de dezembro/24 | Fonte: Federal Reserve

Além disso, Powell pontuou que alguns dos membros do FOMC já se questionam se o nível de juros atual está perto da taxa neutra — aquela que não aquece nem desacelera a economia. A reação dos mercados após a reunião foi extremamente negativa, com os principais índices americanos tendo a pior performance em anos.

Já os Bancos Centrais de outros países desenvolvidos como União Europeia, Reino Unido e Canadá pontuaram a continuidade no corte dos juros para conseguir estimular suas economias.

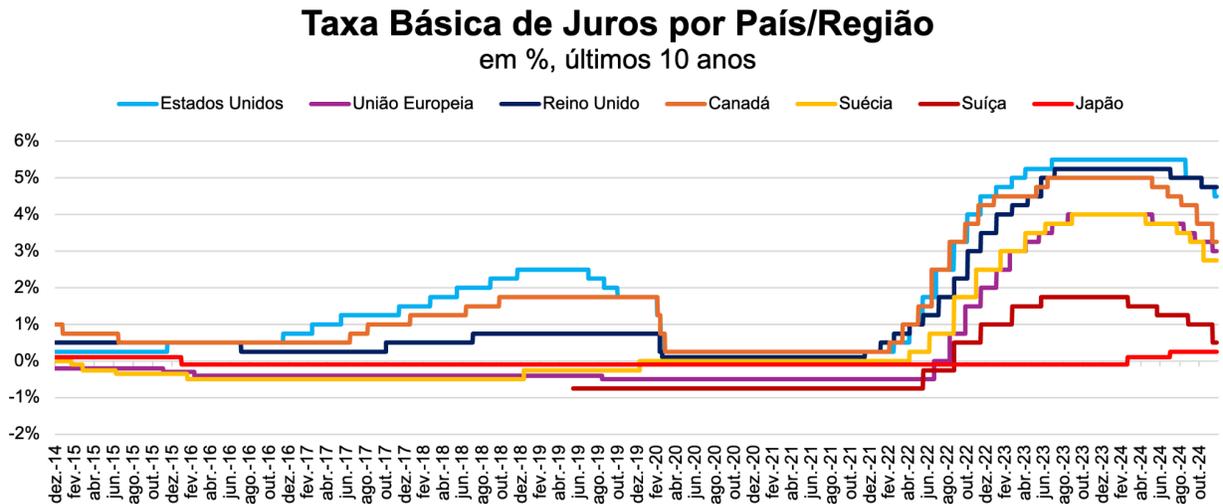


Gráfico 8. Taxa básica de juros (em %) por país/região, últimos dez anos | Fontes: Bloomberg e Empiricus

Mas caso isso de fato aconteça, os juros mais altos nos Estados Unidos manteria a demanda dos investidores em detrimento desses outros países. Dessa maneira, a não ser que algo aconteça que mude esse cenário, devemos continuar vendo o dólar se valorizar frente a outras divisas.

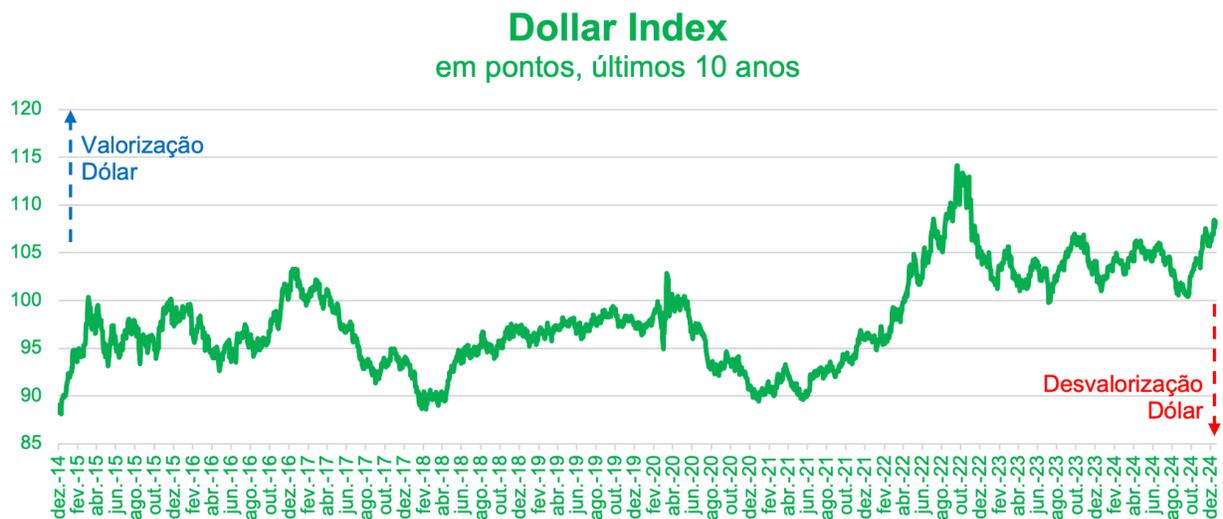


Gráfico 9. Dollar Index (em pontos), últimos dez anos | Fontes: Bloomberg e Empiricus

Esse movimento também pode ser observado com as taxas dos títulos do Tesouro americano, que engataram uma sequência de altas após a eleição de Trump.

Após um momento em que os juros de 2, 5 e 10 anos chegaram perto dos 3,5%, em meados de setembro, todas os vértices da curva voltaram para níveis próximos de 4,5%. E caso esse movimento continue, os investidores podem voltar suas atenções de novo para as empresas mais consolidadas e que não teriam problemas com um juro mais alto por mais tempo.

Taxas dos Títulos do Tesouro Americano em %, últimos 12 meses

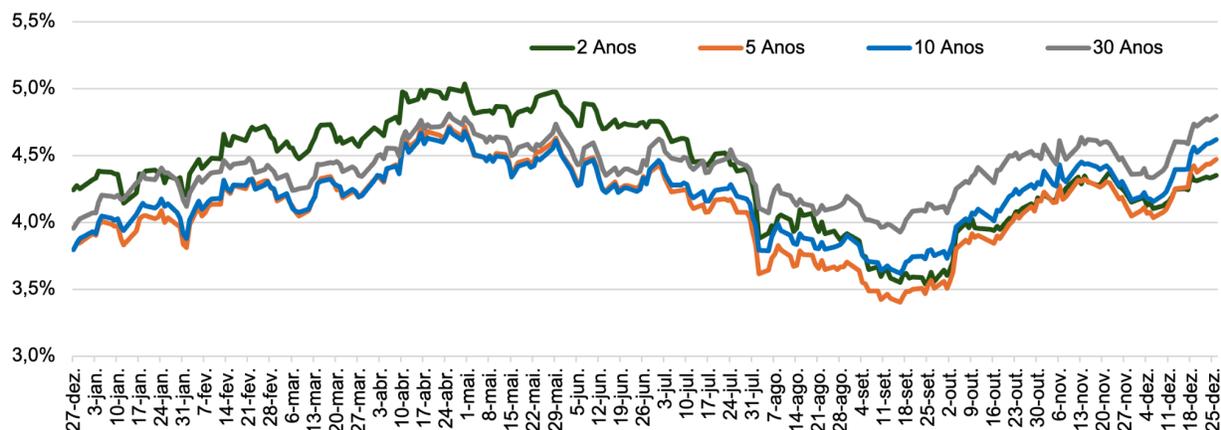
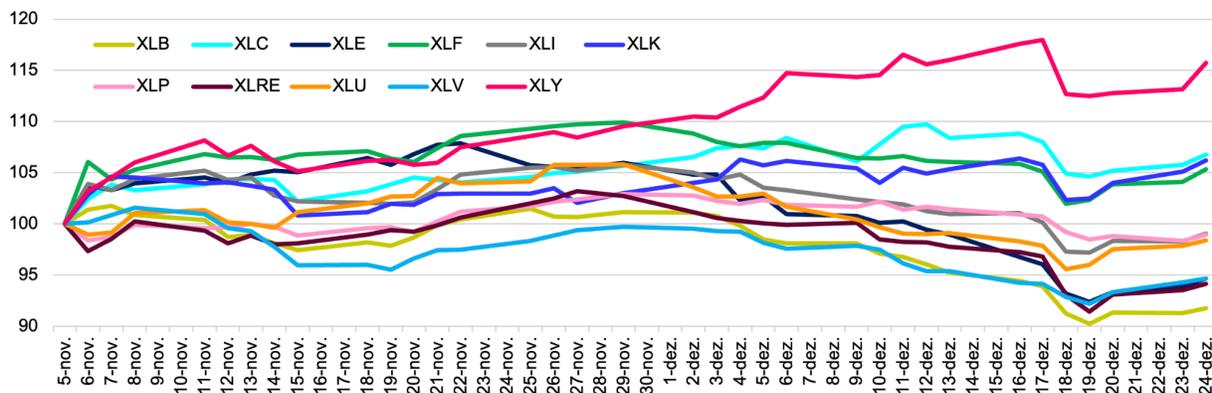


Gráfico 10. Taxas dos títulos do Tesouro americano (em %), últimos doze meses | Fontes: Bloomberg e Empiricus

Performance por Setor do S&P 500 em base 100, desde 5/11/24



XLB: Materiais Básicos |
 XLC: Serviços Comunicação |
 XLE: Energia |
 XLF: Financeiro |
 XLI: Industrial |
 XLK: Tecnologia |
 XLY: Consumo Discricionário |
 XLRE: Real Estate |
 XLU: Utilities |
 XLV: Saúde

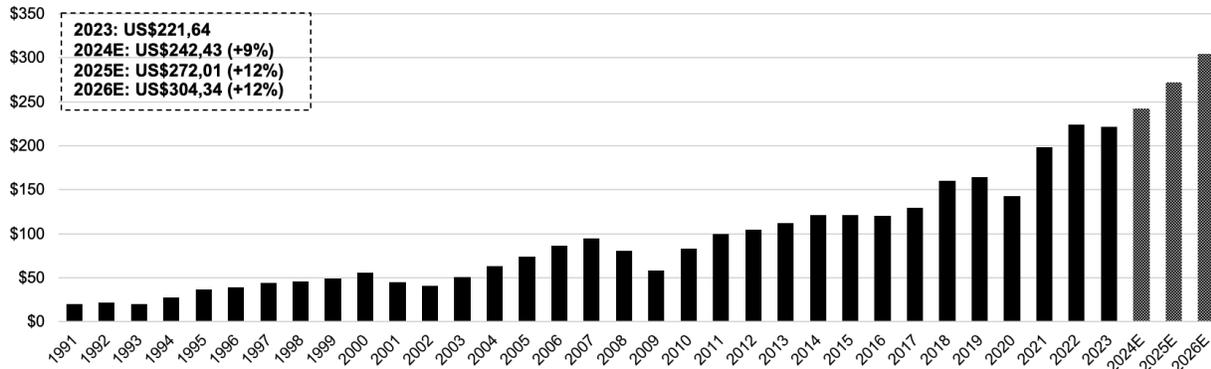
Gráfico 11. Taxas dos títulos do Tesouro americano (em %), últimos doze meses | Fontes: Bloomberg e Empiricus

Do lado micro, entretanto, os últimos resultados divulgados tem reforçado o bom momento da economia americana.

Para 2024, o S&P 500 deve apresentar um crescimento de 9% no lucro por ação, nos US\$242 – levemente acima da média histórica desde 1991. E a expectativa é que apresenta um aumento maior para 2025, crescendo 12% (e totalizando US\$272/ação).

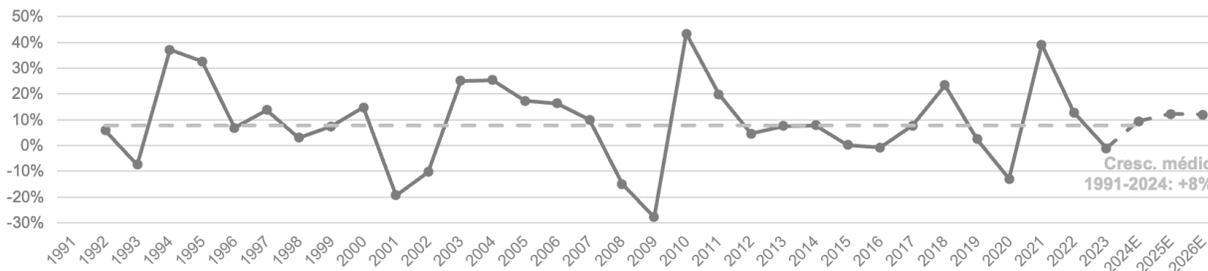
Lucro por Ação do S&P 500 em US\$/ação, anual desde 1991

E: Estimativa



Crescimento do Lucro por Ação do S&P 500 em %, anual desde 1991

E: Estimativa



Gráficos 12 e 13. Lucro por ação (em US\$/ação) do S&P 500 (barras, gráfico superior) e crescimento (em %) anual dos lucros por ação (linha, inferior), desde 1991 | Fontes: Bloomberg e Empiricus

Um ponto relevante que tem sido levantado há algum tempo é o valuation nos Estados Unidos, o que deve ser um ponto de atenção para os investidores.

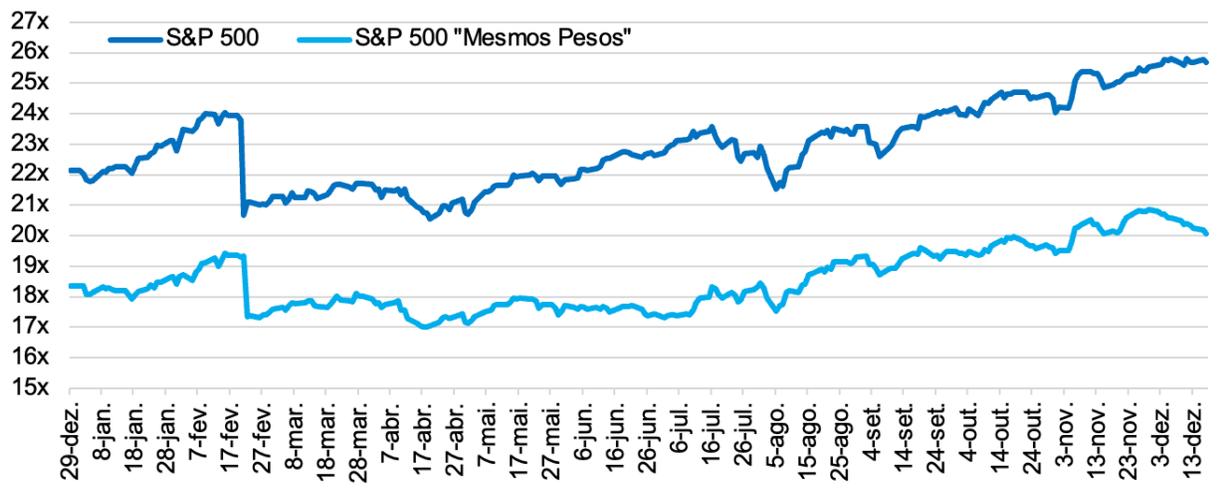
Isso porque, ao longo dos últimos dois anos, uma boa parte dos ganhos nos índices americanos está ligado à reprecificação dos múltiplos.

Uma das principais discussões hoje no mercado é se devemos usar a média histórica do múltiplo Preço/Lucro projetado do S&P 500 (perto das 16 vezes) para argumentar se o índice hoje está caro.

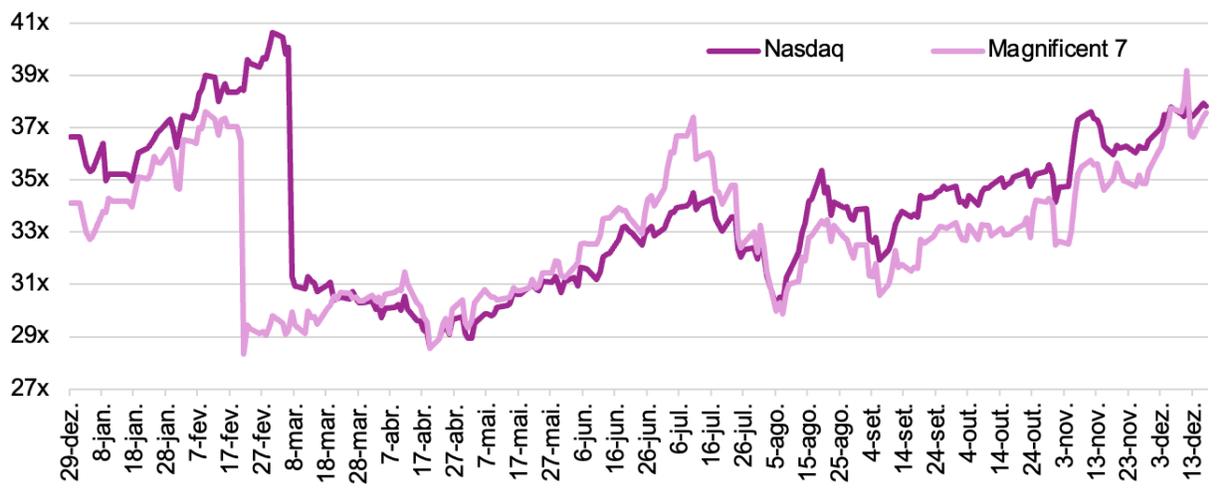
É verdade que, comparando com outros períodos do passado, a composição dos índices é bem distinta em relação a lucratividade e rentabilidade, assim como o ramo de atuação (antes tinha um peso importante em empresas produtoras e exploradoras de petróleo, cuja participação hoje é pequena nos índices).

Mas também temos que ter em mente que, ainda que tenham surgido novas temáticas nesses últimos anos (como, por exemplo, a de IA), uma parcela significativa desses negócios já existiam em sua plenitude pouco antes da Covid-19 — e nem por isso negociavam com os múltiplos que vemos hoje no mercado.

Preço/Lucro Projetado em múltiplo, no ano



Preço/Lucro Projetado em múltiplo, no ano



Gráficos 14 e 15. Preço/Lucro projetado (em múltiplo) de alguns dos principais índices americanos, nos últimos doze meses | Fontes: Bloomberg e Empiricus

Atualmente negociando por cerca de 22 vezes seus lucros projetados para 2025, é possível que possamos verificar ganhos da ordem de 10% no índice (próximo da média histórica) caso as empresas continuem entregando os bons resultados (já que, com o passar do ano, os investidores já irão focar suas atenções para o lucro de 2026).

		Lucro por Ação do S&P 500						
		US\$242	US\$252	US\$262	US\$272	US\$282	US\$292	US\$302
Múltiplo Preço/Lucro Projetado do S&P 500	18x	4.356	4.536	4.716	4.896	5.076	5.256	5.436
	19x	4.598	4.788	4.978	5.168	5.358	5.548	5.738
	20x	4.840	5.040	5.240	5.440	5.640	5.840	6.040
	21x	5.082	5.292	5.502	5.712	5.922	6.132	6.342
	22x	5.324	5.544	5.764	5.984	6.204	6.424	6.644
	23x	5.566	5.796	6.026	6.256	6.486	6.716	6.946
	24x	5.808	6.048	6.288	6.528	6.768	7.008	7.248
	25x	6.050	6.300	6.550	6.800	7.050	7.300	7.550
	26x	6.292	6.552	6.812	7.072	7.332	7.592	7.852

		Lucro por Ação do S&P 500						
		US\$242	US\$252	US\$262	US\$272	US\$282	US\$292	US\$302
Múltiplo Preço/Lucro Projetado do S&P 500	18x	-27%	-24%	-21%	-18%	-15%	-12%	-9%
	19x	-23%	-20%	-17%	-14%	-10%	-7%	-4%
	20x	-19%	-16%	-12%	-9%	-6%	-2%	1%
	21x	-15%	-12%	-8%	-5%	-1%	2%	6%
	22x	-11%	-7%	-4%	0%	4%	7%	11%
	23x	-7%	-3%	1%	5%	8%	12%	16%
	24x	-3%	1%	5%	9%	13%	17%	21%
	25x	1%	5%	9%	14%	18%	22%	26%
	26x	5%	9%	14%	18%	23%	27%	31%

Tabela 2. Sensibilidade de variação do S&P 500 | Fontes: Bloomberg e Empiricus

Entretanto, o investidor tem que estar ciente de que, normalmente, o retorno do S&P 500 fica fora do intervalo da sua média histórica. Desde 1928, em apenas 14 anos o índice teve um ganho entre 0% e 10% (das quais só uma vez na última década).

Por outro lado, a probabilidade de que o índice apresente ganhos superiores a 10% é muito maior do que uma queda de 10% (quase 3 vezes maior), o que dá uma esperança de que podemos ver ganhos similares em 2025.

Ano	%	Ano	%	Ano	%	Ano	%
1928	37,9%	1940	-15,1%	1952	11,8%	1964	13,0%
1929	-11,9%	1941	-17,9%	1953	-6,6%	1965	9,1%
1930	-28,5%	1942	12,4%	1954	45,0%	1966	-13,1%
1931	-47,1%	1943	19,4%	1955	26,4%	1967	20,1%
1932	-14,8%	1944	13,8%	1956	2,6%	1968	7,7%
1933	44,1%	1945	30,7%	1957	-14,3%	1969	-11,4%
1934	-4,7%	1946	-11,9%	1958	38,1%	1970	0,1%
1935	41,4%	1947	0,0%	1959	8,5%	1971	10,8%
1936	27,9%	1948	-0,7%	1960	-3,0%	1972	15,6%
1937	-38,6%	1949	10,5%	1961	23,1%	1973	-17,4%
1938	24,5%	1950	21,7%	1962	-11,8%	1974	-29,7%
1939	-5,2%	1951	16,3%	1963	18,9%	1975	31,5%

Ano	%	Ano	%	Ano	%	Ano	%
1976	19,1%	1988	12,4%	2000	-10,1%	2012	13,4%
1977	-11,5%	1989	27,3%	2001	-13,0%	2013	29,6%
1978	1,1%	1990	-6,6%	2002	-23,4%	2014	11,4%
1979	12,3%	1991	26,3%	2003	26,4%	2015	-0,7%
1980	25,8%	1992	4,5%	2004	9,0%	2016	9,5%
1981	-9,7%	1993	7,1%	2005	3,0%	2017	19,4%
1982	14,8%	1994	-1,5%	2006	13,6%	2018	-6,2%
1983	17,3%	1995	34,1%	2007	3,5%	2019	28,9%
1984	1,4%	1996	20,3%	2008	-38,5%	2020	16,3%
1985	26,3%	1997	31,0%	2009	23,5%	2021	26,9%
1986	14,6%	1998	26,7%	2010	12,8%	2022	-19,4%
1987	2,0%	1999	19,5%	2011	0,0%	2023	24,2%
						2024	25,2%

Tabela 2. Retorno (em %) anual do S&P 500, desde 1928 | Fontes: Bloomberg e Empiricus

Intervalo de Retorno em observações, desde 1928

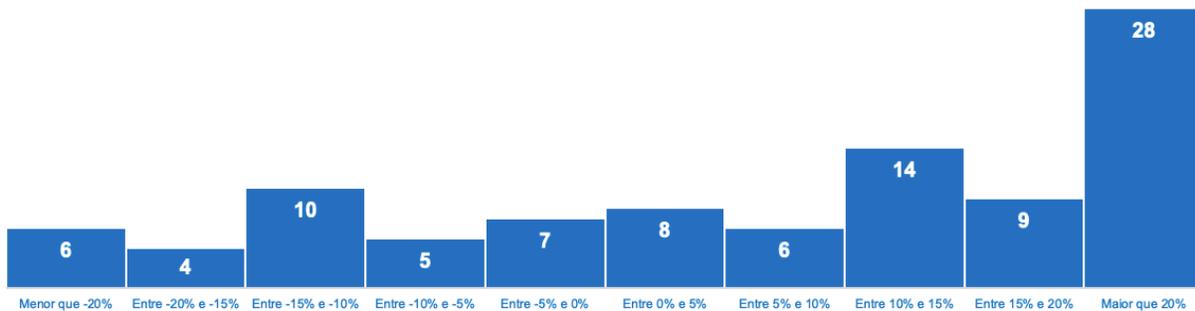


Gráfico 16. Intervalo de retorno (em observações) anual do S&P 500, desde 1928 | Fontes: Bloomberg e Empiricus

Importante lembrar também que, desde 1928, em apenas 4 vezes o índice apresentou ganhos superiores a 20% em dois anos seguidos — sendo que a última vez foi no final da década de 90, nos anos que antecederam a bolha das pontocom.

Muitos investidores, aliás, usam esse argumento para justificar que estaríamos em uma nova era nos mercados, com o surgimento de novos produtos e serviços de Inteligência Artificial que podem trazer novos ganhos de produtividade para as empresas.

Pensando nisso, fiz algumas alterações na carteira para o mês de janeiro.

Saídas Carteira BDR Janeiro/25

- **Apple (B3: AAPL34 | Nasdaq: AAPL)**

- **BP (B3: B1PP34 | NYSE: BP)**

A decisão para zerar as posições em **Apple (B3: AAPL34 | Nasdaq: AAPL)** e **BP (B3: B1PP34 | NYSE: BP)** tem características distintas.

No caso da criadora do iPhone, a ação foi uma das principais valorizações do mercado nesse final de ano, com os investidores voltando suas atenções para as empresas que conseguirão passar tranquilamente caso o Federal Reserve tenha que rever o seu plano de corte de juros e mantê-los mais alto por mais tempo.

Já no caso da petroleira britânica, a promessa de Donald Trump de estimular a produção de combustíveis fósseis pode impactar os preços das *commodities* energéticas, o que pode colocar em risco o plano de distribuição de capital definido pela companhia (existe a possibilidade de uma revisão dos valores nos próximos meses, o que pode gerar novas quedas no ativo).

Reduções Carteira BDR Janeiro/25

- **Berkshire Hathaway (B3: BERK34 | NYSE: BRK/B): de 15% para 10%**

A decisão de reduzir parcialmente a posição em **Berkshire Hathaway (B3: BERK34 | NYSE: BRK/B)** está mais voltada para aumentar a posição em outras ações que sofreram mais no período, mas mantendo um peso relevante na *holding* caso os

investidores busquem a segurança dos ativos comandados por Warren Buffet e companhia.

Adições Carteira BDR Janeiro/25

- **Disney (B3: DISB34 | NYSE: DIS): 10%**

- **Microsoft (B3: MSFT34 | NYSE: MSFT): 5%**

No lugar das ações da BP e da Apple, colocaremos as ações da **Disney (B3: DISB34 | NYSE: DIS)** na carteira de janeiro.

A primeira troca busca manter nossa exposição a empresas mais tradicionais, que possam ser uma alternativa de investimento para os investidores que queiram reduzir sua exposição às empresas de tecnologias por outras com capacidade de crescimento, como o caso da Disney.

Lembrando que a empresa também conta com um serviço de *streaming*, que muitos investidores podem enxergar nele uma possibilidade de valorização semelhante às de empresas de tecnologia desse segmento, como a Netflix.

Já a troca de Apple por Microsoft busca manter o equilíbrio da carteira entre empresas de tecnologia e mais tradicionais, caso os juros americanos (principalmente os de longo prazo) continuem a apresentar ganhos, o que pode estimular os investidores a buscar refúgio nesses papéis.

Elevações Carteira BDR Janeiro/25

- **UnitedHealth (B3: UNHH34 | NYSE: BABA): de 10% para 15%**

O aumento na posição de **UnitedHealth (B3: UNHH34 | NYSE: UNH)** tem uma característica mais tática do que estrutural.

Isso porque a ação chegou a cair mais de 20% das suas máxima após o assassinato do CEO do braço de Seguros de Saúde Brian Thompson, com o evento gerando uma discussão nos Estados Unidos sobre a necessidade de uma reforma do sistema de saúde do país.

Alguns deputados e senadores, aliás, já levantaram a possibilidade de um projeto de lei que obrigue as operadoras de plano de saúde a se desfazerem de seus negócios de benefícios farmacêuticos (PBM, na sigla em inglês).

Apesar de entender que isso pode, de fato, gerar um problema para a companhia, acredito que pelo menos nesse momento podemos ver um alívio na ação nas próximas semanas, dado a queda no mês e o *valuation* ainda atrativo (mesmo que com muitas dúvidas da manutenção ou não do negócio como é hoje).

Um abraço,

Enzo Pacheco, CFA

Alibaba (BABA34)

A **Alibaba (B3: BABA34 | NYSE: BABA)** é uma das maiores empresas de tecnologia da China.

O principal segmento de atuação da companhia é no comércio eletrônico, no qual possui mais de 50% de participação de mercado por meio de suas marcas Taobao e Tmall, comparado com menos de 16% da JD.com e 13% da Pinduoduo.

Além disso, a empresa também atua no segmento de logísticas, computação em nuvem, *fintech* (por meio do Ant Group), entre outros.

A dificuldade recente de retomada de crescimento na China pós-pandemia da Covid-19, somado às intervenções do governo chinês na economia, impactaram severamente as ações da companhia, que voltaram para o mesmo nível de seu IPO em 2014.

Entretanto, nesse meio tempo, a Alibaba multiplicou as suas receitas por dez vezes, enquanto o seu lucro líquido quase quintuplicou no mesmo período. Considerando a soma das partes, a ação da empresa teria espaço para uma valorização de pelo menos 50% dos patamares atuais.

Principais riscos:

1. Dificuldades de crescimento da China permanecerem, reduzindo assim a renda dos cidadãos e, conseqüentemente, o consumo;



Companhia	Alibaba
Ticker	BABA34
Recomendação	Compra
Valor de Mercado	US\$ 200,2bi
Liquidez Média Diária	R\$ 3,9 mi
Preço/Ação	R\$ 18,80
P/L (25E)	8,9x
EV/Ebtida (25E)	5,1x
DY (25E)	2,4%
Performance (2024)	41,8%
Performance (12M)	41,8%

2. Possíveis intervenções do Governo chinês no setor e/ou no negócio.

Amazon (AMZO34)

A **Amazon (B3: AMZO34 | Nasdaq: AMZN)** é uma das principais companhias do mundo, atuando nos mais diversos segmentos.

Originalmente iniciado somente como uma livraria online, com o passar do tempo a empresa foi aumentando os produtos oferecidos em seu site, além de ter expandido suas operações de comércio eletrônico em outros países e ter iniciado um negócio para oferta de serviços de computação em nuvem no começo dos anos 2000 (Amazon Web Services).

Desde então, a Amazon passou a ser uma das maiores empresas em vendas do mundo – nos últimos doze meses, a receita da companhia somou mais de US\$620 bilhões, ficando atrás apenas do Walmart (US\$657 bilhões). Mas considerando as perspectivas para o negócio, principalmente para o segmento AWS (dados as oportunidades relacionadas a Inteligência Artificial), nos próximos anos a companhia deve ser a de maior receita no mundo.

Além disso, os investimentos recentes feitos para aumentar a sua malha logística tem entregado resultados, com as operações da América do Norte e Internacional passando a reportar lucros operacionais bem melhores do que no passado recente. Somado a ótima lucratividade já apresentada pela AWS, a tendência é de lucros maiores no futuro.

Principais riscos:

1. Impactos da Inteligência Artificial nos negócios e nos resultados podem ser menor ou mais demoradas do que o esperado;



Companhia	Amazon
Ticker	AMZO34
Recomendação	Compra
Valor de Mercado	US\$ 2,330 tri
Liquidez Média Diária	R\$ 12,2 mi
Preço/Ação	R\$ 68,96
P/L (25E)	29,6x
EV/Ebtida (25E)	13,3x
DY (25E)	-
Performance (2024)	84,6%
Performance (12M)	84,6%

2. Apesar da qualidade maior do que a média de mercado, o valuation atual mais esticado pode ser um potencial justificativa para realização de lucros por parte dos investidores.

AMD (A1MD34)

A **AMD (B3: A1MD34 | Nasdaq: AMD)** é uma das líderes em computação adaptável e de alto desempenho, proporcionando produtos e serviços que ajudam a resolver os desafios mais importantes do mundo. As tecnologias oferecidas pela empresa avançam no futuro dos mercados de data center, customizados, jogos e PCs.

Fundada em 1969 no Vale do Silício, a jornada da AMD começou com dezenas de funcionários apaixonados por criar produtos de semicondutores de ponta. A AMD se tornou uma empresa global que define o padrão para a computação moderna, com muitos importantes avanços tecnológicos e inovações importantes no setor ao longo do caminho.

Tida como uma das principais rivais da Nvidia, a AMD vem buscando aumentar sua participação no mercado de Inteligência Artificial – o qual a empresa estima tem um potencial de US\$400 bilhões. Na última divulgação de resultado, a CEO Lisa Su comentou que os produtos voltados à Data Center da companhia tem tido grande demanda, posicionando a AMD para um período de forte crescimento nos próximos anos.

Obviamente, os investidores se anteciparam a esse movimento, levando a ação da empresa para patamares elevados. Mas os últimos resultados das *Big Techs*, que demonstraram a pretensão de gastar mais de US\$200 bilhões em infraestrutura voltada à Inteligência Artificial somente neste ano, devem dar um novo impulso para as ações.

Principais riscos:



Companhia	AMD
Ticker	A1MD34
Recomendação	Compra
Valor de Mercado	US\$ 200,0 bi
Liquidez Média Diária	R\$ 4,5 mi
Preço/Ação	R\$ 97,08
P/L (25E)	26,8x
EV/Ebtida (24E)	24,3x
DY (24E)	-
Performance (2024)	12,0%
Performance (12M)	12,0%

1. Companhia não tem capacidade/estrutura para entregar a demanda esperada pelos chips voltados a Inteligência Artificial, ou o mercado em si se prove menor do que o esperado;
2. *Valuation* esticado, o que pode ser alvo de fortes realizações no mercado.

AutoZone (AZOI34)

Uma das maiores revendedoras de peças automotivas e acessórios nas Américas, a **AutoZone (B3: AZOI34 | NYSE: AZO)** é uma das principais empresas do segmento.

Atualmente com 6.432 lojas nos EUA, além de 794 no México e 127 no Brasil, as lojas da companhia possuem uma vasta linha de produtos para os mais diversos tipos de veículos. Além disso, muitas de suas lojas contam com um programa de vendas comerciais, fornecendo produtos e serviços para outras lojas de reparo e de serviços, concessionárias e para o setor público.

Apesar de não ser um negócio com grande crescimento — as vendas mesmas lojas dos no último ano fiscal tiveram aumento de 2,1% (+1,4%, excluindo variação cambial), com vendas estagnadas nos EUA (+0,4%) e aumento de 16,1% (+10,2%) nas operações internacionais —, a capacidade de gerenciamento da direção permite à companhia apresentar resultados estáveis e melhores ao longo do tempo.

E essa estabilidade acaba retornando aos investidores principalmente por meio de proventos: desde 1998, a empresa já recomprou quase US\$40 bilhões de suas ações, sendo que o valor atual de mercado da companhia está próximo dos US\$52 bilhões. A direção ainda conta com uma autorização para recompras no valor de US\$2 bilhões do programa atual.

Principais riscos:



Companhia	AutoZone
Ticker	AZOI34
Recomendação	Compra
Valor de Mercado	US\$ 53,7 bi
Liquidez Média Diária	R\$ 24,4 mil
Preço/Ação	R\$ 91,53
P/L (25E)	20,4x
EV/Ebtida (25E)	14,2x
DY (25E)	-
Performance (2024)	56,0%
Performance (12M)	56,0%

1. Aumento do sentimento pró-risco dos investidores, que privilegiaram teses com maior potencial de crescimento;
2. Revisão no programa de recompra de ações.

Berkshire Hathaway (BERK34)

A *holding* de investimentos comandada por Warren Buffett, a **Berkshire Hathaway (B3: BERK34 | NYSE: BRK/B)** é uma aposta completamente diversificada no dinamismo da maior economia do mundo.

Com investimentos nas áreas de Seguros, Transportes, Varejo, Indústria, entre outros, a companhia está presente na vida de grande parte da população americana com seus produtos e serviços.

Além dos investimentos nessas empresas, a *holding* também conta com um portfólio de ações avaliado em quase US\$280 bilhões (2T24) — dos quais 30% é a posição na Apple. Atualmente, o valor de mercado da Berkshire Hathaway é de mais de US\$1 trilhão.

Recentemente, a morte do parceiro de Buffett, Charlie Munger, reacendeu as dúvidas de alguns investidores de como será a vida da companhia após o falecimento do maior investidor de todos os tempos.

Principais riscos:

1. Questionamentos em relação ao planejamento sucessório da companhia;
2. Alta concentração do portfólio de ações em poucos ativos.

BERKSHIRE HATHAWAY INC.

Companhia	Berkshire
Ticker	BERK34
Recomendação	Compra
Valor de Mercado	US\$ 978,9 bi
Liquidez Média Diária	R\$ 4,0 mi
Preço/Ação	R\$ 141,28
P/L (25E)	24,2x
EV/Ebtida (25E)	-
DY (25E)	-
Performance (2024)	57,5%
Performance (12M)	57,5%

Disney (DISB34)

A **Disney (B3: DISB34 | NYSE: DIS)**, junto com as suas subsidiárias, é uma das principais empresas de entretenimento do mundo. Operando em três segmentos — Mídia e Distribuição, Esportes e Parques, Experiências e Produtos —, a companhia conta com uma vasta lista de franquias e atrações que impactam pessoas de todas as idades.

Com parte relevante dos negócios sendo altamente impactada pelo isolamento social em função do Covid-19, a empresa viu seus resultados sofrerem um grande baque. Contudo, no mesmo período, devido ao lançamento do seu serviço de *streaming* (o Disney+) os investidores enxergavam nessa linha de negócio a tábua de salvação e uma nova avenida de crescimento.

A demora de esses serviços entregarem resultados positivos, entretanto, reduziu o ânimo dos investidores, fazendo com que as ações recuassem para patamares pré-pandemia — mesmo com outras linhas de negócio como os parques já apresentando números próximos ao reportado antes de 2020.

Para arrumar a casa, a direção recorreu ao retorno do ex-CEO Bob Iger, que conduziu a empresa durante suas principais aquisições no passado recente (Pixar, Marvel, Lucasarts) e, aos poucos, vai implementando as mudanças para trazer de volta a magia da Disney.

Principais riscos:



Companhia	Disney
Ticker	DISB34
Recomendação	Compra
Valor de Mercado	US\$ 201,2 bi
Liquidez Média Diária	R\$ 2,0 mi
Preço/Ação	R\$ 45,94
P/L (25E)	18,6x
EV/Ebtida (25E)	11,7x
DY (25E)	1,1%
Performance (2024)	53,6%
Performance (12M)	53,6%

1. Lucratividade das plataformas de *streaming* abaixo do esperado ou mais demorado do que o projetado pela companhia;
2. Redução da demanda do segmento de Experiências, por conta de uma eventual desaceleração econômica.

Microsoft (MSFT34)

A **Microsoft (B3: MSFT34 | Nasdaq: MSFT)** é uma das empresas mais importantes da história, estando sempre na vanguarda de algumas das principais tecnologias do seu tempo.

Primeiro com o seu sistema operacional homônimo, na década de 1980, que permitiu o uso mais disseminado dos computadores no dia a dia dos indivíduos e aumentando drasticamente a produtividade da economia global.

Nos dias atuais não é diferente. O maior desenvolvimento da Inteligência Artificial permitirá com que pessoas e organizações possam entregar soluções mais rápidas e efetivas, melhorando a competitividade de negócios de todos os portes, permitindo uma administração mais adequada dos sistemas de saúde e de educação, aumentar a eficiência do setor público e empoderar ainda mais a inteligência humana.

Uma das principais beneficiadas nessa que é tida como a “nova onda de produtividade”, a empresa já oferece produtos como o Copilot (ao custo de US\$30 por mês por licença) que, segundo estimativas de mercado, pode adicionar US\$14 bilhões em receitas anuais caso apenas 10% de seus clientes corporativos passem a utilizar tal ferramenta.

Além disso, outras linhas de negócios da companhia, como a computação em nuvem (principalmente por meio do Azure), gaming (Xbox), publicidade (LinkedIn), entre outros, também contam com uma grande avenida de crescimento e altos níveis de lucratividade



Companhia	Microsoft
Ticker	MSFT34
Recomendação	Compra
Valor de Mercado	US\$ 3,170 tri
Liquidez Média Diária	R\$ 11,9 mi
Preço/Ação	R\$ 110,89
P/L (24E)	35,5x
EV/Ebtida (24E)	25,7x
DY (24E)	0,7%
Performance (2024)	44,7%
Performance (12M)	44,7%

Principais riscos:

1. Impactos da Inteligência Artificial nos negócios e nos resultados podem ser menor do que o esperado;
2. Apesar da qualidade maior do que a média de mercado, o valuation atual mais esticado pode ser um potencial justificativa para realização de lucros por parte dos investidores.

Target (TGTB34)

A **Target (B3: TGTB34 | NYSE: TGT)** é uma das principais varejistas americanas, com quase 2 mil lojas espalhadas pelos Estados Unidos e um faturamento anual acima dos US\$100 bilhões.

A empresa vende uma grande variedade de produtos em suas lojas, desde itens alimentícios, vestuário e acessórios, cosméticos, eletrodomésticos e eletroeletrônicos e itens de decoração.

Além das suas operações próprias, a companhia também faz parcerias com empresas como Apple, Disney, Levi's e Ulta Beauty para criar uma experiência única para o consumidor em suas lojas.

Nos últimos anos, a empresa iniciou um processo de reestruturação de suas operações com o foco de competir de maneira adequada no varejo. Além do foco em unidades menores, perto de grandes centros, a direção também adaptou suas lojas para que ficassem cada vez mais integradas com suas operações online.

Os últimos resultados da companhia não foram bons, fazendo com que a ação tivesse a pior performance diária desde 2021. Porém, dado as parcerias anunciadas para o período de vendas no final do ano (principalmente relacionadas a *Black Friday*), aliado a *valuation* atrativo pode atrair investidores para o ativo.

Principais riscos:



Companhia	Target
Ticker	TGTB34
Recomendação	Compra
Valor de Mercado	US\$ 62,3 bi
Liquidez Média Diária	R\$ 179,5 mil
Preço/Ação	R\$ 840,29
P/L (25E)	14,2x
EV/Ebtida (25E)	8,4x
DY (25E)	3,4%
Performance (2024)	18,1%
Performance (12M)	18,1%

1. Processo de reestruturação com problemas, dificultando a competição com suas principais rivais ;
2. Desaceleração econômica, reduzindo a capacidade de consumo dos cidadãos.

UnitedHealth (UNHH34)

A **UnitedHealth (B3: UNHH34 | NYSE: UNH)**

é a maior seguradora de saúde dos Estados Unidos, oferecendo produtos e serviços para quase 150 milhões de pessoas. Atualmente com cerca de 440 mil funcionários, o grupo espera faturar algo perto dos US\$400 bilhões em 2024.

O grupo tem duas linhas de negócios, que apesar de distintas, são complementares: UnitedHealthcare e Optum.

A UnitedHealthcare é a parte responsável pela oferta de planos de saúde, oferecendo uma gama de benefícios que permitem cobertura acessível, buscando simplificar a experiência do segurado e entregando um serviço de alta qualidade para seus clientes.

Já a Optum é uma empresa de serviços de saúde que, com o auxílio da tecnologia e de uma extensa base de dados, oferece soluções para toda a cadeia do setor.

Recentemente, uma das subsidiárias da UnitedHealth acabou sofrendo um ataque cibernético, o que gerou problemas para seus clientes e usuários e colocou uma dúvida na cabeça dos investidores a respeito de possíveis processos que a companhia pode sofrer no futuro.

Ainda assim, os melhores resultados nos últimos anos não foram acompanhados com um *valuation*, que segue abaixo da média histórica dos últimos dez anos.

Principais riscos:

 UnitedHealth Group™	
Companhia	UnitedHealth
Ticker	UNHH34
Recomendação	Compra
Valor de Mercado	US\$ 467,0 bi
Liquidez Média Diária	R\$ 748,7 mil
Preço/Ação	R\$ 44,95
P/L (25E)	20,4x
EV/Ebtida (25E)	14,5x
DY (25E)	1,4%
Performance (2024)	19,1%
Performance (12M)	19,1%

1. Processos e litígios relacionados ao ataque cibernético;
2. Maior escrutínio de reguladores e políticos sobre o negócio, dado a relevância do setor de saúde nos Estados Unidos.

Visa (VISA34)

A **Visa (B3: VISA34 | NYSE: V)** é a maior empresa de meios de pagamentos do mundo. No ano fiscal de 2023 (encerrado em setembro), os sistemas da companhia processaram 213 bilhões de pagamentos e transações, quase 80% do total do período.

A empresa também vem aumentando o número de cartões de suas bandeiras, tendo encerrado o ano passado com mais de 4,3 bilhões de unidades. Como base de comparação, esse número era de 3,7 bilhões dois anos atrás.

Dessa maneira, seria difícil a Visa não apresentar crescimento no volume total e de pagamentos nos seus sistemas: no ano fiscal de 2023, foram US\$14,8 bilhões (+4,9% vs. 2022) e US\$12,3 bilhões (+6%), respectivamente.

Importante lembrar que a companhia não é uma instituição financeira. Ela não emite cartões, oferece crédito ou estabelece taxas e tarifas para os detentores de produtos Visa nem ganha receita ou corre algum risco de crédito relacionado a qualquer uma dessas atividades.

Recentemente, os investidores passaram a temer uma maior regulamentação sobre os negócios da companhia, assim como o surgimento de outros meios de pagamentos que reduziriam a sua participação. Ainda assim, os melhores resultados nos últimos anos não foram acompanhados com o *valuation* atual, que segue abaixo próximo do intervalo inferior dos últimos dez anos.



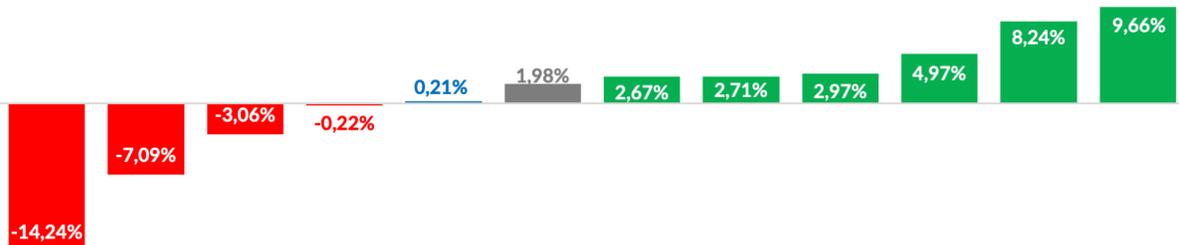
Companhia	Visa
Ticker	VISA34
Recomendação	Compra
Valor de Mercado	US\$ 621,2 bi
Liquidez Média Diária	R\$ 981,6 mil
Preço/Ação	R\$ 98,76
P/L (25E)	28,1x
EV/Ebtida (25E)	22,9x
DY (25E)	0,8%
Performance (2024)	54,0%
Performance (12M)	54,0%

Principais riscos:

1. Surgimento de outros meios ou sistemas de pagamentos, que reduziriam a sua participação de mercado atual;
2. Maior regulação sobre o setor.

Desempenho da Carteira de BDRs

Performance da Carteira BDR em %, dezembro/24



UNHH34 A1MD34 BERK34 BABA34 Carteira IVVB11 AZOI34 VISA34 B1PP34 TGTB34 AAPL34 AMZO34

Carteira de BDRs

2024	Janeiro	Fevereiro	Março	Abril	Mai	Junho	Julho	Agosto	Setembro	Outubro	Novembro	Dezembro	Ano	Desde o Início
Empiricus BDRs	6,35%	5,53%	1,14%	0,00%	5,26%	5,57%	2,19%	1,39%	2,30%	5,54%	7,08%	0,21%	51,39%	60,54%
IVVB11	3,50%	5,43%	4,09%	-0,55%	5,91%	10,26%	2,32%	2,06%	-1,42%	5,37%	9,88%	1,98%	60,34%	76,51%
% Benchmark	181,44%	101,88%	27,79%	-	89,02%	54,26%	94,44%	67,66%	-	103,14%	71,66%	10,38%	85,17%	79,12%

Analista responsável pela estratégia

Enzo Pacheco, CFA, CNPI

Disclaimer

A Empiricus Research é uma Casa de Análise que produz e entrega publicações e relatórios periódicos, regularmente constituída e credenciada perante CVM e APIMEC. Todos os nossos profissionais cumprem as regras, diretrizes e procedimentos internos estabelecidos pela Comissão de Valores Mobiliários, em especial sua Resolução 20 e seu Ofício-Circular CVM/SIN 13/20, e pela APIMEC, bem como pelas Políticas Internas estabelecidas pelos Departamentos Jurídico e de Compliance da Empiricus. A responsabilidade pelos relatórios que contenham análises de valores mobiliários é atribuída a Rodolfo Cirne Amstalden, profissional certificado e credenciado perante a APIMEC. Nossas funções são desempenhadas com absoluta independência, e sempre comprometidas na busca por informações idôneas e fidedignas visando fomentar o debate e a educação financeira de nossos destinatários. O conteúdo da Empiricus Research não representa quaisquer ofertas de negociação de valores mobiliários e/ou outros instrumentos financeiros. Embora a Empiricus Research forneça sugestões pontuais de investimento, fundamentadas pela avaliação criteriosa de analistas certificados, não se pode antecipar o comportamento dos mercados com exatidão. Padrões, histórico e análise de retornos passados não garantem rentabilidade futura. Todo investimento financeiro, em maior ou menor grau, embute riscos, que podem ser mitigados, mas não eliminados. A Empiricus Research alerta para que nunca sejam alocados em renda variável aqueles recursos destinados às despesas imediatas ou de emergência, bem como valores que comprometam o patrimônio do assinante. Os destinatários dos relatórios devem, portanto, desenvolver as suas próprias avaliações.

A Empiricus Research faz parte do grupo Empiricus, pertencendo ao Grupo BTG Pactual, motivo pelo qual existe potencial conflito de interesses em suas manifestações sobre o Grupo. A união de forças para a criação do grupo Empiricus objetiva propiciar uma melhor experiência ao investidor pessoa física. Toda relação dentro do grupo é pautada na transparência e na independência, respeitando a completa segregação entre as atividades de análise de valores mobiliários e de administração de carteiras de valores mobiliários, visando à preservação da imparcialidade da Empiricus Research. Todo o material está protegido pela Lei de Direitos Autorais e é de uso exclusivo de seu destinatário, sendo vedada a sua reprodução ou distribuição, seja no todo ou em parte, sem prévia e expressa autorização da Empiricus Research, sob pena de sanções nas esferas cível e criminal.